

Kurspåvirkningsvilkåret i vphl. § 3-2



Universitetet i Oslo
Det juridiske fakultet

Kandidatnummer: 532
Leveringsfrist: 25. april 2012

Til sammen 17461 ord

25.04.2012

Innholdsfortegnelse

<u>1</u>	<u>INNLEDNING.....</u>	<u>2</u>
1.1	Presentasjon av oppgavens tema.....	2
1.2	Problemstilling og avgrensning	3
1.3	Rettskildebildet	6
1.3.1	Norsk rett	6
1.4	Markedsmisbruksdirektivet	8
1.4.1	Betydning for norsk rett.....	11
1.5	Den videre fremstillingen.....	12
<u>2</u>	<u>SENTRALE BEGREPER I VERDIPAPIRLOVGIVNINGEN</u>	<u>14</u>
2.1	Innsidehandel.....	14
2.2	Innsider.....	15
2.3	Innsideinformasjon.....	16
<u>3</u>	<u>LEGISLATIVE HENSYN SOM BEGRUNNER REGULERINGEN AV BRUK AV INNSIDEINFORMASJON.....</u>	<u>17</u>
3.1	Innledende bemerkninger	17
3.2	Samfunnsøkonomiske hensyn.....	17
<u>4</u>	<u>HANDELSFORBUDET I VPHL. § 3-3.....</u>	<u>20</u>
4.1	Innledende bemerkninger	20
4.2	Transaksjonsgjenstanden	20
4.3	Transaksjonsformene.....	21

4.3.1	Tegning.....	21
4.3.2	Kjøp/salg.....	22
4.3.3	Bytte	22
4.3.4	Arv, gave eller innløsning.....	22
4.3.5	Opsjons- eller terminkontrakt	22
4.4	«Egen eller fremmed regning»	23
4.5	Tilskyndelse.....	23
4.6	Rettsstridsreservasjonen	24
<u>5</u>	<u>VILKÅRENE I VPHL. § 3-2</u>	<u>27</u>
5.1	Innledende bemerkninger	27
5.2	Kravet til opplysningens tilgjengelighet	27
5.2.1	Nærmere om de to alternative tilgjengelighetskrav	29
5.3	«Presise opplysninger»	33
5.3.1	Generelt om «presise opplysninger».....	33
5.3.2	Innholdet i vilkåret «presise opplysninger».....	34
5.3.3	Opplysningens objektivitet og materielle innhold	35
5.3.4	Betydningen av opplysningens kilde	37
5.4	Krav om opplysningens tilknytning?	39
5.4.1	Opplysninger om de finansielle instrumentene.....	39
5.4.2	Opplysninger om utstederforetaket.....	39
5.4.3	Opplysninger om andre forhold.....	40
<u>6</u>	<u>KURSPÅVIRKNINGSVILKÅRET I VPHL. § 3-2.....</u>	<u>41</u>
6.1	Innledende bemerkninger	41
6.2	Forholdet mellom første og andre ledd i vphl. § 3-2.....	42
6.3	«Fornuftig investor-testen».....	43
6.3.1	Hva er en «fornuftig investor»?.....	43
6.3.2	Hva er formålet med den «fornuftige investor»-testen i tredje ledd?	46
6.4	«Egnet til å påvirke».....	48

6.4.1	Hvilken grad av sannsynlighet fremgår av MAD og de supplerende rettsaker?	49
6.4.2	Når kan kurspåvirkningen sies å være sannsynlig?	53
6.5	«Merkbart»	57
6.5.1	Innledende bemerkninger	57
6.5.2	Kriteriet «merkbart» ved en isolert tolkning	58
6.5.3	Forholdet til MAD og utvalgte autoritative språkversjoner av direktivet	59
6.6	Identifiseringen av kurspåvirkningen.....	61
6.6.1	Opplysninger den fornuftige investoren sannsynligvis vil benytte som en del av sitt beslutningsgrunnlag»	63
6.7	Hvordan er «merkbart» ment å tolkes?	64
7	<u>OPPSUMMERING/KONKLUSJON.....</u>	<u>68</u>
	<u>HENVISNINGER OG LITTERATURLISTE.....</u>	<u>69</u>
	<u>BØKER.....</u>	<u>72</u>

1 Innledning

1.1 Presentasjon av oppgavens tema

Avhandlingens tema er kurspåvirkningskriteriet som fremgår av innsideinformasjonsdefinisjonen i Lov om verdipapir 29. juni 2007 nr. 75(vphl.) § 3-2. Vphl. av 2007 er en av flere reformlover på området og den er i flere henseender en videreføring av tidligere lovgivning. Loven er en gjennomføring av flere EU-direktiv, herunder 2003/6/EC, 2004/39/EF, 2004/109/EC og 2004/25/EF.

