

BØRSNOTERTE SELSKAPERS LØPENDE INFORMASJONSPLIKT

Kandidatnummer: 539
Leveringsfrist: 26.11.07

Til sammen 16289 ord

08.07.2008

Innholdsfortegnelse

<u>1</u>	<u>INNLEDNING</u>	<u>1</u>
1.1	Presentasjon av tema	1
1.2	Avgrensning	2
<u>2</u>	<u>GENERELT</u>	<u>3</u>
2.1	Bakgrunn	3
2.2	Hensyn	4
2.3	Rettskilder	5
<u>3</u>	<u>INFORMASJONSPLIKTENS INNHOLD</u>	<u>8</u>
3.1	Rettslig grunnlag	8
3.2	Innsideinformasjon	10
3.2.1	Presise opplysninger	11
3.2.2	Egnet til å påvirke kursen... merkbart	16
3.2.3	Ikke offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet	23
3.3	Direkte angår selskapet	29
3.4	Typetilfeller	33
3.4.1	Forhandlinger og trinnvise prosesser	33
3.4.2	Regnskaper; budsjetter, prognoser og estimater	37
3.4.3	Forslag og vedtak om kapitalforhøyelser, utbytte m.m.	42
3.4.4	Informasjonsplikt før opptak	43
<u>4</u>	<u>INNTREDEN</u>	<u>45</u>

4.1	Umiddelbart	45
4.2	Utsatt offentliggjøring	50
4.3	Typetilfeller	58
4.3.1	Regnskapsinformasjon	58
4.3.2	Andre typetilfeller	60
5	<u>KORT OM DEN NYE VERDIPAPIRHANDELLOVEN OG BØRSLOVEN</u>	62
6	<u>KILDER</u>	63

1 Innledning

1.1 Presentasjon av tema

Tema for oppgaven er børsnoterte selskapers løpende informasjonsplikt.

Informasjonsplikten skal sikre verdipapirmarkedets integritet og bidra til økt tillit blant markedsaktørene. Formålet med informasjonsplikten er å sikre aktørene lik tilgang til kursrelevant informasjon, slik at de kan foreta en riktig prising av aksjene.

Informasjonsplikten bidrar således også til å hindre misbruk av innsideinformasjon.

Utstedernes løpende informasjonsplikt inntreder der hvor utsteder har innsideinformasjon om selskapet eller dets finansielle instrumenter. Med innsideinformasjon forstås presise opplysninger om begivenheter som er egnet å påvirke kursen og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent. Det er kun innsideinformasjon som direkte angår utsteder som er informasjonspliktig.

Informasjonspliktig innsideinformasjon skal uoppfordret og umiddelbart sendes børsen for offentliggjøring. Utsteder kan unntaksvis utsette offentliggjøring av innsideinformasjon dersom det foreligger legitime interesser, utsettelsen ikke er villedende for markedet og forutsatt at opplysningene holdes konfidensielle. Utsteders behov for konfidensialitet veies opp mot markedets behov for informasjon.

Reglene om informasjonsplikten er et resultat av harmonisering med EU-retten.

Markedsmisbruksdirektivet, som reglene bygger på, er et fullharmoniseringsdirektiv.

1.2 Avgrensning

De børsnoterte selskaperes informasjonsplikt kan systematisk deles i tre kategorier:

Løpende, periodisk og hendelser som er prospektpliktige¹. Utsteder skal utarbeide prospekt ved opptak til notering og ved senere offentlige tilbud om tegning og kjøp av aksjer.

Utsteder er også underlagt en periodisk informasjonsplikt knyttet til finansiell informasjon. Den finansielle informasjonen skal offentliggjøres hvert kvartal, i tillegg til årsberetning og årsregnskap. Den periodiske informasjonsplikten skiller seg dermed fra den løpende ved at den inntreer regelmessig og vil således ikke bli behandlet.

Innsideinformasjonsbegrepet fungerer som et koblingsord mellom ulike rettsfakta og – virkninger. Informasjonsplikt er kun én av disse virkningene. Andre virkninger av innsideinformasjon er blant annet handleforbud, taushetsplikt og rådgivnings- og tilskyndelsesforbud (se verdipapirhandelloven kapittel 2). Disse adferdsreglene, som er straffesanksjonerte, retter seg mot investorene og vil følgelig ikke bli behandlet.

Utstederne har også en plikt til å etterkomme krav fra kompetent myndighet om utlevering av opplysninger i kontrolløyemed, jf. børsloven § 5-7 annet ledd. Selv om opplysningen materielt vil kunne være de samme som de informasjonspliktige, har opplysningsplikten et annet formål og vil ikke bli behandlet.

Forsettlige og uaktsomme brudd på informasjonsplikten vil være belagt med straff, jf. børsloven § 9-1 annet ledd og verdipapirhandelloven § 14-3. Alternativt vil overtredelser kunne medføre administrative sanksjoner som for eksempel overtredelsesgebyr eller suspensjon. Sanksjonene inntreer naturligvis først etter at en overtredelse er konstatert og bidrar dermed lite til avklaringen av innholdet i informasjonsplikten. Det avgrenses derfor mot en behandling av reaksjons- og sanksjonssystemet.

Informasjonsplikten gjelder i utgangspunktet også for obligasjoner og andre finansielle instrumenter, jf. børsloven § 5-7. I det følgende vil kun informasjonsplikt knyttet til noterte aksjer bli behandlet. Vurderingstemaene vil imidlertid i stor utstrekning være tilsvarende

¹ Ot.prp.nr.73 (1999-2000) s. 115

2 Generelt

2.1 Bakgrunn

Over lengre tid har Den Europeiske Union (EU) hatt som mål å etablere et integrert europeisk finansmarked og har med det mål for øyet publisert en 42 punkts Financial Services Action Plan som har vært bakgrunnen for sentrale direktiver om finansmarkedene de senere årene.

Regelverksprosessen for finansmarkedene har vært gjenstand for en alternativ behandlingsmåte i EU-systemet, en såkalt komitologiprosess. Bakgrunnen for dette har blant annet vært tidshensyn. Prosessen går i korte trekk ut på at Europaparlamentet vedtar et rammedirektiv, såkalt nivå 1-regulering. Dette detaljeres og utdypes gjennom nivå 2-direktiver fra Kommisjonen og veiledende nivå 3-rådgivning fra Committee of European Securities Regulators (CESR). I tillegg kommer kontroll med gjennomføringen på nivå 4.

Norge har forpliktet seg til å gjennomføre direktivene i norsk rett ved å innta disse som vedlegg til EØS-avtalen. Direktiv 2003/6/EF om innsidehandel og markedsmisbruk (markedsmisbruksdirektivet eller MAD) er gjennomført i norsk rett ved bestemmelser i børsloven og verdipapirhandelloven. Markedsmisbruksdirektivet erstattet ved innføringen innsidedirektivet fra 1989 (89/592/EF), jf. MAD artikkel 20, som de tidligere norske reglene var basert på².

Videre danner direktiv 2004/25/EF om overtagelsestilbud, direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter (MiFID) og direktiv 2004/109/EF om utsteders informasjonsplikter (transparensdirektivet) grunnlaget for den nye verdipapirhandelloven og børsloven som delvis trådte i kraft 1. november 2007.

² Børslov av 17. juni 1988 nr. 57

2.2 Hensyn

Hensynene bak regelverket får relevans der det oppstår tolkningstvil mellom ulike rettskilder, ved at man bør velge det tolkningsalternativ som best stemmer med lovens formål.

Formålet med informasjonsplikten er å sikre markedet lik tilgang til kursrelevant informasjon³. Hensikten er at markedsaktørene skal ha et likt beslutningsgrunnlag, såkalt symmetrisk informasjon, for å kunne vurdere om prisen på de underliggende instrumentene er riktig.

Hovedformålet med markedsmissbruksdirektivet er, i henhold til forarbeidene, å sikre integriteten til verdipapirmarkedene i EØS-området⁴. I dette ligger både hensynet til å sørge for investorenes tillit til markedene, samt å sikre markedstransparens og velfungerende markeder. Tilsvarende fremkommer av markedsmissbruksdirektivets fortale, avsnitt 2 og 12.

Samfunnsøkonomisk er det vesentlig at markedene for verdipapirhandelen fungerer på en best mulig måte for å tilrettelegge for selskapenes behov for tilgang på kapital, såkalt markedseffisiens⁵. Gjennom å pålegge utstederne å informere om relevante forhold som berører selskapet, styrkes investorenes tillit til verdipapirmarkedene. Dette fordi risikoen for feilinvesteringer og tap reduseres, noe som igjen fører til lavere transaksjonskostnader. I trygge og tillitvekkende markeder tilbys også mer kapital, fordi mer risikoaverse investorer stoler på at transaksjonene vil realiseres⁶.

Undertiden kan hensynet til utsteders forretningsdrift tilsi at umiddelbar underrettelse av markedet kan være skadelig. Dette kan være tilfellet i de eksempler som ikke uttømmende er angitt i børsforskriften § 5-3, for eksempel forhandlinger som står i fare for å strande eller påvente av godkjenning fra andre selskapsorganer. I disse tilfellene vil publiseringen av opplysningene kunne få direkte konsekvenser for gjennomføringen av prosessen og utsteder vil således kunne ha legitime interesser i å tilbakeholde opplysningene en viss tid.

³ Ot.prp.nr. 12 (2004–2005) s. 47

⁴ Ot.prp.nr. 12 (2004–2005) s. 9

⁵ Stavang (2005)

⁶ Stavang (2005)

Det ligger også i reglene om informasjonsplikten det hensyn at kontrollmyndigheter varsles, slik at tilsynsfunksjonen kan ivaretas. Dette fordi kontrollen av handel med selskapets aksjer intensiveres når børsmelding inngis.

2.3 Rettskilder

De formelle kildene på området, er lov av 17. november 2000 nr. 80 om børsvirksomhet m.m. (børsloven eller børsf.), børsforskrift av 17. januar 1994 nr. 30 (børsforskriften eller børsf.) og lov av 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven eller vphl.).

Børsforskriften er fastsatt etter omfattende hjemmelsbestemmelser i børsloven og detaljregulerer blant annet bestemmelsene om utstedernes løpende informasjonsplikt, jf. børsforskriften § 5-2. Gjeldende børsforskrift viderefører i stor grad den tidligere rettstilstanden og avgjørelser etter forrige børsforskrift, børsforskrift av 21. desember 1988 nr. 1060, vil kunne ha betydning for fastleggelsen av gjeldende rett.

De sentrale områder som oppgaven behandler, er gjennom forskrift om overgangsregler til lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder (børsloven) og lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) bestemt videreført frem til 1. januar 2008. Da vil de erstattes av den nye verdipapirhandellovens bestemmelser. Av denne grunn er oppgaven basert på gjeldende bestemmelser.

Utstedere som er opptatt til handel på børsen, er også underlagt børsens egne regler gitt med hjemmel i børsloven § 5-1 tredje ledd. Formålet med disse, er å gi en samlet og utfyllende fremstilling av regelverket utstederne er bundet av⁷. Ettersom disse reglene etterleveres av alle børsnoterte selskaper, er de relevante for fremstillingen i den grad de utfyller bestemmelsene. Samtidig uttrykker de eksplisitt at de skal vike ved motstrid med lov eller forskrift⁸.

⁷ Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper s. 3

⁸ Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper s. 3

Markedsmisbruksdirektivet vil ha spesiell relevans ved fastleggelsen av norsk rett. Gjennom å innta direktivet som et vedlegg til EØS-avtalen, er Norge folkerettslig forpliktet til gjennomføringen av det. MAD er et såkalt fullharmoniseringsdirektiv som gjør at norsk rett verken kan være mer lempelig eller strengere enn direktivet. Videre er EØS-avtalen gitt fortrinnsrett ved motstrid med norsk rett, jf. EØS-loven § 2. Markedsmisbruksdirektivet stiller således krav til den norske regelen som den norske regelen skal tolkes i samsvar med.

Komitologiprosedyren gjør også at tilfanget av regler fra EU-systemet er vesentlig større enn hva man er vant med i norsk rett. I tillegg til rammedirektivet, har Kommisjonen vedtatt fire rettsakter med utfyllende bestemmelser:

- Kommissjonsdirektiv 2003/124/EF av 22. desember 2003, om gjennomføring av direktiv 2003/6/EF med hensyn til definisjon og offentliggjøring av insideinformasjon og definisjon av markedsmanipulasjon (første kommissjonsdirektiv)
- Kommissjonsdirektiv 2003/125/EF av 22. desember 2003, om gjennomføring av direktiv 2003/6/EF med hensyn til redelig fremleggelse av investeringsanbefalinger og opplysning om interessekonflikter (annet kommissjonsdirektiv)
- Kommissjonsforordning nr. 2273/2003 av 22. desember 2003, om gjennomføring av direktiv 2003/6/EF med hensyn til tilbakekjøpsprogrammer og stabilisering av finansielle instrumenter (første kommissjonsforordning)
- Kommissjonsdirektiv 2004/72/EF av 29. april 2004, om gjennomføring av direktiv 2003/6/EF med hensyn til akseptert markedspraksis, definisjonen av innsidehandel knyttet til varederivat, innsidelister, meldeplikt og rapportering av mistenkelige transaksjoner (tredje kommissjonsdirektiv)

Forholdet mellom rammedirektivet og de senere rettsakter av kommisjonen kan sammenlignes med forholdet mellom lov og forskrift i norsk rett. Betydningen av dette, er at rammedirektivet er trinnhøyere enn de senere direktivene og at disse skal tolkes i lys av dette. De senere rettsaktene er søkt gjennomført som forskrifter i norsk rett⁹. Således gjelder trinnhøydeprinsippet ved tolkning også i norsk rett.

I forarbeidene har departementet lagt til grunn at insideinformasjonsbegrepet i rammedirektivet ”gis innhold gjennom de presiserende bestemmelser i første

⁹ Ot.prp.nr. 12 (2004–2005) s. 10

kommisjonsdirektiv”¹⁰. Dermed er det krav om fullharmonisering også med det materielle innholdet av første kommisjonsdirektiv.

Også nivå 3-regler er relevante som kilder fordi medlemsstatene benytter seg av disse til å sikre en felles forståelse og enighet rundt direktivenes bestemmelser. Uttalelsene og eksemplene fra CESR følges også av norske myndigheter. Særlig CESR/02-089d fra 2002 og CESR/06-562b fra 2007 vil være av betydning.

Overtredelser av informasjonsplikten sanksjoneres i første instans av Børsstyret som er delegert denne kompetansen, jf. børsloven § 5-13. Avgjørelsene kan klages inn for Børsklagenemnden som kan prøve alle sider av saken, jf. børsforskriften kapittel 26. Avgjørelsene har samme relevans og vekt som forvaltningspraksis.

Det foreligger forholdsvis lite rettspraksis på området og ingen dommer vedrørende informasjonsplikten direkte. Den foreliggende rettspraksisen omhandler straffbar innsidehandel og vil således være relevant ved fastleggelsen av innholdet i begrepet.

¹⁰ Ot.prp.nr. 12 (2004–2005) s.27

3 Informasjonspliktens innhold

3.1 Rettslig grunnlag

Det rettslige grunnlaget for utsteders løpende informasjonsplikt, er børsloven § 5-7 første ledd.

Bestemmelsen er en ren fullmaktsbestemmelse som gir departementet anledning til å utferdige utfyllende regler i forskrift. Dette er gjort gjennom børsforskriften av 17. januar 1994 nr. 30. Brudd på informasjonsplikten er straffebelagt, børsloven § 9-1 annet ledd, og det er blant annet av hensyn til det strafferettslige legalitetsprinsippet viktig at fullmaktsbestemmelsen er lovfestet. Lovgivningsteknikken samsvarer for øvrig med EU-systemets, der MAD fungerer som et rammedirektiv og nivå 2-kommisjonsdirektiver supplerer dette.

Børslovens § 1-2 angir lovens stedlige virkeområde til børser i Norge og filialer av norske børser i utlandet. Verdipapirhandelloven inneholder ikke de samme stedlige begrensningene, men definerer i § 2-1 anvendelsesområdet for kapittel to til å være norske børser eller regulerte markeder innen EØS-området, dersom handlingen er foretatt i Norge. Reglene får således virkning i to tilfeller: Enten at handlingen er foretatt i Norge, eller at den retter seg mot instrument notert på et norskregulert marked.

Videre er informasjonsplikten begrenset til utstedere av ”finansielle instrumenter”, jf. børsloven § 5-7 første ledd, jf. verdipapirhandelloven § 1-2 annet ledd. En ytterligere skranke for anvendelsesområdet er at informasjonsplikten er begrenset til utstedere som ”er eller søkes børsnotert”, jf. børsloven § 5-7 første ledd.

