

**BØRSNOTERTE SELSKAPERS ADGANG TIL Å  
UTSETTE OFFENTLIGGJØRING AV  
INNSIDEINFORMASJON**

Kandidatnummer: 527  
Leveringsfrist: 26.11.2007

Til sammen 17 982 ord

23.11.2007

# Innholdsfortegnelse

<b><u>1</u></b>	<b><u>INNLEDNING.....</u></b>	<b><u>1</u></b>
1.1	Presentasjon av tema.....	1
1.2	Avgrensninger og presiseringer.....	1
1.3	Rettskildene på området .....	2
1.4	Den videre fremstillingen .....	4
<b><u>2</u></b>	<b><u>HENSYNET BAK INFORMASJONSREGLENE.....</u></b>	<b><u>6</u></b>
2.1	Markedets behov for opplysninger .....	6
2.2	Utstederselskapets behov for konfidensialitet.....	7
<b><u>3</u></b>	<b><u>INNSIDEINFORMASJONSBEGREPET .....</u></b>	<b><u>9</u></b>
3.1	Innledende bemerkninger – definisjonen av innsideinformasjon .....	9
3.2	Tolkningen av bestemmelsen .....	10
3.3	Kravet til ”presise opplysninger” .....	11
3.4	Kravet til at opplysningene må være ”egnet” til ”merkbart” å påvirke kursen .....	14
3.4.1	Innledende bemerkninger .....	14
3.4.2	”Fornuftig investor-vurderingen” .....	16
3.4.3	”Egnet” til å påvirke kursen.....	17
3.4.4	”Merkbart” kurspåvirkningspotensial .....	19
3.5	Kravet til at opplysningene ikke må være ”offentlig tilgjengelig” eller ”allment kjent” i markedet.....	20

## **4 NÆRMERE OM UTSATT OFFENTLIGGJØRING AV INNSIDEINFORMASJON...22**

### **4.1 Innledning: Vilåårene for utsatt offentliggjøring.....22**

### **4.2 Hovedvilkåret: Vern av "legitime interesser".....23**

4.2.1 Innledende bemerkninger ..... 23

4.2.2 Generelt om "legitime interesser"..... 24

4.2.3 Noen typetilfeller ..... 27

4.2.3.1 Forhandlinger ..... 27

4.2.3.2 Forhandlinger vedrørende refinansiering ..... 31

4.2.3.3 Beslutninger som krever godkjennelse av et annet selskapsorgan ..... 35

4.2.3.4 Restruktureringer som medfører oppsigelser ..... 38

4.2.3.5 Forskningsresultater som mangler vern ..... 38

4.2.3.6 Kjøp eller salg av en større aksjepost i et annet børsnotert selskap..... 39

4.2.3.7 Budsjetter, prognoser og estimater..... 40

4.2.4 Oppsummering – fellestrekk for typetilfellene ..... 40

### **4.3 1. tilleggsvilkår: Allmennheten må ikke "villedes" av utsettelsen.....41**

### **4.4 2. tilleggsvilkår: Opplysningene må behandles "konfidensielt".....43**

4.4.1 Innledende bemerkninger ..... 43

4.4.2 Krav om tilbørlig informasjonshåndtering, jf. vphl.§3-4..... 44

4.4.2.1 Innledende bemerkninger..... 44

4.4.2.2 Nærmere om hvem som regnes "uvedkommende" ..... 46

4.4.2.3 Kravet om å utvise "tilbørlig aktsomhet"..... 49

4.4.2.4 Utsteders plikt til å ha "rutiner for sikker behandling av innsideinformasjon" ..... 50

4.4.3 Krav om liste over personer med tilgang til innsideinformasjon, jf. vphl.§3-5 ..... 53

4.4.4 Plikten til å offentliggjøre ved fare for lekkasjer ..... 56

## **5 SÆRSKILT OM MELDEPLIKTEN VED UTSATT OFFENTLIGGJØRING .....58**

### **5.1 Innledende bemerkninger – historikk .....58**

### **5.2 Hensynene bak meldeplikten.....60**

### **5.3 Nærmere om kravene til meldingen.....62**

5.3.1 Innledende bemerkninger ..... 62

5.3.2	Prosessuelle regler .....	63
5.3.2.1	Når skal melding gis?.....	63
5.3.2.2	Hvem skal meldingen rettes til? .....	67
5.3.3	Materielle regler .....	67
5.3.3.1	Krav til meldingens form .....	67
5.3.3.2	Krav til meldingens innhold.....	68
5.3.4	Unntak fra meldeplikten ved utsatt offentliggjøring av finansiell informasjon i delårsrapporter ..	70
<b>5.4</b>	<b>Rettsvirkningene av at melding er gitt til børsen – ansvarsforholdet.....</b>	<b>71</b>
<b>5.5</b>	<b>Rettsvirkningene av at melding ikke er gitt til børsen .....</b>	<b>73</b>
<b>6</b>	<b><u>REGISTRE.....</u></b>	<b>75</b>
<b>6.1</b>	<b>Lover m.m. ....</b>	<b>75</b>
6.1.1	Norske lover .....	75
6.1.2	EØS-rettslige avtaler.....	75
6.1.3	EU-rettslige avtaler og direktiv.....	76
<b>6.2</b>	<b>Forskrifter .....</b>	<b>77</b>
6.2.1	Forskrifter til norske lover .....	77
6.2.2	Forskrifter til svenske lover .....	77
6.2.3	Kommisjonsdirektiv .....	77
<b>6.3</b>	<b>Forarbeider .....</b>	<b>79</b>
6.3.1	Forarbeider til norske lover.....	79
6.3.2	Forarbeider til norske forskrifter.....	80
6.3.3	Forarbeider til danske lover .....	81
6.3.4	Forarbeider til svenske lover.....	82
6.3.5	Forarbeider til EU-direktiver .....	82
<b>6.4</b>	<b>Rettspraksis.....</b>	<b>82</b>
<b>6.5</b>	<b>Rundskriv, børsregler og børs sirkulære .....</b>	<b>83</b>
<b>6.6</b>	<b>CESRs standarder og retningslinjer .....</b>	<b>85</b>
<b>6.7</b>	<b>Børsvedtak.....</b>	<b>85</b>

<b>6.8</b>	<b>Juridisk litteratur .....</b>	<b>86</b>
6.8.1	Norsk juridisk litteratur.....	86
6.8.2	Dansk juridisk litteratur .....	88
<b>6.9</b>	<b>Uttalelser .....</b>	<b>88</b>
<b>6.10</b>	<b>Nettsteder .....</b>	<b>90</b>

## 1 Innledning

### 1.1 Presentasjon av tema

En svært sentral regel i børns- og verdipapirretten er at utstederselskapene uoppfordret og umiddelbart skal offentliggjøre all innsideinformasjon.<sup>1</sup> Bakgrunnen for denne regelen er først og fremst å sikre at flest mulig av aktørene i verdipapirmarkedet har lik informasjon, slik at innsidehandel vanskeliggjøres og slik at prisingen av verdipapirene blir korrekt.

I visse tilfeller foreligger det imidlertid sterke interesser på selskapets hånd, som rettferdiggjør at man holder tilbake informasjon fra markedet. Derfor er det i vphl.§5-3 inntatt en bestemmelse om at man i visse tilfeller kan utsette offentliggjøringen av innsideinformasjon.

Temaet for denne oppgaven er å redegjøre for og analysere de viktigste problemstillinger som reiser seg i forbindelse med slik utsatt offentliggjøring. Den overordnede problemstillingen blir å klarlegge når et utstederselskap kan vedta utsettelse av offentliggjøring. I forlengelsen av dette behandles også de plikter som inntreer ved vedtakelsen av en slik utsettelse.

### 1.2 Avgrensninger og presiseringer

Reglene om løpende informasjonsplikt i vphl. kap.5 avsnitt I, gjelder for ”*utstedere hvis finansielle instrumenter er eller er søkt opptatt til handel på norsk regulert marked*”, jf. vphl.§5-1. Begrepet ”*finansielle instrumenter*” omfatter blant annet aksjer, obligasjoner, verdipapirfondsandeler og ulike typer derivater, jf. den nærmere definisjonen i vphl.§2-2. Denne fremstillingen vil avgrenses til kun å behandle aksjer. Ettersom det i Norge kun er

---

<sup>1</sup> Vphl.§5-2 (1).

Oslo Børs (OBX) og Oslo Axess (OAX)<sup>2</sup> som er regulerte markeder hvor det handles aksjer, vil fremstillingen være begrenset til å gjelde informasjonsreglene for selskaper som har aksjer notert på en av disse regulerte markeds plassene, eller som har søkt om notering.

### 1.3 Rettskildene på området

Reglene om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon ble i sammenheng med implementeringen av markedsmissbruksdirektivet<sup>3</sup> i 2005 opprinnelig inntatt i verdipapirforskr.<sup>4</sup> I forbindelse med implementeringen av MiFID-direktivet<sup>5</sup> og rapporteringsdirektivet<sup>6</sup> ble det imidlertid foretatt en revisjon av vphl., og i denne sammenheng ble reglene inntatt i loven.<sup>7</sup> Deler av loven trådte i kraft 01.11.2007. De øvrige bestemmelser vil tre i kraft 01.01.2008. Av praktiske hensyn vil alle henvisninger i oppgaven gjøres til den nye loven, på tross av at noen av bestemmelsene ikke er trådt i kraft ved innlevering.

Markedsmissbruksdirektivet er et fullharmoniseringsdirektiv, noe som innebærer at de norske reglene ikke kan avvike fra direktivet.<sup>8</sup> I motsatt fall ville ikke norsk rett være i samsvar med de folkerettslige forpliktelsene vi har påtatt oss gjennom EØS-avtalen.<sup>9</sup> Dette vil få betydning for tolkningen av reglene.

---

<sup>2</sup> OAX åpnet for handel første gang 02.05.2007.

<sup>3</sup> Directive 2003/6/EC.

<sup>4</sup> Av den grunn vil en rekke av henvisningene til forarbeidene til reglene som omhandles i denne oppgaven, være til ulike høringsnotater.

<sup>5</sup> Directive 2004/39/EC.

<sup>6</sup> Directive 2004/109/EC.

<sup>7</sup> Det er ikke gjort noen endringer i bestemmelsene, jf. Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s.422-423.

<sup>8</sup> Sejersted (2004) s.279.

<sup>9</sup> I så fall kan Norge bringes inn for EFTA-domstolen, jf. ODA art.31.

I EU-retten er avgjørelser fra EF-domstolen tradisjonelt av stor rettskildemessig betydning.<sup>10</sup> Foreløpig finnes det imidlertid ingen avgjørelser fra denne, hvor reglene om utsatt offentliggjøring er behandlet. Tolkningsspørsmål må derfor løses ved hjelp av andre rettskilder.

Ifølge EF-traktaten art.253 skal alle rettsakter under EU-retten begrunnes. Dette gjøres normalt gjennom fortaler (preambler). Ved tolkningen av direktivene vil fortalene ofte ha stor rettskildemessig betydning, og deres funksjon kan sammenlignes med forarbeidenes funksjon i norsk rettskildelære.<sup>11</sup>

På verdipapirrettens område er det i EU-retten vedtatt en forenklet lovgivningsprosess, kalt Lamfalussy-prosedyren eller komitologiprosedyren. Prosedyren innebærer at det foretas regulering på 4 ulike nivåer, og formålet med dette er å oppnå et fleksibelt reguleringssystem, samt å øke harmoniseringen av reglene på dette rettsområdet.<sup>12</sup>

Markedsmisbruksdirektivet er et rammedirektiv, vedtatt på nivå 1 i denne prosessen. Rammedirektivet fastsetter prinsippene og de fundamentale krav innenfor det aktuelle området<sup>13</sup>, og utfylles blant annet ved hjelp av rettsakter vedtatt av EU-kommisjonen.<sup>14</sup> Markedsmisbruksdirektivet er utfylt gjennom 3 kommisjonsdirektiv, henholdsvis første<sup>15</sup>, andre<sup>16</sup> og tredje<sup>17</sup> kommisjonsdirektiv. Disse direktivene har rettskildemessig relevans

---

<sup>10</sup> Sejersted (2004) s.52.

<sup>11</sup> op.cit. s.51.

<sup>12</sup> Se Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s.8–9, KREDTILS-HNOT-03.03.2004 pkt.1.3 og Krüger Andersen (2007) s.45-51 for en nærmere redegjørelse for dette.

<sup>13</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s.8 og Krüger Andersen (2007) s.46.

<sup>14</sup> Slike rettsakter vedtas på nivå 2 i komitologiprosedyren.

<sup>15</sup> Directive 2003/124/EC.

<sup>16</sup> Directive 2003/125/EC.

<sup>17</sup> Directive 2004/72/EC.



ved tolkning av direktivet, og den rettskildemessige vekten kan sammenlignes med den rettskildemessige vekten til forskrifter i norsk rett.<sup>18</sup>

Ved tolkningen av direktivet vil det også henvises til uttalelser fra CESR (The Committee of European Securities Regulators).<sup>19</sup> Disse uttalelsene er ikke bindende, men tillegges normalt stor vekt av nasjonale tilsynsmyndigheter.<sup>20</sup>

I og med at EU-retten er autonom, vil nasjonale rettskilder tradisjonelt spille mindre rolle på dette området.<sup>21</sup> Når man skal avgjøre om nasjonal rett er i samsvar med EØS-forpliktelsene vil det imidlertid være nødvendig å fastlegge den interne retten basert på de nasjonale rettskilder.

Pr. 23.11.2007 foreligger det ingen relevant praksis fra norske domstoler vedrørende reglene om utsatt offentliggjøring. At det foreligger lite domstolspraksis er typisk for børs- og verdipapirretten, blant annet fordi behovet for raske avgjørelser gjør det lite hensiktsmessig å benytte domsapparatet.<sup>22</sup> Av den grunn får vedtak fra børsstyret og Børsklagenemnda, samt uttalelser fra børsstyret (såkalte børs sirkulære) og rundskriv fra Kredittilsynet større betydning. Selv om disse rettskildene normalt kun vil bli tillagt begrenset rettskildemessig vekt av domstolene, har de stor betydning i praksis, fordi markedsaktørene normalt velger å innrette seg etter disse.<sup>23</sup>

#### 1.4 Den videre fremstillingen

Under pkt.2 vil det redegjøres både for hensynene bak informasjonspliktsreglene og hensynene bak regelen om utsatt offentliggjøring. Disse hensynene er av stor betydning,

---

<sup>18</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s.8.

<sup>19</sup> CESR utarbeider standarder og retningslinjer på nivå 3 i komitologiprosedyren.

<sup>20</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s.8.

<sup>21</sup> Sejersted (2004) s.55-56.

<sup>22</sup> Bechmann (2002) s.14.

<sup>23</sup> op.cit. s.15.

fordi det ofte vil være en interesseavveining av de ulike hensyn som er avgjørende for om det er adgang til utsatt offentliggjøring, jf. pkt.4.2 nedenfor.

Under pkt.3 vil det kort redegjøres for begrepet ”*insideinformasjon*”. Hensikten med dette er å klarlegge nærmere når plikten til offentliggjøring oppstår, fordi det er fra dette tidspunktet utstederforetakene må vurdere om adgangen til utsatt offentliggjøring er tilstede. Av hensyn til oppgavens omfang vil imidlertid denne redegjørelsen begrenses til et minimum.

Under pkt.4 vil det redegjøres nærmere for vilkårene for utsatt offentliggjøring, med sikte på å klarlegge når utstederselskapene har adgang til dette. Deretter vil det under pkt.5 redegjøres særskilt for meldeplikten som oppstår når utsatt offentliggjøring vedtas.

## 2 Hensynet bak informasjonsreglene

### 2.1 Markedets behov for opplysninger

Ifølge økonomisk teori må den forventede avkastningen på en aksje tilsvare avkastningskravet på aksjen for at investorene i markedet skal være villige til å sitte med det antall aksjer som er tilgjengelig i markedet.<sup>24</sup> En aksjes verdi bestemmes av en rekke ulike forhold, som f.eks. selskapets nettobalanse, sammensetningen av eiendeler og gjeld, selskapets antatte fremtidige inntjeningsmuligheter, forretningsforbindelser m.v.<sup>25</sup>, og ifølge hypotesen om markedseffisiens, vil prisen på en aksje i et effektivt marked reflektere all tilgjengelig informasjon. Når det kommer ny informasjon vil prisen raskt tilpasses den nye informasjon.<sup>26</sup> Når en investor skal avgjøre hvilken pris vedkommende er villig til å betale, vil derfor prisen tilpasses slik at den forventede avkastningen på aksjen tilsvarer avkastningskravet.<sup>27</sup>

For at prisingen av en aksje skal bli korrekt, er det derfor svært viktig at alle markedsaktørene har lik informasjon. I tillegg er det viktig at mest mulig informasjon om selskapet er offentlig tilgjengelig, fordi man dermed har et bedre grunnlag for å finne frem til forventet avkastning. Uten rask tilgang på relevant informasjon, vil ikke markedet være i stand til å fastsette korrekt pris på aksjene, og det vil dermed ikke oppfylle sitt formål.<sup>28</sup>

---

<sup>24</sup> NOU 1996:2 s.23.

<sup>25</sup> Se Bergo (2004) s.99 og Hansen (2006) s.290-291.

<sup>26</sup> NOU 1996:2 s.24.

<sup>27</sup> op.cit. s.23. Hvis forventet avkastning er kr. 10,- pr. aksje, og avkastningskravet er 10%, blir derfor markedsprisen kr. 100,-. Dersom forventet avkastning øker til kr. 12,- pr. aksje vil prisen tilpasses til kr. 120,-.

<sup>28</sup> Se Bergo (2004) s.99 og Krüger Andersen (2003) s.263-266.

I samfunnsøkonomien er kapitalmarkedets viktigste oppgave å sørge for at kapitalen kanaliseres dit den gir størst avkastning.<sup>29</sup> For at et marked skal være velfungerende, er det en forutsetning at investorene har tillit til det.<sup>30</sup> I motsatt fall vil risikoen ved investeringene øke, og prisen på aksjene vil bli uforholdsmessig lave. Dersom noen av markedsaktørene sitter med mer informasjon enn andre har vedkommende bedre muligheter til å fastsette korrekt pris på aksjene, og vedkommende kan dermed gjøre gode handler på bekostning av andre. Informasjonsreglene skal bidra til å sørge for at alle aktørene sitter med lik informasjon, slik at sjansene for slik form for handel reduseres, og tilliten til markedet opprettholdes.<sup>31</sup>

De ovennevnte hensyn taler sterkt for at man har en regel om uoppfordret og umiddelbar offentliggjøring av innsideinformasjon, slik at alle markedsaktører får lik tilgang til kursrelevant informasjon.<sup>32</sup>

## 2.2 Utstederselskapets behov for konfidensialitet

Markedets behov for opplysninger ble tidligere ansett for å være så tungtveiende, at man ikke hadde regler om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon.<sup>33</sup> I visse tilfeller vil imidlertid umiddelbar offentliggjøring kunne medføre en betydelig skade i

---

<sup>29</sup> NOU 1996:2 s.23.

<sup>30</sup> Se bl.a. Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s.27, Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s.24 og NOU 1996:2 pkt.2.4, Rt-2006-1049 pkt.(16), (21) og (31) og Bergo (2004) s.275.

<sup>31</sup> Se markedsmissbruksdirektivets fortale avsnitt (2) og Krüger Andersen (2003) s.263-264.

<sup>32</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s.47. Se også KREDTILS-HNOT-02.02.2005 pkt.1.3.

<sup>33</sup> Se KREDTILS-HNOT-02.02.2005 pkt.1.3, med videre henvisning til Børsklagenemnden sak 1/97 og 2 /97. I Børsklagenemnden sak 1/97 s.6 ble det uttalt: ”Hensynet til markedet og dets behov for kursrelevant informasjon er generelt prioritert foran selskapets behov for hemmelighold.”

utstederselskapets interesser.<sup>34</sup> Dette vil til syvende og sist vil ramme aksjonærene. I slike tilfeller vil det fungere mot sin hensikt å tvinge selskapet til å offentliggjøre informasjon.<sup>35</sup>

Begrunnelsen for at man nå har fått regler om at utstederselskapet i bestemte tilfeller og under nærmere angitte forutsetninger kan utsette offentliggjøringen av innsideinformasjon, er at selskapets har behov for konfidensialitet i tilfeller offentliggjøring på et for tidlig tidspunkt vil kunne skade dets interesser.<sup>36</sup>

---

<sup>34</sup> Se KREDTILS-HNOT-03.03.2004 pkt.8.3.3, KREDTILS-HNOT-02.02.2005 pkt.1.4 og 3.3, og Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s.47-52.

<sup>35</sup> Se Bergo (2004) s.99-100.

<sup>36</sup> De konkrete hensyn vil behandles under pkt.4.2.

### 3 Innsideinformasjonsbegrepet<sup>37</sup>

#### 3.1 Innledende bemerkninger – definisjonen av innsideinformasjon

Reglene om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon representerer unntak fra hovedregelen om at slike opplysninger uoppfordret og umiddelbart skal offentliggjøres. Plikten til å offentliggjøre og retten til å utsette offentliggjøring, inntretr på tidspunktet de aktuelle opplysningene kvalifiserer som innsideinformasjon. I og med at det inntretr flere plikter på utstederselskapets hånd når utsatt offentliggjøring vedtas, er det viktig å være klar over hva som skal til for at opplysninger i lovens forstand karakteriseres som innsideinformasjon.

I vphl.§3-2 (1) er innsideinformasjon definert som:

*”...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.”*

Bestemmelsen er ment som en implementering av markedsmisbruksdirektivet art.1 nr.1 som lyder:

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

---

<sup>37</sup> For en utdypende fremstilling, se Svedberg (2007).

Den norske bestemmelsen inneholder tre kumulative vilkår som alle må være oppfylt for at det skal dreie seg om innsideinformasjon. Det første vilkåret er at det dreier seg om ”*presise opplysninger*”. Dette vil bli nærmere behandlet nedenfor under pkt.3.3. Det andre vilkåret er at det dreier seg om opplysninger ”*som er egnet til [merkbart] å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter*”. Vilkaåret vil bli nærmere behandlet under pkt.3.4 nedenfor. Det tredje og siste vilkåret er at det må dreie seg om opplysninger som ”*ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet*”, og behandles nedenfor i pkt.3.5. Først er det imidlertid nødvendig å knytte noen kommentarer til tolkningen av bestemmelsen.

### 3.2 Tolkningen av bestemmelsen

Hovedregelen i norsk rett er at man må ta utgangspunkt i bestemmelsens ordlyd når man skal tolke en lovregel for å finne frem til regelens innhold. I henhold til alminnelig rettskildelære skal tolkning av rettsvilkåret i en aktuell hjemmel skje i lys av den rettsvirkning som i den konkrete saken gjør seg gjeldende. Dette kalles gjerne en konsekventorientert tolkning.<sup>38</sup> Ved tolkningen av innsideinformasjonsbegrepet er det imidlertid hensyn som tilsier at man bør gjøre et unntak fra metodelærens hovedregel, ved å foreta en autonom tolkning av begrepet.