Innsidehandel er et begrep som brukes til å betegne en situasjon hvor en markedsaktør foretar en transaksjon på bakgrunn av informasjon som ikke er kjent i blant de øvrige aktørene kapitalmarkedet. Vedkommende vil da ha et informasjonsfortrinn. Målet bak reguleringen av innsidehandelstransaksjoner er derfor å utjevne skjevheter ved markedsaktørenes informasjonstilgang¹. En asymmetrisk informasjonstilgang i markedet er derfor søkt imøtegått gjennom å pålegge selskapet en vidtgående plikt til å formidle informasjon til markedet, og ved å underlegge markedsaktører med et slikt informasjonsfortrinn et utnyttelsesforbud². Innsidehandel omtales ofte derfor som en form for tyveri, hvor kapitalmarkedet vil bli den skadelidende part dersom *området* ikke er strengt regulert³.

I utgangspunktet er innsidehandel en form for økonomisk kriminalitet som er svært vanskelig å avdekke. I de senere år har imidlertid flere innsidehandelssaker blitt avdekket, irettført og havnet i medienes søkelys. Dette gjelder blant annet ACTA-saken som for tiden er under behandling i Stavanger tingrett. I følge offisielle tall fra Oslo Børs har antall innrapporterte tilfeller med mistanke om ulovlig innsidehandel fra Oslo Børs til Finanstilsynet gått fra å være 3 innrapporterte tilfeller i 2006 til 7 i 2011⁴. Dette tilsvarer en dobling av innsidehandelssaker innen et kort tidsrom. Behovet for en

¹ Betydningen av informasjonseffisiens gjennomgås i punkt 3.2

² NOU 1996:2 se punkt 2.4.2

³ Se Recommendation for Second Reading-explanatory statement s. 2

⁴ <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Handel/Markedsovervaaking/Statistikk>

effektiv regulering for å beskytte markedet er derfor påtrengende. I de ovennevnte innsidehandelssaker har ikke vilkårene i innsideinformasjonsdefinisjonen blitt problematisert. Definisjonen kom imidlertid på spissen ved rettens vurdering av kurspåvirkningsvilkåret «merkbart» i DNO-saken⁵. I avhandlingen vil det derfor bli redegjort for om vilkåret «merkbart» skal vurderes som et lovsvilkår med selvstendig betydning.

Innsideinformasjonsdefinisjonen følger av vphl. § 3-2 første til tredje ledd. Første ledd lyder:

«Med innsideinformasjon menes presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.»

Den ovennevnte tekst er hoveddefinisjonen i innsideinformasjonsbestemmelsen. Den suppleres med tre kumulative vilkår i underdefinisjonene i bestemmelsen annet til tredje ledd. Vilråene gjelder «presise opplysninger», «ikke offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet» og kurspåvirkningskriteriet «merkbart». Perspektivet for vurderingen av kurspåvirkningskriteriet fremgår av bestemmelsens tredje ledd:

«Med opplysninger som er egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, menes opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.»

1.2 Problemstilling og avgrensning

Problemstillingen i avhandlingen er om den «fornuftige investor- testen» i tredje ledd skal sees som ensbetydende med opplysninger som er egnet til å påvirke kursen «merkbart» etter hoveddefinisjonen i første ledd.