Hovedregelen om utsteders informasjonsplikt fremgår av børsforskriften § 5-2 første ledd. Forskriften, sett i sammenheng med lovens § 5-7, gjennomfører markedsmisbruksdirektivet artikkel 6 nummer 1 og 2.

Plikten til å utgi opplysninger er pålagt "[s]elskapet", jf. børsforskriften § 5-2. Selskapet er i denne sammenheng utstederselskapet av de børsnoterte aksjene. Angivelsen av pliktsubjektet innebærer at det er selskapet som sådan som kan ilegges sanksjoner ved brudd på informasjonsplikten og ikke styret, ledelsen eller andre fysiske personer¹¹. Det finnes dog alternative reaksjonsformer mot disse gjennom bestemmelsene om markedsmisbruk i verdipapirhandelloven og erstatningsplikt ovenfor aksjonærene.

Det avgjørende er ikke hvem eller hvilke personer i selskapet eller styret som innehar opplysningene. Dersom flere innehar delvis informasjon som kumulert kvalifiserer til innsideinformasjon, vil det være nok til å utløse informasjonsplikten¹².

Det stilles også krav om at opplysningene "uoppfordret" skal offentliggjøres, jf. børsforskriften § 5-2. "Uoppfordret" medfører at utsteder på eget initiativ skal publisere opplysningene uten påkrav utenifra. Utsteder er som regel nærmest til å vurdere om opplysningene er informasjonspliktige eller ikke, og det naturlige utgangspunktet er av den grunn at det ikke trengs noe påkrav. "Uoppfordret" viser at det er utsteder som har risikoen for ikke offentliggjort informasjon.

Implementeringen av markedsmisbruksdirektivet i norsk rett i 2005 innebar en skjerping av rettstilstanden, ved at informasjonsplikten ble koblet til innsideinformasjonsbegrepet¹³. Utstedernes informasjonsplikt var tidligere knyttet opp til om opplysningen var "av ikke uvesentlig betydning" for aksjekursen. Innsideinformasjonsvurderingen ga derimot anvisning på "forhold som er egnet til å påvirke kursen" (vphl § 2-1 slik den lød frem til 1. september 2005). I dette ligger det mer enn kun en språklig forskjell (Ot.prp.nr. 12 (2004–2005) s. 52). Det er tenkelig at et forhold kan være "egnet til å påvirke kursen" uten at det samtidig kvalifiserer til å være "av ikke uvesentlig betydning". Således kunne selskapet tidligere være underlagt handleforbud grunnet innsideinformasjon, uten at disse var informasjonspliktige etter den løpende informasjonsplikten. Ved sammenknytningen av

¹¹ Bergo (2004) s. 110

¹² Bergo (2004) s. 110

¹³ Ot.prp.nr. 12 (2004–2005) s. 54

informasjonsplikten og innsidebegrepet er vurderingstemaet nå det samme, noe som innebærer en forenkling av regelverket.

3.2 Innsideinformasjon

Informasjonsplikten utløses av innsideinformasjon jf. legaldefinisjonen i verdipapirhandelloven § 2-2, jf. børsforskriften § 5-2. Bestemmelsen implementerer markedsmisbruksdirektivet artikkel 1 nummer 1. Bestemmelsen inneholder tre kumulative vilkår.

Det første vilkåret er at det må foreligge ”presise opplysninger”. I dette ligger krav om at opplysningene må ha en viss klarhet og kvalitet. Dette vilkåret er ytterligere definert i bestemmelsens annet ledd som gjennomfører første kommisjonsdirektiv artikkel 1 nr. 1. Vilkaåret behandles under punkt 3.2.1.

Annet vilkår er at opplysningene må være ”egnet til å påvirke kursen ... merkbart”. Begrepet er legaldefinert i bestemmelsens tredje ledd og gjennomgås i punkt 3.2.2. Bestemmelsen gjennomfører første kommisjonsdirektiv artikkel 1 nr. 2.

Det tredje, og siste, vilkåret er at det forutsettes at opplysningene ”ikke er offentlig tilgjengelige eller allment kjent i markedet”. Dette drøftes i punkt 3.2.3 og opprinner fra markedsmisbruksdirektivet artikkel 1 nummer 1.

I forarbeidene har departementet lagt til grunn at innsideinformasjonsbegrepet i rammedirektivet ”gis innhold gjennom de presiserende bestemmelser i første kommisjonsdirektiv”¹⁴. Det medfører at bestemmelsene i første kommisjonsdirektiv må tolkes i samsvar med markedsmisbruksdirektivet. Tilsvarende vil bestemmelsene i verdipapirhandelloven § 2-2 annet og tredje ledd måtte tolkes i samsvar med første ledd.

¹⁴ Ot.prp.nr. 12 (2004–2005) s. 27

3.2.1 Presise opplysninger

Det første vilkåret i innsideinformasjonsbegrepet er at det foreligger ”presise opplysninger”.

Vilkåret ”presise” er antatt å ha liten selvstendig betydning og var mellom 2001 og 2005 utelatt i lovteksten¹⁵. Gjennom endringsloven i 2005 ble vilkåret på ny inntatt, med den begrunnelse at loven ville stemme bedre overens med direktivets ordlyd¹⁶. En materiell endring er ikke tilsiktet og tidligere praksis rundt ”opplysninger” vil derfor fortsatt være relevant.

”[P]resise opplysninger” er legaldefinert i verdipapirhandelloven § 2-2 annet ledd. Bakgrunnen for kriteriet er å avgrense mot rykter, spekulasjoner og markedsforventninger¹⁷. Opplysningene må således ha et visst substansielt innhold.

Bestemmelsen inneholder to kumulative vilkår for når opplysningen kvalifiserer til å være presis i lovens forstand. For det første må opplysningen si noe om at en hendelse har inntruffet eller vil inntreffe. Videre må en aktør, på grunnlag av opplysningen, kunne trekke en slutning om hendelsens påvirkning på aksjekursen.

Begrepene ”omstendigheter eller begivenheter” inneholder ingen saklig avgrensning og enhver opplysning kan utgjøre en omstendighet eller en begivenhet¹⁸.

Opplysninger som indikerer

Utgangspunktet for vurderingen av om opplysningen indikerer om en begivenhet har inntruffet eller vil inntreffe, er at det må foretas en konkret vurdering i hvert enkelt tilfelle¹⁹. Vurderingen er objektiv²⁰. Således vil subjektive oppfatninger om opplysningens relevans ikke tillegges vekt.

¹⁵ Gravir (2005)

¹⁶ Ot.prp.nr. 12 (2004–2005) s. 27

¹⁷ Ot.prp.nr. 80 (2000-2001)

¹⁸ Jf. Hydro-Statoil-saken

¹⁹ CESR/02-089d punkt 18 og CESR/06-562b punkt 1.5

Ordlyden i bestemmelsen tilsier, etter en språklig forståelse, at det ikke kan stilles absolutte vilkår til innholdet i informasjonen, men at opplysningene må være faste og konkrete nok til å kunne bedømme om begivenheten har inntruffet eller vil inntreffe. Det ligger etter min mening heller ingen krav til at opplysningene direkte skal omtale begivenheten eller omstendigheten. Dette følger av ”indikerer”.

Den engelske versjonen av første kommisjonsdirektiv artikkel 1 nummer 1, som verdipapirhandelloven § 2-2 annet ledd er ment å gjennomføre, omtaler kriteriet som ”indicates” hvilket tilsvarer det norske ”indikerer”. At lovteksten i disse tilfellene er lik, gir uttalelser fra CESR særlig relevans fordi de direkte angir hvordan bestemmelsen skal forstås.

CESR legger til grunn for forståelsen av kriteriet at det avgjørende vil være å fastlegge om det finnes faste og objektive bevis for begivenheten som kan gjendrives, i motsetning til rykter og spekulasjoner²¹.

I vurderingen vil kilden til informasjonen kunne være av betydning. Dersom informasjonen opprinner fra en sentral aktør hos utstederen eller i nærheten av denne, vil informasjonen fremstå som mer konkret enn dersom den stammer fra en mer perifer part. Kildens nærhet til begivenheten er også vektlagt i rettspraksis²². Motsatt vil informasjon som har kommet gjennom flere ledd kunne tenkes å bære større preg av å være et rykte og således tilknyttet usikkerhet²³.

Måten og sammenhengen opplysningene fremstår på vil være ytterligere momenter i vurderingen²⁴. Dersom opplysningene har preg av å være usikre, eller fremstår som rykter eller spekulasjoner, vil det kunne tale mot at de er konkrete²⁵. Rene hypoteser vil likedan

²⁰ CESR/06-562b punkt 1.5

²¹ CESR/02-089d punkt 20 og CESR/06-562b punkt 1.5

²² Se for eksempel RG 2004 s. 676 (Nagell-Erichsen), Rt. 2007 s. 275 (Otrum) og Rt. 2006 s. 1049 (Sense)

²³ Rt. 2007 s. 275 (Otrum)

²⁴ CESR/06-562b punkt 1.5

²⁵ RG 2004 s. 676 (Nagell-Erichsen)

ikke være presise nok²⁶. Dersom opplysningene objektivt fremstår som pålitelige, vil dette kunne vektlegges.

Disse to momentene vil være de sentrale i vurderingen. Spesielt vil kildens nærhet kunne vektlegges, men dette kan nyanseres av sammenhengen hvor opplysningen fremkom. Kravene til opplysningens objektivitet øker etter hvert som kildens nærhet minsker. Med det menes at det skal mer til for å fastslå at en opplysning indikerer et forhold dersom kilden er mer perifer, enn dersom kilden til opplysningen er nær begivenheten. Disse momentene er de som er trukket frem i rettspraksis.

Det er også tenkelig at mottaker av informasjonen kan vektlegges. I Hydro-Statoil-saken la børsstyret vekt på at forhandlingene mellom selskapene var kommet så langt at styrene valgte å informere sin hovedeier, Staten. Når et selskap på denne måten informerer sin største eier, kan det tolkes som et tegn på at prosessen er kommet tilstrekkelig langt til at en opplysning om prosessen er presis.

Etter min oppfatning er dette et moment som man bør være varsom med å tillegge for mye vekt. Forutsetningen for at det i det hele tatt skal få relevans, er at det er tredjeperson som fanger opp meldingen og at det er for denne som innsidevurderingen skal foretas. Hvem kilden er og hvor pålitelig informasjonen objektivt fremstår, vil måtte veie tyngre enn mottaker av informasjonen.

Har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe

I de tilfeller begivenheten allerede foreligger, vil det således kun være et spørsmål om opplysningen objektivt sett indikerte hendelsen. Muligheten for en slutning om kursen vil der være enklere å bedømme enn hvor hendelsen med ”rimelig” mulighet vil komme til å inntre, se punkt 3.4.1.

I de tilfeller hvor begivenheten ennå ikke har inntrådt, må det vurderes i hvilken grad det er sannsynlig at begivenheten vil inntre. En høy sannsynlighetsgrad for inntreden taler for at

²⁶ RG 2004 s. 998 (Tomra)

opplysningen er tilstrekkelig presis, mens en lav sannsynlighetsgrad vil trekke i motsatt retning.

Der hvor begivenhetene utvikler seg over tid, for eksempel ved forhandlinger, kan hvert enkelt steg på veien eller prosessen sett under ett være en presis opplysning i lovens forstand²⁷. At man ennå ikke kan forutsi det endelige utfallet av samtalene betyr ikke at opplysningen ikke kan indikere en hendelse, eksempelvis dersom en oppkjøpsforhandling kan ende uten at det skjer et oppkjøp²⁸. Børsstyret la en slik forståelse til grunn i Hydro- Statoil-saken.

Det kan stilles spørsmål ved om dette gjør at det må foreligge sannsynlighetsovervekt for omstendighetens inntreden eller ikke. Spesielt ved forhandlinger vil dette være en aktuell problemstilling. Spørsmålet er ikke drøftet i lovens forarbeider, men en uttalelse fra Børsen i vedlegg til Børssirkulære nr. 3/2005 gir grunnlag for en slik tolkning. Et slikt synspunkt imøtegås i den juridiske teorien, der det pekes på at vilkåret ”rimelig grunn” og den engelske teksten i første kommisjonsdirektiv ikke gir grunnlag for å trekke slutninger om krav til sannsynlighetsovervekt, men at det derimot kreves en viss grad av sannsynlighet²⁹.

En bokstavtro fortolkning av ordlyden tilsier ikke at det kreves en sannsynlighetsovervekt for begivenhetens inntreden, verken i den norske lovteksten eller i første kommisjonsdirektiv artikkel 1 nummer 1. Dette endres ikke av den aktuelle uttalelsen i børssirkulæret som for meg fremstår som noe unyansert og generell i forhold til problemstillingen. Eksempelvis vil en opplysning om en fusjonsforhandling etter min mening kunne være presis nok uten at den sier noe om sannsynligheten for at forhandlingene vil ende positivt eller ikke. Forhandlingene kan i seg selv være kursdrivende.

Tilstrekkelig spesifikke

²⁷ CESR/02-089d punkt 20

²⁸ CESR/02-089d punkt 20

²⁹ Gravir (2005) og Svedberg (2007)

Dernest blir problemstillingen om hvorvidt de foreliggende opplysningene om omstendigheten eller begivenheten er spesifikke nok til at man kan trekke slutninger om en mulig påvirkning på kursen basert på dem. I dette ligger også et krav om at opplysningene må ha et visst materielt innhold. Så vel positive som negative endringer av kursen omfattes. Etter ordlyden stilles det krav om årsakssammenheng mellom begivenheten og påvirkningen på kursen.

Som et utgangspunkt vil opplysningene være tilstrekkelige når en investor kan foreta en investeringsbeslutning uten, eller til en lav, finansiell risiko³⁰. Tilsvarende når han vet at markedet umiddelbart vil reagere på opplysningene når de blir kjent³¹. Eksempelvis vil informasjon om et større oljefunn med sikkerhet medføre at leteselskapets aksjekurs vil stige. Det er forutsatt at det er en objektiv, rasjonell investor som foretar bedømmelsen. Dette må ses i lys av "fornuftig investor"-testen under egnethetsvurderingen, se punkt 3.2.2.

Opplysningene trenger riktignok ikke å være verken fullstendige eller uttømmende, og dersom basert på flere hendelser behøver kun noen av disse å være spesifikke³². Dersom man ut ifra de fragmenterte opplysningene man har tilgang på kan dra konklusjoner om virkningen på aksjekursen, er det materielle kravet oppfylt.

Det kan heller ikke stilles krav til at opplysningene skal være omfattende eller eksakte³³. Dersom et selskap vurderer to alternative oppkjøpskandidater, men ennå ikke har bestemt seg for hvilken, vil opplysningene være tilstrekkelige³⁴. Tilsvarende hvor en person har kjennskap til at en begivenhet vil inntreffe, men ennå ikke kjenner til omfanget eller utstrekningen av den³⁵.

³⁰ CESR/02-089d punkt 20

³¹ CESR/02-089d punkt 20 og tilsvarende i Rt. 2006 s. 1049 (Sense)

³² CESR/02-089d punkt 20, RG 2004 s. 676 (Nagell-Erichsen) og RG 2004 s. 998 (Tomra)

³³ Ot.prp.nr. 29 (1996-1997) s. 26 og RG 2004 s. 676 (Nagell-Erichsen)

³⁴ CESR/06-562b punkt 1.7

³⁵ Ot.prp.nr. 29 (1996-1997) s. 26 og RG 2004 s. 676 (Nagell-Erichsen)

På den annen side må man kunne kreve at opplysningene i det minste har et minimum av materielt innhold. Det er antatt at utsteder ikke trenger å svare på rykter uten substans³⁶.

I rettspraksis er det også fremhevet at misbrukspotensialet er viktigere enn innholdet i informasjonen ved at innehaveren vil ha et ”informasjonsfortrinn” foran de andre aktørene³⁷. Bestemmelsenes formål kan således tillegges vekt i vurderingen.

At informasjonen i ettertid viser seg ikke å være korrekt, utelukker den ikke fra å være spesifikk nok i lovens forstand på det tidspunktet mottaker fikk den. Det er den til enhver tid tilgjengelige informasjonen som skal bedømmes³⁸. En investor får for eksempel informasjon fra en direktør i et selskap om et forestående oppkjøp av en konkurrent, men oppkjøpet strander fordi styret senere motsetter seg dette. Opplysningene vil likefremt være konkrete nok på det tidspunkt de ble gitt til å defineres som tilstrekkelig spesifikke.