For det første kan definisjonen av innsideinformasjon få betydning for om det kan ilegges straff, jf. vphl.§17-3. Legalitetsprinsippet<sup>39</sup> tilsier at man ved tolkningen av bestemmelsen bør legge større vekt på dens ordlyd enn det man normalt gjør ved tolkningen av privatrettslige regler. Dette medfører normalt bedre forutberegnelighet for borgerne, fordi

---

<sup>38</sup> Nygaard (2004) s.95.

<sup>39</sup> Grl.§96.

de ved å ta utgangspunkt i lovens ordlyd kan innrette seg på en slik måte at de ikke opptrer straffbart.<sup>40</sup>

For det andre kan brudd på informasjonsplikten etter vphl.§5-2 sanksjoneres ved at det ilegges et overtredelsesgebyr, jf. vphl.§17-4 (3). Et slikt overtredelsesgebyr har flere likhetstrekk med straff, først og fremst fordi det er av pønial karakter. Mange av de samme hensyn som gjør seg gjeldende på strafferettens område gjør seg derfor gjeldende, slik at det også på dette området er naturlig å legge større vekt på bestemmelsens ordlyd.<sup>41</sup>

For det tredje tilsier praktiske hensyn at man bør tolke begrepet innsideinformasjon likt i ulike sammenhenger.<sup>42</sup>

Etter dette legges det til grunn at legaldefinisjonen av innsideinformasjon må tolkes likt i alle sammenhenger, uavhengig av de rettsvirkninger som i den konkrete sak gjøres gjeldende. Det legges også til grunn at bestemmelsens ordlyd vil være av stor betydning ved den nærmere fastsettelsen av regelens innhold.<sup>43</sup>

### 3.3 Kravet til "presise opplysninger"

Det første vurderingstemaet i definisjonen av innsideinformasjon er hva som ligger i kravet om presise opplysninger. "Presise opplysninger" er i vphl.§3-2 (2) definert som:

*"...opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er*

---

<sup>40</sup> Se Boe (1996) s.207. Boe kritiseres i Eskeland (2006) s.508, men Eskeland innrømmer at "[d]ette betyr ikke at den konkrete avveiningen av rettskildefaktorene nødvendigvis er den samme på strafferettens område som på andre områder. At et tolkningsspørsmål gjelder en bestemmelse om straff, kan f.eks. tilsi at hensynet til forutberegnelighet bør tillegges større vekt enn på andre områder."

<sup>41</sup> Svedberg (2007) s.132.

<sup>42</sup> op.cit.

<sup>43</sup> op.cit.



*tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene.*"<sup>44</sup>

Av ordlyden kommer det klart frem at ikke alle opplysninger vedrørende selskapet er å regne som innsideinformasjon. Det kan oppstilles to ytterpunkter. På den ene siden har man objektive konstaterbare fakta av betydningen for kursutviklingen, som utvilsomt må regnes som presise opplysninger i loves forstand. På den annen side har man rene spekulasjon og rykter uten objektive holdepunkter, som ikke oppfyller loves krav, selv om de potensielt sett kan ha kurspåvirkende effekt.<sup>45</sup>

Kravet til "*presise opplysninger*" oppstiller for det første et krav til opplysningenes objektive karakter, ved at de må være "*tilstrekkelige spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen ... på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene*". Dette innebærer at den aktuelle informasjonen må være av en viss nøyaktighet, klarhet og troverdighet for kvalifisere som tilstrekkelig presis.<sup>46</sup>

Det kan imidlertid ikke oppstilles noe krav om at opplysningene er detaljerte eller dokumenterbare. I forarbeidene nevnes det som eksempel at dersom en finansdirektør opplyser at det kommer et bedre resultat enn forventet, uten at vedkommende som mottar informasjonen vet hvor godt resultatet vil bli, er dette en type opplysning som er tilstrekkelig presis til å handle på bakgrunn av. Dette på tross av at informasjonen verken er dokumentert eller detaljert. Generelle rykter om selskapets resultat uten en nærmere angitt kilde er derimot ifølge forarbeidene ikke presise nok.<sup>47</sup> Tilsvarende vil opplysningene ikke være tilstrekkelig presise dersom finansdirektøren ikke angir om avviket fra forventningene er positive eller negative, fordi man i et slikt tilfelle ikke kan "*trekke en slutning om den*

---

<sup>44</sup> Definisjonen bygger på definisjonen i Første kommisjonsdirektiv art.1 nr.1.

<sup>45</sup> NOU 1996:2 s.73-75.

<sup>46</sup> Se Gravir (2005) s.102 og Svedberg (2007) s.134.

<sup>47</sup> Ot.prp.nr.72 (1990-1991) s.67 og NOU 1996:2 s.74-75.

*mulige kurspåvirkningen*”, annet enn at den sannsynligvis vil bevege seg i positiv eller negativ retning.

Hvorvidt opplysninger er ”*tilstrekkelig spesifikke*” må vurderes konkret i hvert enkelt tilfelle. Hensynet til et velfungerende verdipapirmarked taler for at man i denne vurderingen legger stor vekt på opplysningenes markedsmissbrukspotensial, fremfor det spesifikke innhold.<sup>48</sup>

For det andre er det et krav for å kunne karakteriseres opplysningene som ”*presise*” at de ”*indikerer*” at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelighet kan antas å ville inntreffe.

En alminnelig språklig forståelse av begrepet innebærer at de aktuelle opplysningene må tyde på eller angi at noe har skjedd eller kan komme til å skje. Kravet har vært tolket slik at opplysningene verken må være fullstendige, nøyaktige eller ubetingede, og fremstår dermed kun som en presisering av at opplysningene må være tilstrekkelig spesifikke til å si noe om den mulige kurspåvirkningen.<sup>49</sup>

For det tredje stilles det krav til opplysningenes materielle innhold, ved at de må omhandle ”*omstendigheter*” eller ”*begivenheter*”. Dette angir at bestemmelsen har et meget vidt anvendelsesområde, og det er i juridisk teori antatt at alle typer opplysninger kan omfattes.<sup>50</sup>

På den ene siden omfattes ”*omstendigheter*” eller ”*begivenheter*” som har inntruffet. Typiske hendelser er kontraktsinngåelser, vedtatte fusjoner og lignende. I og med at det lar seg konstatere hva som har skjedd, er det enkelt å fastlegge disse tilfellene.<sup>51</sup>

---

<sup>48</sup> Svedberg (2007) s.136.

<sup>49</sup> KREDTILS-RUNDSKR-14/2005 s.7, med videre henvisning til RG-2004-676. Se også Gravir (2005) s.102.

<sup>50</sup> Se Gravir (2005) s.102 og Svedberg (2007) s.138.

<sup>51</sup> Se Gravir (2005) s.101 og Svedberg (2007) s.138.

På den annen side omfattes ”omstendigheter” eller ”begivenheter” som kan inntreffe. Typiske eksempler er kontraktsforhandlinger, fusjonsforhandlinger og lignende. Ifølge bestemmelsens ordlyd må det være ”rimelig grunn” til å anta at den aktuelle hendelse vil inntreffe. En naturlig språklig forståelse av dette er at det må dreie seg om en viss sannsynlighet for at forholdet inntreffer, uten at det kan oppstilles krav om sannsynlighetsovervekt. Støtte for denne forståelsen kan også finnes i første kommisjonsdirektiv art.1 nr.1, som bestemmelsen er ment å implementere<sup>52</sup> og juridisk teori.<sup>53</sup> Det nærmere vurderingen må foretas konkret.

Samlet sett stilles det ikke strenge krav til opplysningenes materielle innhold. Dette kan begrunnes med at hensynet til et velfungerende marked tilsier at alle opplysninger som er tilstrekkelig presise og som kan ha betydning for kursen bør omfattes av innsideinformasjonsreglene, uavhengig av opplysningenes nærmere innhold.

### 3.4 Kravet til at opplysningene må være ”egnet” til ”merkbar” å påvirke kursen

#### 3.4.1 Innledende bemerkninger

Det andre vurderingstemaet er hva som ligger i kravet om at opplysningene må være egnet til ”merkbar” å påvirke kursen. Bestemmelsen er ment å implementere markedsmisbruksdirektivet art.1 nr.1, hvor det heter:

*”’Inside information’ shall mean information ... which ... would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments...”. (min understrekning)*

---

<sup>52</sup> Der benyttes formuleringen ”may reasonably be expected”.

<sup>53</sup> Se Gravir (2005) s.101 og Svedberg (2007) s.138-139.

Ser man isolert på ordlyden i den norske bestemmelsen kan det se ut som om den norske bestemmelsen avviker fra markedsmisbruksdirektivet, fordi man ikke har inntatt vesentlighetskravet som følger av direktivet, jf. ordene ”*significant effect*”.

I vphl.§3-2 (3) er det imidlertid inntatt en underdefinisjon av hva som menes med at opplysningene må være ”*egnet*” til ”*merkbart*” å påvirke kursen. Ifølge definisjonen er det tilfelle når:

”...en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte [*opplysningene*] som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.”

Denne definisjonen bygger på den utfyllende definisjonen i første kommisjonsdirektiv art.1 nr.2. Ifølge definisjonen reduseres kravet i markedsmisbruksdirektivet til at opplysninger sannsynligvis må ha en ”*significant effect on the prices*” til spørsmålet om en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte seg av opplysningene. I praksis medfører dette en utvidelse av innsideinformasjonsbegrepet. Som Bergo påpeker i Norsk Lovkommentar<sup>54</sup> har imidlertid ikke Kommissjonen hjemmel til å foreta en slik utvidelse av denne definisjonen, jf. markedsmisbruksdirektivet art.17 nr.2, jf. art.1 nr.7. Det kan derfor stilles spørsmål om meningen med første kommisjonsdirektiv ikke var å ta bort kravet om sannsynlighet for en vesentlig kurseffekt, men istedenfor angi at bedømmelsen av hva som er vesentlig kurseffekt må skje ex ante ut fra en alminnelig fornuftig investors antatte vurdering, jf. også fortalen til første kommisjonsdirektiv avsnitt (1).<sup>55</sup> Svaret på dette er sannsynligvis bekreftende, slik at underdefinisjonen i kommisjonsdirektivet ikke endret kravet til vesentlig kurspåvirkning.<sup>56</sup>

---

<sup>54</sup> NLK-VPHL-1997 note 45.

<sup>55</sup> op.cit.

<sup>56</sup> Svedberg (2007) s.141.

I og med at markedsmisbruksdirektivet er et fullharmoniseringsdirektiv, må den norske bestemmelsen praktiseres i samsvar med EØS-bestemmelsene dersom norsk rett skal være i samsvar med EØS-avtalen.<sup>57</sup> På grunn av legalitetsprinsippet må imidlertid innholdet i den norske reglen fastsettes med bakgrunn i ordlyden i vphl.§3-2 (3).<sup>58</sup> Det avgjørende blir dermed om en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte seg av opplysningene. Begrepene ”egnet til å påvirke” og ”merkbar” må i den sammenheng anses som underliggende vurderingstemaer som begge må være oppfylt i den ”*fornuftige investor-vurderingen*”.<sup>59</sup>

### 3.4.2 ”Fornuftig investor-vurderingen”

Med begrepet ”*en fornuftig investor*” siktes det til en rettslig standard. Nærmere bestemt må ”*fornuftig investor-vurderingen*” foretas med bakgrunn i hva aktørene i verdipapirmarkedet til enhver tid anser som en ”*fornuftig investor-beslutning*”.<sup>60</sup>

Bestemmelsens ordlyd gir liten veiledning når det gjelder det nærmere innholdet av denne vurderingen. I avsnitt (1) i fortalet til første kommisjonsdirektiv er det angitt:

*”Such an assessment has to take into consideration the anticipated impact of the information in light of the totality of the relevant issuer’s activity, the reliability of the source of information and any other market variables likely to affect the related financial instrument or derivate financial instrument related thereto in the given circumstances.”*<sup>61</sup>

---

<sup>57</sup> Se pkt.1.3 ovenfor

<sup>58</sup> Svedberg (2007) s.141-142.

<sup>59</sup> op.cit. s.142.

<sup>60</sup> op.cit. Se pkt.4.2.2 nedenfor for en nærmere redegjørelse for hva som menes med en ”*rettslig standard*”.

<sup>61</sup> Dette svarer i stor grad til CESRs råd til EU-kommisjonen, jf. CESR/02-089d pkt.27.

I praksis betyr det at mer eller mindre alle mulige markedsvariabler vil kunne tas i betraktning ved vurderingen.<sup>62</sup>

At det stilles krav om at opplysningene ”sannsynligvis” vil benyttes innebærer etter en alminnelig språklig forståelse at det må være mer sannsynlig at opplysningene blir benyttet enn at de ikke benyttes. Dette kan betegnes som et krav om sannsynlighetsovervekt.<sup>63</sup>

Samlet sett er det få holdepunkter for hva man skal vektlegge når man skal foreta en såkalt ”fornuftig investor-vurdering”. Det er derfor av stor betydning å fastlegge hva som ligger i begrepene ”egnet til å påvirke kursen” og ”merkbart” kurspåvirkningspotensial.<sup>64</sup>

### 3.4.3 ”Egnet” til å påvirke kursen

At noe er ”egnet” til å påvirke kursen på et verdipapir innebærer etter en alminnelig språklig forståelse at det potensielt kan ha betydning for prisen på verdipapiret. Dermed er det tilstrekkelig at informasjonen kan påvirke kursen, og det er ikke nødvendig at den faktisk gjør det.

Kravet til egnethet tilsier at det må foretas en objektiv vurdering.<sup>65</sup> Det avgjørende er dermed ikke subjektive oppfatninger av informasjonens kurspåvirkningspotensial, men hvordan aktørene i verdipapirmarkedet generelt sett vil vurdere dette.<sup>66</sup> Vurderingen må foretas i forkant av at informasjonen offentliggjøres og dermed prises inn i aksjene.<sup>67</sup>

---

<sup>62</sup> Svedberg (2007) s.142-143.

<sup>63</sup> Se også CESR/02-089d pkt. 23 hvor det ble uttalt: ”...the mere possibility is not enough, as on the other hand a degree of possibility close to certainty is not necessary either.”

<sup>64</sup> Svedberg (2007) s.143.

<sup>65</sup> NOU 1996:2 s.74, med videre henvisning til Ot.prp.nr.72 (1990-1991) s.67.

<sup>66</sup> Ot.prp.nr.80 (2000-2001) s.26-27.

<sup>67</sup> Se pkt. 3.5 nedenfor.

Kravet til egnethet innebærer videre at det må være en viss sannsynlighet for at informasjonen faktisk får betydning for kursen. Den norske bestemmelsen gir imidlertid ingen holdepunkter for hvor stor grad av sannsynlighet som kreves.

Markedsmisbruksdirektivet krever på sin side at opplysningene må være av en slik art at de er ”*likely to have a ... effect on the prices*”. Rent språklig taler dette for et krav om sannsynlighetsovervekt.<sup>68</sup>

I forarbeidene er det om kravet til kurspåvirkning uttalt at det må dreie seg om en ”*realistisk mulighet*”.<sup>69</sup> Språklig sett taler det for at det skal mindre til enn sannsynlighetsovervekt.

I juridisk teori er oppfatningene stort sett at den norske bestemmelsen stiller mindre strenge krav til sannsynlighet enn det som følger av markedsmisbruksdirektivet.<sup>70</sup> Det innebærer i så fall at definisjonen av innsideinformasjon blir strengere i norsk rett.

De reelle hensyn tilsier at kravet til sannsynlighet bør bero på en interesseavveining av markedsdeltakerens adgang til å handle uten hindringer og de bevis- og håndhevelsesproblemer som oppstår når man stiller strenge krav til sannsynlighetsgraden.<sup>71</sup>

I praksis vil det nok være slik at en ”*fornuftig investor*” vil kunne benytte informasjonen, selv i tilfeller der det ikke er sannsynlighetsovervekt for at informasjonen vil medføre kurspåvirkning.<sup>72</sup> Spesielt vil det gjelde der det sannsynlige kursutslaget må antas å være stort.

---

<sup>68</sup> NLK-VPHL-1997 note 43.

<sup>69</sup> NOU 1996:2 s.74.

<sup>70</sup> Bergo (2004) s.290 som videre uttaler at det ikke er lett å si hvor den eksakte grensen går, men at domstolene i stor grad vil ”*totalbedømme situasjonen, uten å legge avgjørende vekt på den eksakte sannsynlighetsgrad*”. Se også Svedberg (2007) s.145.

<sup>71</sup> Se Sæbø (1995) s.165 og Reed (1996) s.168.

<sup>72</sup> Svedberg (2007) s.145.

For at norsk rett skal være i samsvar med forpliktelsene etter EØS-retten må den praktiseres slik at opplysningene for å karakteriseres som innsideinformasjon må være av en slik art at de med sannsynlighetsovervekt medfører kurspåvirkning.

#### 3.4.4 "Merkbart" kurspåvirkningspotensial

Ved implementeringen av markedsmissbruksdirektivet konkluderte Kredittilsynet under tvil med at det ikke var nødvendig å gjeninnta vilkåret om "vesentlig" kurspåvirkning i den nye definisjonen av innsideinformasjon, på tross av at det i markedsmissbruksdirektivet oppstilles krav om "significant effect".<sup>73</sup> Dette ble begrunnet med at norsk rett allerede var i overensstemmelse med direktivet, fordi det sentrale kriteriet måtte være hva en alminnelig fornuftig investor ville vektlagt i sin vurdering av opplysningene.<sup>74</sup> I vurderingen ble det vektlagt at å innta et vesentlighetskrav på nytt, ville medføre at man sendte ut et signal til verdipapirmarkedet om lempeligere lovgivning.<sup>75</sup>

Departementet konkluderte på sin side med at begrepet "significant effect" måtte oversettes med "merkbar", jf. blant annet den danske og franske oversettelsen, og fant at dette begrepet måtte inntas i den norske lovteksten.<sup>76</sup> Departementet uttalte imidlertid spesifikt at de foreslåtte endringene ikke var ment som en reversering av de endringer som ble foretatt i 2001. Tvert imot medførte endringene etter departementets mening ingen materiell endring i det norske innsidehandelsforbudet.<sup>77</sup>

---

<sup>73</sup> Vilkåret ble fjernet ifm. en lovendring i 2001.

<sup>74</sup> Se Ot.prp.nr.80 (2000-2001) s.27 hvor det ifm. en skjerping av definisjonen av innsideinformasjon ble uttalt at man med "uttrykket "er egnet til å påvirke" må se hen til hvorvidt den alminnelige fornuftige investor ville tillagt opplysningen vekt dersom den inngikk i vedkommendes beslutningsgrunnlag."

<sup>75</sup> KREDTILS-HNOT-03.03.2004 kap.3.3 og 3.4.

<sup>76</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s.27.

<sup>77</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s.28.



At en kurspåvirkning er ”merkbar” må etter en alminnelig språklig forståelse innebære at det er en synlig og ikke ubetydelig differanse mellom kursen før og kursen etter at de aktuelle opplysninger er priset inn i verdipapiret.<sup>78</sup> Den nærmere vurderingen av hva som anses som merkbart må fastsettes konkret, og vil variere fra verdipapir til verdipapir.<sup>79</sup>

I og med at kurspåvirkningspotensialet må være merkbart, betyr det at de til enhver tid rådende markedsvilkår får direkte betydning på avgjørelsen av om noe er innsideinformasjon eller ikke. Videre vil individuelle særpreg ved det aktuelle verdipapir, som for eksempel verdipapirets likviditet og volatilitet få betydning. I praksis betyr det at det som i lovens forstand anses som innsideinformasjon i en sak kan gjøre det i en annen. Ved den konkrete vurderingen vil tidligere erfaring fra lignende tilfeller være av stor betydning.<sup>80</sup>

### 3.5 Kravet til at opplysningene ikke må være ”offentlig tilgjengelig” eller ”allment kjent” i markedet

Vilkåret om at opplysningene ikke må være offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet er en naturlig følge av at man antar at prisingen av et selskaps aksjer skjer med bakgrunn i all tilgjengelig informasjon, og at man antar prisen raskt tilpasses ny informasjon.<sup>81</sup> Dermed er det kun informasjon markedet ikke kjenner til som vil kunne påvirke kursen. Sånn sett er vilkåret delvis komplementært med vilkåret om at merkbar kurspåvirkning<sup>82</sup>, fordi en alminnelig fornuftig investor ikke vil ta hensyn til informasjon som allerede er priset inn i verdipapiret. Ifølge ordlyden er imidlertid vilkårene kumulative,

---

<sup>78</sup> Se Sæbø (1995) s.172.

<sup>79</sup> op.cit. Se også Svedberg (2007) s.146-150. Svedberg konkluderer med at den norske bestemmelsen ikke er i samsvar med de EØS-rettslige forpliktelsene, fordi det skal mindre til for at opplysninger oppfyller kravet til ”merkbar” kurspåvirkningspotensial enn at de oppfyller kravet til ”significant effect” i markedsmisbruksdirektivet.

<sup>80</sup> Kredittilsynets rundskriv nr.14/2005 s.7 og Svedberg (2007) s.150.

<sup>81</sup> NOU 1996:2 s.24.

<sup>82</sup> Se Reed (1996) s.131.

og bakgrunnen for dette er at lovgivers intensjon ikke har vært å hindre enhver informasjonsulikhet av betydning mellom kjøpere og selgere i markedet, fordi en drivkraft i verdipapirmarkedet er å fremskaffe og analysere informasjonsbiter.<sup>83</sup>

Bestemmelsen skiller mellom ”*offentlig tilgjengelig*” informasjon på den ene siden og ”*allment kjent*” informasjon på den andre siden. En naturlig språklig forståelse av begrepet ”*offentlig tilgjengelig*” informasjon er at dette omfatter opplysninger markedsaktørene har tilgang på. En alminnelig tolkning av begrepet ”*allment kjent*” tilsier at dette omfatter informasjon majoriteten av aktørene i verdipapirmarkedet har kunnskap om. Det kan tenkes tilfeller hvor opplysninger er ”*offentlig tilgjengelig*” men ikke ”*allment kjent*” og omvendt.

Måten opplysningene er blitt offentlige på er uten betydning. Det er altså ikke nødvendig at selskapet har foretatt en aktiv handling for å offentliggjøre disse.<sup>84</sup> Det finnes imidlertid forskjellige grader av offentlighet, og det avgjørende for om noe er innsideinformasjon eller ikke er i hvilken grad opplysningene er allment kjent eller tilgjengelig i markedet.<sup>85</sup> Hvorvidt opplysninger er ”*offentlig tilgjengelig*” eller ”*allment kjent*” må avgjøres etter en konkret vurdering av om informasjonen i tilstrekkelig grad er tilgjengelig.<sup>86</sup>

Typiske eksempler på at opplysninger blir offentlig tilgjengelig eller allment kjent er ved publisering av selskapsinformasjon gjennom børsens meldingssystem, medieoppslag, publisering av offentlig informasjon, endringer i råvarepriser og lignende som er av betydning for prisingen av selskapet. I mange slike tilfeller kan det imidlertid være nødvendig for selskapet å komme med presiserende informasjon gjennom en børs melding, for å unngå at det blir rom for spekulasjoner.