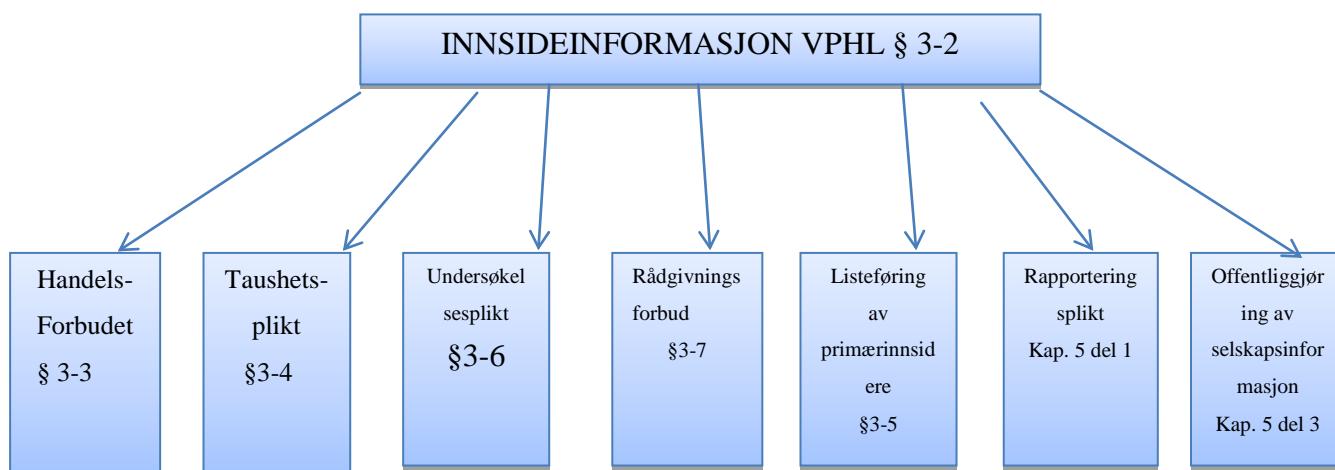
⁵ 08-184013MED-OTIR/06

Avhandlingen vil i hovedsak være en drøftelse av hvordan kurspåvirkningsvilkåret i den norske lovbestemmelsen skal forstås, herunder om begrepet «merkbart» medfører en lavere terskel for kurspåvirkning enn det som følger av DIRECTIVE 2003/6/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 2. January 2003 on insider dealing and market manipulation (markedsmisbruksdirektivet eller MAD) og tilhørende rettsakter. Formålet bak avhandlingen er følgelig å søke å fastslå når en opplysning er tilstrekkelig kvalifisert til at det kan sies å foreligge innsideinformasjon i lovens forstand.

Innsideinformasjonsbestemmelsen i verdipapirhandelloven inneholder to legaldefinisjoner, se vphl. § 3-2 første og fjerde ledd. Avhandlingen vil imidlertid være avgrenset til å omhandle den generelle definisjonen som fremgår av bestemmelsens første ledd. Begrunnelsen for avgrensningen er todelt. I motsetning til vphl. § 3-2 første ledd er det ikke inntatt et kurspåvirkningskrav i definisjonen i fjerde ledd som gjelder derivater. Definisjonen i fjerde ledd vil derfor ikke ha overføringsverdi for å belyse når en opplysning har et tilstrekkelig kurspåvirkningspotensiale. For det annet er rettspraksis i forbindelse med overtredelse av vphl. § 3-2 relatert til aksjer⁶ som transaksjonsgjenstand. Fremstillingen vil derfor avgrenses mot øvrige finansielle instrumenter som inngår i den generelle innsideinformasjonsdefinisjonen i første ledd. Innsideinformasjonsdefinisjonen i vphl. § 3-2 er en «koblingsbestemmelse». Med det menes at dersom det foreligger opplysninger som oppfyller bestemmelsens kumulative vilkår, vil en rekke plikter og forbud som fremgår av lovens øvrige bestemmelser, utløses. Dette kan belyses med følgende figur:

⁶ Inndelingen i bestemmelsen er relatert til hvilket finansielt instrument opplysningen dreier seg om, 1. ledd gjelder misbruk av opplysninger vedrørende et finansielt instrument j. fr vphl. § 2-2, mens fjerde ledd gjelder de tilfeller hvor derivater er transaksjonsgjenstanden.

INNSIDEINFORMASJON SOM KOBLINGSBEGREP



Avhandlingen omhandler vilkårene for kurspåvirkning. Jeg vil på denne bakgrunn også avgrense mot de aktuelle rettsvirkningene som inntreffer som følge av at det foreligger innsideinformasjon i lovens forstand. Noen av lovens øvrige bestemmelser kort vil likevel kort bli behandlet ettersom enkelte av disse knytter seg tett til de kumulative vilkårene i vphl. § 3-2.

Handelsforbudet i vphl. § 3-3 vil likevel i noen utstrekning bli redegjort for siden det vil være lettere å forstå innsideinformasjonsdefinisjonen i vphl. § 3-2 når bestemmelsen i en større sammenheng. Dessuten gjelder rettspraksis som blir anvendt i avhandlingen for å vurdere kriteriet gjelder overtredelser av forbudet. Det vil også bli foretatt en avgrensning mot de subjektive vilkår for straffskyld og bestemmelsene om sanksjonsfastsettelse i vphl. kapittel 17.

Det kan for oversiktens skyld bemerkes at rettsstridig innsidehandel i noen tilfeller vil kunne rammes av avtalelovens § 33 om ugyldighet og straffelovens § 270 jfr. § 272 om bedrageri. Lovgiver anså ikke de nevnte bestemmelser for å ramme innsidehandlestilfellene tilfredsstillende og de vil i enkelte henseender favne videre enn vphl. § 3-2 ettersom bedrageribestemmelsene ikke inneholder et krav om kurspåvirkning⁷.

⁷ Verdipapirhandelloven lovkommentar (2002) § 2-1 note 0-5 jfr. NOU 1996:2 s.55

1.3 Rettskildebildet

1.3.1 Norsk rett

Et straffsanksjonert forbud mot misbruk av innsideinformasjon ble først lovfestet ved lov om verdipapirhandel 14. juni 1985 nr.61. Før lovfestingen var misbruk av innsideinformasjon i noen grad regulert gjennom de alminnelige avtalerettslige ugyldighetsreglene. Legaldefinisjonen av hva som i lovens forstand skal anses som innsideinformasjon har i etterkant vært gjenstand for flere revideringer, noe som har ført til at sentrale vilkår i definisjonen har blitt endret.