I flere tilfeller har rettsanvender foretatt en helhetsbedømmelse av opplysningen og således trukket den konklusjon at opplysningen var tilstrekkelig spesifikk dersom det var et misbrukspotensial tilstede. Igjen blir således opplysningens objektivitet sentral ved at misbrukspotensialet vil øke med opplysningens troverdighet.

3.2.2 Eget til å påvirke kursen... merkbart

For at opplysningen skal betraktes som innsideinformasjon, stilles det krav til dens kurspåvirkende evne. Legaldefinisjonen følger av verdipapirhandelloven § 2-2 tredje ledd og viser til en egnethetsvurdering og etablerer et hjelpemiddel for avgrensningen. Spørsmålet er hva en fornuftig investor sannsynligvis vil bruke som del av sitt beslutningsgrunnlag. Bestemmelsen implementerer første kommisjonsdirektiv artikkel 1 nummer 2.

Merkbart

³⁶ CESR/06-562b punkt 1.5

³⁷ Rt. 2007 s. 275 (Otrum) og Rt. 2006 s. 1049 (Sense)

³⁸ CESR/06-562b punkt 1.5

Det er innledningsvis grunn til å knytte enkelte bemerkninger opp til merkbarhetsvilkåret. Kvalifikasjonskravet i norsk rett frem til en lovendring i 2001 var ”egnet til å påvirke kursen ... vesentlig” og harmonerte med innsidedirektivet fra 1989³⁹. Endringen hadde som formål å ”effektivisere, klargjøre og skjerpe” reglene om innsidehandel da departementet mente disse ikke var effektive nok i forhold til tilliten i markedet⁴⁰. Gjennom fjerningen av ”vesentlig”-vilkåret ble terskelen i forhold til innsideinformasjon senket, men noe merkbarhetsvilkår ble ikke inkludert⁴¹.

”[M]erkbart” kom inn i verdipapirhandelloven ved implementeringen av markedsmisbruksdirektivet i 2005, men departementet tilsiktet ingen materiell realitetsendring⁴². Intensjonen var å gjennomføre direktivets språkdrakt i størst mulig grad⁴³.

Dersom hensikten var at begrepet ikke skulle ha noen selvstendig betydning, ville det være mer naturlig å utelate det fra lovteksten. Lovteknisk fremstår det som uheldig å innføre begreper som ikke skal tillegges betydning da lovteksten tolkes i sammenheng.

Både innsidedirektivet og markedsmisbruksdirektivet angir kvalifikasjonsnormen å være ”significant”. Begrepet blir normalt oversatt ”betydelig” eller ”vesentlig” på norsk. Tilsvarende gjelder den svenske versjonen av første kommisjonsdirektiv (”väsentlig”).

Departementet fant støtte for ”merkbar”-fortolkningen av direktivet i den danske og franske versjonen av teksten, respektive ”mærkbart” og ”de façon sensible”. Videre mente de at fornuftig investor-testen (se nedenfor) var den samme i praksis etter den eksisterende lovteksten som den markedsmisbruksdirektivet opererte med. På den bakgrunn konkluderte departementet med at ”merkbar” var i overensstemmelse med EU-retten⁴⁴.

³⁹ Direktiv 89/592/EF

⁴⁰ Ot.prp.nr. 80 (2000-2001) punkt 1

⁴¹ Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) s. 27

⁴² Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) s. 28

⁴³ Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) s. 28

⁴⁴ Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) s. 27

Etter en naturlig språklig fortolkning av ”vesentlig” og ”merkbar”, er det tydelig at de angir forskjellige kvalifikasjonskrav, noe som vil få betydning for anvendelsen i norsk rett. ”[V]esentlig” stiller høyere krav til informasjonens kurspåvirkningseffekt enn ”merkbar”. Konsekvensen av dette er at informasjon som er ”merkbar” ikke nødvendigvis er ”vesentlig”.

Det kan synes som om departementet har blandet betydningen av ”significant” som adjektiv med betydningen som substantiv. Som substantiv angir ordet en lavere terskel, på norsk tilsvarende indikasjon eller symptom. En slik fortolkning vil være plausibel med det norske merkbar. Derimot er betydningen som adjektiv som de norske ordene viktig, betydningsfull eller substansiell⁴⁵. Dette leder til en mer kvalifisert form og dermed en høyere terskel. I markedsmissbruksdirektivet er ”significant” brukt som adjektiv til ”effect”. Jeg mener at direktivet i dette tilfellet er blitt feiltolket med den konsekvens at et sentralt kriterium i lovteksten er annerledes enn det som følger av markedsmissbruksdirektivet.

Selv om fornuftig investor-testen tilsynelatende er lik i Norge og i EU, endrer det ikke innholdet av markedsmissbruksdirektivet. Fornuftig investor-testen følger av første kommisjonsdirektiv artikkel 1 nummer 2 og er således trinnlavere enn markedsmissbruksdirektivet. Betydningen av dette, er at kommisjonsdirektivet skal utfylle og presisere MAD og kan ikke gi det et annet innhold (se nedenfor). Slik den norske lovteksten nå er utformet, harmonerer den med første kommisjonsdirektiv, men ikke med markedsmissbruksdirektivet.

Ved å utelate et vesentlighetskriterium i vurderingen er terskelen i den norske regelen lavere, og dermed strengere, enn hva som følger av direktivet. Rettsakter fra EU gis ikke direkte virkning i norsk rett, men en motstrid mellom norsk rett og EU-direktivet kan føre til en fellende dom for Norge i EFTA-domstolen, jf. ODA artikkel 31.

⁴⁵ Encyclopedia Britannica Online på <http://www.britannica.com/thesaurus?va=significant>

Det følger av Finanger I-dommen (Rt. 2000 s. 1811) at det er en lovgiveroppgave å sørge for at EU-direktiver er riktig gjennomført i norsk rett. I den videre fremstillingen er det dermed den norske, strengere kvalifikasjonsnormen som er lagt til grunn.

Fornuftig investor

Innføringen av fornuftig investor-testen er en konsekvens av gjennomføringen av første kommisjonsdirektiv. Hensikten er å forenkle vurderingen av hva slags opplysninger som er kursdrivende. Begrepsdannelsen er for så vidt ikke ny i norsk rett og omtales i NOU 1996:2 som en ”alminnelig rasjonell investor”. Rettspraksis har også benyttet seg av begrepet for å klarlegge innholdet i egnethetsbegrepet, se for eksempel Nagell-Erichsen-dommen og Tomra-dommen⁴⁶.

”[F]ornuftig investor”-begrepet fungerer som en rettslig standard og gjør vurderingen dynamisk i relasjon til nye og skiftende verdier og forretningsmetoder⁴⁷. Dette kan betraktes som en særlig ”bonus pater familias”-standard⁴⁸. Anvendelsen av denne rettslige standarden er objektiv, slik at subjektive momenter ikke vil være relevante⁴⁹.

Fornuftig investor-standarder baserer seg på den samfunnsøkonomiske rasjonelle aktør⁵⁰. En rasjonell aktør er en aktør som tenker og handler rasjonelt og som alltid handler for å maksimere sin fortjeneste⁵¹. Det må derfor legges til grunn at den fornuftige investor også er rasjonell. Betydningen av dette, er at den fornuftige investor antas å handle ut ifra egeninteresse med de opplysninger som til enhver tid er tilgjengelige.

Innføringen av fornuftig investor-testen i egnethetsvurderingen gjør riktignok ikke at vurderingstemaet i forhold til rammedirektivet endres. Dette presiseres også av CESR⁵². Første kommisjonsdirektiv er ment å utfylle og presisere markedsmisbruksdirektivet og

⁴⁶ RG 2004 s. 676 og RG 2004 s. 998

⁴⁷ Eckhoff (2001)

⁴⁸ Svedberg (2007)

⁴⁹ CESR/06-562b punkt 1.13

⁵⁰ CESR/02-089d punkt 27

⁵¹ Stavang (2005)

⁵² CESR/06-562b punkt 1.11

fornuftig investor-testen er forutsatt å være et hjelpemiddel for å avklare innholdet i rammedirektivet. Departementet har i forarbeidene lagt en slik forståelse til grunn⁵³.

Sannsynligvis vil benytte

I forhold til ”fornuftig investor”-testen må det også fastlegges hvor stor grad av sannsynlighet som må foreligge for at investoren vil bruke opplysningen som en del av sitt beslutningsgrunnlag.

I utgangspunktet må det foretas en ex ante-betraktning av sannsynligheten for at investoren vil benytte opplysningen⁵⁴. Avgjørende er sannsynligheten på det tidspunkt hvor aktøren fikk den relevante informasjonen. Dersom opplysningen senere viser seg å være feil, eller ikke gir noe kursutslag, er ikke av betydning⁵⁵. Bakgrunnen for dette er naturligvis at det alltid vil være usikkerhetsmomenter tilknyttet ex ante-vurderinger og at det er sannsynlighetsberegningen på tilflytstidspunktet som avgjør.

En senere kurskorleksjon som følge av offentliggjøring av opplysningen styrker oppfatningen om at den i utgangspunktet var kurssensitiv.

Verdipapirhandelloven § 2-2 tredje ledd angir ”sannsynligvis” til å være graden av sikkerhet for at investoren vil benytte opplysningen som beslutningsgrunnlag. Ordlyden tilsier at det stilles krav om sannsynlighetsovervekt.

Den engelske versjonen av første kommisjonsdirektiv artikkel 1 nummer 2 oppstiller kriteriet ”likely” for graden av sannsynlighet som kreves. I nivå 3-veiledningen fra CESR utdypes dette videre ved at graden av sannsynlighet ikke er tilfredsstillt dersom det bare eksisterer en mulighet, men krever heller ikke at sannsynligheten skal være nær sikker⁵⁶.

⁵³ Ot.prp.nr. 12 (2004–2005) s. 27

⁵⁴ Hydro-Statoil-saken

⁵⁵ CESR/02-089d punkt 22

⁵⁶ CESR/06-562b punkt 1.12

På den annen side behøver ikke opplysningen etter ordlyden i bestemmelsen være den avgjørende faktoren for at den fornuftige investoren fatter en beslutning, jf. ”del av grunnlaget”. Men det er trolig belegg for å hevde at jo mer sentral opplysningen er i beslutningsgrunnlaget, desto lettere vil domstolene kunne konstantere kurspåvirkningsevne.

Egnet til å påvirke kursen

Betydningen av at en fornuftig investor sannsynligvis vil bruke opplysningen som en del av sin investeringsbeslutning, er at den dermed er egnet til å påvirke kursen. Gjennom børs- og rettspraksis er det fremkommet flere indikatorer på hva slags opplysninger dette er.

I markedets prising av aksjer er det en lang rekke forhold som spiller inn. Eksempler er selskapets størrelse, antall utstedte aksjer, hvilket marked de omsettes på og bransje. Fordi utstederne er forskjellige, fører det til at rettsanvenderen hver gang må foreta en konkret vurdering av opplysningens kurspåvirkningsevne.

Til grunn for vurderingen vil være differansen mellom utstederens noterte aksjekurs når han får opplysningen og en tenkt kurs dersom opplysningen hadde vært offentlig. Det vil si at den forutsatte endringen i aksjekursen på grunn av offentliggjøringen vil være grunnlaget for å vurdere om den er egnet eller ikke.

Det er i rettspraksis antatt at det kreves lite for å påvirke kursen til en volatil aksje. Dette var tilfellet i Tomra-saken⁵⁷. Forholdet var her hvorvidt opplysninger om primærinnsideres aksjekjøp var egnet til å påvirke selskapets aksjekurs. Retten mente opplysningene helt klart var det og pekte på at aksjen hadde gått mye opp og ned i pris som en følge av markedets forventninger.

Et sentralt moment i vurderingen vil være sakens betydning sett i forhold til selskapets totale aktivitetsnivå⁵⁸. Typisk vil hendelser i store selskaper med mye aktivitet som regel

⁵⁷ RG 2004 s. 998

⁵⁸ CESR/06-562b punkt 1.13

være mindre egnet til å påvirke kursen på selskapets aksjer enn samme type hendelse i små, mer passive selskaper.

Dersom opplysningen er av samme type som tidligere har påvirket prisen, er det et vesentlig moment i egnethetsvurderingen⁵⁹. I Hydro-Statoil-saken ble kursendringene ved fusjonsforhandlingene i 2004 tillagt vekt på dette grunnlaget. Saken var her pågående fusjonssamtaler mellom de to selskapene og børsstyret trakk frem svingningene i kursen etter offentliggjøringen av det forrige fusjonsforsøket i 2004. Dette må naturligvis holdes opp mot endringer som i mellomtiden har inntruffet.

Dersom selskapet tidligere har behandlet tilsvarende type informasjon som innsideinformasjon, vil det også være en indikator på at opplysningene er egnet å påvirke kursen⁶⁰. I Hydro-Statoil-saken hadde selskapet ført innsidelister, noe børsstyret tillot vekt. Det ble riktignok presisert at føring av slike lister av forsiktighetshensyn ikke medførte at opplysningene automatisk var å betrakte som innsideinformasjon. I SuperOffice-saken vektla børsstyret at utsteder hadde behandlet opplysningene som innsideinformasjon ved å offentliggjøre den, spesielt fordi selskapet hadde en høy terskel for hva slags avtaler de offentliggjorde etter informasjonsplikten. Problemet var at offentliggjøringen skjedde to uker etter kontrakten var inngått.

Også markedsvariabler som varepriser, lønnsomhet, konjunkturer og etterspørsel spiller inn i prissettingen av en aksje og kan påvirke opplysningens kurspåvirkningsevne⁶¹. For eksempel var det i Tomra-saken forventninger til en innføring av pantautomater i Tyskland som gjorde at opplysningene om primærinnsidernes handel sannsynliggjorde en kursendring, fordi de kunne ses på som et ”signal om selskapets utvikling”⁶².

⁵⁹ CESR/06-562b punkt 1.14

⁶⁰ CESR/06-562b punkt 1.14

⁶¹ CESR/06-562b punkt 1.13

⁶² RG 2004 s. 998

Dette må ses i sammenheng med hvorvidt opplysningen har relevans i forhold til de elementene som hovedsakelig bestemmer prisen på aksjen⁶³. Dersom opplysningen gjelder en eller flere av disse faktorene, er det et signal om at påvirkningsevnen øker.

Videre vil faglige analyser og kvalifiserte meninger om at den type informasjon er prissensitiv være en indikator på egnethet⁶⁴. Disse analysene er i stor grad erfaringsbaserte og kan syntetisere aktuelle faktorer ved kursendringer.

Indikatorene er ikke uttømmende angitt og må vurderes opp mot andre forhold som for eksempel selskapets størrelse, nye hendelser, markedsoppfatningen av selskapet, sektoren/bransjen og det aktuelle finansielle instrumentet⁶⁵.

3.2.3 Ikke offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet

Innsideinformasjonsbegrepets tredje vilkår er at informasjonen ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet, jf. verdipapirhandelloven § 2-2 første ledd. Bestemmelsen er ment å gjennomføre markedsmisbruksdirektivet artikkel 1 nummer 1.

Ordlyden i bestemmelsen var frem til lovendringen i 2001 at opplysningene måtte være ”fortrolige”. Dette ga etter departementets mening en feilaktig indikasjon om en aktiv konfidensialitetshandling og endret bestemmelsen til dagens formulering⁶⁶. Samtidig ble det presisert at rykter ikke skulle rammes av bestemmelsen⁶⁷.

Det ligger i begrepene ”offentlig tilgjengelig” og ”allment kjent” en antydning om en innholdsmessig forskjell. Den allmenne kjennskapen behøver ikke ha sammenheng med en offentliggjøring, ettersom opplysningen kan ha kommet ut på andre måter. Tilsvarende vil en offentliggjøring ikke nødvendigvis medføre en tilstand av allmenn kjennskap. Dermed

⁶³ CESR/06-562b punkt 1.13

⁶⁴ CESR/06-562b punkt 1.14

⁶⁵ CESR/06-562b punkt 1.14

⁶⁶ Ot.prp.nr. 80 (2000-2001) punkt 3.5

⁶⁷ Ot.prp.nr. 80 (2000-2001) punkt 3.5

kan en opplysning være offentlig tilgjengelig selv om den ikke er allment kjent i markedet og motsatt.

Det synes naturlig å forstå offentlig tilgjengelig informasjon som informasjon som alle markedsaktørene kan skaffe seg og som er etterprøvbart, mens allment kjent bærer preg av å være utbredte oppfatninger uten en konkret kilde. Således vil opplysninger som er offentlig tilgjengelige oftest være skriftlige, mens allment kjente opplysninger ofte vil være muntlige.

Offentlig tilgjengelig

Om opplysningen skal bedømmes som offentlig tilgjengelig beror på en konkret, skjønnsmessig vurdering⁶⁸.