---

<sup>83</sup> op.cit. Se også Krüger Andersen (2003) s.265-265.

<sup>84</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s.29.

<sup>85</sup> op.cit. og Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s.26.

<sup>86</sup> Svedberg (2007) s.159.

## 4 Nærmere om utsatt offentliggjøring av insideinformasjon

### 4.1 Innledning: Vilkårene for utsatt offentliggjøring

Ifølge vphl.§5-3 (1) kan utsteder av verdipapirer:

*”... utsette offentliggjøring av opplysninger som nevnt i §5-2 første ledd for ikke å skade sine legitime interesser, forutsatt at allmennheten ikke villedes av utsettelsen og opplysningene behandles konfidensielt, jf. §3-4.”*

Bestemmelsen implementerer markedsmisbruksdirektivet art.6 nr.2 som lyder:

*”An issuer may under his own responsibility delay the public disclosure of inside information, as referred to in paragraph 1, such as not to prejudice his legitimate interests provided that such omission would not be likely to mislead the public and provided that the issuer is able to ensure the confidentiality of that information. ...”*

Bestemmelsen representerer et unntak fra hovedregelen i vphl.§5-2 som bestemmer at insideinformasjon som direkte angår utstederen av verdipapiret uoppfordret og umiddelbart skal offentliggjøres. Bestemmelsen er ingen pliktregel, men gir utstederne en rett til å utsette offentliggjøringen av slik informasjon, jf. ordet ”kan”.

Selv om det ikke følger av den norske oversettelsen, er det utstederen som vedtar utsatt offentliggjøring som har ansvaret for at vilkårene for utsettelsen er oppfylt, jf. ordene ”under his own responsibility” i markedsmisbruksdirektivet art.6 nr.2.<sup>87</sup>

---

<sup>87</sup> Kredittilsynet vurderte det ikke som hensiktsmessig å innta en slik presisering i bestemmelsen, jf. KREDTILS-HNOT-02.02.2005 pkt.3.3.2. Se for øvrig pkt.5.4 nedenfor.

Loven inneholder tre kumulative vilkår for at et selskap lovlig skal kunne utsette offentliggjøring, nærmere bestemt ett hovedvilkår og to tilleggsvilkår.<sup>88</sup> Hovedvilkåret er at utsatt offentliggjøring må være begrunnet i selskapets ”*legitime interesser*”. Dette vil bli nærmere behandlet nedenfor under pkt.4.2. Det første tilleggsvilkåret er at allmennheten ikke må ”*villedes*” av utsettelsen, og dette vil bli nærmere drøftet under pkt.4.3. Det andre tilleggsvilkåret er at opplysningene må behandles ”*konfidensielt*”. Dette vil behandles under pkt.4.4.

## 4.2 Hovedvilkåret: Vern av ”legitime interesser”

### 4.2.1 Innledende bemerkninger

Hovedvilkåret for at et selskap skal kunne vedta utsatt offentliggjøring følger av vphl.§5-3 (1), hvor det heter:

*”Utsteder kan utsette offentliggjøring ... for ikke å skade sine legitime interesser...”*<sup>89</sup>

Hva som menes med ”*legitime interesser*” er nærmere presisert i vphl.§5-3 (2). Presiseringen er gjort etter mønster fra første kommisjonsdirektiv art.3. nr.1, og inneholder en ikke-uttømmende opplistning av forskjellige typetilfeller hvor selskapet normalt vil kunne legge til grunn at vilkåret er oppfylt.

I det følgende skal det gjøres nærmere rede for hva som menes med ”*legitime interesser*” i relasjon til vphl.§5-3 (1). Først vil det under pkt.4.2.2 drøftes hva som generelt sett kan regnes som ”*legitime interesser*”. Deretter vil det under pkt.4.2.3 gjøres nærmere rede for noen typetilfeller.

---

<sup>88</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s.49.

<sup>89</sup> Bestemmelsen implementerer markedsmisbruksdirektivet art.6 nr.2.

#### 4.2.2 Generelt om "legitime interesser"

Begrepet "*legitime interesser*" kan karakteriseres som en rettslig standard. Med en rettslig standard menes en objektiv norm som varierer med de til enhver tid gjeldende samfunnsoppfatninger.<sup>90</sup> Dvs. at hvilke interesser som anses som "*legitime*" vil kunne variere med tiden. I og med at man her befinner seg på et avgrenset rettsområde, er det oppfatningene til de som opptrer på dette området som er av interesse ved den nærmere fastleggelsen av standardens innhold<sup>91</sup> I praksis betyr det at det må dreie seg om "*interesser*" som aktørene i verdipapirmarkedet objektivt sett og til enhver tid anser som "*legitime*".

Hvilke "*interesser*" som er relevante må avgjøres konkret. Ifølge bestemmelsens ordlyd er det imidlertid et vilkår at den aktuelle interessen blir skadelidende ved ordinær offentliggjøring. I motsatt fall er den ikke et argument for å holde tilbake informasjon fra markedet.

At det oppstilles et krav om at den aktuelle "*interessen*" må være "*legitim*" innebærer at loven oppstiller et kvalifikasjonskrav. Ordlyden i den norske oversettelsen av direktivet gir liten veiledning ved den nærmere fastleggelsen av hva som kvalifiserer som "*legitime interesser*".

Adgangen til å utsette offentliggjøring er et unntak fra hovedregelen om uoppfordret og umiddelbar offentliggjøring av innsideinformasjon. Som nevnt ovenfor under pkt.2 er

---

<sup>90</sup> Nygaard (2004) s.190-191 betegner lovbestemte rettslige standarder som et "*hylster*" som må fylles med stoff loven selv ikke har. "*Hylsteret*" fungerer som en hjemmel, og skikken den refereres til (for eksempel "*god forretnings-skikk*" eller "*aktsom opptreden*") gir det nærmere innholdet i rettsregelen. Dermed autoriserer loven en god skikk og gjør den til en rettsregel.

<sup>91</sup> Se for eksempel Rt-1958-479 (Mykle) der førstvoterende vedrørende den rettslige standarden "*utuktig*" uttalte: "*Når det gjelder spørsmålet om hvilken norm man skal legge til grunn, mener jeg det må legges avgjørende vekt på hva som kan antas å være oppfatningen innen den krets av voksne lesere som boken normalt må forutsettes å nå.*" (s.483).

informasjonsreglene begrunnet i markedets behov for informasjon. Retten til utsatt offentliggjøring er på den annen side begrunnet i selskapets interesse i konfidensialitet. Ifølge forarbeidene er det derfor naturlig å ta utgangspunkt i en interesseavveining av de motstridende hensyn når man skal avgjøre om det foreligger ”*legitime interesser*”.<sup>92</sup>

I fortalens avsnitt (5) i første kommisjonsdirektiv er det angitt 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. ...”* (min understrekning)

Uttalelsen må forstås dit hen at hva som regnes som ”*legitime interesser*” skal tolkes strengt, jf. ordene ”*closely defined specific circumstances*”, slik at adgangen til utsatt offentliggjøring blir relativt snever.<sup>93</sup> Forståelsen har også støtte i forarbeidene til den norske bestemmelsen hvor det heter at det må foreligge ”*kvalifisert interesseovervekt i foretakets favør*” for at hensynet til konfidensialitet skal kvalifisere som en ”*legitim interesse*”. Følgelig må konfidensialitetshensynet veie klart tyngre enn markedets behov for informasjon, for at selskapet skal ha rett til å anvende unntaket om utsatt offentliggjøring.<sup>94</sup>

Når det gjelder markedets behov for opplysninger må det kunne antas at det blir sterkere og sterkere jo nærmere man kommer et konkret resultat. Det har sammenheng med at jo mer konkrete og sikre opplysningene er, jo større sannsynlighet er det for at de vil ha innvirkning på den aktuelle aksjekursen. Tilsvarende vil det i mange tilfeller være slik at

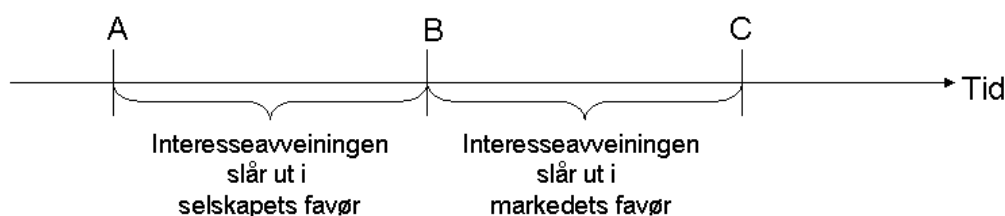
---

<sup>92</sup> Se KREDTILS-HNOT-02.02.2005 pkt. 3.3.1. Se også Kredittilsynets forslag under pkt. 9.3. i Ot.prp.nr.12 (2004-2005) (s.51).

<sup>93</sup> Se KREDTILS-HNOT-02.02.2005 pkt.3.3.3. Støtte for dette finnes også i CESRs retningslinjer (CESR/06-562b pkt.2.5) hvor det heter: “...*CESR believes that, as the right to delay the disclosure of inside information is a derogation from the general rule rather than the norm, it would not be appropriate to give a long list of (other) circumstances in which the issuer has the right to delay.*”

<sup>94</sup> Se KREDTILS-HNOT-02.02.2005 pkt.3.3.3.

selskapets behov for konfidensialitet blir mindre og mindre jo nærmere man kommer et konkret resultat. Selv om det i utgangspunktet er adgang til å utsette offentliggjøring fordi den opprinnelige interesseavveiningen slår ut i selskapets favør, kan det derfor tenkes at utviklingen gjør at vilkåret om at det må foreligge ”*legitime interesser*” ikke lenger er oppfylt, fordi interesseavveiningen slår ut i markedets favør. Dette kan illustreres grafisk på følgende måte:



**Figur 1: Vurderingen av ”legitime interesser” over tid**

Tidspunkt A representerer tidspunktet for når de aktuelle opplysninger kvalifiserer som innsideinformasjon.<sup>95</sup> I tidsintervallet A-B foreligger det kvalifisert interesseovervekt i utstederselskapets favør, og i denne perioden må det antas at offentliggjøring av opplysningene sannsynligvis vil skade selskapets ”*legitime interesser*”, slik at det er adgang til å utsette offentliggjøring.

Tidspunkt B representerer krysningepunktet for når markedets behov for opplysninger blir så sterkt og/eller selskapets behov for konfidensialitet blir så svakt at interesseavveiningen ikke lenger slår ut i selskapets favør. I så fall er ikke vilkåret for utsatt offentliggjøring lenger oppfylt, og plikten til å uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre informasjonen gjenoppstår.

---

<sup>95</sup> Se pkt.3 ovenfor.

I noen tilfeller vil tidspunkt A og C være sammenfallende, slik at det ikke vil være behov for utsatt offentliggjøring. I andre tilfeller vil tidspunkt B og C være sammenfallende, slik at utsatt offentliggjøring kan utsettes helt til de aktuelle opplysningene er endelige. Det kan også tenkes tilfeller der tidspunkt A og B er sammenfallende, slik at det overhodet ikke er adgang til utsatt offentliggjøring.

Som tidligere nevnt må interesseavveiningen gjøres konkret. I det følgende skal noen typetilfeller analyseres. Formålet med analysen er å tydeliggjøre når det må antas å foreligge tilstrekkelige ”*legitime interesser*” for å holde tilbake innsideinformasjon fra markedet.

#### 4.2.3 Noen typetilfeller

##### 4.2.3.1 Forhandlinger

I vphl.§5-3 (2) nr.1 1.punktum, er det presisert at et typisk eksempel på at det kan foreligge ”*legitime interesser*” er ved:

*”Pågående forhandlinger og tilhørende omstendigheter hvor resultat eller normal gjennomføring må forventes å bli påvirket av offentliggjøring.”*<sup>96</sup>

Dette omfatter typisk forhandlinger om oppkjøp, fusjoner, strategiske samarbeid, inngåelse av lisensavtaler m.v.<sup>97</sup> Av ordlyden fremgår det at den relevante ”*interessen*” i forbindelse med forhandlinger er å sikre resultatet eller den normale gjennomføringen av disse. Det innebærer at det ikke er adgang for utsatt offentliggjøring der forhandlingene ikke påvirkes av at markedet informeres. I praksis medfører dette kriteriet at det i mange tilfeller ikke blir aktuelt med utsatt offentliggjøring.<sup>98</sup>

---

<sup>96</sup> Bestemmelsen implementerer første kommisjonsdirektiv art.3 nr.1 (a) 1. punktum.

<sup>97</sup> OB-SIRKULÆRE-3/2005 s.12.

<sup>98</sup> op.cit.



For at interessen skal kvalifisere som ”legitim” må den ”*forventes å bli påvirket av offentliggjøring*” (min understrekning). Det er altså ikke tilstrekkelig at det er en mulighet for at resultatet eller gjennomføringen kan bli påvirket. Ifølge forarbeidene må det foreligge sannsynlighetsovervekt for at interessen blir skadelidende, dersom den skal kvalifisere som ”legitim”. En slik tolkning har også støtte i ordene ”*would be likely to be affected*”, som er benyttet i første kommisjonsdirektiv art.3 nr.1 (a) 1.punktum.<sup>99</sup> Foreligger det ikke slik sannsynlighetsovervekt, vil markedets behov for opplysninger veie tyngre enn selskapets behov for konfidensialitet, og følgelig må informasjonen offentliggjøres uoppfordret og umiddelbart, jf. hovedregelen i vphl.§5-2 (1).

Som nevnt ovenfor under pkt.4.2.2 vil det ofte være slik at jo nærmere man kommer et konkret resultat, jo større sannsynlighet er det for at man må regne med å måtte offentliggjøre informasjonen. I forbindelse med forhandlinger er det i mange tilfeller slik at det foreligger en gjensidig bindende avtale før alle forhold er avklart og endelig avtale er underskrevet. Dvs. at en av partene kan kreve oppfyllelse dersom den annen part trekker seg fra forhandlingene. I henhold til fast og langvarig rettspraksis beror spørsmålet om når en bindende avtale er inngått på en rettslig vurdering av det som er passert mellom partene<sup>100</sup>. Det er i en rekke avgjørelser lagt til grunn at bindende avtale foreligger når partene er enige om de vesentlige punkter.<sup>101</sup> Ved forhandlinger må det være klart at adgangen til å utsette offentliggjøring bortfaller senest på dette tidspunktet, fordi det da ikke lenger er noen fare for at resultatet eller den normale gjennomføringen av

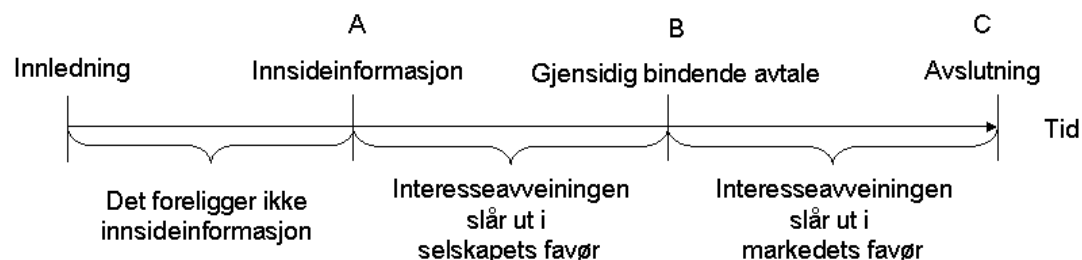
---

<sup>99</sup> KREDTILS-HNOT-02.02.2005 pkt.3.3.3. Se også OB-SIRKULÆRE-3/2005 s.12.

<sup>100</sup> Se Rt-1987-1205 (s.1210).

<sup>101</sup> Se Rt-1998-946 der det ble uttalt at Høyesterett i ”*flere avgjørelser ut fra en konkret vurdering [har] lagt til grunn at partene blir bundet når de er blitt enige om alle vesentlige punkter i en avtale, selv om ikke alle forhold er avklart og undertegnet avtale ikke foreligger, jf.Rt-1987-1205, Rt-1991-1171 og Rt-1996-415.*” (s.958)

forhandlingene vil kunne forventes å bli påvirket av offentliggjøring.<sup>102</sup> Dette kan illustreres som følger:



**Figur 2: Interesseavveiningen ved kontraktsforhandlinger**

I perioden mellom innledningene av forhandlingene og tidspunktet A foreligger det ikke innsideinformasjon, og det er derfor ingen plikt til å offentliggjøre at man er i forhandlinger. Unntak kan tenkes der opplysningene om at man har innledet forhandlinger i seg selv er innsideinformasjon, slik at innledningene av forhandlingene er sammenfallende med tidspunkt A.

I perioden mellom tidspunkt A og tidspunkt B må det antas at kravet til ”*legitime interesser*” er oppfylt, fordi det er sannsynlig at forhandlingene vil påvirkes av en eventuell offentliggjøring. Unntak kan tenkes der tidspunkt A og B er sammenfallende, dvs. når opplysningene først kvalifiserer som innsideinformasjon når man har kommet så langt i prosessen at ingen av partene kan trekke seg ut av forhandlingene.

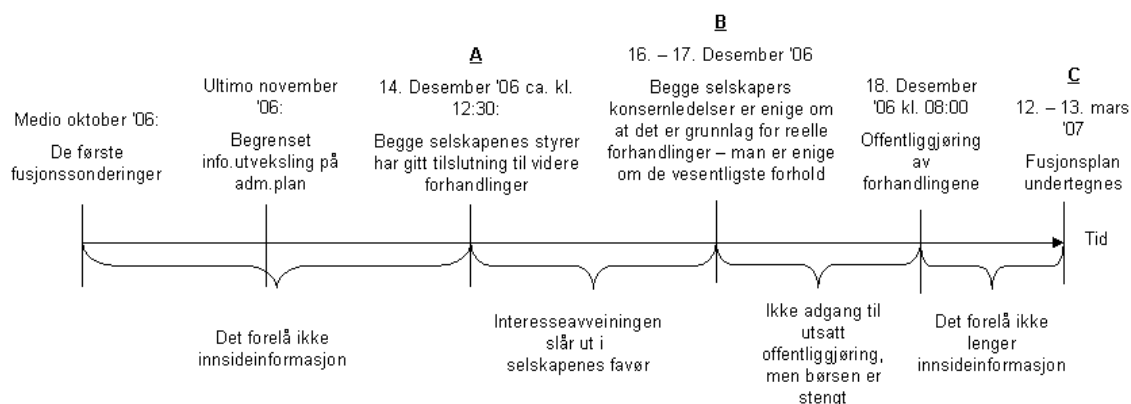
---

<sup>102</sup> Det betyr imidlertid ikke at resultatet av forhandlingene nødvendigvis vil gjennomføres. Ved fusjonsforhandlinger kan det for eksempel tenkes at konkurransemyndighetene setter en stopper for fusjonen, men i så fall er ikke dette et resultat av selve offentliggjøringen. Det kan også tenkes at adgangen til utsatt offentliggjøring bortfaller på et annet tidspunkt, dersom en konkret vurdering taler for dette.

Det kan også tenkes at tidspunkt B og C er sammenfallende. I så fall vil det ikke foreligge noen plikt til å offentliggjøre informasjonen før forhandlingene er avsluttet.

Fastsettelsen av tidspunktene A, B og C må gjøres konkret, og vil variere fra sak til sak. Bl.a. vil de variere avhengig av hva slags type forhandlinger det dreier seg om, hvem som er parter i forhandlingene osv.

Et eksempel fra praksis som er egnet til å illustrere noen av vurderingene som må foretas i praksis er StatoilHydro-saken, hvor Statoil og Hydro ble kritisert for brudd på meldeplikten ifm. utsatt offentliggjøring.<sup>103</sup> Tidsforløpet i fusjonsprosessen kan forenklet illustreres som følger:



**Figur 3: Forenklet tidslinje for StatoilHydro-fusjonen**

Etter selskaperes vurderinger forelå det ikke innsideinformasjon før tidligst lørdag 16. desember 2006, når man var blitt enige om de vesentlige punkter som bytteforhold, lokalisering, ledelse- og styringsprinsipper, ansvarsforhold, hva som skulle inngå i fusjonen m.v. (tidspunkt B).<sup>104</sup> Oslo Børs var ikke enig i denne vurderingen, men konkluderte med

<sup>103</sup> OB-VEDT-24.05.2007. Se også pkt.5.5 nedenfor.

<sup>104</sup> op.cit. pkt.5.

at informasjonen kvalifiserte som innsideinformasjon allerede på tidspunktet begge selskapenes styre hadde gitt sin tilslutning til videre forhandlinger, dvs. senest 14. desember 2006 ca. kl. 12:30 (tidspunkt A).<sup>105</sup> Følgelig skulle informasjonen om de forestående forhandlinger vært børsmeldt ”uoppfordret og umiddelbart” etter Statoil sitt styremøte, jf. vphl. §5-2 (1).

Selskapene ble imidlertid ikke dømt for brudd på informasjonsplikten. Dette skyldes sannsynligvis at børsen anså at vilkårene for utsatt offentliggjøring var til stede.<sup>106</sup> Trolig ville man i alle tilfeller være forpliktet til å offentliggjøre opplysningene før børsåpning mandag 18. desember 2006, fordi man da var enige om de vesentlige forhold (dette skjedde ved tidspunkt B). Dermed var ikke vilkårene for utsatt offentliggjøring lenger tilstede, fordi markedets behov for informasjon måtte anses mer tungtveiende enn selskapenes behov for konfidensialitet. Dette på tross av at forhandlingene ikke ble avsluttet før 12.-13. mars 2007 (tidspunkt C). I og med at børsmelding ble sendt 18. desember 2006 kom imidlertid ikke denne problemstillingen på spissen.<sup>107</sup>

#### 4.2.3.2 Forhandlinger vedrørende refinansiering

En spesiell type forhandlinger er de som er direkte knyttet til utstederselskapets økonomiske situasjon. I vphl. §5-3 (2) nr. 1 2. punktum er det inntatt en særbestemmelse vedrørende slike forhandlinger, som angir at det normalt vil foreligge en ”*legitim interesse*” til utsatt offentliggjøring for en begrenset periode når:

*”... utsteders finansielle situasjon er alvorlig og umiddelbart truet uten at det er besluttet å begjære gjeldsforhandling eller at utsteder er insolvent, ... dersom offentliggjøring vil skade eksisterende og potensielle aksjeeiere eller långiveres*

---

<sup>105</sup> Børsens vurdering fremgår av op.cit. pkt. 6.1.

<sup>106</sup> Dette fremgår ikke uttrykkelig av vedtaket, men implisitt av pkt. 6.2.

<sup>107</sup> Se [www.newsweb.no](http://www.newsweb.no). Av børsmeldingen fremkommer det at det ble tatt forbehold om tilslutning fra generalforsamlingene i selskapene, samt de nødvendige godkjenninger fra myndighetene.