På bakgrunn av lovrevisjonene er det derfor et begrenset tilfang av relevante rettskildefaktorer. Både forarbeider, rettspraksis og juridisk litteratur er i hovedsak relatert til de opphevede innsideinformasjonsbestemmelsene⁸. Tyngden av relevante rettskildefaktorer er i hovedsak konsentrert omkring forståelsen av bestemmelsen før lovendringen i 2005. Imidlertid forutsettes det i forarbeidene til vphl. av 2007 at vphl. § 3-2 er en videreføring av tidligere bestemmelser. På denne bakgrunn vil rettskildefaktorene til de nevnte opphevede lovbestemmelsene være av relevans ved vphl. § 3-2¹.

I forbindelse med rettspraksis som omhandler overtredelse av vphl. § 3-3 har ikke kurspåvirkningsvilkåret tidligere kommet på spissen. Problematismen i forbindelse med hvordan kurspåvirkningsvilkåret i vphl. § 3-2 første ledd skal forstås, oppstod i etterkant av Oslo tingsretts vurdering av kriteriet⁹ i dom av 25. august 2009. Etter domsavsigelsen har forståelsen av «merkbart» i vphl. § 3-2 også blitt vurdert av retten i en tilknyttet straffesak(Pareto-saken). Dette innebærer at de overnevnte dommene er relevante rettskildefaktorer ved tolkningen av kurspåvirkningsvilkåret. Dommenes faktum vil i det følgende kort gjennomgås.

⁸ For å belyse hvor hyppig EU foretar endringer i forbindelse med reguleringen av verdipapirmarkedet kan det nevnes at Kommisjonen i november 2011 sendte et forslag om en ny forordning til Europa Parlamentet og Rådet som er ment å erstatte det gjeldende markedsmissbrukdirektivet, kalt Market Abuse Regulations(MAR). Forordningen vil i likhet med MAD være et "rammeverk" som vil kreve omfattende sekundærlovgivning. Det er imidlertid ikke blitt publisert noe forslag med hensyn til hvordan utformingen av de nye definisjonsbestemmelsene vil være.

⁹ Dommene gjelder overtredelse av daværende vphl § 2-2 i verdipapirhandellov av 4. mars 2005 nr. 11.

Dommene¹⁰ gjelder en kontrakt mellom Det norske oljeselskap ASA(DNO) og kurdiske myndigheter om rettigheter til oljeutvinning fra et oljefelt i Irak. Nettavisen publiserte i januar 2006 en artikkel om at avtalen med kurdiske myndigheter var ugyldig og at DNO risikerte å bli fratatt eksportlisensen¹¹. Aksjekursen falt i ettertid som et resultat av den nevnte artikkelen.

1.3.1.1 DNO-saken

DNO-saken gjelder vurdering av kurspåvirkningsvilkåret i nåværende vphl. § 3-2 i forbindelse med Thomas og Hallvard Gulbrandsen salgstransaksjoner av DNO-aksjen basert på forhåndskunnskap om en negativ artikkel som ble publisert av Nettavisen 10. januar 2006.

De tiltalte ble frifunnet i tingretten for tiltalens poster vedrørende salg og tilskyndelse til salg av DNO-aksjen. Retten var av den oppfatning at opplysningene som artikkelen bygget på ikke var å anse innsideinformasjon i lovens forstand. Dette ble begrunnet med at opplysningene ikke hadde tilstrekkelig kurspåvirkningspotensiale. Økokrims anke over tingrettens lovanvendelse ble i sin helhet sluppet inn for behandling av Borgarting lagmannsrett. Lagmannsretten opphevet dommen som følge av feil lovanvendelse. Saken har blitt anket inn¹² for Høyesterett, og lagmannsrettens avgjørelse er følgelig ikke rettskraftig avgjort.¹³

1.3.1.2 Pareto-saken

Økokrim tok ut tiltale mot den tidligere Pareto-megleren Per Robert Syverstad Jakobsen for ved tre anledninger å ha tilskyndet til salg av DNO-aksjer. Opplysningene var basert på informasjon han hadde mottatt fra en av de tiltalte i DNO-saken. Opplysningene var de samme som fremgikk av den overnevnte artikkel fra Nettavisen. Jakobsen ble imidlertid frifunnet for to av tre tiltaleposter vedrørende overtredelse av vphl. § 2-2 i

¹⁰ DNO-saken: 08-184013MED-OTIR/06, 09-196723AST-BORG/02 og HR-2012-119-U

Pareto-saken: 10-162959MED-OTIR/05

¹¹ Dommene gjelder også bruk av innsideinformasjon i forbindelse med salg og tilskyndelse til salg av aksjer i Sinvest AS, premissene vedrørende salg av Sinvest-aksjen problematiserer ikke kurspåvirkningsvilkåret i vphl. § 3-2 og de vil derfor ikke omtales nærmere i avhandlingen.