Det klare utgangspunkt er at en opplysning alltid vil være offentlig tilgjengelig når den er meddelt gjennom børsens meldingssystem, jf. børsforskriften § 23-2. Således vil alle opplysninger som meddeles gjennom dette systemet automatisk regnes som offentlig tilgjengelige, uavhengig av om aktørene spesifikt er blitt gjort oppmerksom på dem eller ikke. En slik meddelelse krever en aktiv handling fra utstederforetakets side og er påkrevet for at selskapet skal oppfylle sin informasjonsplikt⁶⁹. I NOU 1996:2 forutsatte departementet at selskapsspesifikke opplysninger av vesentlig betydning for kursen ikke var offentliggjorte før børsmelding var gitt⁷⁰.

Men det er ikke hvorvidt informasjonsplikten er oppfylt som avgjør om opplysningen er offentlig tilgjengelig eller ikke⁷¹. En opplysning kan anses offentlig tilgjengelig selv om utsteder ikke har inngitt børsmelding. Det vil for eksempel være tilfellet hvor det er tredjepart som kommer med opplysningen, eller den er fremsatt på en ukorrekt måte⁷².

⁶⁸ Ot.prp.nr. 29 (1996-1997) punkt 4.2.2.1

⁶⁹ CESR/06-562b punkt 1.19

⁷⁰ NOU 1996:2 punkt 4.2.2.1

⁷¹ Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) s. 29

⁷² CESR/06-562b punkt 1.19

Ordlyden i markedsmisbruksdirektivet artikkel 1 nummer 1 kan gi grunnlag for slutninger om at det må kreves en aktiv handling av utsteder for at opplysninger skal være offentlig tilgjengelige. Dette synspunktet tilbakevises av departementet i forarbeidene og legger til grunn at det ikke kreves noen aktiv handling⁷³.

I den norske bestemmelsen trekker ordlyden klart i retning av at det ikke kreves noen aktiv handling fra utsteders side for at opplysningene skal være offentlig tilgjengelige.

Vurderingen må skje uavhengig av hvordan opplysningen er kommet ut⁷⁴.

Det fremgår av CESRs nivå 3-rådgivning at direktivet ikke er tilsiktet denne forståelsen⁷⁵. I CESR 06-562b pekes det på at informasjonen vil betraktes som offentlig tilgjengelig selv dersom den er publisert av tredjeperson. Således kan ikke markedsmisbruksdirektivet forstås slik at det kreves en aktiv offentliggjøringsakt av utsteder for at opplysningen skal være offentlig tilgjengelig.

Av forarbeidene fremgår at det sentrale for vurderingen av hvorvidt opplysningen er offentlig tilgjengelig vil være i hvilken grad opplysningen er kjent⁷⁶. Dette må tolkes innskrenkende. Det er graden av kjennskap blant markedsaktørene som er det vesentlige, ikke graden av kjennskap blant nordmenn flest. Dette er riktignok en heterogen gruppe med store variasjoner i kunnskapsnivå og evne til informasjonsinnhenting.

Dermed vil et sentralt moment i vurderingen være hvorvidt opplysningen er tilgjengelig for alle og enhver, eller kun for en mindre gruppe. Dersom opplysningen er enkel for alle og enhver å skaffe seg, er det et sterkt signal om at den må anses som offentlig tilgjengelig. På den annen side er det lite trolig at det kan oppstilles terskelverdier for hvor mange som minimum må ha tilgang til opplysningen for at den skal være offentlig tilgjengelig.

Vurderingen skal være skjønnsmessig og konkret.

⁷³ Ot.prp.nr. 12 (2004–2005) s. 29

⁷⁴ Ot.prp.nr. 29 (1996-1997) punkt 4.2.2.1

⁷⁵ CESR/06-562b punkt 1.9

⁷⁶ Ot.prp.nr. 12 (2004–2005) s. 29

Dersom opplysningene fremkommer av media, er det et moment som vil kunne tillegges vekt i vurderingen av om opplysningene er offentlig tilgjengelige. Trolig er det også slik at jo større og mer utbredt mediet er blant markedsaktørene, desto større vekt kan det tillegges. I forarbeidene er også utenlandske medier nevnt i denne sammenheng⁷⁷.

Videre vil informasjon publisert på utsteders hjemmeside måtte regnes som offentlig tilgjengelig⁷⁸. CESR trekker denne tanken ett hakk videre og uttaler at opplysninger som er kommersielle i betydningen elektronisk tilgjengelige og som krever abonnement også må regnes som offentlig tilgjengelige⁷⁹.

Jeg mener at dette bør nyanseres noe. Riktignok kan elektroniske betalingstjenester som Bloomberg og Reuters være såpass utbredt at opplysninger som fremkommer der må anses som offentlig tilgjengelige. Men det må avgrenses mot små informasjonsaktører med en begrenset brukermasse, som gjør at opplysningen knapt kan kalles offentlig tilgjengelig.

Departementet nevner i forarbeidene at opplysninger gitt i for eksempel stortingsdokumenter vil kvalifisere til å være offentlig tilgjengelige⁸⁰. Eksempelvis kan dokumentet inneholde finansiell informasjon vedrørende børsnoterte selskaper der Staten er eier. Tilsvarende er i juridisk teori hevdet å gjelde opplysninger i grunnboken, Brønnøysundregistrene, Norsk Patenttidende og andre offentlige registre⁸¹. Denne type opplysninger vil betraktes som offentlig tilgjengelige uavhengig av markedsaktørens kjennskap til dem.

Allment kjent i markedet

Begrepet må ses i sammenheng med offentlig tilgjengelig. Ofte vil begrepene ha overlappende anvendelse på den aktuelle informasjonen. Den selvstendige betydningen av

⁷⁷ NOU 1996:2

⁷⁸ Svedberg (2007) s. 161

⁷⁹ CESR/06-562b punkt 1.9

⁸⁰ NOU 1996:2 punkt 4.4.2.1

⁸¹ Svedberg (2007) s. 160

”allment kjent i markedet” vil være i de tilfeller hvor opplysningen ikke er offentlig tilgjengelig, men at den er utbredt blant aktørene i bransjen.

Markedsmisbruksdirektivet inneholder ikke tilsvarende vilkår og kan således ikke utdype forståelsen av kriteriet. Jeg mener likevel at kriteriet ikke utvider virkeområdet for den norske lovteksten i forhold til markedsmisbruksdirektivet, men at det supplerer ”offentlig tilgjengelig”-kriteriet slik at det omfatter både offisielle og uoffisielle kilder. Dette fordi ”made public” i markedsmisbruksdirektivet ikke begrenses til det som er offentlig tilgjengelig, men også andre forhold og tilsvarer det norske velkjent⁸².

Kvalifikasjonen ”i markedet” oppstiller en begrensning av hvem som må sitte med opplysningen for at den skal anerkjennes som allment kjent. Det naturlige utgangspunktet er at markedet må være alle som handler på verdipapirmarkedet og at opplysningen dermed må være utbredt blant alle disse.

Det er i teorien oppstilt som krav for at opplysningen skal være allment kjent i markedet at det er ”skjedd en videreformidling som for markedet er generell og relevant”⁸³.

Betydningen av dette er avhengig av en konkret og objektiv vurdering, der en profesjonell aktør anvendes som målestokk. Således vil det vesentlige være om det er en reell mulighet for aktøren å fremskaffe informasjonen⁸⁴.

I NOU 1996 nr. 2 uttaler departementet at det kan tenkes at opplysningen ikke lenger er fortrolig hvis den er gitt til en generalforsamling med et ”ikke ubetydelig” antall aksjonærer⁸⁵. Dette synspunktet er imøtegått i juridisk teori. Bergo mener at opplysningene i disse tilfellene er innsideinformasjon helt til børsmelding er inngitt etter møtets slutt, og at handel underveis vil være innsidehandel⁸⁶.

⁸² Britannica Online på <http://www.britannica.com/dictionary?book=Dictionary&va=public&query=public>

⁸³ Svedberg (2007) s. 160

⁸⁴ Svedberg (2007) s. 160

⁸⁵ NOU 1996:2 punkt 4.2.2.1

⁸⁶ Bergo (2004) s. 286

Et tilfelle hvor såpass mange av aksjonærene i markedet deltar at det må betegnes som allment kjent, er lite praktisk i virkeligheten. Men det kan tenkes unntak der hvor media fortløpende dekker generalforsamlingen og hvor store deler av markedet følger med.

Domstolene har også vektlagt hvorvidt det skjer bevegelser i markedet når de har vurdert om opplysningen er allment kjent i markedet. I Otrum-saken ble dette poenget trukket frem som et tegn på at opplysningene ikke var allment kjent⁸⁷. Saken gjaldt opplysninger om en betydelig kontrakt og om disse opplysningene hadde vært gjenstand for diskusjon på en chatteside på internett og derfor måtte ses på som allment kjent. Dersom flere sentrale aktører unisont kjøper eller selger en aksje, er det et tydelig tegn på tilgjengelig informasjon.

Et annet moment i vurderingen er hvorvidt aktøren selv kategoriserer informasjonen. Dersom han regner den som innsideinformasjon, vil dette kunne vektlegges⁸⁸.

Når er opplysningene offentlig tilgjengelige eller allment kjent i markedet

Det er også et poeng å vurdere når opplysningene må ses på som offentlig tilgjengelige eller allment kjent i markedet. Dersom de er offentlig tilgjengelige i det øyeblikk utstederen blir klar over dem, vil de ikke være innsideinformasjon og således ikke informasjonspliktige. På den annen side vil en senere offentlig tilgjengelighet ikke reparere informasjonsplikten for den perioden utsteder satt med opplysningen.

Verdipapirhandellovutvalget ba i NOU 1996:2 departementet om å vurdere om det burde innføres en tidsbegrensning i handelsadgangen etter opplysninger var offentliggjort eller gjort tilgjengelige, slik at markedet ville ha hatt tid til å absorbere opplysningen. Tanken var at de som kjente til opplysningen før den var offentliggjort ikke skulle kunne skaffe seg fordeler ved å handle umiddelbart etter offentliggjøringen. Departementet uttalte i denne sammenheng at det verken var mulig eller ønskelig med en slik regel⁸⁹. Det er derfor

⁸⁷ Rt. 2007 s. 275

⁸⁸ Rt. 2007 s. 275 (Otrum)

⁸⁹ Ot.prp.nr. 29 (1996-1997) punkt 4.2.1.2

offentliggjøringstidspunktet som vil være avgjørende for om opplysningen må regnes som offentlig tilgjengelig eller ikke.

Meldinger som skal formidles gjennom børsens kanaler er offentliggjort når børsen har mottatt disse og sendt dem gjennom sine informasjonssystemer, jf. børsforskriften § 23-2.

Opplysningene må likedan regnes som offentlig tilgjengelige ved publisering i media når disse kommer i salg, eller opplysningen blir publisert på Internett.

Informasjon som er tilgjengelig gjennom andre typer dokumenter, for eksempel budsjettopplysninger i stortingsdokumenter, anses som offentlig tilgjengelige fra samme tidspunkt som disse dokumentene⁹⁰. Dette selv om opplysningen eller informasjonen ikke er omtalt i pressen.

Oslo børs legger til grunn at opplysninger som er kommet ut gjennom media eller annet kan medføre at utsteder må sende børs melding dersom opplysningene er uriktige eller ikke omfattende nok⁹¹.

3.3 Direkte angår selskapet

Det er bare innsideopplysninger som ”direkte angår selskapet” som utsteder er pliktig til å informere om, jf. børsforskriften § 5-2 første ledd. Bestemmelsen gjennomfører nivå 1-reguleringen i markedsmisbruksdirektivet artikkel 6 nummer 1. Det er ikke gitt nivå 2-regulering om dette og MAD er dermed uttømmende.

Ordlyden i den norske lovteksten er fullt ut i overensstemmelse med markedsmisbruksdirektivet. Et av hovedformålene med markedsmisbruksdirektivet, er å sikre integriteten og å styrke tilliten til de finansielle markedene ved å begrense mulighetene for urettferdig utnyttelse av informasjonsfortrinn⁹².

⁹⁰ NOU 1996:2 punkt 4.2.2.1

⁹¹ Børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.4.2

⁹² CESR/02-089d punkt 29

For innsideopplysninger er misbrukspotensialet ikke avhengig av hvorvidt opplysningen direkte eller indirekte angår utstederen eller det finansielle instrumentet⁹³. Derfor er innsidedefinisjonen videre enn den løpende informasjonsplikten. I de tilfellene informasjonen kun indirekte angår utstederen og den ikke er offentlig kjent, må utstederen behandle den som innsideinformasjon med de konsekvenser det medfører, som for eksempel handle- og rådgivningsforbud⁹⁴. Den viktigste konsekvensen for utstederen er riktignok at opplysninger som ikke direkte berører selskapet faller utenfor informasjonsplikten⁹⁵.

Direkte angår

Grensedragningen får således direkte betydning for utstederens løpende informasjonsplikt ved at den angir en kvalifikasjonsnorm for hvilken type innsideinformasjon utsteder er pliktig til å melde. Utgangspunktet for vurderingen vil være det materielle innholdet i den konkrete, foreliggende saken⁹⁶.

CESR uttaler i nivå 3-rådgivningen til markedsmisbruksdirektivet at i utgangspunktet kan alle typer informasjon som er relevant for markedsposisjonen til en utsteder anses som opplysninger som direkte angår selskapet⁹⁷. Dette kan være forhold som påvirker utstederens eiendeler og gjeld, finansielle posisjon, generelle forretningsdrift eller -organisasjon og personalsaker så vel som materiell markedsinformasjon om industrien eller sektoren, som en konsekvens av politiske, økonomiske eller miljømessige årsaker⁹⁸.

Spørsmålet om hva slags opplysninger som ”direkte angår” utsteder har ikke vært oppe i verken børns- eller rettspraksis.

⁹³ CESR/02-089d punkt 30

⁹⁴ CESR/02-089d punkt 32

⁹⁵ CESR/02-089d punkt 32

⁹⁶ CESR/06-562b punkt 1.15

⁹⁷ CESR/02-089d punkt 31

⁹⁸ CESR/02-089d punkt 31

Det forutsettes at en innsideopplysning oppstår som en følge av at noen foretar en handling. Ved å se på hvem som foretar denne handlingen og hvem handlingen retter seg mot, er det etter mitt syn spesielt i fire tilfeller der innsideinformasjonen direkte angår utsteder. Av disse opprinner to tilfeller fra forhold innenfor selskapet, og to fra forhold utenfor selskapet. Tilfellene behandles i det følgende.

Interne forhold

Det første tilfellet er der det er selskapet selv som handler og der handlingen retter seg mot selskapet. Interne forhold eller forhold som utstederselskapet selv i større eller mindre grad har frembrakt, vil måtte anses som opplysninger som direkte angår selskapet⁹⁹. Eksempler på denne type forhold vil være endringer i selskapets ledelse, bytte av revisor eller juridiske konflikter¹⁰⁰. Tilsvarende gjelder forhold rundt selskapets finansielle instrumenter som splitt, sammenslåing av aksjer osv.¹⁰¹

Dette er etter min mening det mest anvendelige tilfellet av ”direkte angår” i praksis. Om forholdet er frembrakt av selskapet selv, bør dette vektlegges. En annen grunn til at dette bør vektlegges, er at det normalt kun er selskapet selv som er klar over forholdet.

Virksomhetsrelaterte forhold – kontrakter m.v.

Videre vil utsteders handlinger overfor andre direkte angå selskapet. Dette kan eksempelvis være oppkjøp av andre selskaper eller inngåelse av viktige kontrakter.

Eksterne handlinger ovenfor selskapet

I de to siste tilfellene er situasjonen annerledes. Det er ikke selskapet selv som handler, men en ekstern part. Det tredje tilfellet er dermed der andre handler, men handlingen er rettet mot utsteder. Dette vil være gjeldende ved for eksempel oppkjøp av selskapet.

⁹⁹ Børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.4.6

¹⁰⁰ CESR/06-562b punkt 1.15

¹⁰¹ Børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.4.6

Markedsrelaterte begivenheter

Det fjerde, og siste, tilfellet er der andre enn selskapet foretar handlingen og denne retter seg mot en tredjepart. Det klare utgangspunktet i disse tilfellene må være at dette ikke direkte angår utsteder og således ikke er informasjonspliktig. Det er nettopp denne type opplysninger informasjonsplikten skal avgrenses mot.