*interesser ved å undergrave utfallet av spesifikke forhandlinger som skal sikre utsteders langsiktige finansielle situasjon.”*<sup>108</sup>

Bestemmelsen kommer kun til anvendelse i tilfeller der den finansielle situasjonen til utstederselskapet er ”*alvorlig og umiddelbart truet*”. Videre gjelder den kun for forhandlinger som har til formål å sikre selskapets ”*langsiktige finansielle situasjon*”. Øvrige forhandlinger, som for eksempel kontraktsforhandlinger vil også kunne være av avgjørende økonomisk betydning for selskapet, men unntak fra offentliggjøring i slike tilfeller må gjøres etter reglene behandlet i pkt.4.2.3.1.<sup>109</sup>

Informasjon om at selskaper er i en ”*alvorlig og umiddelbart truet*” økonomisk situasjon må utvilsomt kvalifisere som innsideinformasjon. Nøyaktig når det blir innsideinformasjon må avgjøres konkret, men det må antas at alle vilkårene er oppfylt senest på det tidspunkt det vedtas å innlede forhandlinger vedrørende refinansiering. Å offentliggjøre slike opplysninger vil imidlertid normalt medføre at det blir svært vanskelig å få i stand en refinansieringsordning.<sup>110</sup>

Av ordlyden fremgår det at den relevante ”*interessen*” for utsatt offentliggjøring er å verne eksisterende og potensielle aksjonærer og kreditorers interesser, ved å sikre gjennomføringen av refinansieringsforhandlinger. Dersom slike forhandlinger i et konkret tilfelle kan gjennomføres uten at man holder tilbake informasjon fra markedet, vil den aktuelle ”*interessen*” ikke kunne gjøres gjeldende.

Bestemmelsen inneholder ingen angivelse av hvor sannsynlig det må være at offentliggjøring vil undergrave utfallet av refinansieringsforhandlingene for at interessen skal kvalifisere som ”*legitim*”. I og med at bestemmelsen er en presisering av vphl.§5-3 (2) nr.1 1.punktum er det naturlig å legge til grunn at det samme sannsynlighetskrav gjør seg

---

<sup>108</sup> Bestemmelsen implementerer første kommisjonsdirektiv art.3 nr.1 (a) 2.punktum.

<sup>109</sup> OB-SIRKULÆRE-3/2005 s.13.

<sup>110</sup> op.cit. s.12.

gjeldende. Dvs. at det må foreligge sannsynlighetsovervekt for at utfallet av forhandlingene blir påvirket.

I bestemmelsen er det særskilt angitt at utsatt offentliggjøring i forbindelse med refinansieringsforhandlinger kun kan gjøres gjeldende i en ”*begrenset periode*”. I og med at tilbakeholdelse av innsideinformasjon som hovedregel kun kan gjøres så lenge vilkårene for dette er oppfylt, vil slik utsettelse pr. definisjon kun være mulig i en begrenset periode. Det kan derfor stilles spørsmål om man med å innta begrepet ”*en begrenset periode*” har ment noe annet enn at vilkårene for utsatt offentliggjøring må være oppfylt.

En mulig måte å tolke bestemmelsen på er at refinansieringsforhandlinger må foregå over en begrenset tidsperiode. Det innebærer at dersom man ikke har kommet til et konkret resultat innen en bestemt tid, må man offentliggjøre, selv om de øvrige vilkårene for utsatt offentliggjøring er tilstede. Bakgrunnen for en slik tidsbegrensning kan være at når selskapet er i en ”*alvorlig og umiddelbart truet*” økonomisk situasjon, vil lange forhandlinger kunne medføre at kreditorene lider et større tap enn dersom forhandlingene gjøres korte. Dessuten vil normalt flere aksjonærer kjøpe eller selge aksjer til uriktig pris, når det tar lengre tid før disse opplysningene offentliggjøres og informasjonen prises inn i verdipapiret. Støtte for en slik tolkning finner man i forarbeidene til bestemmelsen hvor det er angitt at ”*[a]dgangen til utsatt offentliggjøring i refinansieringstilfeller, vil med dette kunne bli kortere enn i andre forhandlingssituasjoner*”.<sup>111</sup> Den nærmere tidsbegrensningen må avgjøres konkret, og i avgjørelsen vil det være naturlig å legge vekt på hvilke finansieringsmuligheter som er utprøvd, fremdriften i forhandlingene, samt sannsynligheten for at forhandlingene vil føre frem.<sup>112</sup>

Av bestemmelsens ordlyd følger det at det for det første ikke er adgangen til utsatt offentliggjøring dersom selskapet har besluttet å begjære gjeldsforhandling, jf. kkl.§1.

---

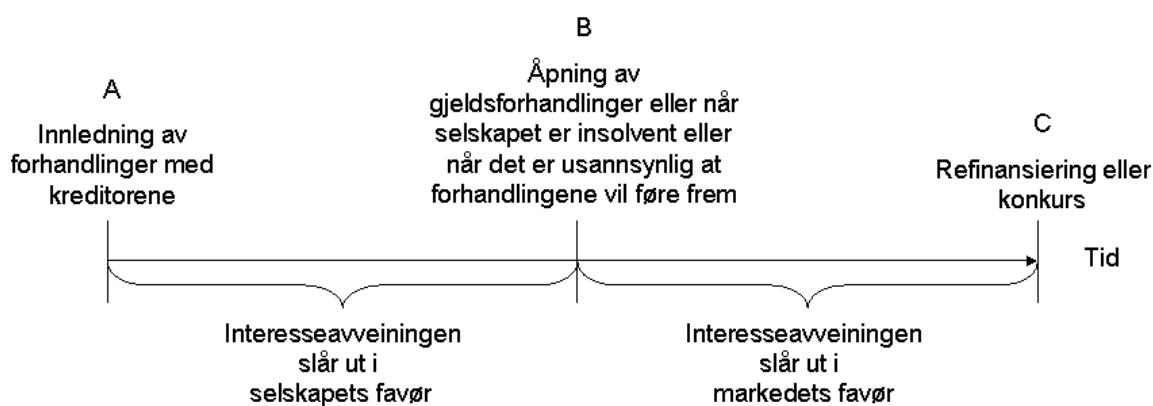
<sup>111</sup> KREDTILS-HNOT-02.02.2005 pkt.3.3.3.

<sup>112</sup> Se OB-SIRKULÆRE-3/2005 s.12. Børsens holdning er at det normalt må være anledning til å gjennomføre forhandlingene.

Ifølge forarbeidene er bakgrunnen for begrensningen at åpning av gjeldsforhandling skal kunngjøres, jf. kkl.§6 og dermed vil bli kjent for et større antall personer. For det andre er det ikke adgang til utsatt offentliggjøring dersom selskapet er insolvent, jf. kkl.§61.

Bakgrunnen for dette er at selskapet i en slik situasjon er i en så vanskelig situasjon, at en interesseavveining mellom markedets behov for opplysning og selskapets behov for konfidensialitet vil slå ut i markedets favør. Dersom beslutning om å begjære gjeldsforhandlinger blir tatt under refinansieringsforhandlingene, eller selskapet i denne perioden blir insolvent, medfører det at retten til utsatt offentliggjøring bortfaller.<sup>113</sup>

Tidsforløpet ved refinansieringsforhandlinger kan etter dette grafisk illustreres som følger:



**Figur 4: Interesseavveiningen ved refinansieringsforhandlinger**

I dette tilfellet er tidspunkt A sammenfallende med innledningen av forhandlingene, ettersom det må legges til grunn at dette i seg selv kvalifiserer som innsideinformasjon.

---

<sup>113</sup> Se KREDTILS-HNOT-02.02.2005 pkt.3.3.3. I kommisjonsdirektivet heter det at utsatt offentliggjøring ikke kan skje når ”*applicable insolvency law*” kommer til anvendelse. I forbindelse med implementeringen av bestemmelsen ble det drøftet hvorvidt muligheten for utsatt offentliggjøring skulle avskjæres når plikten til å begjære oppbud etter strl.§283a var inntruffet, men denne bestemmelsen ble antatt å være et mindre egnet kriterium for å avgjøre dette.

Det kan tenkes tilfeller hvor tidspunkt A og B er sammenfallende. I så fall vil det ikke være adgang til utsatt offentliggjøring, fordi hensynene til markedets behov for informasjon vil veie tyngre enn selskapets behov for konfidensialitet helt fra tidspunktet forhandlingene innledes.

Tidspunkt C representerer avslutningen av forhandlingene. I mange tilfeller vil tidspunkt B og C være sammenfallende, for eksempel der mislykkede forhandlinger medfører at selskapet må beslutte å åpne gjeldsforhandlinger.

#### 4.2.3.3 Beslutninger som krever godkjenning av et annet selskapsorgan

Et tredje eksempel på et typetilfelle hvor det kan foreligge ”*legitime interesser*” er ifølge vphl.§5-3 (2) nr.2:

*”Beslutninger eller kontrakter som krever godkjenning av et annet selskapsorgan for å tre i kraft som følge av utstederens organisering, forutsatt at offentliggjøring av den ikke endelige beslutningen eller kontrakten sammen med opplysning om at endelig godkjenning ennå mangler, vil kunne villedde allmennhetens korrekte vurdering av forholdet.”*<sup>114</sup>

Bestemmelsen oppstiller to vilkår for at det skal foreligge en ”*legitim interesse*” til å utsette offentliggjøring. Det første vilkåret er at det må foreligge en beslutning eller kontrakt som ifølge ”*utstederens organisering*” må godkjennes av ”*et annet selskapsorgan*”. Ifølge forarbeidene til bestemmelsen er meningen med ordene ”*som følge av utstederens organisering*” å klargjøre at man må skille mellom tilfeller hvor kravet om godkjenning følger av selskapets vedtekter eller lov, og tilfeller hvor det i avtalen er inntatt et alminnelig forbehold om godkjenning før ikrafttredelse. Det er kun i det første tilfellet det vil være

---

<sup>114</sup> Bestemmelsen implementerer første kommisjonsdirektiv art.3 nr.1 (b).



adgang til utsatt offentliggjøring. Bakgrunnen for dette skillet er at en annen tilnærming vil kunne åpne for omgåelser.<sup>115</sup>

I praksis vil det først og fremst bli aktuelt å utsette offentliggjøring der administrasjonen har foretatt en beslutning eller inngått en kontrakt som ligger utenfor ”den daglige ledelse” eller som er av ”*uvanlig art eller stor betydning*”, jf. asal.§6-14. Har administrasjonen gjennom fullmakt blitt delegert kompetanse til å ta den aktuelle beslutning eller til å inngå den aktuelle kontrakt, jf. asal.§6-14 (3) vil derimot adgangen til å utsette offentliggjøring bortfalle.<sup>116</sup>

I selskaper som har bedriftsforsamling vil det også kunne oppstå situasjoner der beslutninger krever godkjenning fra denne, jf. asal.§6-37. Problemet er at betydelig flere personer involveres i en slik prosess enn ved en alminnelig styrebehandling. Normalt vil også behandlingstiden strekke seg over en lengre periode. Dermed øker sannsynligheten for at innsidendeinformasjonen lekkes. I mange tilfeller vil det derfor være en bedre løsning å gi markedet de aktuelle opplysninger, selv om beslutningen ikke er endelig.<sup>117</sup>

I spesielle tilfeller kan det også tenkes at en beslutning krever generalforsamlingsgodkjenning. I slike tilfeller vil det imidlertid være praktisk umulig å holde informasjonen konfidensiell, og det vil derfor ikke være adgang til utsatt offentliggjøring, jf. pkt.4.4 nedenfor. Som eksempel kan nevnes godkjenning av årsregnskap og årsberetning etter asal.§5-6 (2) nr.1.

Det andre vilkåret er at en offentliggjøring av forholdet sammen med et forbehold om endelig godkjenning mangler vil kunne ”*villedende allmennhetens korrekte vurdering av forholdet*”. Ifølge forarbeidene til bestemmelsen er formålet med dette vilkåret å avgrense

---

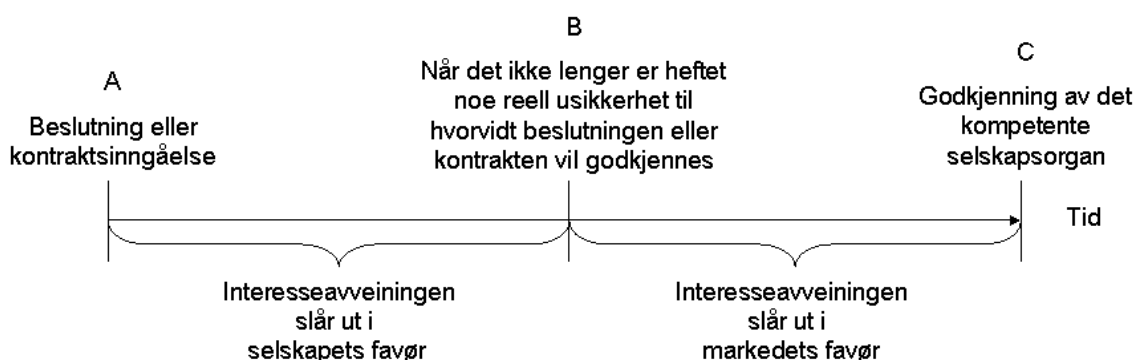
<sup>115</sup> Se KREDTILS-HNOT-02.02.2005 pkt.3.3.3 og OB-SIRKULÆRE-3/2005 s. 13. Se også CESR/06-562b pkt.2.9.

<sup>116</sup> Se OB-SIRKULÆRE-3/2005 s.13.

<sup>117</sup> op.cit.

adgangen til utsatt offentliggjøring mot de tilfellene der den endelige godkjenningen kun er en formalitet. I praksis må det derfor foreligge en reell usikkerhet med hensyn til om det kompetente organ vil godkjenne beslutningen eller kontrakten, for at det skal rettferdiggjøre tilbakeholdelse av informasjon fra markedet.<sup>118</sup>

Adgangen til å utsette offentliggjøring i tilfeller en beslutning eller kontrakt krever godkjenning fra et annet selskapsorgan kan grafisk illustreres som følger:



**Figur 5: Interesseavveiningen i tilfeller hvor det kreves godkjenning fra et annet selskapsorgan**

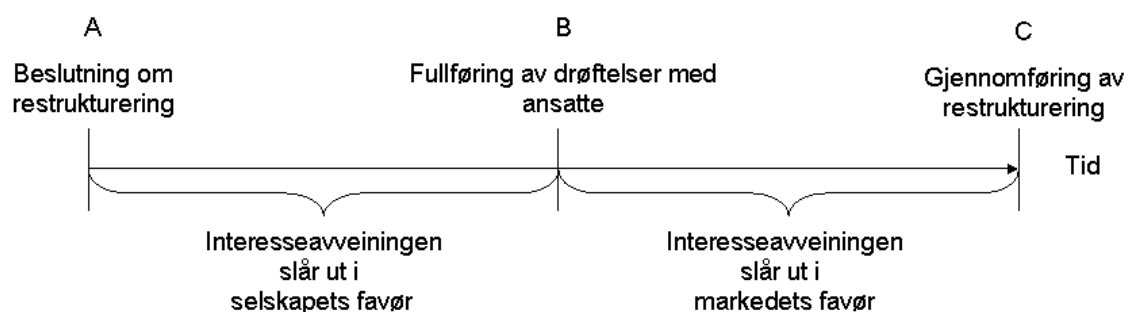
I mange tilfeller vil tidspunkt A og B være sammenfallende. I så fall vil det ikke være adgang til utsatt offentliggjøring. I andre tilfeller er det heftet en reell usikkerhet til hvorvidt beslutningen eller kontrakten vil godkjennes helt frem til tidspunkt C. I så fall er det adgang til å utsette offentliggjøring helt frem til godkjenning foreligger. Det kan også tenkes tilfeller der det er en reell usikkerhet knyttet til en eventuell godkjenning ved tidspunkt A, men hvor det på et tidligere tidspunkt enn tidspunkt C blir klart at godkjenningen kun er en formalitet. I så fall vil man måtte offentliggjøre på dette tidspunkt (tidspunkt B). Den nærmere vurderingen må foretas konkret.

<sup>118</sup> KREDTILS-HNOT-02.02.2005 pkt.3.3.3. Se også OB-SIRKULÆRE-3/2005 s.13.

#### 4.2.3.4 Restruktureringer som medfører oppsigelser

Et typetilfelle som ikke er lovbestemt, men hvor det normalt vil foreligge en ”*legitim interesse*” til å utsette offentliggjøring, er restruktureringer som medfører oppsigelse av ansatte.<sup>119</sup> I slike tilfeller foreligger det en lovbestemt plikt til å drøfte tiltakene med arbeidstakerne, jf. aml.§§15-1 og 15-2. Det må antas at behovet for å gjennomføre drøftelsene med arbeidstakerne må veie tyngre enn markedets behov for umiddelbar informasjon.<sup>120</sup> Følgelig foreligger det en ”*legitim interesse*” frem til drøftelsene er gjennomført. Det er først etter disse er fullført at man har grunnlag for å gi korrekte opplysninger om de planlagte restruktureringer, ettersom siktemålet med samtalene normalt vil være å komme frem til en avtale mellom arbeidsgiver og arbeidstakerne.

Interesseavveiningen kan illustreres som følger:



**Figur 6: Interesseavveiningen ved restruktureringer som medfører oppsigelser**

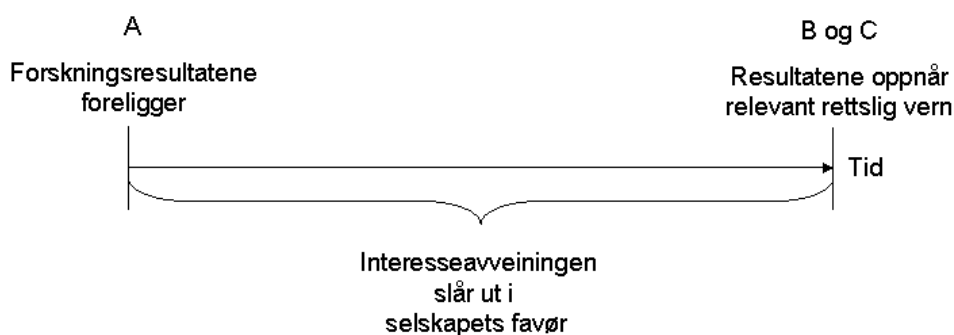
#### 4.2.3.5 Forskningsresultater som mangler vern

Et tredje typetilfelle som medfører at det foreligger en ”*legitim interesse*” er i tilfeller hvor det foreligger forskningsresultater som kvalifiserer som innsideinformasjon, men hvor resultatene foreløpig ikke har oppnådd rettslig beskyttelse. For at utsatt offentliggjøring

<sup>119</sup> KREDTILS-HNOT-02.02.2005 pkt.3.3.3.

<sup>120</sup> op.cit.

skal aksepteres må det være en viss mulighet for at selskapet vil kunne lide et rettstap som følge av at resultatet blir offentlig kjent. I så fall vil interesseavveiningen slå ut i selskapets favør frem til resultatet har oppnådd rettslig vern.<sup>121</sup> Av den grunn blir tidspunkt B og C sammenfallende. Dette kan grafisk illustreres som følger:



**Figur 7: Interesseavveiningen ifm. forskningsresultater som mangler rettslig vern**

#### 4.2.3.6 Kjøp eller salg av en større aksjepost i et annet børsnotert selskap

Et annet typetilfelle som heller ikke er lovbestemt, er i tilfeller hvor et børsnotert selskap har planer om å kjøpe eller selge aksjer i et annet børsnotert selskap. Offentliggjøring av slik informasjon til markedet vil kunne medføre at prisen på det aktuelle verdipapiret stiger eller synker, og dette vil kunne medføre at selskapet må betale mer for aksjene ved et kjøp eller vil få mindre betalt ved et salg. Ifølge børsen vil utsatt offentliggjøring for å unngå slike prisfluktasjoner kunne kvalifisere som en "legitim interesse".<sup>122</sup>

---

<sup>121</sup> op.cit.

<sup>122</sup> OB-SIRKULÆRE-3/2005 s.12. Se også EUKOM-FORSL. TIL MAD art.6 nr.3, der det heter: "...an issuer may take the responsibility not to respect the disclosure requirement laid as laid down in paragraph 1. This could be the case for discussion on a potential take-over bid: if such discussions were disclosed before any agreement, they could result in erratic price movements making it difficult to determine the fair price of the take over bid".

#### 4.2.3.7 Budsjetter, prognoser og estimater

Et siste typetilfelle omhandler foretaks budsjetter, prognoser og estimater. Slike opplysninger kan til tider kvalifisere som innsideinformasjon. I og med at det i slike tilfeller normalt er snakk om usikre opplysninger vil markedet kunne villedes dersom disse offentliggjøres. Det er derfor antatt at utstederselskapene vil kunne ha en ”*legitim interesse*” i å holde slike opplysninger tilbake fra markedet.<sup>123</sup>

#### 4.2.4 Oppsummering – fellestrekk for typetilfellene

Dersom man ser alle typetilfellene under ett, ser man at det er noen fellestrekk som er gjennomgående. For det første er det endelige resultatet usikkert i de tilfellene det er adgang til utsatt offentliggjøring. For det andre vil det endelige resultatet normalt bli påvirket av offentliggjøring på et tidlig tidspunkt. I tillegg vil denne påvirkningen i fleste tilfeller være negativ mht. resultatet, slik at selskapet og dermed aksjonærene blir skadelidende av offentliggjøringen.

Disse fellestrekkene bidrar samlet til at offentliggjøring bidrar til å villedde markedet, slik at prisingen av verdipapirene blir uriktige. I slike tilfeller fungerer dermed offentliggjøring mot sin hensikt, jf. pkt.2.1 ovenfor. Hensynet til markedet taler derfor for at man utsetter offentliggjøring i slike tilfeller.

Å oppfylle kravet om å ha en ”*legitim interesse*” er imidlertid ikke tilstrekkelig til å kunne utsette offentliggjøring. I tillegg må det vurderes om tilleggsvilkårene som følger av vphl.§5-3 (1) er oppfylt.

---

<sup>123</sup> KREDTILS-HNOT-02.02.2005 pkt.3.3.3.

#### 4.3 1. tilleggsvilkår: Allmennheten må ikke "villedes" av utsettelsen

Det første tilleggsvilkåret som etter vphl.§5-3 (1) må være oppfylt for at et selskap skal kunne beslutte utsatt offentliggjøring, er at "*allmennheten ikke villedes av utsettelsen*". Det kan stilles spørsmål om ikke enhver form for slik utsettelse må anses for å være egnet til å "*villedes*" allmennheten.<sup>124</sup> En slik fortolkning kan imidlertid ikke legges til grunn, ettersom det i så fall ville vært meningsløst å gi en regel som i visse tilfeller åpner for dette dersom det var umulig å oppfylle vilkårene.<sup>125</sup> Spørsmålet blir dermed i hvilke tilfeller man ikke kan utsette offentliggjøring, fordi dette kravet ikke er oppfylt.