¹² <http://www.dn.no/forsiden/politikkSamfunn/article2311798.ece>

¹³ HR-sak nr.2011/2045, saken ble fremlagt for Høyesterett den 12. og 13. april 2012.

forbindelse med salg av DNO-aksjen. Det ble inngitt en fullstendig ankeerklæring som i sin helhet ble tatt til følge av Borgarting lagmannsrett¹⁴.

1.4 Markedsmisbruksdirektivet

Ettersom den norske bestemmelsen om innsideinformasjon er en implementering av markedsmisbruksdirektivet vil bakgrunnen for direktivet kort gjennomgås. De EU-rettslige tolkningsprinsipper vil også omtales siden disse er relevante for å fastslå lovens innhold ved tolkningstil.

Markedsmisbruksdirektivet ble vedtatt av EU den 28 februar 2003 og erstattet rådsdirektiv 89/592/EF om innsidehandel. Direktivet er en del av EUs handlingsplan for finansielle tjenester(Financial Services Action Plan/FSAP).

Rådsdirektiv 89/592/EF var den første rettsakten fra EU som ble implementert av medlemsstatene for å forebygge markedsmisbruk. I ettertid viste det seg imidlertid at direktivet ikke hadde hatt den ønskede forebyggende effekt, i hovedsak på grunn av at det var et minimumsdirektiv som innebar at medlemsstatene kunne fastsette en strengere regulering en direktivets minstenorm¹⁵. Adgangen til nasjonal skjønnsmargin ved implementeringen førte til store variasjoner ved reguleringen av innsidehandel mellom de ulike medlemstatene, noe som særlig kom til uttrykk gjennom ulike nasjonale variasjoner ved oversettelsen av legaldefinisjonene i direktivet. Som et resultat av dette var hovedbegrunnelsen ved å erstatte Rdir.89/592/EF med markedsmisbruksdirektivet å samordne regelverket mot markedsmisbruk på medlemsstatsnivå¹⁶. Dette fremgår av punkt 11 og 12 i direktivets fortale:

“(…)A single Directive will ensure throughout the Community the same framework for allocation of responsibilities, enforcement and cooperation”(…) The existing Community legal framework to protect market integrity is incomplete. Legal requirements vary from one Member State to another, leaving economic actors often uncertain over concepts, definitions and enforcement. In

¹⁴ <http://www.dn.no/forsiden/politikkSamfunn/article2311798.ece>,

<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2356638.ece>

¹⁵Ot. prp. nr. 80(2000-2001) se punkt 3.4

¹⁶ Ibid.

some Member States there is no legislation addressing the issues of price manipulation and the dissemination of misleading information.”

Direktivet er derfor ansett for å være et fullharmoniseringsdirektiv. Dette gjelder i særdeleshet de sentrale definisjonene i direktivet¹⁷.

Også i forhold til rettsakttradisjonen innen EU-lovgivningen innebar MAD en endring. EUs lovgivningsprosess er tradisjonelt sett på som omfattende og tidskrevende¹⁸, noe som tidligere har ført til at rettsutviklingen ikke har skjedd i takt med behovet for endringer i regelverket. Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets foreslo derfor i 2001 å benytte en firetrinns komitologiprosedyre¹⁹ for at lovgivningen kunne endres i takt med behovet for ny regulering i markedet. MAD ble derfor vedtatt som et rammedirektiv (trinn 1) som er supplert med utfyllende rettsakter(trinn 2 til 4). Denne nivåreguleringen er kalt Lamafulussy-prosessen.

EU- retten er et omfattende rettssystem som ikke er forankret i rettstradisjoner²⁰ på samme måte som nasjonale rettstradisjoner. Dette vil blant annet ha betydning for hvordan norske domstoler skal tolke innholdet i lovteksten, hvor EF-domstolen har hevdet at bestemmelser som er utledet av EU-retten har forrang fremfor nasjonale bestemmelser. Dersom det oppstår tolkningstvil vil domstolene måtte basere sin tolkning på en måte som tilsvare den underliggende EU-retten²¹. I forbindelse med tolkningen av EUs sekundærlovgivning²² vil derfor rettspraksis fra EF-domstolen tillegges avgjørende vekt ved løsningen av et rettsspørsmål²³, dette omtales ofte i teorien som at EU-retten er «autonom». Det foreligger imidlertid ikke rettspraksis

¹⁷ Svedberg(2007) punkt 1.3 med videre henvisning til Kredittilsynets høringsnotat av 01.03.04 pkt. 1.2.