Men fra dette klare utgangspunktet finnes det unntak. Det kan tenkes tilfeller der handlingen foretas av andre og rettes mot andre, men at dette får en indirekte virkning for utsteder. Selv om den foreliggende begivenheten må anses som indirekte eller rettet mot et annet selskap, kan konsekvensen av den få direkte betydning for selskapet og således være informasjonspliktig¹⁰². Dette kan for eksempel være konsesjoner som tildeles konkurrenter, avgjørelser om konkurransemessige forhold overfor både samarbeidspartnere og/eller konkurrenter og lignende. Begrunnelsen for dette er at selv om forholdet ligger utenfor

Det må avgrenses mot forhold som angår eller har betydning for en større gruppe aktører eller en hel bransje¹⁰³. Dette vil typisk være markedsvariabler som valutakurser og oljepriser, eller offentlig regulering som endringer i sentralbankrenten og skattevedtak¹⁰⁴. Man kan hevde at dette kan være faktorer som i stor grad påvirker kursen til børsnoterte selskaper, men i de fleste av disse tilfellene vil informasjonen være offentlig tilgjengelig på annen måte, noe som reduserer behovet for å inngi børsmeldinger.

Jeg mener dette vil være det praktisk vanskeligste tilfellet. Man er henvist til en konkret vurdering av opplysningens betydning for utstederen, noe som kan gi betydelig rom for tvil. Avgjørende i disse tilfellene må være en vurdering av begivenhetens nærhet til utstederen og konsekvensen av den for utsteder.

Datterselskaper

¹⁰² CESR/02-089d punkt 36

¹⁰³ Børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.4.6

¹⁰⁴ CESR/06-562b punkt 1.16

For utstedere med datterselskaper og lignende får ”direkte angår” betydning også for forhold i datterselskapet dersom forholdet får merkbar innvirkning på kursen til morselskapet¹⁰⁵. Et børsnotert morselskap kan for eksempel oppleve store kursfall dersom et av datterselskapene går konkurs. Men dersom datterselskapet også er børsnotert, vil dette ha en selvstendig informasjonsplikt som eksternt verer morselskapets informasjonsplikt om de samme forhold. Opplysningene vil da allerede være offentlig tilgjengelige.

CESRs lister over direkte og indirekte

CESR har i sin nivå 3-veiledning oppstilt en liste over relevante forhold som kan bedømmes som innsidainformasjon som direkte angår selskapet¹⁰⁶. Tilsvarende har de gjort for det motsatte tilfellet, nemlig indirekte¹⁰⁷. Listene er ment å være en nyttig veiledning for markedsaktørene i grensdragningen mellom direkte og indirekte¹⁰⁸. Det presiseres samtidig at listene ikke må anses som uttømmende og at det ikke er noen automatikk mellom listeelementene og innsidainformasjonsbedømmelsen¹⁰⁹. Dersom utsteder har en innsidainformasjon som finnes på den førstnevnte listen, er det i det minste en presumsjon for at det dreier seg om opplysninger som direkte angår selskapet. Motsatt hvis opplysningen er nevnt som indirekte. Avgjørende vil likevel være de konkrete forholdene i den enkelte sak. Derfor må ikke listen ses på som fullstendig (”comprehensive”)¹¹⁰.

3.4 Typetilfeller

3.4.1 Forhandlinger og trinnvise prosesser

Ved forhold som vokser frem over tid, kan det undertiden være vanskelig å avgjøre på hvilket tidspunkt en opplysning er innsidainformasjon og således blir informasjonspliktig. I

¹⁰⁵ Børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.4.6

¹⁰⁶ CESR/02-089d punkt 35 og CESR/06-562b punkt 1.15

¹⁰⁷ CESR/02-089d punkt 36 og CESR/06-562b punkt 1.16

¹⁰⁸ CESR/02-089d punkt 34

¹⁰⁹ CESR/06-562b punkt 1.15

¹¹⁰ CESR/02-089d punkt 34

børspraksis er det spesielt ved fusjonsforhandlinger eller oppkjøpsforhandlinger som spørsmålet har dukket opp.

Etter gjennomføringen av markedsmisbruksdirektivet i norsk rett i 2005, er det særlig to forhold som er blitt tillagt vekt i praksis. For det første hvorvidt det foreligger ”presise opplysninger”, jf. vphl. § 2-2 annet ledd. For det annet en bedømmelse av opplysningens kurspåvirkningspotensiale gjennom en fornuftig investor-test, jf. vphl. § 2-2 tredje ledd.

Presise opplysninger

Det første som i praksis er trukket frem, er om det foreligger ”presise opplysninger”, jf. vphl. § 2-2 annet ledd. I dette ligger en vurdering av hvorvidt det er sannsynlig at omstendigheten eller begivenheten vil inntreffe. Som drøftet under punkt 3.2.1, er det ikke krav om sannsynlighetsovervekt for inntredenen. Men jo høyere grad av sannsynlighet, desto mer taler det for at det foreligger ”presise opplysninger”.

Utgangspunktet for vurderingen er at prosessen naturligvis ikke behøver å være sluttført¹¹¹. Hvert enkelt trinn i prosessen, eller prosessen i seg selv, kan være tilstrekkelig til at det foreligger innsideinformasjon. Imidlertid er det antatt i juridisk teori at den endelige avtalen må omfattes av innsideinformasjonsbegrepet for at prosessen også skal være det.

Vurderingen skal skje ex ante og det faktum at prosessen havarerer, eller at avtalen ikke blir inngått, er ikke avgjørende for om opplysningen om prosessen er å anse som presis eller ikke¹¹². Utsteder må fortløpende vurdere om forholdet har overtrådt grensen for innsideinformasjon. Selv om innsideinformasjonskriteriene i mange tilfeller vil være oppfylt, er det grunn til å bemerke at utstederne ofte vil ha legitime interesser i å utsette offentliggjøring av opplysningene, se punkt 4.2.

Den sentrale avgjørelsen på området etter gjennomføringen av markedsmisbruksdirektivet, er Hydro-Statoil-saken behandlet av børsstyret 24. mai 2007. Faktum var at selskapene var

¹¹¹ Kredittilsynets rundskriv nr. 14/2005 s. 7

¹¹² CESR/06-562b punkt 1.5

i gang med fusjonsforhandlinger og det avgjørende spørsmålet var når i prosessen det forelå innsideinformasjon, med den virkning at den var informasjonspliktig.

Børsstyret la vekt på at forhandlingene ble ført på et nivå som tilsa at det var sannsynlig at de ville gjennomføres. Opplysninger om møter mellom konsernledelsen og orientering for styrene måtte i seg selv være presise. Konsekvensen av dette er at dersom forhandlingene føres mellom ledelsen av partene, kan det tale for en høyere sannsynlighetsgrad enn dersom forhandlingene føres på et lavere nivå.

Hvis partene er enige om sentrale avtalevilkår vil det være et forhold som taler for at det er sannsynlig at enighet oppnås. De viktigste av disse vilkårene vil normalt være pris eller bytteforhold, men dette er ikke avgjørende. Det er vilkårets betydning i forhold til avtalens kompleksitet og totalitet som vil være bestemmende for dets vekt. I Hydro-StatOil-saken kom børsstyret til at det forelå innsideinformasjon på tross av at partene ikke var enige om bytteforhold, lokalisering, ledelse og andre sentrale forhold. Dette ble begrunnet med at partene hadde ilagt et ”ikke ubetydelig arbeid” i forkant som tilsa at prosessen var kommet til et slikt stadium at den måtte betraktes som innsideinformasjon.

Videre mente børsstyret at opplysningene var presise senest ved styrets tilslutning til å fortsette forhandlingene. Dette forutsetter at opplysningene kan være presise også før styret behandler saken. Det stilles dermed ikke krav om en endelig avtale eller styrebeslutning i utstederselskapet for at opplysningen skal være innsideinformasjon¹¹³. Men som det fremgår av børspraksis, er det ofte styrets behandling som er skjæringstidspunktet. At styret har behandlet saken vil derfor tale for at sannsynligheten øker.

Kurspåvirkningspotensiale

Det andre vurderingstemaet som er anvendt i praksis, er om en fornuftig investor ville benyttet seg av opplysningen, det vil si om opplysningens kurspåvirkende evne, jf. vphl. § 2-2 tredje ledd. Dette vil være den samme vurderingen som drøftet i punkt 3.2.2 og

¹¹³ Kredittilsynets rundskriv nr. 14/2005 s. 7

momentene derfra vil ha relevans for vurderingen. Det er imidlertid grunn til å trekke frem to forhold som er kommet frem i børspraksis.

Siden vurderingen foretas ex ante, vil erfaringsbaserte virkninger være sentrale. Dette ble vektlagt av børsstyret i Hydro-StatOil-saken, der selskapenes fusjonsforhandlinger fra 2004 og effekten av disse ved offentliggjøring var et sentralt moment. Dersom selskapet tidligere har vært i tilsvarende omstendigheter og offentliggjøring den gang påvirket kursen, vil det være et viktig moment som taler for at en fornuftig investor vil benytte seg av opplysningen.

Selskapenes posisjon og størrelse vil også kunne vektlegges i fornuftig investor-testen. Jo større og mer fremtredende selskapene er, desto større kurspåvirkningspotensiale har opplysningen. Børsstyret la i Hydro-StatOil-saken avgjørende vekt på at selskapene både var de største oljeselskapene i Norge og de største selskapene på Oslo Børs, samt at opplysninger om en mulig sammenslåing dermed hadde et ”klart kurspåvirkningspotensial”.

Helhetsvurdering

Vurderingstemaene må ses samlet og i sammenheng¹¹⁴. Det er antatt at en lav grad av sannsynlighet for begivenhetens inntreden kan kompenseres av en høy grad av kurspåvirkningspotensiale og motsatt¹¹⁵. Således kan informasjon om en forhandling oppfylle kravene til innsideinformasjon dersom den er av stor betydning for aksjekursen, til tross for at det er lite sannsynlig at den vil føre frem. I Nagell-Erichsen-saken var forholdet motsatt ved at det var en høy sannsynlighetsgrad for at det ville skje en transaksjon overfor Finansbanken, men usikkert hvor stor betydning denne ville ha for selskapet¹¹⁶. Retten kom likevel til at innsideinformasjonskriteriene var oppfylt og idømte straff.

¹¹⁴ PA Resources AB-saken

¹¹⁵ Svedberg (2007) s. 151 og Bergo (2004)

¹¹⁶ RG 2004 s. 676

I rettspraksis er vurderingstemaet ofte sett under ett og domstolene foretar i mange tilfeller en helhetsvurdering fremfor å konkretisere drøftelsen¹¹⁷. I denne sammenhengen er også hensynet til misbrukspotensialet tillagt vekt. Ofte vil retten under henvisning til faren for misbruk komme til at kravene til innsideinformasjon er oppfylt, se for eksempel Otrum- og Sense-sakene¹¹⁸.

3.4.2 Regnskaper; budsjetter, prognoser og estimater

Utstederne av børsnoterte aksjer plikter etter børsforskriften §§ 6-4 og 6-5 å offentliggjøre årsregnskap og delårsrapporter til gitte intervaller. Disse opplysningene er en sentral del av markedets grunnlag for å prissette selskapet og er en del av den periodiske informasjonsplikten.

Ved siden av dette kan det tenkes tilfeller der den periodiske informasjonsplikten utfylles av den løpende. Dette vil være tilfellet der kravene til innsideinformasjon er oppfylt før den periodiske rapporteringen skal skje.

Tidligere var det i børsforskriften en § 5-4 der utstederne ble pålagt å inngi et resultatvarsel utenom den periodiske rapporteringen, dersom resultatet måtte antas å avvike vesentlig fra det som markedet forventet. Ved forskrift av 1. juli 2005 nr. 786 ble bestemmelsen opphevet. Konsekvensen av dette er at dersom utsteder før rapporteringen blir klar over at resultatet blir et annet enn det allmennheten har grunn til å forvente, må innsideinformasjonskriteriene vurderes. Dersom disse er oppfylt, vil utsteder plikte å inngi børsmelding etter reglene om løpende informasjonsplikt. Det er nærliggende å anta at en rekke selskaper offentliggjør resultatvarsler av denne typen mer av forsiktighetshensyn overfor informasjonsplikten enn av ønske om å opplyse markedet.

I utgangspunktet utarbeides selskapets regnskaper etter regnskapsloven og reglene om ”god regnskapsskikk”. Imidlertid følger det av børsforskriften og børsens ”Løpende forpliktelser” kapittel 6 at informasjonsplikten overfor børsen, og sekundært markedet, er

¹¹⁷ Bergo (2004)

¹¹⁸ Rt. 2007 s. 275 og Rt. 2006 s. 1049

videre enn regnskapsplikten. I dette ligger kortere frister for rapportering til børsen enn til myndighetene, samt krav om utvidet og sammenstilt informasjon. Den praktiske betydningen av dette er at selskapet kan tenkes å måtte utgi mer informasjon enn det regnskapslovgivningen krever. Likevel er det først og fremst ved periodisk rapportering dette vil ha betydning.

Presise opplysninger

Det første som må vurderes er om det foreligger ”presise opplysninger”, jf. vphl. § 2-2 annet ledd. Likt som ved forhandlinger eller prosesser som skrider frem over tid, vil det avgjørende være å fastslå på hvilket tidspunkt opplysningene er ”presise”.

Både for årsoppgjøret og delårsrapporteringen er det styrets behandling som er avgjørende for inntreden av den periodiske informasjonsplikten, se børsforskriften §§ 6-4 og 6-5.

Dersom det senere oppdages avvik fra det innrapporterte, vil dette kunne være ”presise opplysninger” etter vphl. § 2-2 annet ledd¹¹⁹. Spesielt gjelder dette for årsregnskapet, som etter selskapsrettslige regler skal godkjennes av generalforsamlingen, jf. asal. § 5-6.

Endelig godkjenning av kompetent organ er dermed ikke avgjørende for om opplysningen er presis eller ikke.

Utarbeidelse av årsregnskaper og delårsrapporter er en prosess som foregår over tid, og det kan tenkes tilfeller der konklusjoner eller nøkkeltall fremstår som klare før den periodiske rapporteringen til børsen skal skje. For eksempel kan salgstallene fra en bestemt avdeling være spesielt utslagsgivende og foreligge en gitt dato¹²⁰. Opplysningene vil således være ”presise” fra denne datoen og det formelle styrevedtaket vil dermed ikke være bestemmende for vurderingen.

I Global Geo Services-saken var forholdet at selskapet i forberedelsen til sin Q1-rapportering oppdaget at enkelte av premissene for selskapets allerede inngitte årsregnskap

¹¹⁹ Børssirkulære nr. 3/2005 s. 13

¹²⁰ Børssirkulære nr. 3/2005 s. 18

var feil, noe som innebar avvik i det endelige årsregnskapet¹²¹. Spørsmålet var på hvilket tidspunkt disse avvikene utgjorde ”presise opplysninger”. Børsstyret uttalte ved behandlingen av saken at opplysningene i det minste var presise da selskapet ble kjent med summen av avvikene.

Dette støttes av børsens uttalelser i børs sirkulære nr. 3/2005 om at det sentrale er hvorvidt det er mulig å ”se konturene” av ”de konkrete resultatene”¹²². Det avgjørende for fastsettelsen av når opplysningene er presise vil dermed være hvorvidt det er mulig å fastslå kjernen av resultatene.

Egnet til å påvirke kursen

Forutsatt at opplysningene er presise, må det deretter vurderes om en fornuftig investor ville anvendt dem, det vil si om de er egnet til å påvirke kursen, jf. vphl. § 2-2 tredje ledd.

Det kan tenkes tilfeller der selskapet har rapportert inn års- eller delårsoppgaver i henhold til selskapets periodiske forpliktelser, men hvor det senere viser seg at forutsetningene for hele eller deler av regnskapet svikter. Dette var tilfellet i Oslobanken-saken fra 1994. Spørsmålet var her om banken pliktet å informere børsen når selskapet fant ut at verdsettelsesprinsippet det hadde lagt til grunn i regnskapene ikke kunne anvendes, eller om de kunne vente til neste periode. Børsstyret kom til at informasjonsplikten i dette tilfellet inntrådte umiddelbart. Opplysningen var således egnet til å påvirke kursen.

Også Global Geo Services ble ilagt overtredelsesgebyr for et tilsvarende tilfelle. Ved at reversering av tidligere nedskrivninger ble regnskapsmessig ført som positiv kontantstrøm fra investeringer, ga det foreløpige årsregnskapet inntrykk av at selskapet hadde 57 millioner kroner mer i driftsinntekter enn det som faktisk var tilfellet. Børsstyret trakk her frem at et avvik på 5,5 prosent mellom foreløpig og endelig driftsresultat var egnet til å påvirke kursen og dermed utløste informasjonsplikt.