Ifølge forarbeidene er formålet med vilkåret å tydeliggjøre at ikke enhver form for ulempe som offentliggjøring vil kunne medføre for selskapet, gir adgang til å utsette offentliggjøring. Derimot må det foretas en interesseavveining mellom de ulemper offentliggjøring medfører for selskapet og de potensielle skadevirkninger en utsettelse kan få for markedet, for eksempel ved at aksjene blir vesentlig feilpriset.<sup>126</sup>

Videre følger det av forarbeidene at en utsettelse kan være egnet til å "*villedes*" allmennheten dersom selskapet selv har bidratt til en forventning i markedet, som senere forfeiles. Som eksempel nevnes at dersom selskapet har offentliggjort en viktig rammeavtale hvor medkontrahenten har en ensidig oppsigelsesadgang, vil allmennheten kunne villedes dersom det ikke offentliggjøres at det forhandles om oppsigelse.<sup>127</sup> Et annet eksempel er hvor selskapet gjennom resultatveiledning (såkalt "*guiding*") har bidratt til å

---

<sup>124</sup> op.cit.

<sup>125</sup> CESR/02-089d pkt.2.12.

<sup>126</sup> KREDTILS-HNOT-02.02.2005 pkt.3.3.2.

<sup>127</sup> op.cit. Se også De danske forarbeider til lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiell virksomhed s.31 (av utskrift) hvor det heter: "*Dette vil kunne være tilfældet, såfremt det udstedende selskab tidligere har offentliggjort information om det kursrelevante forhold, og hvor efterfølgende ændringer i de faktiske forhold bevirker, at den oprindeligt offentliggjorte information nu er vildledende i forhold til offentligheden. I sådanne særlige situationer vil udsteder ikke kunne udsætte offentliggørelsen af den interne viden, uanset at udstederen måtte have berettigede interesser at beskytte.*"

skape visse resultatforventninger i markedet, men hvor det senere viser seg at det oppstår vesentlige resultatavvik.<sup>128</sup>

Sistnevnte eksempel var tema i børsstyrets vedtak av 19.12.2006, der Global Geo Services ASA (GGS) ble ilagt et overtredelsesgebyr på 3 ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på informasjonsreglene.<sup>129</sup> Børsen fant det bevist at selskapet hadde sittet inne med informasjon om at det forelå avvik mellom regnskapstallene for 2005 inntatt i 1.kvartalsrapporten for 2006 (offentliggjort 09.05.2006) og forslag til endelig årsregnskap for 2005 (offentliggjort 22.06.2006). Avvikene knyttet seg til driftskostnadene (og dermed også driftsresultatet), kontantstrømmen og segmentrapporteringen. Etter børsstyrets mening kvalifiserte avvikene samlet sett som innsideinformasjon, senest på det tidspunktet selskapet ble kjent med summen av avvikene (dvs. 09.06.2006).<sup>130</sup> Det måtte derfor vurderes hvorvidt selskapet hadde adgang til å utsette offentliggjøring i perioden mellom 09.06.2006 og 22.06.2006.

Børsstyret uttalte at det for ”*alminnelige*” regnskapsmessige forhold normalt gjelder et unntak fra den alminnelige plikten til offentliggjøring av innsideinformasjon, slik at det ikke er nødvendig å informere markedet om de løpende regnskapsmessige forhold. Børsen tolket imidlertid forarbeidene dit hen at unntaket ikke gjelder for resultatvarsler. Slike varsler må derfor vurderes etter hovedregelen om ”*uoppfordret og umiddelbar*” offentliggjøring av innsideinformasjon.

Når det gjaldt den nærmere vurderingen av adgangen til å utsette offentliggjøring, konkluderte børsen for det første med at selskapet ikke oppfylte kravet til å ha en ”*legitim interesse*”, fordi de gjennom 1.kvartalsrapporten og den foreløpige rapporteringen av 2005-regnskapet hadde skapt en forventning de var pliktige til å korrigere før neste rapportering, forutsatt at avvikene var betydelige. Børsen fant heller ikke at vilkåret om at allmennheten

---

<sup>128</sup> KREDTILS-HNOT-02.02.2005 pkt.3.3.6.

<sup>129</sup> OB-VEDT-19.12.2006 pkt.8.

<sup>130</sup> op.cit. pkt.7.2.4.

ikke må ”villedes” av utsettelsen var oppfylt, og uttalte på generelt grunnlag at dette ”... vil f.eks. 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.”<sup>131</sup>

Sistnevnte uttalelse er godt egnet til å illustrere den vurderingen som må foretas, når man i tilfeller der selskapet selv har bidratt til å skape en forventning i markedet, skal foreta en konkret vurdering av hvorvidt 1.tilleggsvilkår er oppfylt.

#### 4.4 2. tilleggsvilkår: Opplysningene må behandles ”konfidensielt”

##### 4.4.1 Innledende bemerkninger

Det andre tilleggsvilkåret vphl.§5-3 (1) oppstiller som må være oppfylt for at et selskap skal kunne utsette offentliggjøringen av innsideinformasjon er at ”*opplysningene behandles konfidensielt, jf. [vphl.] §3-4*”. Bestemmelsen implementerer markedsmisbruksdirektivet art.6 nr.2 hvor det heter at:

*”An issuer may ... delay the public disclosure of inside information ... provided that the issuer is able to ensure the confidentiality of that information.”* (min understrekning)

Av bestemmelsen fremgår det tydelig at det er utsederselskapet som er pliktsubjektet med ansvaret for å sikre at innsideinformasjonen holdes konfidensielt. Nærmere krav til utstederens informasjonshåndtering er oppstilt i første kommisjonsdirektiv art.3 nr.2. Formålet med disse kravene er i følge bestemmelsens ordlyd å sikre at utstederen er i stand til å overholde kravet om konfidensialitet. I norsk rett er kravene implementert gjennom vphl.§§3-4, 3-5 og 5-3 (4).<sup>132</sup>

---

<sup>131</sup> op.cit. pkt.7.2.6.

<sup>132</sup> Se KREDITILS-HNOT-02.02.2005 pkt.3.3.2, der det uttales at ”Kredittilsynet legger til grunn at nevnte ”lekkasjebestemmelse” [någjeldende §5-3 (4)], sammen med vphl §§ 2-4 og 2-5 [någjeldende §§3-4 og 3-5], oppfyller første kommisjonsdirektiv art. [3] nr. 2”.



I det følgende vil først kravet til tilbørlig informasjonshåndtering etter vphl.§3-4 drøftes under pkt.4.4.2. Deretter vil kravet i vphl.§3-5 til å føre liste over personer med tilgang til innsideinformasjon gjennomgås under pkt.4.4.3. Til slutt vil den såkalte ”lekkasjebestemmelsen” i vphl.§5-3 (4) behandles under pkt.4.4.4.

#### 4.4.2 Krav om tilbørlig informasjonshåndtering, jf. vphl.§3-4

##### 4.4.2.1 Innledende bemerkninger

Ifølge ordlyden i vphl.§5-3 (1), må kravet til konfidensialitet må sees i sammenheng med vphl.§3-4. Bestemmelsen lyder:

*”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 stiller for det første krav til enhver som er i besittelse av innsideinformasjon. Disse plikter (i) å ikke ”gi” innsideinformasjonen til ”uvedkommende”, og (ii) å utvise ”tilbørlig aktsomhet” i behandlingen av disse opplysningene.

Plikten til å ikke gi informasjonen til ”uvedkommende” innebærer en generell taushetsplikt, og vil normalt ramme de som forsettelig utleverer innsideinformasjon, jf. ordene ”må ikke

gi”.<sup>133</sup> Taushetsplikten er imidlertid ikke absolutt, da den kun gjelder ovenfor ”*uvedkommende*”.<sup>134</sup> Problemstillingen blir derfor å fastlegge hvem som kan gis innsideinformasjon uten at det foreligger brudd på taushetsplikten. Dette vil bli nærmere behandlet under pkt.4.4.2.3.

At det i tillegg oppstilles en plikt til å utvise ”*tilbørlig aktsomhet*” ved behandlingen av de aktuelle opplysninger, innebærer at det kan foreligge brudd på taushetsplikten dersom man ikke har opptrådt aktsomt, selv om man ikke kan påvise at det forsettelig er gitt innsideinformasjon til ”*uvedkommende*”.<sup>135</sup> Den interessante rettslige problemstillingen i denne sammenhengen er å fastlegge hvilke krav som stilles til informasjonsbehandlingen for at plikten til å behandle innsideinformasjon med ”*tilbørlig aktsomhet*” må anses oppfylt. Dette vil drøftes under pkt.4.4.2.3.

For det andre stiller bestemmelsen krav til utstederselskapene, samt ”*andre juridiske personer som regelmessig er i besittelse av innsideinformasjon*”.<sup>136</sup> Disse plikter å ha ”*rutiner for sikker behandling av innsideinformasjon*”. Den rettslige problemstillingen er her hvilke rutiner utstederselskapet må implementere for å oppfylle lovens krav. Dette vil drøftes nærmere under pkt.4.4.2.4.

---

<sup>133</sup> Se NLK-VPHL-1997 note 55 og Reed (1996) s.260. Se også Bechmann (2002) s.106 hvor det uttales: ”Å gi opplysninger til *uvedkommende* er normalt en aktiv, villet handling og det er ikke opplagt at man kan straffes ved uaktsom overtredelse, jf. § 14-2 annet ledd nr. 1.”

<sup>134</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s.35. Se også NLK-VPHL-1997 note 54.

<sup>135</sup> NLK-VPHL-1997 note 55.

<sup>136</sup> Ihht. Ot.prp.nr.80 (2000-2001) s.36-37 og Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s.33 er ”*andre juridiske personer*” typisk utsteders medierådgivere, tilretteleggerforetak, advokatforbindelse m.v. Øvrige juridiske personer som sannsynligvis omfattes av bestemmelsen er bl.a. regnskapsfører, revisor m.v.

#### 4.4.2.2 Nærmere om hvem som regnes "uvedkommende"

Som nevnt er taushetsplikten etter vphl.§3-4 (1) ikke absolutt, ettersom den kun gjelder ovenfor "uvedkommende". Begrepet "uvedkommende" er imidlertid et lite presist begrep<sup>137</sup>, og det kan derfor knyttes usikkerhet til hvem dette omfatter. Bestemmelsen inneholder heller ikke noen nærmere angivelse av hvem dette omfatter.

Bestemmelsen i vphl.§3-4 implementerer markedsmisbruksdirektivet art.3 litra a i norsk rett. Direktivteksten kan derfor benyttes som grunnlag for tolkningen av den norske bestemmelsen. Bestemmelsen i direktivet lyder:

*"Member States shall prohibit any person ... from disclosing inside information to any other person unless such disclosure is made in the normal course of the exercise of his employment, profession or duties"*

Utgangspunktet må derfor være at innsideinformasjon kun kan videreformidles dersom mottakeren har et begrunnet behov for opplysningene.<sup>138</sup> I forarbeidene til den norske bestemmelsen er det angitt at taushetsplikten ikke er til hinder for den normale informasjonsstrømmen i et foretak eller til et foretaks rådgivere<sup>139</sup>. I Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s.41 er det uttalt:

*"Utstederselskapet må eksempelvis kunne gi opplysninger internt som er nødvendig for vanlig saksbehandling i selskapet. Eksternt må en kunne gi opplysninger som er nødvendig for den ordinære drift av virksomheten."*

---

<sup>137</sup> Se Justisdepartementets uttalelse inntatt i Ot.prp.nr.72 (1990-1991) s.12. Se også Reed (1996) s.261 med videre henvisning til en upublisert uttalelse fra Kredittilsynet.

<sup>138</sup> Se Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s.35 og Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s.41. Se også Bergo (2004) s.125.

<sup>139</sup> NOU 1996:2 s.65 og Ot.prp.nr.72 (1990-1991) s.68. Se også Sæbø (1995) s.526-528, Reed (1996) s.261 og Bergo (2004) s.124-125.

Lovlige mottakere av innsideinformasjon vil derfor typisk være tillitsmenn, ansatte og oppdragstakere i utsederselskapet, eksterne rådgivere som regnskapsførere, revisorer, advokater, banker, verdipapirforetak som har tilretteleggeroppdrag eller lignende for selskapet m.v.<sup>140</sup> og medkontrahenter<sup>141</sup>, samt offentlige myndigheter eller børsen.<sup>142</sup> I tillegg vil også potensielle oppkjøpere, fusjonspartnere og lignende kunne motta slike opplysninger.<sup>143</sup>

Når det gjelder utstederselskapets eiere, er adgangen til å gi disse innsideinformasjon svært begrenset som en følge av kravet til likebehandling i vphl.§5-14. Unntak kan tenkes for eksempel i forbindelse med emisjoner m.v., men det forutsettes i så fall at forskjellsbehandlingen er ”*saklig begrunnet ut fra utsteders og innehavernes felles interesse*”<sup>144</sup>. Dette vil ikke problematiseres nærmere.

Mottakere som normalt vil regnes som uvedkommende er utenforstående verdipapirforetak, finansanalytikere, fondsforvaltere og potensielle investorer<sup>145</sup>, fordi overgivelse av slike opplysninger ikke kan sies å være nødvendig for vanlig saksbehandling i selskapet eller den ordinære driften av selskapet.

I første kommisjonsdirektiv art.3 nr.2 er kravet til konfidensialitet nærmere presisert. Bestemmelsen angir i litra a krav til at:

---

<sup>140</sup> Se Reed (1996) s.261-262 og Bergo (2004) s.124-125.

<sup>141</sup> Se Sæbø (1995) s.527.

<sup>142</sup> Se Ot.prp.nr.72 (1990-1991) s.68.

<sup>143</sup> Se NOU 1996:2 s.65.

<sup>144</sup> Se Reed (1996) s.262-263 og Bergo (2004) s.125. Se også Sæbø (1995) s.527 hvor det uttales: ”*Foretaket må kunne gi nødvendige opplysninger til investorer som inviteres til å delta i et garantikonsortium i forbindelse med en mulig emisjon.*”

<sup>145</sup> Se Bergo (2004) s.124.

*”[T]he issuer has established effective arrangements to deny access to such information to persons other than those who require it for the exercise of their functions within the issuer.” (min understrekning)*

Ifølge bestemmelsen skal utstederselskapet sørge for at informasjonsflyten begrenses innad i utstederselskapet til de personer som har et saklig behov for opplysningene. Det samme må gjelde eksternt, jf. Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s.41. Det betyr at de som i en sammenheng regnes som rette vedkommende, vil kunne være ”*uvedkommende*” i en annen sammenheng.

Når det gjelder hvilke opplysninger som kan videreformidles til mottakeren, vil det gjelde en tilsvarende begrensning. Det innebærer at det ikke kan videreformidles flere opplysninger enn det som følger av mottakerens naturlige og saklige behov.<sup>146</sup> Følgelig vil en mottaker kunne kvalifisere som rette vedkommende for noen typer opplysninger, men være ”*uvedkommende*” for annen type informasjon.

Den nærmere fastleggelsen av hvem som kan gis innsideinformasjon må gjøres etter en konkret vurdering fra i hvert enkelt tilfelle, og vil som nevnt bero på en vurdering av opplysningenes karakter sammenholdt med mottakerens naturlige og saklige behov for å motta disse. I NOU 1996:2 s.65 er det angitt at med bakgrunn i ”*hensynene bak regelen må det antas at gode og forsvarlige rutiner for å hindre spredning av informasjonen vil være relevant ved avgrensningen*”.

På tross av at mottakerne av innsideinformasjonen etter vphl.§3-4 blir underlagt en tilsvarende taushetsplikt<sup>147</sup>, bør man generelt sett forsøkte å holde personkretsen som sitter inne med slik informasjon så begrenset som mulig. Dette reduserer mulighetene for eventuelle lekkasjer.

---

<sup>146</sup> Se Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s.41.

<sup>147</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s.35.

#### 4.4.2.3 Kravet om å utvise ”tilbørlig aktsomhet”

I tillegg til at vphl.§3-4 (1) forbyr utlevering av innsideinformasjon til ”*uvedkommende*”, pålegger vphl.§3-4 (2) enhver som har tilgang til slik informasjon å utvise ”*tilbørlig aktsomhet*” i behandlingen av slike opplysninger for å forhindre at slik informasjon havner i ”*uvedkommendes besittelse eller misbrukes*”.

Bestemmelsen er ikke et krav etter markedsmissbruksdirektivet, men ble etter forslag fra Kredittilsynet innført i 2001 for å ”*bevisstgjøre aktørene i deres håndtering av kurssensitiv informasjon, og dermed redusere informasjonsflyten og misbruk av denne*”.<sup>148</sup> Opprinnelig inneholdt bestemmelsen kun en regel om at det skulle utvises tilbørlig aktsomhet for å forhindre at innsideinformasjon havnet i ”*uvedkommendes besittelse*”, men i forbindelse med implementeringen av markedsmissbruksdirektivet ble det foretatt en presisering om at man også skal utvise ”*tilbørlig aktsomhet*” for å unngå at innsideinformasjon ”*misbrukes*”. Bakgrunnen for presiseringen var i hovedsak at man ønsket å tydeliggjøre at det må utvises varsomhet ved behandlingen av innsideinformasjon, også når den gis til personer som i utgangspunktet må anses som rette vedkommende.<sup>149</sup> Som nevnt under pkt.4.4.2.1 rammer bestemmelsen den som uaktsomt bidrar til spredning eller misbruk av innsideinformasjon.

I kravet til å utvise ”*tilbørlig aktsomhet*” ligger en aktivitetsplikt.<sup>150</sup> For det første plikter man å utvise den aktsomhet som er nødvendig for at innsideinformasjon ikke havner i ”*uvedkommendes*” besittelse. Ifølge forarbeidene til bestemmelsen innebærer plikten at ”*...utstederforetak, advokatfirmaer mv., verdipapirforetak og slike foretaks ledelse må etablere effektive rutiner for å hindre urettmessig spredning og misbruk av innsideinformasjon i foretakene*”.<sup>151</sup> Hvem som anses som ”*uvedkommende*” er drøftet ovenfor under pkt.4.4.2.2. Hvilke tiltak og rutiner som må etableres vil bli nærmere drøftet nedenfor under pkt.4.4.2.4.

---

<sup>148</sup> Ot.prp.nr.80 (2000-2001) s.37.

<sup>149</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s.36.

<sup>150</sup> op.cit., med videre henvisning til Ot.prp.nr.80 (2000-2001) avsnitt 6.4.

<sup>151</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s.36.

For det andre plikter man å utvise tilstrekkelig aktsomhet for å forhindre at innsideinformasjonen ”*misbrukes*”. Utover de tiltak og rutiner som må etableres og følges for å overholde bestemmelsen om at man skal utvise ”*tilbørlig aktsomhet*” for å forhindre at innsideinformasjon tilflyter ”*uvedkommende*”, medfører kravet at ”*vedkommende*” som mottar innsideinformasjon må gjøres kjent med at det dreier seg om konfidensiell informasjon og konsekvensene av misbruk.<sup>152</sup> For utstederselskapene følger en slik regel også av vphl.§3-5 (3), som vil bli nærmere behandlet nedenfor under pkt.4.4.3.

#### 4.4.2.4 Utsteders plikt til å ha ”rutiner for sikker behandling av innsideinformasjon”

Ihht. vphl.§3-4 (2) i.f. skal utsteder av finansielle instrumenter ha ”*rutiner for sikker behandling av innsideinformasjon*”. Bestemmelsen er en presisering av plikten til å utvise ”*tilbørlig aktsomhet*” ved behandlingen av innsideinformasjon, og ble innført ved implementeringen av markedsmisbruksdirektivet, for å bidra til å forhindre urettmessig spredning og misbruk av slike opplysninger.<sup>153</sup> Problemstillingen i det følgende er å fastlegge hvilke ”*rutiner*” som utstederne må implementere for at man skal oppfylle lovens krav.

Ifølge forarbeidene til bestemmelsen må det vurderes konkret hvilke krav som stilles til rutinene for behandling av innsideinformasjon, og kravene vil variere både med hensyn til den aktuelle bransjen og det aktuelle foretaket.<sup>154</sup> Det må antas at jo større betydning opplysningene kan ha for aksjekursen, jo strengere krav må stilles til informasjonshåndteringen.<sup>155</sup> Generelt sett bør imidlertid utstederforetakene innføre visse

---

<sup>152</sup> Se uttalelser i KREDTILS-HNOT-03.03.2004 pkt.4.3, som fikk tilslutning av departementet, jf.

Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s.36.

<sup>153</sup> Se Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s.36.

<sup>154</sup> KREDTILS-HNOT-03.03.2004 pkt.4.3, som fikk tilslutning av departementet, jf. Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s.36.

<sup>155</sup> Op.cit. og Ot.prp.nr.80 (2000-2001) s.36.

minimumsrutiner for å redusere mulighetene for at sensitiv informasjon kommer på avveie.<sup>156</sup>

For det første bør det utarbeides interne retningslinjer for håndtering av kurssensitiv informasjon. Spesielt bør disse omhandle håndteringen av uforutsette begivenheter som kan få betydning for verdipapirets kurs.<sup>157</sup>

For det andre bør det gjennomføres fysiske tiltak for å sikre at kurssensitive opplysninger ikke kommer på avveie, for eksempel ved å legge til rette for at oppbevaring av saksdokumenter, adgang til databaser, kopiering, arkivering, intern og ekstern postforsendelse, bruk av telefaks og e-post m.v. skjer på en sikker måte.<sup>158</sup>

For det tredje bør all sensitiv informasjon anonymiseres i saksdokumenter, rapporter, analyser m.v., og slike opplysninger bør ikke drøftes på offentlige steder eller med alle medarbeidere internt i selskapet.<sup>159</sup>

I tillegg bør møter med eksisterende eller potensielle samarbeidspartnere m.v. som må antas å være av stor betydning tilrettelegges og avholdes på en slik måte at det ikke gir grunnlag for spekulasjoner for utenforstående.<sup>160</sup>

I KREDTILS-HNOT-03.03.2004 (pkt.4.3) er det for øvrig angitt at veiledning kan søkes i vilkårene for effektive informasjonssperrer. I KREDTILS-RUNDSKR-39/1995 er ”informasjonssperrer” definert som:

---

<sup>156</sup> OB-SIRKULÆRE-3/2005 s.14.

<sup>157</sup> Se Ot.prp.nr.80 (2000-2001) s.36 og KREDTILS-RUNDSKR-14/2005 s.14.

<sup>158</sup> Op.cit.

<sup>159</sup> Op.cit.

<sup>160</sup> KREDTILS-RUNSKR-39/1995.



*”Ethvert tiltak som tar sikte på å hindre at konfidensiell informasjon, særlig kurssensitiv informasjon, som er kjent hos personer i en del av foretaket kan tilflyte personer i en annen del av foretaket.”*

Formålet med slike informasjonssperrer er først og fremst å unngå interessekonflikter innad i foretakene. Veiledningen vil derfor være begrenset, ettersom formålet med kravene til rutiner for sikker informasjonsbehandling er å unngå urettmessig spredning og misbruk av innsideinformasjon.<sup>161</sup> Tiltakene angitt i rundskrivet er imidlertid i stor grad sammenfallende med de ovennevnte tiltak.