¹⁸ Ot.prp. nr. 12(2004-2005) se punkt 2.1.3

¹⁹ Komitologiprosedyre er en lovgivningsteknikk hvor den Europeiske Kommissjonen delegerer implementeringsmyndigheten den har fått fra eksempelvis Europarådet eller Europaparlamentet. Delegasjonsmyndigheten springer ut fra TFEU artikkel 290.

²⁰ EU-retten er et rettskulturelt mangfold som er særlig preget av fransk, tysk og engelsk rett, se EØS-rett(2004)s.44

²¹ Se EØS-rett(2004) s. 84 j.fr EØS-avtalens fortale punkt 4

²² Direktiver, forordninger, rekommandasjoner og uttalelser, omtales i form av fellesbenevnelsen «rettsakter»

²³ EF-domstolen har «enerett» til å tolke EU-rettslige spørsmål

fra EF-domstolen som omhandler den nærmere forståelsen av kurspåvirkningsvilkåret i MAD art.1.

Det er imidlertid andre EU-rettslige kilder som ofte anvendes av nasjonale domstoler ved tolkningstil i forbindelse med bestemmelser som følger av sekundærlovgivningen. I de følgende avsnitt vil rettskilder som er relevante ved vurderingen av om kurspåvirkningsvilkåret er i samsvar med markedsmisbruksdirektivet kort bli omtalt.

I EU-retten er fortalen tillagt en særlig vekt ved tolkningen av et rettsspørsmål. Fortalen kan på mange måter sies å utgjøre noe av den samme funksjonen som forarbeider har innenfor norsk rett²⁴. Fortalen hjemler rettsakten og inneholder blant annet bakgrunnen for den rettslige reguleringen, formålsbetraktninger og en veiledning for de sentrale definisjonene i det aktuelle direktivet. Derfor vil fortalen utgjøre en sentral rettskildedefaktor når rettsanvenderen skal fastsette av hvordan kurspåvirkningsvilkåret i vphl. § 3-2 skal forstås²⁵.

Av særlig relevans for avhandlingen er 1. kommisjonsdirektiv (2003/124/EF) hvor Kommisjonen har fått delegert myndighet fra Europarådet og Europaparlamentet til å fastsette en detaljregulering av artiklene som fremgår av rammedirektivet. Detaljreguleringen i 1.kommisjonsdirektiv har blitt inntatt som underdefinisjoner i den norske lovteksten. Det vil derfor være naturlig å vurdere om implementeringen av kurspåvirkningsvilkåret i vphl. § 3-2 er i samsvar med den underliggende direktivteksten. Det kan nevnes at Kommisjonen kun har myndighet til å fastsette implementeringsregler som ikke strider mot definisjonen som fremgår av markedsmisbruksdirektivet²⁶ jfr. direktivets art. 17²⁷.

Videre vil også uttalelser fra The Committee of European Securities Regulators (CESR) uttalelser være av betydning ved den nærmere fastleggelsen av

²⁴ EØS-rett(2004) s.51

²⁵ Svedberg(2007) punkt 1.3

²⁶ Bergo(2008) s.264

²⁷ Dette belyses nærmere i punkt 6.7

innsideinformasjonsdefinisjonen i vphl. § 3-2. CESR utarbeider level 3 guidelines som er tolkningsanbefalinger i form av standarder og retningslinjer såfremt området ikke er dekket av rammedirektivet eller kommisjonsdirektivene²⁸. CESR skal derfor sikre en konsekvent implementering og anvendelse av markedsmisbruksdirektivet. I utgangspunktet er CESRs uttalelser kun rådgivende, men nasjonale tilsynsmyndigheter tillegger likevel i praksis disse uttalelsene betydelig vekt²⁹.

Et grunnleggende prinsipp innenfor norsk rettskildelære er at lovbestemmelser i utgangspunktet skal tolkes etter en alminnelig språklig forståelse av ordlyden. Prinsippet må imidlertid modifieres ved tolkning av verdipapirhandelloven på bakgrunn av at den norske lovteksten er en oversettelse av markedsmisbruksdirektivet. EU- retten er flerspråklig og markedsmisbruksdirektivet er i dag implementert i 23 land. Andre lands autoritative språkversjoner vil derfor være av relevans ved tolkningstil³⁰.

1.4.1 Betydning for norsk rett

Markedsmisbruksdirektivet ble innlemmet i EØS-avtalen³¹ ved EØS-komiteens beslutning nr. 38/2004 av 23. april 2004. Ved implementeringen av direktivet i norsk rett ble det blant annet inntatt nye begreper i innsideinformasjonsdefinisjonen³².