¹²¹ Børsstyrets sak av 19.12.2006

¹²² Børs sirkulære nr. 3/2005 s. 8

Også der informasjonen foreligger før styrets behandling vil den kunne være egnet å påvirke aksjekursen. Regnskapsinformasjon er en av de sentrale faktorene i markedets verdsettelse av utsteders finansielle instrumenter. Det er derfor nærliggende å hevde at presise opplysninger om dette i de fleste tilfeller vil være egnet til å påvirke kursen på aksjene. Dette må veies opp mot det forhold at markedet i enkelte tilfeller vil ha så klare forventninger til et bestemt resultat, at den potensielle påvirkningen allerede er absorbert i aksjekursen.

Ikke offentlig tilgjengelig eller allment kjent

Vurderingen av om opplysningen er offentlig tilgjengelig eller er allment kjent vil som regel kunne gjøres kort hva gjelder regnskapsinformasjon, jf. vphl. § 2-2 første ledd. Dette er som regel informasjon som selskapene av konkurransehensyn nødig ønsker å formidle i utide, og kretsen av personer med kjennskap til regnskapet vil være snever.

Det er også klart at opplysningene ”direkte angår” utsteder, jf. børsforskriften § 5-2 første ledd.

Andre forhold

I de tilfeller der selskapet avgir regnskaper etter andre standarder og til andre myndigheter har utsteder også en utvidet handlingsplikt. Dette reguleres i børsforskriften § 6-6 femte ledd og § 5-2 fjerde ledd. Denne informasjonsplikten kommer i tillegg til utsteders periodiske forpliktelser og inntreer senest samtidig som selskapet må rapportere disse opplysningene til andre børser.

Det stilles også krav til at informasjonen som gis ved den periodiske rapporteringen er tilstrekkelig klar. Spesielt gjelder dette dersom den er ment å korrigere uriktigheter eller prognoser gitt tidligere. Dersom dette ikke skjer, eller ikke lar seg gjøre, har utsteder en selvstendig plikt til å offentliggjøre tilstrekkelig informasjon. I Global Geo Services-saken uttalte børsstyret at fordi den periodiske rapporteringen som var gjort ikke i tilstrekkelig

grad klargjorde feilen fra forrige rapportering, pliktet selskapet å inngi en særskilt børsmelding om dette da det ble klar over forholdet.

Budsjetter, prognoser og estimater

Utstederne var tidligere pålagt å inngi resultatvarsler dersom avviket mellom markedets forventninger og resultatet i estimatet eller prognosen var vesentlig. Etter opphevelsen av forskriftsbestemmelsen i 2005 er hovedregelen nå at budsjetter, prognoser og estimater ikke er innsideinformasjon etter vphl. § 2-2. Begrunnelsen for dette fremgår av Kredittilsynets høringsnotat til børsforskriften, der opplysningenes usikre karakter vil kunne villedde markedet ved en offentliggjøring¹²³. Etter hjemmelen for innsideinformasjon i verdipapirhandelloven § 2-2, må dette forstås som at opplysningene på dette stadiet av prosessen ikke er tilstrekkelig presise til å kunne trekke en slutning om den mulige påvirkningen på kursen, jf. bestemmelsens annet ledd. Denne forståelsen av bestemmelsen harmonerer også med børsens uttalelser i børssirkulære nr. 3/2005 side 7.

På den annen side vil det undertiden foreligge opplysninger i tilknytning til budsjetter, prognoser og estimater som kan være ”presise opplysninger” etter vphl. § 2-2 annet ledd. Dette kan for eksempel være at budsjettene tilsier en vesentlig strategiendring eller omlegging av selskapets drift. Dersom opplysningen kan leses ut av budsjettet, eller ikke kan holdes klart atskilt fra dette, må begge deler anses som presise opplysninger.

I de tilfeller hvor selskapet selv har valgt å gå ut med budsjetter eller estimater, er det nærliggende å hevde at de på denne måten har bidratt til å skape forventninger i markedet. Dersom resultatene senere viser seg å avvike fra selskapets prognoser, vil det være informasjon som en fornuftig investor ville brukt i sin investeringsvurdering¹²⁴.

Dersom opplysningene utgjør innsideinformasjon, må selskapet vurdere om kravene til utsatt offentliggjøring er oppfylt, se punkt 4.3.1.

¹²³ Kredittilsynets høringsnotat til begrenset gjennomgang av børsloven av 14.01.2005

¹²⁴ Børssirkulære nr. 3/2005 s. 7

3.4.3 Forslag og vedtak om kapitalforhøyelser, utbytte m.m.

Av børsens løpende forpliktelser punkt 3.2 fremgår det at utsteder har en utvidet informasjonsplikt ved inntredenen av en rekke bestemte forhold. Utsteder plikter i disse tilfellene å offentliggjøre informasjon om forholdet uoppfordret og umiddelbart. Bestemmelsen får selvstendig betydning der hvor opplysningen ikke utgjør innsideinformasjon, for eksempel fordi den ikke er kursdrivende.

For utsteder betyr dette at innsideinformasjonsvurderingen kun er nødvendig dersom utsatt offentliggjøring skal vurderes. I alle andre tilfeller må informasjonen uansett offentliggjøres gjennom børsmelding.

Informasjonsplikten etter børsens løpende forpliktelser punkt 3.2 følgende gjelder kun for selskaper notert på børsen og ikke selskaper som kun har søkt om notering.

Løpende forpliktelser punkt 3.2 angir i hvilke tilfeller utsteder er pliktig å offentliggjøre: Ved utbytte, fusjon, fisjon, forhøyelse eller nedsettelse av aksjekapitalen, fullmakt til kapitalforhøyelse, utstedelse av tegningsretter eller opptak av ansvarlig lånekapital. Dette er forhold som i stor grad kan virke inn på verdsettelsen av utsteders aksjer og som markedet av den grunn har stort behov for å informeres om.

Plikten gjelder både forslag og beslutninger i styret, generalforsamling eller annet selskapsorgan. Således kan informasjonsplikten inntre før kompetent organ har fattet endelig beslutning. For eksempel ligger det etter asal. § 5-6 annet ledd til generalforsamlingen å fatte vedtak om utbytte. Men utsteder vil etter løpende forpliktelser punkt 3.2 måtte offentliggjøre forslaget allerede ved forslag eller beslutning av styret.

I de tilfeller forslaget eller beslutningen omhandler fusjon eller fisjon, dikterer løpende forpliktelser punkt 3.5.3.1 og 3.5.3.2 at også utvidet informasjon om fastsettelse av vederlag og planer for gjennomføringen følger meldingen.

Videre har utsteder en utvidet informasjonsplikt ved transaksjoner som utgjør mer enn fem og 25 prosent av selskapets eiendeler, driftsinntekter eller årsresultat, jf. løpende

forpliktelser punkt 3.4 og 3.5. Både erverv og avhendelse som overskrider terskelen omfattes. Utsteder må i disse tilfellene inngi børsmelding med nærmere beskrivelse av partene, vederlag og betydning for selskapet. Riktignok har utsteder i disse tilfellene en utvidet frist for offentliggjøringen; innen børsåpning tredje børsdag etter avtalen ble inngått.

Også vesentlige eller uvanlige avtaler selskapet inngår med nærstående skal etter løpende forpliktelser punkt 3.3 offentliggjøres uoppfordret og umiddelbart uavhengig av innsideinformasjonsbedømmelsen.

3.4.4 Informasjonsplikt før opptak

Etter børsloven § 5-7 første ledd og børsforskriften § 5-1 gjelder informasjonsplikten også for selskaper som har søkt om notering, men som ennå ikke er tatt opp til handel på børsen. Oslo Børs antar at prosessen fra søknad er levert til opptak til notering tar minimum åtte uker¹²⁵.

Utgangspunktet er naturligvis at disse vil være pålagt den samme informasjonsplikten som de børsnoterte utstedere er. Imidlertid kan det tenkes at det for denne gruppen fremkommer særlige opplysninger som vil være informasjonspliktige.

I børs sirkulære nr. 3/2005 punkt 3.3.1 peker børsen på at forhold som knytter seg til selve noteringen vil kunne være informasjonspliktige. Som eksempler på dette nevnes ”tegningsresultater ved kapitalforhøyelser, selskapsbeslutninger mv.”. Dette støttes av børsens uttalelser i børs sirkulære nr. 5/2001 hvor det gis ytterligere eksempler på tilfeller som utløser informasjonsplikten: ”[E]ndring i prisintervall, tegning- eller kjøpsperiode, endelig fastsettelse av tilbudskurs, størrelse av emisjon eller nedsalg og lignende”. Hensikten med dette er som ellers at markedet skal ha anledning til en mest mulig korrekt prissetting av utsteders aksjer.

¹²⁵ Oslo Børs på <http://www.oslobors.no/ob/noteringavaksjer>

Det er også antatt av børsen at grove brudd på reglene om informasjonsplikt vil kunne tillegges vekt ved vurderingen av om utsteders søknad om opptak skal innvilges eller ikke¹²⁶.

¹²⁶ Børssirkulære nr. 3/2005 s. 4

4 Inntreden

4.1 Umiddelbart

Hovedregelen er at informasjonsplikten inntreer ”umiddelbart”, jf. børsforskriften § 5-2 første ledd. Et av de bærende hensyn bak markedsmisbruksdirektivet er å øke verdipapirmarkedets integritet. Tanken er at hurtig offentliggjøring av innsideinformasjon vil kunne redusere muligheten for misbruk av slike opplysninger¹²⁷. Derfor er det sentralt at opplysningene blir offentliggjort på et tidligst mulig tidspunkt.

En ren språklig fortolkning av ordlyden i børsforskriften § 5-2 trekker klart i retning av at utsteder må offentliggjøre den aktuelle opplysningen med en gang forholdet oppstår eller selskapet blir oppmerksomt på det. Denne betraktningssmåten finner også støtte i børssirkulære nummer 3/2005¹²⁸. Utgangspunktet må dermed være at utsteder må offentliggjøre informasjonen øyeblikkelig.

Børsforskriften § 5-2 er ment å gjennomføre markedsmisbruksdirektivet artikkel 6 nummer 1. I markedsmisbruksdirektivet er denne tidsfristen angitt å være ”as soon as possible”, eller så snart som mulig på norsk. En naturlig tolkning av dette tilsier at utsteder har en viss tid til å forberede seg og til å utforme børsmeldingen før denne offentliggjøres. Det ligger i uttrykket at publiseringen skal skje så raskt som praktisk mulig. Ut ifra en rent språklig fortolkning må man forutsette at tidsangivelsen i markedsmisbruksdirektivet gir anvisning på en noe lengre frist enn det den norske bestemmelsen gjør.

Det virker naturlig at ”så snart som mulig” angir en lengre tidsfrist for publisering enn ”umiddelbart”. Dermed vil den norske bestemmelsen være strengere enn

¹²⁷ Ot.prp.nr. 12 (2004–2005) s. 48

¹²⁸ I punkt 3.5.1

markedsmisbruksdirektivets regler på området. Dette er som nevnt problematisk fordi MAD er et fullharmoniseringsdirektiv som således ikke tillater strengere regler.

På den annen side er praktiseringen av den norske bestemmelsen på langt nær så tro mot ordlyden som det kan gis inntrykk av. Det blir derfor vesentlig å fastlegge grensen etter den norske regelen slik den er blitt praktisert for å kunne måle denne opp mot markedsmisbruksdirektivet.

Umiddelbart i praksis

Ordlyden i den tidligere børsforskriften ble videreført i dagens § 5-2. I den forbindelse uttalte Kredittilsynet i høringsnotatet at en videreføring av den daværende ordlyden i bestemmelsen var mer ”hensiktsmessig” enn å endre den til direktivets ”as soon as possible”¹²⁹. Dermed er det grunn til å anta at praksis etter den tidligere børsforskriften fremdeles er relevant.

Utgangspunktet for vurderingen må etter ordlyden være at informasjonsplikten inntreffer i det øyeblikk forholdet oppstår eller senest når utstederen blir klar over det.

Måten utsteder innfrir informasjonsplikten på er ved å inngi børsmelding etter reglene i børsforskriften kapittel 23. Det er først når børsen har mottatt opplysningene og fått disse sendt ut gjennom sitt informasjonssystem at opplysningene kan anses offentliggjort og fristen er avbrutt jf. børsforskriften § 23-2. Det stilles i denne forbindelse krav til at meldingen skal være korrekt og lettfattelig, slik at markedet kan foreta en rettidig vurdering av forholdet. Dersom dette ikke skjer, regnes ikke fristen som avbrutt med den følge at selskapet må inngi ny børsmelding for å avbryte den¹³⁰.

Børsens åpningstid

¹²⁹ Ot.prp.nr. 12 (2004–2005) s. 51

¹³⁰ Global Geo Services-saken

For det første vil det være et element i vurderingen hvorvidt den informasjonspliktige opplysningen eller hendelsen oppsto i eller utenfor børsens åpningstid.

Det er grunn til å anta at kravet til umiddelbart vil tolkes strengere all den tid børsen er åpen¹³¹. Dette fordi misbrukspotensialet vil være størst i åpningstiden. I den perioden hvor børsen er stengt kan aktørene ikke handle og med det reduseres mulighetene til å misbruke innsideinformasjon. Dette er også hensynet bak unntaksregelen i børsforskriften § 23-3. Utenfor børsens åpningstid skal opplysninger sendes børsen for offentliggjøring innen børsåpning neste dag. Dersom selskapet mottar informasjonspliktige innsideopplysninger like etter stengtiden den ene dagen, må børsmelding være inngitt innen åpningstid påfølgende dag. I PhotoCure-saken forutsatte børsstyret at børsnoterte selskaper har rutiner som fanger opp denne type informasjon og at den gjennomgås ”ikke særlig senere enn kl. 08.00 norsk tid”. Dessuten at børsmelding inngis før børsens åpningstid.

Dette brytes riktignok dersom selskapet samtidig med å være notert på børsen er notert på andre regulerte markeder, jf. børsforskriften § 5-2 fjerde ledd. Dersom børsmelding eller annen offentliggjøring skjer på de andre markedene, må selskapet også samtidig inngi børsmelding her. For eksempel er Statoil notert både på Oslo Børs og New York Stock Exchange. Dersom selskapet er pålagt å offentliggjøre opplysninger til NYSE etter stengtiden i Oslo, må de likefremt sende Oslo Børs de samme opplysningene samtidig som de informerer New York.

Det samme følger av første kommisjonsdirektiv artikkel 2 nummer 4. Direktivet retter seg riktignok ikke mot alle regulerte markeder, men kun de som er etablert i medlemslandene. De norske reglene har således et videre virkeområde enn direktivet.

Opplysningens opprinnelse

Det kan også være grunn til å se på hvor den aktuelle opplysningen stammer fra. Mange informasjonspliktige opplysninger vil stamme fra forhold innen selskapet selv, eller være

¹³¹ Bergo (2004) s. 121

forhold selskapet vet at kommer. I disse tilfellene tolkes tidsfristen strengt. Selskapene har anledning til på forhånd å danne seg en mening om begivenhetenes utfall og å utforme børser- og eventuelt pressemeldinger. Børsen forutsetter at utstederne har både rutiner og prosedyrer for hvordan informasjonspliktige opplysninger skal håndteres, slik at man oppnår en effektiv ekspedisjon av disse når de oppstår¹³².

Men det ville være urimelig å kreve at utsteder skulle være forberedt på alle forhold og eventualiteter som kan oppstå utenfor selskapet. Dermed vil det undertiden vil være grunn til å fortolke tidskravet noe mer lempelig. Dette får også støtte i juridisk teori¹³³. Selskapet må få noe tid til å sette seg inn i fakta og konsekvenser for selskapet og utarbeide børsmelding¹³⁴. I PhotoCure-saken uttalte børsstyret at på tross av at faktum var komplekst og dermed tidkrevende å sette seg inn i, fremsto resultatet som klart og kunne ikke begrunne forsinkelsen. Overtredelsesgebyr ble ilagt etter at børsmelding var inngitt 1 time og 23 minutter etter børsåpning. Forholdet var her at PhotoCure hadde søkt om og fått avslag for salg av en ny type behandling for hudkreft på det amerikanske markedet. Avslaget fra de amerikanske myndighetene var kommet i løpet av natten norsk tid og selskapet hevdet at de hadde benyttet tiden frem til klokken 11.23 til å sette seg inn i saken og til å utferdige børsmeldingen.

Børsstyrets uttalelser i PhotoCure-saken er interessante fordi de forutsetter at det kan være tilfeller hvor informasjonsplikten ikke inntreer umiddelbart. Utsteder må på tross av ordlyden i bestemmelsen ha tilstrekkelig tid til å forstå hva som skjer og til å skrive en børsmelding før han kan inngi denne. Dette trekker i retning av at den norske praksisen er på linje med direktivet.