Et eksempel fra praksis har man i OB-VEDT-20.06.2007, hvor Codfarmers ASA ble dømt for overtredelse av plikten til forsvarlig behandling av ikke offentliggjorte regnskapsopplysninger, etter at selskapets trykkeri hadde postlagt fjerdekvartalsrapporten for 2006, dagen før selskapets styre skulle vedta denne den 27.februar 2007. Bakgrunnen for feilen var en misforståelse fra trykkeriet sin side, som var blitt instruert om at utsendelsen måtte være ”poststemplet” senest 28.februar. Instruksjonen ble forstått dit hen at den måtte være postlagt senest 28.februar. Feilen ble oppdaget ved at selskapet mottok rapporten i posten 27.februar 2007 ca. kl.09:35.<sup>162</sup> Børsen ble varslet, og det ble innført børspause kl.09:47. Etter at styreformann var kontaktet ble rapporten vurdert som endelig vedtatt, og børsmelding ble sendt gjennom børsens meldingssystem kl.10:13.<sup>163</sup>

Børsstyret konkluderte med at selskapet hadde overtrådt børsforskr.§6-1 som bestemte at selskapet skal ”sørge for at ingen uvedkommende får tilgang til regnskapsopplysninger som omfattes av kapittel 6 før offentliggjøring”. Det ble uttalt at ”uvedkommende” i denne sammenhengen både ville være selskapets aksjonærer og andre som fikk tilgang til kvartalsrapporten før behandling og offentliggjøring. Børsen karakteriserte selskapets rutiner for informasjonsbehandling som ”mangelfulle”, og begrunnet dette med at de ikke

---

<sup>161</sup> KREDTILS-HNOT-03.03.2004 pkt.4.3.

<sup>162</sup> OB-VEDT-20.06.2007 pkt.1 og 3.

<sup>163</sup> Se [www.newsweb.no](http://www.newsweb.no).

hadde vært tilstrekkelige gode til å forhindre at uvedkommende fikk tilgang til kvartalsrapporten før den ble endelig vedtatt og offentliggjort.<sup>164</sup> Overtredelsen var etter børsens mening så alvorlig at den kvalifiserte til ileggelse av overtredelsesgebyr<sup>165</sup>, som ble fastsatt til en gang årlig kursnoteringsavgift.<sup>166</sup>

Selv om avgjørelsen gjelder brudd på reglene for behandling av regnskapsopplysninger må det antas at den er av generell betydning for informasjonshåndteringsreglene. Avgjørelsen må tolkes dit hen at det stilles strenge krav til rutinene for informasjonshåndtering i børsnoterte selskaper.

**4.4.3 Krav om liste over personer med tilgang til innsideinformasjon, jf. vphl.§3-5**  
Vphl.§3-5 (1) oppstiller et krav om at ”[u]tsteder av finansielle instrumenter skal sørge for at det føres en liste over personer som gis tilgang til innsideinformasjon”.<sup>167</sup> Av bestemmelsens ordlyd følger det at det er utstederselskapet som er pliktsubjektet, men det er ingen plikt om at det er selskapet selv som utfører den faktiske jobben med å føre denne listen, jf. ordene ”skal sørge for at det føres”.<sup>168</sup> Plikten til å sørge for rettidig og korrekt listeføring påhviler imidlertid utstederselskapet, også i de tilfellene andre opptrer for foretakets regning eller på annen måte på foretakets vegne.<sup>169</sup>

Formålet med listeføringen er å beskytte markedets integritet. Slike lister er et svært nyttig redskap for de kompetente myndigheter, som har ansvaret for å overvåke anvendelsen av lovgivningen mot markedsmissbruk. I tillegg er det antatt at listeføringen vil bidra til å gjøre det lettere for utstederne å overholde kravet til konfidensialitet, blant annet fordi det bidrar

---

<sup>164</sup> OB-VEDT-20.06.2007 pkt.7.

<sup>165</sup> op.cit. pkt.7.3.

<sup>166</sup> op.cit. pkt.8.

<sup>167</sup> Kravet om listeføring følger av markedsmissbruksdirektivet art.6 nr.3 (3), med utfyllende bestemmelser i tredje kommisjonsdirektiv art.5.

<sup>168</sup> Se også Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s.40.

<sup>169</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s.38 og 40.

til å øke fokus omkring håndteringen av innsideinformasjon.<sup>170</sup> Det er antatt at behovet for listeføring er særlig aktuelt i forbindelse med utsatt offentliggjøring.<sup>171</sup>

Ifølge bestemmelsens ordlyd skal listen inneholde informasjon over de personer som ”gis tilgang” til innsideinformasjon. Det avgjørende er altså ikke hvem som faktisk har kjennskap til innsideinformasjon, men hvem som er gitt mulighet til å gjøre seg kjent med slike opplysninger.<sup>172</sup> Dette må avgjøres konkret. I forarbeidene uttales det at ”[d]epartementet legger til grunn at utstederforetakene etablerer rutiner for å påse at det på regelmessig basis vurderes hvilke personer i og utenfor foretaket som kvalifiserer til å stå på listen. Tilsvarende vil gjelde profesjonelle rådgivere og tilretteleggere mv. som opptrer på vegne av foretaket eller for dets regning”.<sup>173</sup>

Vphl.§3-5 (2) inneholder detaljerte krav til listens innhold. Ifølge bestemmelsen skal den inneholde:

- Identiteten til personene med tilgang til innsideinformasjonen.
- Dato og klokkeslett for når disse fikk tilgang til informasjonen.
- Funksjonene til personene.
- Årsaken til at personene er på listen.
- Dato for nedtegning og endring av listen.

Av vphl.§3-5 (1) i.f. fremgår det at dersom den personen som gis tilgang til innsideinformasjon er en juridisk person, skal listen inneholde ”*dennes ansatte, tillitsvalgte, medhjelpere mv. som gis tilgang til informasjonen*” (min understrekning). Eksempler på slike juridiske personer er revisorselskaper, advokatfirmaer, verdipapirforetak m.v. Som det

---

<sup>170</sup> Se fortalen til tredje kommisjonsdirektiv avsnitt (6) og Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s.37. Se også Bergo (2004) s.126 og KREDTILS-RUNDSKR-14/2005 s.15.

<sup>171</sup> KREDTILS-RUNDSKR-14/2005 s.15-16.

<sup>172</sup> op.cit.

<sup>173</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s.40. Se også KREDTILS-RUNDSKR-14/2005 s.16-17.

fremgår av ordlyden er det tilstrekkelig at listen inneholder opplysninger om de fysiske personer som faktisk gis tilgang til informasjonen.

Ifølge vphl.§3-5 (2) skal listen holdes kontinuerlig oppdatert, og den skal oppbevares på en ”betryggende vis” i minimum 5 år etter utarbeidelse eller oppdatering. I forarbeidene til bestemmelsen er det i tilknytning til begrepet ”betryggende vis”, uttalt at dette innebærer at listene skal oppbevares på en måte som sikrer de mot ødeleggelse og tyveri, slik at de kan fremlegges i lesbar form i hele oppbevaringsperioden.<sup>174</sup> I og med at listen skal oppbevares i minimum 5 år etter ”*utarbeidelse eller oppdatering*” (min understrekning), betyr det at en ny 5-års frist begynner å løpe ved enhver oppdatering av listen.<sup>175</sup> Både Oslo Børs og Kredittilsynet kan kreve listen utlevert på forespørsel, jf. vphl.§§3-5 (2) i.f. og 5-3 (3).

I forbindelse med tilleggsvikåret om at innsideinformasjon skal holdes konfidensielt er det i vphl.§3-5 (3) inntatt et krav om at:

*”Utsteder av finansielle instrumenter skal sørge for at personer som gis tilgang til innsideinformasjon er kjent med de plikter og ansvar dette innebærer, samt straffeansvaret som er forbundet med misbruk eller uberettiget distribusjon av slike opplysninger.”<sup>176</sup>*

Utsteder av finansielle instrumenter skal kunne dokumentere overfor Kredittilsynet at denne plikten er overholdt, jf. vphl.§3-5 (3) i.f. I KREDTILS-RUNDSKR-14/2005 (s.18) er det angitt at utstederens aktivitetsplikt vil variere med de konkrete omstendighetene. Som eksempel er det nevnt at det forutsettes at norske profesjonelle aktører i verdipapirmarkedet er kjent med pliktene og ansvaret som følger av vphl. Det er derfor ikke nødvendig å gjøre de uttrykkelig oppmerksomme på dette. Ifm. kravet til dokumentasjon vil det være tilstrekkelig å vise til vedkommendes profesjonalitet. Overfor andre, som for eksempel

---

<sup>174</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s.41.

<sup>175</sup> op.cit.

<sup>176</sup> Bestemmelsen implementerer første kommisjonsdirektiv art.3 nr.2 litra b.

ansatte, medierådgivere, trykkerier, utenlandske rådgivere m.v. er det derimot nødvendig å gjøre de uttrykkelig oppmerksomme på opplysningenes kurssensitive karakter, samt det ansvar som er forbundet med å ha kjennskap til disse. Notortitetshensynet tilsier at informasjonen bør gis på en måte som sikrer at det i etterkant ikke er tvil om hvilken informasjon som er gitt, informasjonens karakter og om mottakeren var kjent med sine plikter og ansvar. Normalt vil det være tilstrekkelig som dokumentasjon at mottakeren underskriver på å ha mottatt skriftlig dokumentasjon eller har underskrevet en taushetserklæring. Alternativt kan det gjøres lydbåndopptak eller lignende.<sup>177</sup>

#### 4.4.4 Plikten til å offentliggjøre ved fare for lekkasjer

Dersom selskapet ikke klarer å overholde kravet til konfidensialitet bortfaller retten til utsatt offentliggjøring. Det følger av vphl.§5-3 (4) hvor det heter:

*”Dersom utsteder har grunn til å tro at opplysninger som nevnt i første ledd er kjent for eller er i ferd med å bli kjent for uvedkommende, skal utsteder uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre opplysningene i henhold til §5-12.”<sup>178</sup>*

Ifølge ordlyden til bestemmelsen, inntreer plikten til å offentliggjøre opplysninger både i tilfeller det er på det rene at ”uvedkommende” har fått tilgang til opplysningene og i tilfeller utstederselskapet har mistanke om en slik lekkasje. Omfanget av lekkasjen er uten betydning.<sup>179</sup>

Offentliggjøringen skal skje ”uoppfordret og umiddelbart”. I praksis innebærer det at selskapet må være forberedt på en eventuell lekkasje, slik at offentliggjøring kan skje svært

---

<sup>177</sup> Se NLK-VPHL-1997 note 58 og Bergo (2004) s.126. Se også KREDTILS-HNOT-03.03.2004 pkt.5.4. og KREDTILS-RUNDSKR-17/2002 (som riktignok gjelder videreformidling fra verdipapirforetak).

<sup>178</sup> Bestemmelsen implementerer første kommisjonsdirektiv art.3 nr.2 litra c. Se også KREDTILS-HNOT-02.02.2005 pkt.3.3.5.

<sup>179</sup> OB-SIRKULÆRE-3/2005 s.14-15.

raskt.<sup>180</sup> Det kan for eksempel være nødvendig å utferdige en børsmelding med den aktuelle informasjonen på forhånd.<sup>181</sup>

---

<sup>180</sup> Det samsvarer med første kommisjonsdirektiv art.3 nr.2 litra c, hvor det heter at utstederselskapet skal ha ”...*in place measures which allow immediate public disclosure...*”.

<sup>181</sup> OB-SIRKULÆRE-3/2005 s.15.

## 5 Særskilt om meldeplikten ved utsatt offentliggjøring

### 5.1 Innledende bemerkninger – historikk

I henhold til markedsmisbruksdirektivet art.6 nr.2 kan medlemsstatene:

*”...require that an issuer shall without delay inform the competent authority of the decision to delay the public disclosure of inside information.”*

Bestemmelsen gir medlemsstatene en rett, men ikke plikt, til å innføre regler om meldeplikt til kompetent myndighet ved utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon.

Ved innføringen av reglene om utsatt offentliggjøring, foreslo Kredittilsynet i sitt høringsnotat å innta en bestemmelse i børsforskr.§5-3 om at selskaper som vedtar å utsette offentliggjøring av innsideinformasjon *”uoppfordret og umiddelbart [skal gi] melding om forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen”* til børsen. Ifølge forslaget skulle slik informasjon gis skriftlig.<sup>182</sup>

Forslaget ble i høringsrunden møtt med delvis kritikk,<sup>183</sup> og ved vedtakelsen av forskriftsbestemmelsen ble det ikke inntatt noen regel om slik meldeplikt.

---

<sup>182</sup> KREDTILS-HNOT-02.02.2005 vedlegg 1.

<sup>183</sup> NF-HUT-30.03.2005 s.3-4 og ØKOKRIM-HUT-21.03.2005 s.2-3. NHO var i sin høringsuttalelse av 30.03.2005 (NHO-HUT-30.03.2005) mer nøytrale og mente utviklingen i flere land burde undersøkes før man vedtok en norsk regel. Oslo Børs var derimot positiv i sin høringsuttalelse av 31.03.2005 (OB-HUT-31.03.2005). Finansnæringens Hovedorganisasjon var i sin høringsuttalelse av 29.03.2005 (FH-HUT-29.02.2005) ikke negative til en meldeplikt, men mente det ikke var nødvendig at slik melding skulle sendes skriftlig.

Oslo Børs ba Finansdepartementet i brev av 23.08.2005<sup>184</sup> om å revurdere og supplere børsforskr. med en regel om meldeplikt, men oppfordringen ble ikke tatt til følge. Oslo Børs valgte derfor å innta følgende bestemmelse i de løpende forpliktelser<sup>185</sup>:

*”Ved utsatt offentliggjøring skal børsens selskapsrettsavdeling uoppfordret og umiddelbart gis melding om forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen....”*

I bestemmelsen ble det gjort unntak for *”... utsatt offentliggjøring av finansiell informasjon i delårsrapporter”*.<sup>186</sup>

Av enkelte av utstederne ble det stilt spørsmål om børsen hadde adgang til å innta en slik bestemmelse i sitt reglement, og ifølge Oslo Børs var det kun et fåtall utstedere som overholdt meldeplikten.<sup>187</sup> I forbindelse med implementeringen av rapporteringsdirektivet<sup>188</sup> foreslo derfor Oslo Børs på nytt å innta reglene om meldeplikt i forskrifts form.<sup>189</sup>

---

<sup>184</sup> OB-BREV TIL FIN-23.08.2005.

<sup>185</sup> Se løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper (OBX-LF) og løpende forpliktelser for selskaper notert på Oslo Axess (OAX-LF) pkt.3.1.2 (3). De løpende forpliktelser er børsens privatrettslige reglement, fastsatt i medhold av børsf. §22 (3) og børsforskr. §1 (3). I hovedsak inneholder reglene en gjengivelse og spesifisering av bestemmelser fastsatt i lov eller forskrift, slik at utstederne i hovedsak kan forholde seg til dette regelsettet når de skal klargjøre sine forpliktelser ovenfor børsen. Se [www.oslobors.no/ob/borsregler](http://www.oslobors.no/ob/borsregler) (aksessert 14.11.2007)

<sup>186</sup> Op.cit. I Sverige ble problemstillingen behandlet i SOU 2004:69 s.100. Lovgiveren valgte å la tilsynsmyndigheten (Finansinspektionen) avgjøre hvorvidt meldeplikt skulle fastsettes i forskrift eller ikke. Stockholmsbørsen hadde imidlertid allerede innført en regel om meldeplikt i sitt reglement. I utredningen ble det uttalt at *”[s]ådana krav kan marknadsplatserna ställa även i fortsättningen utan hinder av marknadsmissbruksdirektivet”*. Senere er meldeplikten inntatt i forskrift. Se FFFS 2007:17 10 kap. 4 §.

<sup>187</sup> OB-HUT-RAPFOR-10.05.2007 s.5-6.

<sup>188</sup> Se pkt.1.3 ovenfor.

<sup>189</sup> OB-HUT-RAPFOR-10.05.2007 s.5-6. Forslag til en slik bestemmelse var ikke inntatt i KREDTILS-HNOT-RAPFOR-22.03.2007.



Finansdepartementet valgte til slutt å ta Oslo Børs sitt innspill til følge, og det følger nå av verdipapirforskr.§5-1 at:

*”Ved utsatt offentliggjøring etter verdipapirhandelloven §5-3 skal vedkommende regulerte marked uoppfordret og umiddelbart gis melding om forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen.”*

Problemstillingen om hvorvidt Oslo Børs hadde adgang til å vedta meldeplikt i sitt privatrettslige reglement er derfor ikke lenger av interesse.

Under pkt.5.2 vil det gjøres nærmere rede for hensynene bak meldeplikten. Under pkt.5.3 vil reglene om kravene til meldingens innhold behandles nærmere. Deretter vil rettsvirkningene av at melding er gitt behandles under pkt.5.4. Til slutt vil rettsvirkningene av at melding ikke er gitt behandles under pkt.5.5.

## 5.2 Hensynene bak meldeplikten

Oslo Børs driver konstant overvåkning av aktiviteten i verdipapirmarkedet. Dette er en lovbestemt plikt, jf. børsloven §27 og børsforskr.kap.4. Formålet med markedsovervåkingen er blant annet å beskytte investorene og markedets integritet, ved å forhindre at enkelte aktører kan utnytte informasjon som ikke er offentlig tilgjengelig og forhindre at det handles til uriktige markedskurser.<sup>190</sup> Overvåkingen er svært viktig for å opprettholde tilliten til verdipapirmarkedet.<sup>191</sup>

Når et utstederselskap beslutter utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon, foreligger det kurssensitiv informasjon som ikke blir kjent i markedet. Det vil alltid være en risiko for at slik informasjon kommer på avveie og dermed kan utnyttes av uvedkommende. Som nevnt ovenfor under pkt.2.1 kan dette medføre at investeringsbeslutninger skjer på grunnlag av

---

<sup>190</sup> Se vedlegg 5 til FIN-HNOT-15.12.2000.

<sup>191</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s.226.

ulik informasjon, og prisfastsettelsen blir av den grunn feil. Dermed forligger det en forskjellsbehandling av markedsaktørene, og effektiviteten i og tilliten til markedet svekkes.<sup>192</sup>

Hovedformålet med meldeplikten er å sette børsen i stand til å intensivere markedsovervåkingen av de aktuelle verdipapirer, for på den måten å minimere mulighetene for at noen kan utnytte informasjon som ikke er allment tilgjengelig i markedet gjennom innsidehandel.<sup>193</sup> Når børsen er informert om at et selskap har besluttet utsatt offentliggjøring, har det en rekke fordeler.

For det første er det større sannsynlighet for at en eventuell lekkasje av kurssensitiv informasjon oppdages på et tidlig tidspunkt når børsen kan intensivere overvåkingen av verdipapiret.<sup>194</sup>

For det andre blir det enklere for børsen å iverksette effektive virkemidler i kursnoteringen. Man kan dermed også lettere unngå å iverksette virkemidler uten grunn, og begrense de ubegrunnede rykter iverksetting av slike virkemidler vil føre til.<sup>195</sup>

For det tredje medfører en meldeplikt til børsen at det oppstår notoritet rundt selskapets beslutning om å utsette offentliggjøring.<sup>196</sup> Videre må det antas at en meldeplikt medfører at selskapene blir mer bevisste på hvordan de håndterer innsideinformasjon, noe som kan ha en generell positiv effekt på arbeidet med å forebygge markedsmissbruk.<sup>197</sup>

---

<sup>192</sup> Se også NOU 1999:3 s.212-214.

<sup>193</sup> Se KREDTILS-HNOT-02.02.2005 pkt.3.3.2, OB-HUT-31.03.2005 s.2 og OB-HUT-RAPFOR-10.05.2007 s.5-6 (med vedlegg).

<sup>194</sup> OB-BREV TIL FIN-23.08.2005.

<sup>195</sup> op.cit. Børsens alminnelige virkemidler er å innføre børspause, sette verdipapiret under særlig observasjon og suspensjon. For mer informasjon om disse, se OB-VIRKEMIDL I KURSNOT.

<sup>196</sup> KREDTILS-HNOT-02.02.2005 pkt.3.3.2 og OB-BREV TIL FIN-23.08.2005.

<sup>197</sup> op.cit.

Meldeplikten medfører imidlertid ikke bare fordeler. For det første kan det oppstå usikkerhet omkring hvem som har ansvaret for om vilkårene for utsatt offentliggjøring er oppfylt.<sup>198</sup> For det andre innebærer en slik plikt at både børsen og utstederselskapene pålegges en byrde som medfører ekstrakostnader.<sup>199</sup> Dessuten medfører meldeplikten økt risiko for lekkasje av innsideinformasjon, fordi den medfører at flere personer får kjennskap til opplysningene.

I og med at man har valgt å innføre meldeplikt har man ansett at fordelene med en slik plikt veier tyngre enn ulempene.

### 5.3 Nærmere om kravene til meldingen

#### 5.3.1 Innledende bemerkninger

Verdipapirforskr.§5-1 oppstiller ulike krav til meldingens innhold. Noen følger direkte av bestemmelsens ordlyd, mens andre må innfortolkes fra de øvrige rettskilder.

I det følgende vil først de prosessuelle reglene, dvs. reglene om hvem melding om utsatt offentliggjøring skal rettes til og når melding skal gis bli behandlet under pkt.5.3.2.

Deretter vil de materielle reglene, herunder kravene til meldingens form og innhold behandles under pkt.5.3.3. Til slutt vil unntaket for meldeplikt for finansiell informasjon i delårsrapporter behandles under pkt.5.3.4.

---

<sup>198</sup> Se pkt.5.4 nedenfor.

<sup>199</sup> KREDTILS-HNOT-02.02.2005 pkt.3.3.2, ØKOKRIM-HUT-21.03.2005 s.2-3 og OB-BREV TIL FIN-23.08.2005.

## 5.3.2 Prosessuelle regler

### 5.3.2.1 Når skal melding gis?

Ifølge verdipapirforskr.§5-1 skal melding om utsatt offentliggjøring gis ”*uoppfordret og umiddelbart*”.<sup>200</sup>

Etter en alminnelig språklig forståelse av begrepet ”*uoppfordret*”, må det legges til grunn at meldingen om utsatt offentliggjøring skal gis på utstederselskapets eget initiativ. Noen nærmere presisering av dette begrepet er ikke nødvendig.

Begrepet ”*umiddelbart*” er derimot mer uklart, og fastleggelsen av dette krever derfor en mer utdypende drøftelse. Etersom muligheten til å utsette offentliggjøring er et unntak fra hovedregelen i vphl.§5-2 om at all innsideinformasjon umiddelbart skal offentliggjøres, er det naturlig å se disse bestemmelsene i sammenheng. Det innebærer at fristen for å melde fra om utsatt offentliggjøring begynner å løpe samtidig som fristen for offentliggjøring. I forbindelse med reglene om meldeplikt blir vurderingstemaet hvor lang tidsfrist utstederselskapet har på å melde fra til børsen om at det er vedtatt utsatt offentliggjøring.