Vilkårene om opplysningens karakter og kravet til opplysningens kurspåvirkningspotensiale i vphl. § 3-2 ble da endret til «presise» og «merkbart»³³. Det forutsettes i forarbeidene at disse vilkårene ikke innebar en materiell endring, men at de ble inntatt for at den norske lovteksten skulle harmonisere bedre med detaljreguleringen i direktivet og de tilhørende rettsakter³⁴.

²⁸ Svedberg(2007) se punkt 1.3

²⁹ Ibid.

³⁰ Ibid.

³¹ Norge er forpliktet til å gjennomføre alle relevante rettsakter som er en del av FSAP, se EØS-avtalen art. 102 og 7.

³² For en nærmere redegjørelse av endringer som en konsekvens av implementeringen se «implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv» av Gaute S. Gravir.

³³ Endringene i verdipapirhandelloven etter implementeringen av MAD drøftes nærmere i punktene knyttet opp mot legaldefinisjonene i vphl § 3-2 se oppgavens del 7 flg.

³⁴ Se ot. prp. nr. 12(2004-2005) punkt 4.5

Ved implementeringen av direktivet i norsk rett ble det vurdert om kommisjonsdirektivene (trinn 2) skulle gjennomføres i form av lov eller forskrift. Det fremgår av forarbeidene³⁵ at gjennomføringen av de utfyllende rettsaktene burde skje i lovs form av hensyn til forutsigbarhet og tilgjengelighet for aktørene på verdipapirmarkedet. Vphl. § 3-2 er derfor oppbygd som en sammensetning av vilkår som fremgår av markedsmisbruksdirektivet og definisjonene fra suppleringsdirektivene.

Som nevnt er det et underliggende krav om at nasjonale domstoler må tolke verdipapirhandellovens bestemmelser i samsvar med direktivet. Ettersom det må antas at innsideinformasjonsdefinisjonen i vphl. § 3-2 er en bestemmelse underlagt fullharmonisering, er det ikke rom for nasjonal skjønnsmargin, verken ved implementeringen av direktivet eller ved tolkningen av vphl. § 3-2. Dersom den norske loven ikke tolkes eller implementeres i tråd med kravene om fullharmonisering vil det foreligge brudd på Norges folkerettslige forpliktelser³⁶, og EFTAs overvåkningsorgan(ESA) vil da i ytterste konsekvens vil kunne anlegge sak mot Norge for EFTA-domstolen med påstand om traktatbrudd, jfr. ODA art. 31³⁷.

1.5 Den videre fremstillingen

I oppgavens innledende punkter(punkt 1 til 3) vil terminologien og hensynene bak innsideinformasjonsdefinisjonen og handelsforbudet i henholdsvis vphl. § 3-2 og § 3-3 kort bli redegjort for. Under punkt fire vil jeg kortfattet av terminologiske årsaker gå gjennom vilkårene i vphl. § 3-3, siden vilkårene i bestemmelsen er knyttet opp mot den nærmere kartleggingen av kurspåvirkningsvilkåret i vphl. § 3-2. I punkt 5 og 6 har jeg foretatt en oppdeling av innsideinformasjonsdefinisjonen i vphl. § 3-2. Kravene til opplysningens art og tilgjengelighet fremstilles i et eget punkt, mens kurspåvirkningsvilkåret vil bli behandlet isolert i punkt 6. Avslutningsvis vil

³⁵ Ibid.

³⁶ Gyldendal rettsdata note 50 til vphl § 3-2

³⁷ Dersom EFTA-domstolen beslutter at det foreligger traktatbrudd kan den domfelte kreve gjenåpning av saken, se straffeprosessloven § 391 nr. 2 litra a.

tolkningsalternativer som fremgår av rettspraksis ved vurderingen av vphl. § 3-2 første ledd jfr. tredje ledd belyses i punkt 6 mens det i punkt 7 vil være betraktninger om hvordan «merkbart-kriteriet» i vphl. § 3-2 skal tolkes.

2 Sentrale begreper i verdipapirlovgivningen

2.1 Innsidehandel

Begrepet «innsidehandel» er ikke inntatt i verdipapirhandelloven, men gir uttrykk for gjerningsbeskrivelsen som fremgår av vphl. § 3-2 første ledd. «Innsidehandel» kan defineres som handel med verdipapirer foretatt av en person i besittelse av opplysninger som ikke er offentliggjorte, men som ved en offentliggjøring, ville ha påvirket kursen på verdipapiret³⁸. Innsidehandel er således en transaksjon hvor innsideren benytter seg av informasjon som en konkurransemessig fordel på bekostning av markedets øvrige aktører.