På den annen side forutsetter børsen at utsteder inngir minimumsmelding umiddelbart dersom det vil ta for lang tid å utarbeide en fullstendig børsmelding. Forutsetningen er naturligvis at minimumsmeldingen ikke vil lede markedet eller skaper unødig usikkerhet. Utsteder må likefremt sende inn en fullstendig børsmelding om forholdet når det er blitt

¹³² Børssirkulære nr. 3/2005 s. 9

¹³³ Bergo (2004) s. 121

¹³⁴ Børssirkulære nr. 3/2005 s. 9

kartlagt¹³⁵. Dersom verken minimumsmelding eller børsmelding kan inngis umiddelbart, bør utsteder kontakte børsen slik at det eventuelt kan innføres børspause¹³⁶.

Korreksjoner

For opplysninger som korrigerer tidligere inngitte børsmeldinger, skjerpes tolkningen av ”umiddelbart”. I første kommisjonsdirektiv artikkel 2 nr. 3 kommer dette til uttrykk ved at denne type opplysninger skal inngis ”promptly” mens de ved førstegangsmelding må inngis ”as soon as possible”. Hensynet bak er at aktørene ikke skal handle på et ukorrekt grunnlag, noe som fordrer større grad av hurtighet når man blir klar over en feil enn når man forbereder en børsmelding om et helt nytt forhold.

Dermed kan det stilles spørsmål ved hvorvidt første kommisjonsdirektiv setter en annen frist for denne type opplysninger enn markedsmisbruksdirektivets generelle frist. På grunn av direktivenes trinnhøyde i forhold til hverandre, er en slik fortolkning lite holdbar. Intensjonen er trolig å påpeke viktigheten av hurtig å korrigere feilaktige opplysninger fremfor å stille opp et helt nytt og strengere vurderingstema.

Alle disse momentene tatt i betraktning, fremstår det for meg som om den norske praksisen i det store og hele er godt på linje med direktivet. Nøyaktig hvor den eksakte grensen vil gå i det konkrete tilfellet er vanskelig å si, men opplysninger som fremkommer i børsens åpningstid og som utsteder er klar over vil bedømmes etter en streng norm og således være lengst fra direktivets ”as soon as possible”. Motsatt vil opplysninger som kommer overraskende og utenfor børsens åpningstid gis en mer lempelig fortolkning av umiddelbart. Dette vil likeledes være momenter i bedømmelsen av hvor snart ”as soon as possible” er og de samme hensynene vil spille inn.

¹³⁵ Børssirkulære nr. 3/2005 s. 9

¹³⁶ PhotoCure-saken

4.2 Utsatt offentliggjøring

I utgangspunktet er informasjonsplikten absolutt i den forstand at utstederne alltid må offentliggjøre innsideinformasjon etter børsforskriften § 5-2 første ledd.

Fra dette utgangspunktet er det oppstilt en unntaksregel i børsforskriften § 5-3 første ledd. Hovedvilkåret er at utsettelsen begrunnes i selskapets legitime interesser. Deretter følger det to kumulative tilleggsvilkår. For det første er det slik at utsettelsen ikke vil lede markedet, og for det andre må utstederen kunne sikre at innsideinformasjonen behandles fortrolig¹³⁷. Vurderingen vil være en avveining av utsteders behov for konfidensialitet opp mot markedets behov for informasjon¹³⁸. Unntaket gjelder kun så lenge vilkårene er oppfylt. Når de ikke lenger er det, må opplysningene umiddelbart offentligjøres.

Første ledd gjennomfører markedsmisbruksdirektivet artikkel 6 nummer 2. Ordlyden i den norske bestemmelsen er lik med direktivet.

Unntaksadgangen anses som snever og bestemmelsen må derfor tolkes innskrenkende¹³⁹. En slik forståelse samsvarer med unntaksregelen i første kommisjonsdirektiv artikkel 3, se fortalens punkt 5. Kredittilsynet presiserer dette i høringsnotatet og uttaler at ”det er rimelig å slutte at det ved utsatt offentliggjøring må foreligge en kvalifisert interesseovervekt i foretakets favør, det vil si at foretakets behov for konfidensialitet må veie klart tyngre enn markedets behov for informasjon”.

Utsettelsen må vurderes fortløpende. Dersom vilkårene for utsettelsen ikke lenger er tilstede skal opplysningene straks offentligjøres¹⁴⁰. For eksempel vil vilkårene ikke lenger være oppfylt når en avtale er signert slik den var i Ignis-saken. Utsteder hadde her inngått en avtale med en kanadisk motpart, men var av historiske årsaker usikker på i hvor stor grad de kunne stole på innholdet. Børsstyret kom til at selskapet hadde brutt sin løpende informasjonsplikt ved at den endelige avtalen ikke var meddelt markedet tidsnok.

¹³⁷ Ot.prp.nr. 12 (2004–2005) s. 49

¹³⁸ Ignis-saken

¹³⁹ Ot.prp.nr. 12 (2004–2005) s. 49

¹⁴⁰ Ot.prp.nr. 12 (2004–2005) s. 49

Tilsvarende må opplysningene offentliggjøres dersom konfidensialiteten blir brutt eller mistenkes brutt, jf. børsforskriften § 5-3 fjerde ledd.

Det følger av markedsmisbruksdirektivet at risikoen for vurderingen rundt utsatt offentliggjøring ligger hos utstederen. Tilsvarende finnes ikke i den norske regelen, men det fremgår av forarbeidene at dette er forutsatt også i Norge¹⁴¹. Dette synspunktet støttes av Oslo Børs i Hydro-Statoil-saken. Faktum var her at det over tid hadde foregått samtaler mellom selskapene om en fusjon av petroleumsvirksomhetene. At disse samtalene var hemmeligholdt, var i det minste i sluttfasen et brudd på den løpende informasjonsplikten ved at utsatt offentliggjøring ikke var meddelt børsen. Risikoen for dette lå hos utstederne.

Det er i utgangspunktet utsteder selv som må foreta vurderingen. Børsens funksjon som kontrollorgan av om vilkårene for utsatt offentliggjøring er oppfylt skjer i etterkant. Men når beslutning om utsatt offentliggjøring tas, skal børsens selskapsavdeling samtidig underrettes, jf. løpende forpliktelser punkt 3.1.2. Dette for å kunne intensivere overvåkingen av handelen av selskapets aksjer¹⁴².

I det tilfellet selskapet velger å utsette offentliggjøring av en opplysning, anbefaler CESR selskapet å notere årsaken til utsettelsen¹⁴³. Bakgrunnen for dette er at en slik oppføring senere vil kunne få betydning dersom børsen får mistanke om markedsmisbruk og ber om en redegjørelse. En skriftlig redegjørelse over selskapets vurderinger til enhver tid i prosessen vil gjøre det enklere for selskapet å begrunne utsettelsen ovenfor børsen. Slik var tilfellet i Ignis-saken, der børsstyret la vekt på at det ikke fantes etterprøvbare omstendigheter som kunne støtte opp om selskapets anførsler.

Legitime interesser

Grunnvilkåret for vurderingen er ”legitime interesser” og er gitt i børsforskriften § 5-3 første ledd. Det nærmere innholdet i begrepet er gitt i andre ledd hvor det oppstilles to

¹⁴¹ Ot.prp.nr. 12 (2004–2005) s. 49

¹⁴² Hydro-Statoil-saken

¹⁴³ CESR/06-562b punkt 2.11

typetilfeller for legitime interesser. Det første er pågående forhandlinger og det andre er påvente av godkjenning. Som det fremgår av ordlyden og forarbeidene, er tilfellene ikke uttømmende¹⁴⁴. I begge tilfeller må det foretas en konkret vurdering¹⁴⁵. (CESR har valgt ikke å gi flere eksempler da dette er unntak (CESR/06-562b punkt 2.5).)

Forhandlinger

Det første eksempelet er pågående forhandlinger, jf. litra a). Vilkårene i bestemmelsen er kumulative. Anledningen til å utsette offentliggjøring av denne type opplysninger vil være aktuelt kun i et begrenset tidsrom, maksimalt så lenge forhandlingene pågår¹⁴⁶.

Det er spesielt ved pågående forhandlinger og lignende at utsteder har behov for tilbakehold, og da gjerne grunnet konkurranseforhold.

Vilkåret er at enten gjennomføringen eller resultatet ville ta skade av en offentliggjøring. Ordlyden i bestemmelsen trekker i retning av at en liten grad av påvirkning er tilstrekkelig. Eksempelvis kan pågående forhandlinger medføre et behov for konfidensialitet, siden offentliggjøring av forhandlingene vil kunne føre til at avtalen ikke inngås eller går tapt til en konkurrent¹⁴⁷.

Litra a) fanger også opp tilfeller der det ikke finnes noen motpart, men der forholdet oppstår innen selskapet selv¹⁴⁸. Dette vil være tilfellet ved produktutviklingsprosesser hvor det er essensielt med beskyttelse av rettigheter frem til patentsøknad er innvilget. Tilsvarende vil være i de tilfeller hvor utsteder skal selge en større aksjepost i et annet selskap og hvor opplysninger om dette ville medføre at salget ikke kunne gjennomføres¹⁴⁹.

Jeg mener at dette ikke kommer klart nok frem i den norske forskriften. Ordlyden trekker i retning av at det kreves flere parter, men åpner samtidig for ensidige disposisjoner. Det

¹⁴⁴ Ot.prp.nr. 12 (2004–2005) s. 49

¹⁴⁵ CESR/06-562b punkt 2.7

¹⁴⁶ Ot.prp.nr. 12 (2004–2005) s. 49

¹⁴⁷ CESR/06-562b punkt 2.8

¹⁴⁸ CESR/06-562b punkt 2.8

¹⁴⁹ CESR/06-562b punkt 2.8

fremgår riktignok klart av CESRs nivå 3-rådgivning at bestemmelsen skal omfatte denne type tilfeller og jeg mener derfor at dette må innfortolkes også i den norske regelen.

Litra a)s siste del oppstiller et særtilfelle hvor offentliggjøring kan virke særlig skadelig. Bestemmelsen tolkes dit at utstederens finansielle stilling må være ”alvorlig og prekær, men utenfor konkursregimet”¹⁵⁰. Det er ikke tilstrekkelig at offentliggjøring ville være en ulempe for selskapet – utfallet må bli forfeilet av innsyn. Heller ikke vil uforpliktende samtaler med kreditorene være tilstrekkelig til å utsette offentliggjøringen dersom disse kun kan gi en kortsiktig løsning¹⁵¹.

Dette var tilfellet i Kværner-saken¹⁵². Selskapet var i en alvorlig likviditetskrise som ble forsterket av hendelsene 11. september 2001. Søknader om lån i amerikanske banker var avslått, men selskapet hadde forhåpninger om at en snarlig løsning ville komme på plass. Basert på de tidligere reglene, uttalte børsstyret i denne sammenheng at det sentrale for informasjonspliktens inntreden var en totalbedømmelse av selskapets situasjon, der avviket mellom hva markedet visste og de faktiske forhold ville være avgjørende. Konkret mente børsstyret at avviket her var tilstrekkelig til at overtredelsesgebyr ble ilagt.

Denne saken oppsto riktignok før reglene om utsatt offentliggjøring kom til, og jeg mener utfallet i dag sannsynligvis ville blitt et annet. Det fremstår som klart av børsstyrets behandling av saken at Kværner var i en alvorlig finansiell situasjon og var nær ved å begjære gjeldsforhandlinger uten at vedtak om dette var truffet. Samtidig var selskapet etter avslaget om lån i ABN Amro i forhandlinger med denne og flere andre banker om etableringen av et finansieringssyndikat, for på denne måten å skaffe likvider. Etter min mening ville en offentliggjøring av selskapets finansielle situasjon, sett i lys av terrorhandlingene 11. september 2001, være egnet til å undergrave utfallet av forhandlingene med de amerikanske bankene.

Styregodkjennelse

¹⁵⁰ Ot.prp.nr. 12 (2004–2005) s. 49

¹⁵¹ Ot.prp.nr. 12 (2004–2005) s. 49

¹⁵² Børsstyrets sak nr. 58/2002

Børsforskriften § 5-3 annet ledd litra b) gir det andre eksempelet på legitim interesse. Bestemmelsen inneholder et grunnvilkår og et tilleggsvilkår som begge må være oppfylt for at utsettelsen skal være legitim.

Grunnvilkåret er at det må være tatt en beslutning eller inngått en kontrakt som ikke blir gyldig før den er godkjent av et annet selskapsorgan. Normalt vil det være daglig leder eller ledelsen som står for beslutningen eller kontrakten. I første kommisjonsdirektiv artikkel 3 nummer 1 litra b) er dette spesifisert å være beslutninger eller kontrakter fra ”the management body” og den norske bestemmelsen må forstås tilsvarende.

Det andre organet i litra b) er mest praktisk styret, men kan også være for eksempel bedriftsforsamlingen. Det er et krav at godkjenningen av selskapsorganet er som en konsekvens av selskapets organisering etter lov eller vedtekt, i motsetning til et avtalemessig forhold¹⁵³. Det samme kan utledes av første kommisjonsdirektiv med den modifikasjon at beslutningsprosessen forutsettes å spenne over flere hierarkiske nivåer hos utsteder¹⁵⁴.

Eksempelvis vil beslutninger og kontrakter som faller uten for den ”daglige ledelse” i asal. § 6-14 ligge til styret. Tilsvarende gjelder for bedriftsforsamlingen etter asal. § 6-37. Motsetningsvis vil påvente av godkjenning av beslutningen fra et organ utenfor selskapet, for eksempel et morselskap, ikke fylle kravene til legitim interesse.

Tilleggsvilkåret er at opplysning om kontrakten og den manglende godkjenningen vil villede allmennhetens korrekte vurdering av forholdet¹⁵⁵. Forutsetningen er at det må være en reell usikkerhet rundt hvorvidt styret vil godkjenne kontrakten eller beslutningen.

Betydningen av dette er for det første at markedet må kunne ta feil av om godkjenningen vil finne sted eller ikke. Dersom saken ligger an til å bli godkjent av styret, men markedet gjennom offentliggjøringen tror at den ikke vil bli godkjent, er allmennhetens korrekte

¹⁵³ Børssirkulære nr. 3/2005 s. 13

¹⁵⁴ CESR/06-562b punkt 2.9

¹⁵⁵ Kredittilsynets høringsnotat til begrenset gjennomgang av børsloven av 14.01.2005

vurdering av forholdet villedet. For det andre kan det tenkes at en offentliggjøring vil påvirke styrets behandling av saken, det vil si at de kommer til et annet resultat enn de ville gjort uten offentliggjøringen¹⁵⁶.

Det ligger også i dette et krav om at det er en realitet i at utsteder påventer godkjenning¹⁵⁷. Dersom godkjenningen kun er en formalitet vil ikke allmennheten villedes av en offentliggjøring før dette skjer. Dette kan for eksempel være tilfellet hvor daglig leder har inngått en kontrakt etter fullmakt fra styret.

Av ordlyden i den norske bestemmelsen og den engelske versjonen av første kommisjonsdirektiv er det ikke krav om at allmennheten faktisk villedes av informasjonen. Det er tilstrekkelig at opplysningen vil kunne villedes gjennom offentliggjøring.

I det øyeblikk godkjenningen foreligger eller faren for villedelse ikke lenger er tilstede, har utsteder ikke lenger legitime grunner til å tilbakeholde opplysningene og disse må dermed offentliggjøres.

Ikke villedes av utsettelsen

Det første tilleggsvilkåret for utsatt offentliggjøring fremgår av børsforskriften § 5-3 første ledd. En legitim grunn er i seg selv ikke nok til å begrunne utsettelsen¹⁵⁸. Det stilles også krav om at markedet ikke villedes av unntakelsen.

Rent prinsipielt vil enhver utsettelse av offentliggjøring medføre en faktisk villedelse av markedet, da markedet ikke har fullstendig informasjon. Det er en forutsetning for å kunne verdsette aksjene riktig.

En språklig fortolkning av vilkåret tilsier at villedelse vil foreligge når det er et avvik mellom det markedet forutsetter og det reelle forholdet. Allmennheten vil som tidligere måtte tolkes innskrenkende til å gjelde markedsaktørene.

¹⁵⁶ Kredittilsynets høringsnotat til begrenset gjennomgang av børsløven av 14.01.2005

¹⁵⁷ Børssirkulære nr. 3/2005

¹⁵⁸ CESR/06-562b punkt 2.10

Ordlyden i bestemmelsen trekker også i retning av at det er en forutsetning at markedet faktisk villedes av utsettelsen og således at kun en mulighet for det ikke er tilstrekkelig. I markedsmisbruksdirektivet artikkel 6 nummer 2 er vilkåret noe annerledes utformet og trekker i retning av at en sannsynlighetsovervekt for villedelse er tilstrekkelig.