En alminnelig språklig forståelse av begrepet ”*umiddelbart*” tilsier at meldingen skal sendes uten opphold. En slik forståelse støttes også av ordlyden i markedsmisbruksdirektivet art.6 nr.2 i.f. hvor det heter at ”... *an issuer shall without delay inform the competent authority...*” (min understrekning).

I juridisk teori er det antatt at bestemmelsen må tolkes strengt etter sin ordlyd. Det innebærer at selskapene innenfor børsens åpningstider kun har noen få minutter på seg til å utferdige pressemeldinger.<sup>201</sup>

---

<sup>200</sup> Tilsvarende regel følger av OBX-LF og OAX-LF pkt.3.1.2 (3).

<sup>201</sup> Bergo (2004) s.121, der det blant annet henvises til den såkalte Hitec-saken fra 1996, der børsen ila selskapet overtredelsesgebyr for en forsinkelse på ca. 30 minutter.

Begrepet ”uoppfordret og umiddelbart” benyttes også i vphl.§5-2 (1) vedrørende informasjonspliktens innhold. Bestemmelsen implementerer markedsmisbruksdirektivet art.6 nr.1 hvor det heter at ”...*issuers of financial instruments [shall] inform the public as soon as possible of inside information...*” (min understrekning). Direkte oversatt skulle det tilsa at fristen til å informere skulle vært ”så snart som mulig”, og det kan derfor stilles spørsmål om innholdet i begrepet ”uoppfordret og umiddelbart” har en annen mening i relasjon til meldeplikten enn det har i relasjon til informasjonsplikten.

Problemstillingen ble vurdert i forbindelse med implementeringen av direktivet. I sitt høringsnotat, konkluderte Kredittilsynet med at det ikke var nødvendig å endre den norske bestemmelsen om at plikten til å offentliggjøre inntre ”uoppfordret og umiddelbart”.<sup>202</sup> Det må derfor legges til grunn at begrepet må tolkes på samme måte i begge relasjoner. Det er heller ingen reelle hensyn som tilsier at fristen til å melde fra til børsen ved utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon skal være en annen enn fristen til å offentliggjøre innsideinformasjon. Tvert imot tilsier praktiske hensyn at fristen bør være den samme.

I relasjon til reglene om offentliggjøring av innsideinformasjon har børsen gjennom sin praksis nærmere fastlagt hva som menes med ”umiddelbart”. I og med at begrepet har det samme innhold i relasjon til meldeplikten, får de aktuelle avgjørelser betydning for den nærmere fastleggelsen av meldefristen.

Av størst interesse er sannsynligvis børsstyrets vedtak av 17.03.2005 mot Photocure ASA. Photocure ASA er et farmasøytisk selskap notert på Oslo Børs som utvikler og markedsfører legemidler og medisinsk utstyr for behandling og diagnose av kreft og forstadier til kreft.<sup>203</sup> I løpet av natten 3.desember 2004 mottok selskapet en telefaks fra The Federal Drug Administration (”FDA”) om at selskapets dokumentasjon vedrørende produktet Metvix ikke var tilstrekkelig for å godkjenne produktet for behandling av hudkreft i USA.<sup>204</sup> Det er

---

<sup>202</sup> KREDITLS-HNOT-02.02.2005 pkt.3.2.2.1.

<sup>203</sup> OB-VEDT-17.03.2005 pkt 2.

<sup>204</sup> op.cit. pkt.1 og 3.

noe uklart når selskapet ble kjent med informasjonen, men sannsynligvis var ledelsen gjort kjent med innholdet noe før kl.09:00 samme dag.<sup>205</sup> Informasjonen ble meldt gjennom børsens meldingssystem kl.11:23, dvs. 1 time og 23 minutter etter børsens åpningstid.<sup>206</sup> Spørsmålet i saken var hvorvidt selskapet hadde oppfylt kravet til å offentliggjøre informasjonen ”*umiddelbart*”, jf. børsforskr.§5-2 (1).<sup>207</sup>

Børsstyret uttalte at som utgangspunkt inntreer informasjonsplikten ”*straks selskapet har eller burde ha fått kunnskap om det informasjonspliktige forholdet*”. Det ble videre lagt til grunn at børsnoterte selskaper har rutiner og prosedyrer som fanger opp slik type korrespondanse som mottas pr. post, telefaks, e-post eller lignende, og at det sørges for at slik korrespondanse gjennomgås så snart som mulig etter at den er mottatt. For korrespondanse som mottas om natten uttalte børsstyret at det forventes at en slik gjennomgang skjer ”*ikke særlig senere enn kl. 08.00 norsk tid*”. Dette ble begrunnet blant annet med at slike rutiner er nødvendige for å sikre at kurssensitiv informasjon ikke kommer på avveie, samt at omgåelseshensyn tilsier at informasjonsplikten inntreer på det tidspunkt selskapet har anledning til å gjøre seg kjent med informasjonen.

Oslo Børs var ikke enig med selskapet om at tiden det hadde brukt på å lese telefaksen og utferdige en børs melding kunne betegnes som kort. Børsstyret erkjente at innholdet i faksen kunne være komplisert, men mente hovedkonklusjonen fremkom tydelig, og dermed kunne danne grunnlag for offentliggjøring. Det ble uttalt at ”*[e]tte[r] børsens mening må et børsnotert selskap raskt klare å informere markedet i slike situasjoner og senest innen børsen åpner kl. 10.00*”. I børsstyrets vurdering ble det også lagt vekt på at selskapet som alternativ til å utstede fullstendig børs melding på et forsinket tidspunkt, kunne utstedt en minimumsmelding der det kun ble opplyst om det viktigste, for senere å komme med en

---

<sup>205</sup> op.cit. pkt.7.

<sup>206</sup> op.cit. pkt.1. (På dette tidspunktet åpnet børsen kl. 10:00.)

<sup>207</sup> Tilsvarer någjeldende vphl.§5-2 (1).

mer detaljert melding. Det ble også lagt vekt på at selskapet kunne bedt om suspensjon eller børspause i påvente av ferdigstillingen av børsmeldingen.<sup>208</sup>

Når det gjaldt sanksjonen for overtredelsen konkluderte børsen med at overtredelsen var såpass alvorlig at det burde reageres med overtredelsesgebyr, jf. børsforskr.§25-5.<sup>209</sup> Etter en helhetsvurdering, der det blant annet ble lagt vekt på tidligere praksis i lignende saker, ble overtredelsesgebyret satt til 1 gang kursnoteringsavgiften.<sup>210</sup>

Avgjørelsen stiller strenge krav til de børsnoterte selskaper, og taler for at også begrepet ”*umiddelbart*” skal tolkes strengt etter ordlyden.

Sterke reelle hensyn taler også for en slik løsning. Formålet med meldeplikten er som nevnt under pkt.5.2 ovenfor blant annet å beskytte investorene og markedets integritet ved å forhindre at noen kan utnytte asymmetrisk informasjon. Når et selskap beslutter utsatt offentliggjøring foreligger det pr. definisjon asymmetrisk informasjon, og det er av den grunn viktig å iverksette intensivt markedsovervåkning så snart som mulig. Dette taler for at tidsfristen bør være kort. Praktiske hensyn tilsier imidlertid at selskapene bør ha en viss frist til å områ seg.

Det er vanskelig å angi noen konkret tidsfrist for når selskapet må ha meldt fra til børsen om utsatt offentliggjøring. Det må vurderes konkret fra sak til sak, der det avgjørende vil være en interesseavveining mellom selskapets behov for å få avklart forholdene før melding gis og faren det er for at den asymmetriske informasjonen misbrukes i markedet. Det er imidlertid utvilsomt at det stilles strenge krav til de børsnoterte selskaper, og at utgangspunktet er at melding skal gis straks etter selskaper har eller burde ha fått kjennskap til det meldepliktige forhold.

---

<sup>208</sup> OB-VEDT-17.03.2005 pkt. 7.

<sup>209</sup> op.cit. pkt.8.

<sup>210</sup> Tilsvarende NOK 110 000,-.

I og med at et selskap normalt trenger kortere tid til å forberede en muntlig melding til børsen<sup>211</sup>, enn en skriftlig melding til markedet, kan det tenkes at den konkrete tidsfristen ifm. melding om utsatt offentliggjøring generelt sett vil være noe kortere enn tidsfristen for å fremsette børs melding om innsideinformasjon.

### 5.3.2.2 Hvem skal meldingen rettes til?

I henhold til verdipapirforskr.§5-1 skal melding om utsatt offentliggjøring gis til ”vedkommende regulerte marked”. ”Regulert marked” er i børs l. §3 (1), jf. vphl. §2-3 (3), definert som ”foretak med tillatelse etter §4 som beslutter opptak til handel av finansielle instrumenter på markedet, og som organiserer eller driver et multilateralt system som legger til rette for regelmessig omsetning av noterte instrumenter i samsvar med lov, forskrift og objektive handelsregler fastsatt av markedet selv”. I praksis betyr det at melding skal gis til den børs eller regulerte markeds plass hvor utstederforetaket er notert.

I OBX-LF og OAX-LF pkt.3.1.2 (3) er det spesifisert at melding om utsatt offentliggjøring skal gis til ”børsens selskapsavdeling”. Det legges til grunn at melding kan gis denne, med fristavbrytende virkning for utsederselskapet.

### 5.3.3 Materielle regler

#### 5.3.3.1 Krav til meldingens form

Verdipapirforskr.§5-1 angir kun at vedkommende regulerte marked skal ”gis melding” om forholdet. Ut fra bestemmelsens ordlyd kan det derfor ikke utledes noen krav til meldingens form. Noe slikt krav følger heller ikke av direktivet.<sup>212</sup> Det kan imidlertid stilles spørsmål om det av bevis hensyn må innfortolkes et krav om skriftlighet.

---

<sup>211</sup> Jf. pkt.5.3.3.1 nedenfor.

<sup>212</sup> Markedsmisbruksdirektivet art.6 nr.2 i.f.



I Kredittilsynets opprinnelige forslag til meldeplikt var det angitt at slik melding skulle ”meddeles børsen skriftlig”.<sup>213</sup> I høringsrunden ble imidlertid forslaget møtt med kritikk. Både Finansnæringens Hovedorganisasjon og Norges Fondsmeglerforbund påpekte at tidsmomentet og praktiske hensyn tilsa at det burde aksepteres at det ble gitt muntlig melding, og at en slik løsning ikke ville være til hinder for at børsen senere ba om den dokumentasjon som var nødvendig for å vurdere hvorvidt vilkårene for utsatt offentliggjøring var tilstede eller ikke.<sup>214</sup>

Oslo Børs uttalte i brev til Finansdepartementet av 23.08.2005 at en muntlig meldeplikt ville oppfylle hovedformålet med en slik bestemmelse.<sup>215</sup> Ved implementeringen av regelen i de løpende forpliktelser ble det derfor ikke vedtatt noe krav om skriftlighet.<sup>216</sup>

Basert på ovennevnte kan det ikke oppstilles noe krav om at melding om utsatt offentliggjøring må være skriftlig.<sup>217</sup> Dermed stilles det ingen formkrav til meldingen. Av bevismessige hensyn bør imidlertid selskapene bekrefte det vesentligste innholdet i den muntlige meldingen skriftlig.<sup>218</sup>

### 5.3.3.2 Krav til meldingens innhold

Ifølge verdipapirforskr.§5-1 skal det gis melding om ”forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen” (min understrekning). Det innebærer at det oppstilles to krav til meldingens innhold. For det første skal den angi ”forholdet” som foranlediger utsatt offentliggjøring.

---

<sup>213</sup> KREDTILS-HNOT-02.02.2005 vedlegg 1. Som tidligere nevnt ble imidlertid dette forslaget ikke vedtatt.

<sup>214</sup> FH-HUT-29.03.2005 s.3 og NF-HUT-30.03.2005 s.3-4.

<sup>215</sup> OB-BREV TIL FIN-23.08.2005.

<sup>216</sup> OBX-LF og OAX-LF pkt.3.1.2 (3).

<sup>217</sup> Dette er også børsens oppfatning, jf. OB-SIRKULÆRE-8/2007 pkt.5.4.3.

<sup>218</sup> Se CESR/06-562b pkt.2.11 der det uttales: ”At the time the decision is made to delay disclosing the inside information, companies may wish to consider recording the reasons for doing so. This provides a clear audit trail which may be to the advantage of the issuer if the regulator requires that this information is provided to them”.

For det andre skal den angi ”bakgrunnen” for utsettelsen. Noe krav til meldingens innhold følger ikke av markedsmisbruksdirektivet art.6 nr.2, som kun angir at utstederen ”...shall ... inform ... of the decision to delay the public disclosure of inside information” (min understrekning). Som nevnt er markedsmisbruksdirektivet i utgangspunktet et fullharmoniseringsdirektiv, som ikke gir rom for strengere nasjonale regler enn det som følger av direktivet. I og med at det er valgfritt for medlemsstatene å innføre regler om meldeplikt<sup>219</sup> er det på EU-nivå til en viss grad åpnet for ulike regler i de ulike land. Markedsmisbruksdirektivet kan derfor ikke anses å være til hinder for at det i nasjonal rett innføres nærmere regler om meldingens innhold.

Hensikten med å stille slike krav er først og fremst at det skaper notoritet med hensyn til hva slags informasjon som er holdt tilbake og hvilke grunnlag selskapet påberoper seg for å hjemle bruk av bestemmelsen i vphl.§5-3. Dermed har børsen et grunnlag for å vurdere hvorvidt vilkårene for utsatt offentliggjøring er oppfylt. Det må også antas at det er lettere for børsen å iverksette de tiltak som er best egnet for å forhindre markedsmisbruk, når de har opplysninger om hva slags informasjon det er snakk om og hva som er grunnlaget for utsettelsen av offentliggjøringen.

Med ”forholdet” må forstås den begivenhet som foranlediget beslutningen om å utsette offentliggjøring. I praksis betyr det at selskapet skal opplyses om hva slags informasjon som holdes tilbake for markedet, jf. vphl.§5-2 (1), jf. §5-3 (1). Denne informasjonen gir børsen mulighet til å vurdere både hvorvidt det overhodet foreligger innsideinformasjon,<sup>220</sup> om en utsettelse er egnet til å ”villede” allmennheten<sup>221</sup> og ikke minst vurdere hvorvidt informasjonen er og blir behandlet konfidensielt.<sup>222</sup>

---

<sup>219</sup> Se pkt.5.1 ovenfor.

<sup>220</sup> Se pkt.3 ovenfor.

<sup>221</sup> Se pkt.4.3ovenfor.

<sup>222</sup> Se pkt.4.4 ovenfor.

At det skal opplyses om ”bakgrunnen” for utsettelsen betyr at utstederselskapet skal angi den ”legitime interessen” det har for å utsette offentliggjøring. Disse opplysningene gir børsen anledning til å vurdere om selskapets interesser i å holde informasjonen hemmelig veier tyngre enn markedets krav på fullstendig og korrekt informasjon.<sup>223</sup>

Det kan ikke oppstilles noe krav om at innholdet i meldingen må være så detaljert at det gir børsen grunnlag for umiddelbart å ta stilling til om hvorvidt vilkårene for utsatt offentliggjøring er tilstede. Et slikt krav kan verken utledes av bestemmelsens ordlyd eller formålet bak regelen.<sup>224</sup> Det må derfor være tilstrekkelig at det gis en kortfattet melding som kun inneholder informasjon om hva slags informasjon som holdes tilbake, samt hvorfor den holdes tilbake. Dersom Børsen ved en senere vurdering av hvorvidt vilkårene for utsatt offentliggjøring var oppfylt har behov for ytterligere dokumentasjon, kan det da kreves fremlagt, jf. børsl.§26 (7).

#### 5.3.4 Unntak fra meldeplikten ved utsatt offentliggjøring av finansiell informasjon i delårsrapporter

Verdipapirforskr.§5-1 inneholder ingen unntak fra meldeplikten.<sup>225</sup> Oslo Børs har imidlertid inntatt et unntak ved utsatt offentliggjøring av ”finansiell informasjon i delårsrapporter” i OBX-LF og OAX-LF pkt.3.1.2 (3) i.f. Det oppstår derfor spørsmål om det foreligger motstrid mellom verdipapirforskr. og børsens privatrettslige reglement.

Ihht. til verdipapirforskr.§5-5, jf. rskl.§3-9 har børsnoterte selskaper en plikt til å legge frem kvartalsrapporter. Den finansielle informasjonen som fremkommer i disse rapportene havner i forhold til annen innsideinformasjon i en særstilling, fordi det eksisterer regler

---

<sup>223</sup> Se pkt.4.2.2 ovenfor.

<sup>224</sup> Se pkt.5.2.

<sup>225</sup> I Kredittilsynets opprinnelige forslag var det heller ikke foreslått noen unntak, jf. KREDTILS-HNOT-02.02.2005 vedlegg 1.

som sikrer at både børsen og markedet er informert om når kvartalstallene vil bli sluppet.<sup>226</sup> I tillegg har man regler som sikrer at vilkårene for utsatt offentliggjøring alltid vil være oppfylt i forbindelse med avleggelsen av delårsrapporter.<sup>227</sup> I og med at disse reglene bidrar til å oppnå de samme formål som meldeplikten skal oppnå, tilsier praktiske hensyn at det ikke bør være nødvendig å melde særskilt fra til børsen om utsettelsen av offentligjøringen av slik finansiell informasjon.<sup>228</sup> Forutsatt at delårsrapportene ikke inneholder annen ”*finansiell informasjon*” enn det som normalt fremgår av en slik rapport, kan det derfor ikke sies at det foreligger motstrid mellom de aktuelle regler.

Det kan imidlertid tenkes tilfeller der en delårsrapport inneholder informasjon utover det normale. Det vil typisk være tilfelle dersom det inntas opplysninger som i seg selv utgjør informasjonspliktig innsideinformasjon, som for eksempel informasjon om nye ordre, fremtidsutsikter eller lignende. I og med at dette vil være informasjon verken børsen og markedsaktørene har forventninger om, bør det sendes særskilt melding om dette for at børsen skal være i stand til å iverksette tilfredsstillende markedsovervåkning. For at det ikke skal foreligge motstrid mellom børsreglementet og verdipapirforskr.§5-1, må begrepet ”*finansiell informasjon*” i de løpende forpliktelser tolkes innskrenkende, slik at det kun omfatter informasjon som normalt fremgår i en delårsrapport.<sup>229</sup>

#### 5.4 Rettsvirkningene av at melding er gitt til børsen – ansvarsforholdet

Ett av de viktigste argumentene mot å innføre en meldeplikt ved utsatt offentliggjøring var at det kunne skape tvil om ansvarsforholdet mellom selskapet og børsen, for de tilfeller

---

<sup>226</sup> Se OBX-LF og OAX-LF pkt.6.3 (3) hvor det heter at selskapene ”*senest innen årets utgang [skal] offentliggjøre ved børsmelding de planlagte tidspunktene for offentliggjøring av delårsrapporter i påfølgende år*”. Dersom disse datoene blir endret ”*skal selskapet offentliggjøre børsmelding om endringen(e) straks endringen(e) er besluttet*”.

<sup>227</sup> Se OBX-LF og OAX-LF pkt.6.1 vedrørende informasjonsbehandling, pkt.6.3 vedrørende tidspunkt for behandling og pkt.6.4 vedrørende tidspunkt for offentliggjøring.

<sup>228</sup> OB-HUT-RAPFOR-10.05.2007 s.5-6.

<sup>229</sup> Dette er også Oslo Børs sitt standpunkt, jf. OB-SIRKULÆRE-8/2007 pkt.5.4.3.

hvor det senere ble fastlagt at vilkårene for utsatt offentliggjøring ikke var tilstede.<sup>230</sup> Dette var årsaken til at Danmark valgte å ikke innføre noen regel om meldeplikt.<sup>231</sup> Det kan av den grunn stilles spørsmål om at det faktisk at det er meldt fra til børsen om utsatt offentliggjøring, kan få betydning for utstederens ansvar.

De norske reglene inneholder ikke eksplisitt noen regel om rettsvirkningene av at melding er gitt. Det følger imidlertid av markedsmisbruksdirektivet art.6 nr.2 at en avgjørelse om å utsette offentliggjøring av innsideinformasjon er utstederens ”*own responsibility*”.<sup>232</sup>

I Kredittilsynets opprinnelige høringsnotat ble det også presisert at ”*ansvaret for å vurdere om vilkårene for utsatt offentliggjøring er innfridd, hviler hos foretakene. Melding om utsettelse ”fritar” derved ikke foretaket fra å vurdere vilkårene i [verdipapirforskriften] § 5-3 om legitime interesser mv.*” (nå inntatt i vphl.§5-3).<sup>233</sup> Oslo Børs har også gjort det klart at meldeplikten er uten betydning for ansvarsdelingen mellom børsen og selskapene,<sup>234</sup> og har uttalt at den ikke vil overprøve selskapenes beslutninger.<sup>235</sup>

Basert på ovennevnte må det være klart at melding til børsen ikke representerer noen kontroll eller godkjenning av hvorvidt vilkårene for utsatt offentliggjøring er tilstede. Meldeplikten er derfor uten rettsvirkninger mht. ansvarsfordelingen mellom børsen og selskapene, herunder sistnevntes plikt til selv å vurdere om vilkårene for utsatt offentliggjøring er tilstede.

---

<sup>230</sup> Se KREDTILS-HNOT-02.02.2005 pkt.3.3.2. Økokrim gikk derfor i sin høringsuttalelse (ØKOKRIM-HUT-21.03.2005) inn for at man ikke skulle innføre meldeplikt (s.2-3).

<sup>231</sup> De danske forarbeider til lov om verdipapirhandel m.v. og lov om finansiell virksomhet s.31 (av utskrift).

<sup>232</sup> Se også CESR/06-562b pkt.2.5.

<sup>233</sup> KREDTILS-HNOT-02.02.2005 pkt.3.3.2.

<sup>234</sup> Se OB-BREV TIL FIN-23.08.2005, OB-SIRKULÆRE-3/2005 s.11 (som riktignok gjaldt frivillig melding) og OB-SIRKULÆRE-7/2005 pkt.2.2.

<sup>235</sup> OB-SIRKULÆRE-7/2005 pkt.2.2.

## 5.5 Rettsvirkningene av at melding ikke er gitt til børsen

Dersom plikten til å melde fra til børsen om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon ikke overholdes foreligger det brudd på verdipapirforskr.§5-1 og de løpende forpliktelser. Dette kan få rettsvirkninger i form av sanksjoner. Den alminnelige sanksjonen er overtredelsesgebyr, jf. børsforskr.§31 (1), jf. børsr.§31.<sup>236</sup> Maksimalt overtredelsesgebyr er 10 ganger årlig kursnoteringsavgift, som varierer fra kr. 110.000,- til kr. 1.000.000,-.<sup>237</sup> Dvs. at samlet overtredelsesgebyr kan utgjøre opptil kr. 10.000.000,-.