Det forutsettes også at vurderingen blir foretatt fortløpende og at opplysningen umiddelbart offentliggjøres dersom selskapet antar at markedet er i ferd med å villedes¹⁵⁹.

Dersom utsteder velger å publisere enkelte opplysninger, men utsetter offentliggjøringen av andre, kan det være villedende sett under ett¹⁶⁰. Utsteder må dermed ikke bare vurdere hvilke opplysninger som skal utsettes offentliggjort, men også betydningen av dette for opplysninger som skal offentliggjøres.

Dersom selskapet har annonsert at forhold vil inntre til en gitt tid, vil endringer i dette ikke kunne utsettes offentliggjort¹⁶¹. For eksempel vil et selskap som har gitt melding om at resultatet av prøveboring etter olje vil være klar til et visst tidspunkt ikke kunne utsette offentliggjøringen av denne dersom olje ikke ble funnet.

I børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.6.4 uttaler børsen at alle former for tilbakehold av informasjon i seg selv vil være villedende for markedet. Konsekvensen av dette er derfor at vilkåret skal angi en mer kvalifisert form for villedelse. Et slikt synspunkt tilbakevises av CESR i nivå 3-veiledningen i 06-562b. Der peker de på at dersom dette var sant, ville det være meningsløst å innta en adgang til unntak i direktivet da kriteriet for dette aldri ville bli oppfylt.

Jeg er i utgangspunktet enig med CESR i denne bedømmelsen. Hvis all tilbakehold av opplysninger er villedende, er det ikke rom for utsatt offentliggjøring ettersom kriteriet aldri vil bli møtt. En språklig fortolkning av ”villedende” tilsier også at det forutsetter et

¹⁵⁹ Ot.prp.nr. 12 (2004–2005) s. 49

¹⁶⁰ Børssirkulære nr. 3/2005

¹⁶¹ Børssirkulære nr. 3/2005

avvik fra de reelle forholdene, noe som ikke alltid vil være tilfellet selv ved en utsettelse av offentliggjøringen.

Opplysningene behandles konfidensielt

Bestemmelsens andre tilleggsvilkår er at utstedet må sikre at opplysningene behandles konfidensielt. Dette betyr at utsteder må ha kontroll over informasjonen og på alle måter behandle den som innsideinformasjon, se verdipapirhandelloven kapittel 2.

I dette ligger for det første at utsteder plikter å iverksette effektive tiltak for å hindre uvedkommende innsyn i opplysningene¹⁶². Det mest naturlige er her fysiske tiltak, men det kan også tenkes tiltak som øker datasikkerheten og lignende. I tillegg kreves det at utsteder har rutiner for informasjonshåndteringen, jf. verdipapirhandelloven § 2-4 annet ledd.

Videre at alle som av nødvendighetshensyn har fått innsyn i innsideopplysningene fullt ut forstår og er klar over de forbud og plikter som medfølger innsynet, samt sanksjonene som kan treffes ved brudd¹⁶³. Utsteder har en plikt til aktivt å informere de aktuelle personene¹⁶⁴. Utsteder skal også i den forbindelse føre lister over hvem som til enhver tid har innsyn i opplysningene, jf. verdipapirhandelloven § 2-5. På forespørsel skal denne sendes børsen, jf. børsforskriften § 5-3 tredje ledd.

Og ikke minst at utsteder har på plass tiltak som kan sørge for umiddelbar offentliggjøring av opplysningene om andre får innsyn i dem, uavhengig av grunnen til det. Dette forutsettes også i børsforskriften § 5-3 fjerde ledd, der allerede utsluppet informasjon og mistanke om forestående lekkasjer fører til at utsteder umiddelbart må offentliggjøre opplysningene.

Taushetsplikt

¹⁶² Første kommisjonsdirektiv artikkel 3

¹⁶³ Første kommisjonsdirektiv artikkel 3

¹⁶⁴ CESR/06-562b punkt 2.11

Det kan stilles spørsmålstegn ved om opplysninger med påhvilende taushetsplikt er unntatt fra offentliggjøring. Utgangspunktet vil være at avtalebaserte taushetsklausuler ikke unntar offentliggjøring av opplysningene¹⁶⁵. Dette vil ha spesiell betydning i for eksempel konkurransesituasjoner hvor offentliggjøring av forhandlinger kan være svært skadelig for fremdriften og avslutningen av forhandlingene. På den annen side er det antatt at lovpålagt taushetsplikt går foran den løpende informasjonsplikten og således gjør at opplysningene ikke kan offentliggjøres¹⁶⁶.

4.3 Typetilfeller

4.3.1 Regnskapsinformasjon

I de tilfeller der regnskapstallene utgjør innsideinformasjon på et tidspunkt før utsteder skal innberette etter den periodiske informasjonsplikten, oppstår spørsmålet om informasjonen kan utsettes offentliggjort.

Forutsetningen for dette er som ellers at informasjonen tilfredsstillende kravene i børsforskriften § 5-3 første ledd. Det skal foretas en avveining mellom markedets behov for informasjon og selskapets behov for konfidensialitet.

Legitim interesse

For det første må det tas stilling til om utsteder har en legitim interesse i å utsette offentliggjøringen av opplysningene.

I børssirkulære nr. 3/2005 side 13 uttaler børsen at regnskapsinformasjon regelmessig bør kunne unntas offentliggjøring frem til godkjenning av kompetent organ. Begrunnelsen for dette er at en tidligere offentliggjøring ville vanskeliggjøre utarbeidelsen av regnskapene.

Dette synspunktet støttes av Kredittilsynets uttalelser i forbindelse med gjennomføringen av markedsmissbrukdirektivet i børsforskriften. Av høringsnotatet punkt 3.3.3 fremgår det

¹⁶⁵ CESR/06-562b punkt 2.8 og Ot.prp.nr. 12 (2004–2005) s. 50

¹⁶⁶ Se som eksempel børsforskriften § 23-2 fjerde ledd om opplysninger vedrørende rikets sikkerhet.

at ordinær regnskapsinformasjon ikke behøver å offentliggjøres da ”det ikke vil være formålstjenlig for selskapene eller investorer selskapene løpende å skulle rapportere enhver kursrelevant opplysning forut for eller under en regnskapsavleggelse”.

Som nevnt har CESR valgt ikke å gi utfyllende rådgivning om dette, da utsatt offentliggjøring er forbeholdt unntakstilfellene. Fordi det ikke foreligger andre kilder, legges Kredittilsynets og børsens felles forståelse av bestemmelsen til grunn.

Utstederne vil således, på grunn av de praktiske ulempene forbundet med offentliggjøringen, ha en legitim interesse i å utsette offentliggjøringen av regnskapsinformasjon frem til den periodiske rapporteringen.

Allmennheten ikke villedes av utsettelsen

Videre må det vurderes om allmennheten vil villedes av en eventuell utsettelse av offentliggjøringen, jf. børsforskriften § 5-3 første ledd. Ved denne vurderingen er det av kildene fremkommet tre ulike scenarier.

For det første der hvor det foreligger ”ordinær” regnskapsinformasjon. Av Kredittilsynets høringsnotat fremgår det at med ”ordinær” menes regnskapsinformasjon hvor det ikke foreligger et vesentlig resultatavvik og hvor selskapet har bidratt til markedets forventning¹⁶⁷. Både Kredittilsynet og børsen antar at en utsettelse i disse tilfellene ikke vil virke villedende.

Dernest kan det tenkes tilfeller hvor selskapet på forhånd har skapt forventning om et visst resultat eller ”guidet” markedet. Disse forventningene til resultatet vil være diskontert i prissettingen av selskapets aksje. Dersom resultatet når det foreligger skiller seg fra markedets forventninger, vil en utsettelse av offentliggjøringen være villedende fordi kursen ikke gjenspeiler aksjens reelle verdi.

¹⁶⁷ Kredittilsynets høringsnotat til begrenset gjennomgang av børsloven av 14.01.2005 punkt 3.3.6

Det tredje og siste scenarioet er der hvor det oppdages avvik i allerede innrapporterte regnskapstall. I de tilfeller hvor innsideinformasjonen er et resultat av avvik fra tidligere innberettigede opplysninger, er det klart at en utsettelse av offentliggjøringen vil være villedende for allmennheten. Dette var tilfellet i Global Geo Services-saken. Børsstyret fant det også helt klart at markedet ville villedes av en utsettelse av offentliggjøringen i denne type tilfelle.

Opplysningene behandles konfidensielt

Det siste vilkåret som må være oppfylt for at utsteder skal kunne utsette offentliggjøring av regnskapsinformasjonen, er at opplysningene behandles konfidensielt, jf. børsforskriften § 5-3 første ledd. I og med at regnskapsinformasjon skal rapporteres regelmessig, er det nærliggende å forvente at utsteder har faste rutiner for hvordan håndteringen frem til rapportering skal skje. Dette følger også av børsforskriften § 6-1.

4.3.2 Andre typetilfeller

Av ordlyden i børsforskriften § 5-3 annet ledd fremgår det at listen ikke er uttømmende og at det således kan tenkes flere forhold som utgjør legitime interesser.

I Kredittilsynets høringsnotat i forbindelse med gjennomføringen av MAD i børsforskriften, nevnes det tilfelle at utsteder foretar omstruktureringer med den følge at ansatte avskjediges. Om dette uttaler Kredittilsynet: ”Behovet for først å drøfte omstruktureringen med de ansatte må antas å veie tyngre enn markedets umiddelbare behov for opplysningene”. I dette ligger at utsteder har legitime interesser for utsettelse av offentliggjøringen. Likefremt må det vurderes om markedet villedes av utsettelsen og om utsteder kan holde opplysningene konfidensielle.

Kredittilsynet gir like etter ytterligere et eksempel på en legitim interesse. Dette vil være tilfellet der utsteder har forskningsresultater som ikke ennå er rettslig beskyttet, slik at en offentliggjøring ville kunne medføre rettstap.

Børsen slutter seg i børssirkulære nr. 3/2005 til disse eksemplene og legger til de anser det samme for å gjelde i saker hvor utsteder har besluttet å selge en større aksjepost i et annet børsnotert selskap. Begrunnelsen for dette er at en offentliggjøring ville kunne drive aksjekursen nedover, noe som ville være negativt for utsteder. Av nivå 3-veiledningen til CESR fremgår det at de er av samme oppfatning, men under forutsetning av at offentligjøringen vil føre til at handelen feiler.

5 Kort om den nye verdipapirhandelloven og børsløven

Den 29. juni i år vedtok Stortinget lov nr. 74 om regulerte markeder (børsløven) og lov nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven). Lovene gjennomfører tre sentrale EU-direktiver i norsk rett.

Ved forskrift er de nye lovene delvis satt i kraft fra 1. november 2007, mens de gjenværende bestemmelsene trer i kraft 1. januar 2008. Verdipapirhandelloven av 1997 og børsløven av 2000 oppheves fra samme tid.

De nye lovene endrer i første rekke forhold knyttet til den periodiske informasjonsplikten. For den løpende informasjonsplikten vedkommende, er den største nyheten at alle bestemmelsene om informasjonsplikt samles i ett og samme kapittel i verdipapirhandelloven. Det gjøres ingen språklige endringer i bestemmelsene som omhandler den løpende informasjonsplikten og det materielle innholdet i dem må derfor antas å være det samme som etter verdipapirhandelloven 1997 og børsløven 2000. Det fremgår heller ikke av forarbeidene at noen endring i rettstilstanden er tilsiktet.

Definisjonen av innsidebegrepet er flyttet til den nye verdipapirhandelloven § 3-4, men er utenom det uendret. Hjemmelbestemmelsen for utsteders løpende informasjonsplikt fremgår nå av vphl. § 5-2 første ledd, som tilsvarer den gamle børsforskriftens § 5-2 første ledd. Reglene om utsatt offentliggjøring er likeledes uendret og står nå i vphl. § 5-3.

6 Kilder

Bøker

Andenæs, Mads Henry *Aksjeselskaper og Allmennaksjeselskaper*. 2. utg. Oslo, 2006

Bergo, Knut *Børs- og verdipapirrett*. Oslo, 2004

Eckhoff, Torstein *Rettskildelære*. 5. utg., ved Jan E. Helgesen, Oslo, 2001

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

Stavang, Endre og Erling Eide *Rettsøkonomi I*. Oslo, 2005

Woxholth, Geir *Avtalerett*. 5. utg. Oslo, 2003

Artikler

Gravir, Gaute. Implementeringen av EUs markedsmisbruksdirektiv. I: Tidsskrift for forretningsjuss nr. 1 2005, s. 97-116

Svedberg, Johan. Begrepet innsideinformasjon. Tidsskrift for forretningsjuss nr. 2 2007, s. 117-162

Østensen, Cecilie. Børsnoterte selskapers løpende opplysningsplikt. Tidsskrift for forretningsjuss nr. 4 1998

Lover og forskrifter

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

1997 Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) av 19. juni 1997 nr. 79

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

2000 Lov om børsvirksomhet m.m. (børsloven) av 17. november 2000 nr. 80

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

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

1994 Børsforskrift (børsforskriften) av 17. januar 1994 nr. 30

2007 Forskrift om overgangsregler til lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder (børsloven) og lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven)

Forarbeider

NOU-1996-2 Verdipapirhandel

NOU 1999: 3 Organisering av børsvirksomhet m.m.

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. (Innsideregler og emisjonskontroll mv.)

- Ot.prp.nr.29 (1996-1997) Om lov om verdipapirhandel
- Ot.prp.nr.73 (1999-2000) Om lov om børsvirksomhet m.m. (børsloven)
- Ot.prp.nr.80 (2000-2001) Om lov om endringer i lov 9. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (tiltak mot ulovlig innsidehandel mv.)
- Ot.prp.nr. 12 (2004–2005) Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmissbruksdirektivet mv.)
- Ot.prp.nr. 34 (2006–2007) Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)

EU-direktiver og -forordninger

- EP/Rdir 2003/6/EF Europaparlamentet og Rådets direktiv 2003/6/EF av 28. januar 2003 om innsidehandel og markedsmissbruk (markedsmissbruksdirektivet eller MAD)
- Kdir 2003/124/EF Kommisjonsdirektiv 2003/124/EF av 22. desember 2003 om gjennomføring av direktiv 2003/6/EF med hensyn til definisjon og offentliggjøring av innsideinformasjon og definisjon av markedsmanipulasjon (første kommisjonsdirektiv)
- Kdir 2003/125/EF Kommisjonsdirektiv 2003/125/EF av 22. desember 2003 om gjennomføring av direktiv 2003/6/EF med hensyn til redelig fremleggelse av investeringsanbefalinger og opplysning om interessekonflikter (annet kommisjonsdirektiv)
- Kfo 2273/2003 Kommisjonsforordning nr. 2273/2003 av 22. desember 2003 om gjennomføring av direktiv 2003/6/EF med hensyn til tilbakekjøpsprogrammer og stabilisering av finansielle instrumenter (første kommisjonsforordning)
- Kdir 2004/72/EF Kommisjonsdirektiv 2004/72/EF av 29. april 2004 om gjennomføring av direktiv 2003/6/EF med hensyn til akseptert markedspraksis, definisjonen av innsidehandel knyttet til varederivat, innsidelister, meldeplikt og rapportering av mistenkelige transaksjoner (tredje kommisjonsdirektiv)

CESR

- CESR/02-089d CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive
- 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

Rettsavgjørelser

- RG 2004 s. 676 (Nagell-Erichsen)
- RG 2004 s. 998 (Tomra)

Rt. 2000 s. 1811 (Finanger I)

Rt. 2006 s. 1049 (Sense)

Rt. 2007 s. 275 (Otrum)

Avgjørelser av Børsklagenemnda

Sak 2/2006 (Opticom)

Sak 1/2007 (Ignis)

Avgjørelser av børsstyret

Sak nr. 58/2002 (Kværner)

Sak nr. 39/2005 (PhotoCure)

Sak av 19. desember 2006 (Global Geo Services)

Sak av 24. januar 2007 (Ignis)

Sak av 24. mai 2007 (Hydro-StatOil)

Børsreglement

Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper (*løpende forpliktelser*) fastsatt av Oslo Børs ASA 30. november 2005

Børssirkulære

Børssirkulære nr. 3/2005 – Nye regler om informasjonsplikt m.v.

Børssirkulære nr. 5/2001 - Nytt sirkulære til erstatning for sirkulære nr. 19/99

Kredittilsynet

Høringsnotat - begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv. implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv

Høringsnotat – Begrenset revisjon av børsforskriften – implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv

Rundskriv 14/2005 - Lov om verdipapirhandel - enkelte kommentarer til kapittel 2 og 3