På tross av at det ifølge børsen er avdekket flere tilfeller der meldeplikten ikke er overholdt<sup>238</sup>, er StatoilHydro-saken<sup>239</sup> det første eksempelet på en sak der børsstyret har behandlet brudd på meldeplikten. Spørsmålet oppstod i forbindelse med forhandlinger om fusjonen mellom Statoil og Hydro, som ble offentliggjort før børsåpning mandag 18.desember 2006.<sup>240</sup> Bakgrunnen for at selskapene ikke hadde valgt å melde fra om fusjonen på et tidligere tidspunkt, var at de mente det ikke forelå meldepliktig innsideinformasjon før helgen 16./17.desember, som var tidspunktet for når konsernledelsene i selskapet hadde innledende møter og fikk konstatert at det var grunnlag for å påbegynne reelle forhandlinger.<sup>241</sup>

Oslo Børs mente på sin side at det forelå opplysninger som kvalifiserte som innsideinformasjon senest etter at begge selskaperes styre hadde gitt tilslutning til videre samtaler, nærmere bestemt etter styremøte i Statoil 14.desember ca. kl.12:30.<sup>242</sup> Børsen uttalte at ”*Hydro og Statoil må selv bære risikoen for å ha vurdert opplysningenes karakter*

---

<sup>236</sup> Se også OBX-LF og OAX-LF pkt.15.4.

<sup>237</sup> Se OB-AVGIFTER.

<sup>238</sup> OB-HUT-RAPFOR-10.05.2007 s.5-6.

<sup>239</sup> OB-VEDT-24.05.2007. Se pkt.4.2.3.1 over.

<sup>240</sup> Se børsmelding på [www.newsweb.no](http://www.newsweb.no).

<sup>241</sup> OB-VEDT-24.05.2007 pkt.5.

<sup>242</sup> op.cit. pkt.6.1.

*feil...*”, og når selskapene dermed hadde unnlatt å melde fra om forholdet til børsen medførte det brudd på meldeplikten.<sup>243</sup>

I forbindelse med sanksjonsspørsmålet konkluderte imidlertid børsstyret under tvil med at det ikke skulle ilegges overtredelsesgebyr, på tross av at bruddet på varslingsplikten ble ansett som alvorlig. I vurderingen ble det blant annet lagt vekt på at det var snakk om relativt nye regler og at det var første gang spørsmålet om brudd på varslingsplikten var kommet på spissen. Børsstyret nøyde seg derfor med å rette kritikk til selskapene, men varslet at fremtidige brudd på varslingsplikten vil kunne føre til at det ilegges gebyr.<sup>244</sup>

Avgjørelsen, sett i sammenheng med at meldeplikten ved utsatt offentliggjøring nå er inntatt i verdipapirforskr., kan muligens sees på som et signal om at reglene er meget viktig for å sikre en effektiv markedsovervåkning, og at børsen heretter vil håndheve og slå hardere ned på brudd på denne.

---

<sup>243</sup> op.cit. pkt.6.2.

<sup>244</sup> op.cit. pkt.7.

## 6 REGISTRE

### 6.1 Lover m.m.

#### 6.1.1 Norske lover

Grunnloven (grl.) Kongeriget Norges Grundlov, given i Rigsforsamlingen paa Eidsvold den 17de Mai 1814

Arbeidsmiljøloven (aml.) Lov om arbeidsmiljø, arbeidstid og stillingsvern mv. av 17. juni 2005 nr. 62

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

Børsloven (børsl.) Lov om regulerte markeder av 29. juni 2007 nr. 74

Konkursloven (kkl.) Lov om gjeldsforhandling og konkurs av 8. juni 1984 nr. 58

Regnskapsloven (rskl.) Lov om årsregnskap m.v. av 17. juli 1998 nr. 56

Verdipapirhandelloven (vphl.) Lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 nr. 75

#### 6.1.2 EØS-rettslige avtaler

ODA-avtalen: Agreement Between the EFTA States on the Establishment of a Surveillance Authority and a Court of Justice



Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:

[http://secretariat.efta.int/Web/legaldocuments/ESAAndEFTACourtAgreement/Documents/Surveillance\\_and\\_Court\\_Agreement - SCA consolidated.pdf](http://secretariat.efta.int/Web/legaldocuments/ESAAndEFTACourtAgreement/Documents/Surveillance_and_Court_Agreement_-_SCA_consolidated.pdf)

### 6.1.3 EU-rettslige avtaler og direktiv

EF-traktaten

The Treaty Establishing the European Community

Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/en/oj/2006/ce321/ce32120061229en00010331.pdf>

Markedsmisbruksdirektivet

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

Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32003L0006:EN:NOT>

MiFID-direktivet

Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC

Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:

[http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/en/oj/2004/l\\_145/l\\_14520040421l0039en00010001.pdf](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/en/oj/2004/l_145/l_14520040421l0039en00010001.pdf)

[40430en00010044.pdf](#)

Rapporteringsdirektivet Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC  
Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:  
[http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/en/oj/2004/l\\_390/l\\_39020041231en00380057.pdf](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/en/oj/2004/l_390/l_39020041231en00380057.pdf)

## 6.2 Forskrifter

### 6.2.1 Forskrifter til norske lover

Børsforskriften (børsforskr.) Forskrift om regulerte markeder av 29. juni 2007 nr. 875

Verdipapirforskriften Forskrift til verdipapirhandelloven av 29. juni 2007 nr. 876  
(verdipapirforskr.)

### 6.2.2 Forskrifter til svenske lover

FFFS 2007:17 Finansinspektionens författningssamling  
Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:  
[http://www.fi.se/upload/30\\_Regler/10\\_FFFS/2007/FFFS0717.pdf](http://www.fi.se/upload/30_Regler/10_FFFS/2007/FFFS0717.pdf)

### 6.2.3 Kommisjonsdirektiv

Første kommisjonsdirektiv Commission Directive 2003/124/EC of 22 December

2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation

Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32003L0124:EN:NOT>

Andre kommisjonsdirektiv

Commission Directive 2003/125/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the fair presentation of investment recommendations and the disclosure of conflicts of interest

Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32003L0125:EN:NOT>

Tredje kommisjonsdirektiv

Commission Directive 2004/72/EC of 29 April 2004 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards accepted market practices, the definition of inside information in relation to derivatives on commodities, the drawing up of lists of insiders, the notification of managers' transactions and the notification of suspicious transactions

Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004L0072:EN:NOT>

## 6.3 Forarbeider

### 6.3.1 Forarbeider til norske lover

- NOU 1996:2                      Verdipapirhandel  
Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:  
<http://www.regjeringen.no/Rpub/NOU/19961996/002/PDFA/NOU199619960002000DDDPDFA.pdf>
- NOU 1999:3                      Organisering av børsvirksomhet m.m.  
Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:  
<http://www.regjeringen.no/Rpub/NOU/19991999/003/PDFA/NOU199919990003000DDDPDFA.pdf>
- Ot.prp.nr.72 (1990-1991)      Om lov om endringer i lov 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel samt endringer i enkelte andre lover. (Innsideregeler og emisjonskontroll mv.)  
Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:  
[www.lovdatab.no](http://www.lovdatab.no)
- Ot.prp.nr.29 (1996-1997)      Om lov om verdipapirhandel  
Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:  
[www.lovdatab.no](http://www.lovdatab.no)
- Ot.prp.nr.80 (2000-2001)      Om lov om endringer i lov 9. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (tiltak mot ulovlig innsidehandel mv.)  
Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:  
<http://www.regjeringen.no/Rpub/OTP/20002001/080/PDFA/OTP200020010080000DDDPDFA.pdf>

Ot.prp.nr.12 (2004-2005) Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.)  
Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:  
<http://www.regjeringen.no/Rpub/OTP/20042005/012/PDFS/OTP200420050012000DDDPDFS.pdf>

Ot.prp.nr.34 (2006-2007) Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)  
Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:  
<http://www.regjeringen.no/pages/1959848/PDFS/OTP200620070034000DDDPDFS.pdf>

### 6.3.2 Forarbeider til norske forskrifter

KREDTILS-HNOT-03.03.2004 Kredittilsynets høringsnotat av 03.03.2004:  
Begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv. – implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv  
Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:  
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/hoeringer/hoeringsdok/2004/Horing-begrenset-revisjon-av-verdipapirh.html?id=459102>

KREDTILS-HNOT-02.02.2005 Kredittilsynets høringsnotat av 02.02.2005:  
Utkast til endringer i børsforskriften – gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.  
Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:  
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/hoeringer/hoeringsdok/2005/Horing-utkast-til-endringer-i->

[borsforskr.html?id=459196](http://borsforskr.html?id=459196)

KREDITILS-HNOT-  
RAPFOR-22.03.2007

Kredittilsynets høringsnotat av 22.03.2007:  
Forskrift om flaggepliktig verdipapirhandel, periodisk  
rapportering, offentliggjøring av informasjonspliktig  
informasjon mv. – implementering av EUs direktiv  
2004/109/EF om transparency (rapporteringsdirektivet) og  
tilhørende rettsakter fra EU-kommisjonen  
Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:  
[http://www.regjeringen.no/upload/FIN/fma/kt\\_rappforskriften.pdf](http://www.regjeringen.no/upload/FIN/fma/kt_rappforskriften.pdf)

Vedlegg 5 til FIN-HNOT-  
15.12.2000

Utkast til forskrift om markedsovervåkning, jf. lov av 17  
11 2000 nr 80 om børsvirksomhet med mer (børsloven) §  
5-11 først ledd og § 6-8 første ledd fjortende strekpunkt  
Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:  
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/hoeringer/hoeringsdok/2000/15122000-Vedlegg-5.html?id=93228>

### 6.3.3 Forarbeider til danske lover

De danske forarbeider til lov  
om verdipapirhandel m.v. og  
lov om finansiell virksomhet

Forslag til Lov om ændring af lov om værdipapirhandel  
m.v. og lov om finansiell virksomhed (Gennemførelse af  
markedsmisbrugs- og prospektdirektivet)  
Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:  
[www.ft.dk/samling/20041/lovforslag/L13/som\\_fremsat.htm](http://www.ft.dk/samling/20041/lovforslag/L13/som_fremsat.htm)

#### 6.3.4 Forarbeider til svenske lover

SOU 2004:69

Marknadsmisbruk

Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:

<http://www.regeringen.se/content/1/c6/02/72/02/79d2bac7.pdf>

#### 6.3.5 Forarbeider til EU-direktiver

EU-kommisjonens forslag til  
Markedsmisbruksdirektivet

Proposal for a Directive of the European Parliament and  
of the Council on insider dealing and market manipulation  
(market abuse)

Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:

[eur-lex.europa.eu/smartapi/cgi/sga\\_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=EN&model=guicheti&numdoc=52001PC0281](http://eur-lex.europa.eu/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=EN&model=guicheti&numdoc=52001PC0281)

#### 6.4 Rettspraksis

Rt. 1958 s.479

Mykle

Rt. 1987 s.1205

Rt. 1991 s.1171

Rt. 1996 s.415

Rt. 1998 s.946

Rt. 2006 s.1049

## 6.5 Rundskriv, børsregler og børssirkulære

KREDITILS-RUNDSKR- 39/1995	Kredittilsynets Rundskriv 39/1995: Veiledende retningslinjer / råd vedrørende informasjonssperrer ("Chinese Walls") Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på: <a href="http://www.kredittilsynet.no/wbch3.exe?ce=11665">http://www.kredittilsynet.no/wbch3.exe?ce=11665</a>
KREDITILS-RUNDSKR- 17/2002	Kredittilsynets Rundskriv 17/2002: Om høvet til mellommannen til å formidle ordrebokinformasjon i samband med oppdrag for primærinnsidarar Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på: <a href="http://www.kredittilsynet.no/wbch3.exe?ce=7169">http://www.kredittilsynet.no/wbch3.exe?ce=7169</a>
KREDITILS-RUNDSKR- 14/2005	Kredittilsynets Rundskriv 14/2005: Lov om verdipapirhandel – enkelte kommentarer til kapittel 2 og 3 Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på: <a href="http://www.kredittilsynet.no/archive/stab_pdf/01/02/14200032.pdf">http://www.kredittilsynet.no/archive/stab_pdf/01/02/14200032.pdf</a>
OAX-LF	Løpende forpliktelser for selskaper notert på Oslo Axess (axessreglenes løpende forpliktelser) Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på: <a href="http://www.oslobors.no/servlet/BlobServer?blobtable=Document&amp;blobheader=application%2Fpdf&amp;blobwhere=1173244074620&amp;blobcol=urlblob&amp;blobkey=id&amp;1173244074620.pdf">http://www.oslobors.no/servlet/BlobServer?blobtable=Document&amp;blobheader=application%2Fpdf&amp;blobwhere=1173244074620&amp;blobcol=urlblob&amp;blobkey=id&amp;1173244074620.pdf</a>
OBX-LF	Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper (løpende forpliktelser)



Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:

<http://www.oslobors.no/servlet/BlobServer?blobtable=Document&blobheader=application%2Fpdf&blobwhere=1173244074371&blobcol=urlblob&blobkey=id&1173244074371.pdf>

OB-SIRKULÆRE-3/2005

Børssirkulære 3/2005: Nye regler om informasjonsplikt for utstedere av børssnoterte finansielle instrumenter – implementering av EU markedsmissbruksdirektiv

Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:

<http://www.oslobors.no/servlet/BlobServer?blobtable=Document&blobheader=application%2Fpdf&blobwhere=1120476442303&blobcol=urlblob&blobkey=id&1120476442303.pdf>

OB-SIRKULÆRE-7/2005

Børssirkulære 7/2005: Nye børsregler om opptak av aksjer/grunnfondsbevis og obligasjoner samt løpende forpliktelser for utstedere

Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:

<http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2?template=cont&contentid=1133353488749>

OB-SIRKULÆRE-8/2007

Børssirkulære 8/2007: Ny verdipapirhandellov og ny børslov

Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:

<http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2?template=cont&contentid=1189151895810>

## 6.6 CESRs standarder og retningslinjer

CESR/02-089d CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive  
Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:  
[www.cesr.eu/data/document/02\\_089d.pdf](http://www.cesr.eu/data/document/02_089d.pdf)

CESR/06-562b Market Abuse Directive: Level 3 - second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market  
Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:  
[www.cesr.eu/index.php?docid=4683](http://www.cesr.eu/index.php?docid=4683)

## 6.7 Børsvedtak

OB-VEDT-17.03.2005 PhotoCure ASA – Overtredelse av informasjonsplikten (børsstyresak av 17.03.2005)  
Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:  
<http://www.oslobors.no/servlet/BlobServer?blobtable=Document&blobheader=application%2Fpdf&blobwhere=1141025506527&blobcol=urlblob&blobkey=id&1141025506527.pdf> (Vedtak og uttalelser 2005 s.49-57)

OB-VEDT-19.12.2006 Global Geo Services ASA – Overtredelse av informasjonsplikt (børsstyresak av 19.12.2006)  
Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:  
<http://www.oslobors.no/servlet/BlobServer?blobtable=Document&blobheader=application%2Fpdf&blobwhere=1169481177529&blobcol=urlblob&blobkey=id&1169481177529.pdf> (Vedtak og uttalelser 2006 s.36-49)

- OB-VEDT-24.05.2007      Protokoll fra styremøte i Oslo Børs ASA 24. mai 2007 –  
Informasjonshåndtering under fusjonsforhandlinger  
Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:  
<http://www.oslobors.no/servlet/BlobServer?blobtable=Document&blobheader=application%2Fpdf&blobwhere=1180930054085&blobcol=urlblob&blobkey=id&1180930054085.pdf>
- OB-VEDT-20.06.2007      Protokoll fra styremøte i Oslo Børs ASA 20. juni 2007 –  
Overtredelse av plikten til forsvarlig behandling av ikke  
offentliggjorte regnskapsopplysninger  
Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:  
<http://www.oslobors.no/servlet/BlobServer?blobtable=Document&blobheader=application%2Fpdf&blobwhere=1183090208778&blobcol=urlblob&blobkey=id&1183090208778.pdf>

## 6.8 Juridisk litteratur

### 6.8.1 Norsk juridisk litteratur

- Bechmann (2002)      Bechmann, Tor [et.al.], *Verdipapirhandelloven; kommentarutgave*. Oslo: Universitetsforlaget, 2002.  
ISBN: 82-15-00142-4
- Bergo (2004)      Bergo, Knut, *Børs- og verdipapirrett*, 2.utg. Oslo: J.W. Cappelens Forlag AS, 2004.  
ISBN: 82-02-21851-9
- Boe (1996)      Boe, Erik, *Innføring i juss: juridisk tenkning og rettskildelære*. Oslo: Tano Aschehoug, 1996.

ISBN: 82-518-3453-8

- Eskeland (2006) Eskeland, Ståle, *Strafferett*, 2.utg. Oslo: J.W. Cappelens Forlag AS, 2006.  
ISBN: 82-02-24604-0
- Gravir (2005) Gravir, Gaute S., *Implementeringen av EUs markedsmissbruksdirektiv*. I: Tidsskrift for Forretningsjus nr.1 2005, s.97-116. Gyldendal Akademisk.  
ISSN: 0805-4355
- NLK-VPHL-1997 Berge, Knut, *L19.06.1997 nr. 79 Lov om verdipapirhandel*. I: Norsk Lovkommentar, nettversjon tilgjengelig pr. 23.11.2007 på: [www.rechtsdata.no](http://www.rechtsdata.no) Gyldendal Rettsdata.
- Nygaard (2004) Nygaard, Nils, *Rettsgrunnlag og standpunkt*, 2.utg. Bergen: Universitetsforlaget, 2004.  
ISBN: 82-15-00632-9
- Reed (1996) Reed, Bjørn Gabriel, *Straffbar Innsidehandel; Verdipapirhandellovens bestemmelser om misbruk av fortrolig informasjon*. Oslo: Ad Notam Gyldendal, Bugge, Arentz-Hansen & Rasmussen Advokatfirma, 1996.  
ISBN: 82-417-0586-7
- Sejersted (2004) Sejersted, Fredrik [et.al.], *EØS-rett*, 2.utg. Oslo: Universitetsforlaget, 2004.  
ISBN: 82-15-00127-0

Svedberg (2007) Svedberg, Johan, *Begrepet innsideinformasjon*. I: Tidsskrift for Forretningsjus nr. 2 2007, s.117-163. Gyldendal Akademisk. ISSN: 0805-4355

Sæbø (1995) Sæbø, Rune, *Innsidehandel med verdipapir*. Bergen: Fagbokforlaget, 1995. ISBN: 82-7674-162-2

## 6.8.2 Dansk juridisk litteratur

Hansen (2006) Hansen, Søren Friis og Krenchel, Jens Valdemar, *Dansk selskabsret 1; Indledning til selskabsretten*, 2.utg. København: Forlaget Thomson A/S, 2006. ISBN: 87-619-1027-9

Krüger Andersen (2003) Krüger Andersen, Paul og Jul Clausen, Nis, *Børsretten*, 2.utg. Århus og Odense: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2003. ISBN: 87-574-0746-0

Krüger Andersen (2007) Krüger Andersen, Paul og Jul Clausen, Nis, *Børsretten I; Regler og markedsaktører*, 3.utg. Århus og Odense: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2007. ISBN: 978-87-574-1336-6

## 6.9 Uttalelser

FH-HUT-29.03.2005 Brev fra Finansnæringens Hovedorganisasjon og

Sparebankforeningen til Finansdepartementet av  
29.03.2005: Høringsuttalelse – utkast til endringer i  
børsforskriften – gjennomføring av  
markedsmisbruksdirektiv mv.

Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:

[http://www.regjeringen.no/upload/kilde/fin/hdk/2005/0036/ddd/pdfv/242288-fnh\\_spbf.pdf](http://www.regjeringen.no/upload/kilde/fin/hdk/2005/0036/ddd/pdfv/242288-fnh_spbf.pdf)

NF-HUT-30.03.2005

Brev fra Norges Fondsmeglerforbund til  
Finansdepartementet av 30.03.2005: Ad: Høring – utkast  
til endringer i børsforskriften – gjennomføring av  
markedsmisbruksdirektiv mv.

Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:

[http://www.regjeringen.no/upload/kilde/fin/hdk/2005/0036/ddd/pdfv/242357-nff\\_mad.pdf](http://www.regjeringen.no/upload/kilde/fin/hdk/2005/0036/ddd/pdfv/242357-nff_mad.pdf)

NHO-HUT-30.03.2005

Brev fra Næringslivets Hovedorganisasjon til  
Finansdepartementet av 30.03.2005: Høringsuttalelse –  
utkast til endringer i børsforskriften – gjennomføring av  
markedsmisbruksdirektiv mv.

Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:

[http://www.regjeringen.no/upload/kilde/fin/hdk/2005/0036/ddd/pdfv/242362-nho\\_mad.pdf](http://www.regjeringen.no/upload/kilde/fin/hdk/2005/0036/ddd/pdfv/242362-nho_mad.pdf)

OB-BREV TIL FIN-  
23.08.2005

Brev fra Oslo Børs til Finansdepartementet av 23.08.2005:  
Ad begrenset revisjon av børsforskriften – implementering  
av EUs markedsmisbruksdirektiv

Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:

<http://www.oslobors.no/servlet/BlobServer?blobtable=Document&blobheader=application%2Fpdf&blobwhere=114>

[1025506527&blobcol=urlblob&blobkey=id&1141025506527.pdf](#) (Vedtak og uttalelser 2005 s.32-35)

- OB-HUT-31.03.2005 Brev fra Oslo Børs til Finansdepartementet av 31.03.2005:  
Høring – utkast til endring i børsforskriften –  
gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.  
Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:  
[http://www.regjeringen.no/upload/kilde/fin/hdk/2005/0036/ddd/pdfv/243082-070405\\_oslo\\_bors\\_asa.pdf](http://www.regjeringen.no/upload/kilde/fin/hdk/2005/0036/ddd/pdfv/243082-070405_oslo_bors_asa.pdf)
- OB-HUT-RAPFOR-10.05.2007 Brev fra Oslo Børs til Finansdepartementet av 10.05.2007:  
Høring - rapporteringsforskriften  
Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:  
[http://www.regjeringen.no/upload/FIN/fma/Horingssvar/290307rapporteringsdirektivet/ob\\_rappdir.pdf](http://www.regjeringen.no/upload/FIN/fma/Horingssvar/290307rapporteringsdirektivet/ob_rappdir.pdf)
- ØKOKRIM-HUT-21.03.2005 Brev fra Økokrim til Finansdepartementet av 21.03.2005:  
Høring – utkast til endringer i børsforskriften –  
gjennomføring av markedsmisbruksdirektiv mv  
Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:  
[http://www.regjeringen.no/upload/kilde/fin/hdk/2005/0036/ddd/pdfv/251598-okokrim\\_mad.pdf](http://www.regjeringen.no/upload/kilde/fin/hdk/2005/0036/ddd/pdfv/251598-okokrim_mad.pdf)
- 6.10 Nettsteder
- OB-AVGIFTER Oslo Børs' avgifter  
Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:  
<http://www.oslobors.no/ob/avgifter>
- OB-VIRKEMIDL I Virkemidler i kursnoteringen

KURSNOT

Tilgjengelig pr. 23.11.2007 på:

<http://www.oslobors.no/ob/movirkemidler>