Vphl. § 3-2 oppstiller vilkår for å vurdere om opplysninger er av en art som tilsier at de kan betegnes som innsideinformasjon. Dersom disse vilkårene er oppfylt, vil det kunne foreligge straffbar innsidehandel etter handelsforbudet i § 3-3 så fremt innsideren handler på bakgrunn av de kvalifiserte opplysningene, og for øvrig oppfyller kravene til subjektiv skyld. I utgangspunktet vil begrepet omfatte både lovlige og rettsstridige transaksjoner, men innsidehandelsbegrepet i oppgaven er brukt i forbindelse med straffbar utnyttelse av innsideinformasjon. Skillet mellom de lovlige og de rettsstridige transaksjonene baserer seg på hvordan innsideren har fått tilgang til opplysningene. Lovlig innsidehandel kan blant annet foreligge når innsideren opparbeider seg et informasjonsfortrinn ved å analysere informasjon³⁹ som allerede er kjent i markedet og anvender disse opplysningene i et helhetlig informasjonsbilde for å kunne danne seg et inntrykk av når en transaksjon kan gi best avkastning. Forutsetningen for at bestemmelsen skal komme til anvendelse er således at det dreier seg om kurssensitive opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelig for de øvrige markedsaktørene⁴⁰.

³⁸ Børsretten 2(2008) s.336 flg.

³⁹ En investor vil ofte anvende analyseteknikker som fundamental og teknisk analyse for å kunne forutberegne hvordan kursen på verdipapiret vil fluktuere.

⁴⁰ Tilgjengelighetskriteriet i vphl § 3-2 omtales nærmere i punkt 5.2

2.2 Innsider

Dersom en person foretar en handel på bakgrunn av kvalifisert informasjon jfr. vphl. §3-2 vil transaksjonen rammes av forbudet i vphl. § 3-3. Personen vil da kategoriseres som en "innsider". Begrepet "innsidere" fremgår ikke av verdipapirhandelloven, hvor ordet "noen" er brukt. "Noen" favner vidt etter en alminnelig språklig forståelse. Fra lovgivers side var dette ønskelig fra et retts teknisk perspektiv for å unngå mulige avgrensningsspørsmål som kunne ha oppstått dersom man hadde valgt å lovfeste nærmere presiseringer av hvilke persongrupper forbudet var ment å omfatte⁴¹. Bruken av "noen" i lovt teksten samsvarer også med rettferdighetsbetraktningene⁴² som ligger til grunn for forbudet.

Begrepet "noen" omfatter videre enhver fysisk og juridisk person⁴³ og gjelder uavhengig av en persons nasjonalitet. Dersom det er en juridisk person som foretar en handel i strid med forbudet, eksempelvis et aksjeselskap, vil det være personen i foretaket som foretar innsidehandelen som i utgangspunktet vil være underlagt straffansvar. Bestemmelsen er utformet med tanke på at det er fysiske personer som rettsstridig benytter seg av informasjon, og departementet mente at bruk av foretaksstraff for selskapet som sådan ville være mindre praktisk⁴⁴. Et eksempel på hvor foretaksstraff kan tenkes anvendt ved overtredelse av vphl. § 3-3 vil være at et selskaps styre tar en felles beslutning om en investering basert på innsidinformasjon.

Selv om vphl. § 3-2 retter seg mot «enhver» som handler på verdipapirmarkedet, har man i amerikansk børsrettslig teori delt opp innsidere i ulike grupper basert på hvordan personen fikk tilgang til den kurssensitive informasjonen. Hovedskillet trekkes som utgangspunkt mellom primær- og sekundærinnsidere.

En primærinnsider er en person som får informasjonen gjennom vedkommendes tilknytning til det utstedende selskap, ofte via et ansettelsesforhold, mens en sekundærinnsider er enhver person som rettsstridig benytter seg av informasjon

⁴¹ Sæbø(1995)s. 7-8

⁴² Rettferdighetshensyn er et av hovedhensynene bak handelsforbudet i vphl. § 3-3. I hovedsak går det ut på at innsidehandelen reguleres for å utjevne markedsaktørenes risiko. En innsider vil på bakgrunn av innsidinformasjonen kunne utføre en transaksjon med lavere markedsrisiko enn de øvrige aktørene. Se Sæbø(1995) s. 39

⁴³ Norsk Lovkommentar vphl. kap. 2 note 1.14

⁴⁴ NOU 1996:2

vedkommende har fått om et finansielt instrument uten en tilknytning til selskapet som nevnt ovenfor. I realiteten vil det ofte være informasjon som er kommet sekundærinnsideren i hende eksempelvis ved at en ansatt i et selskap(primærinnsider) misbruker sin forpliktelse og lojalitet overfor selskapet, og dermed gir andre en adgang til å benytte seg av taushetsbelagt selskapsinformasjon.

Oppdelingen mellom primær- og sekundærinnsidere er også av betydning i forhold til øvrige bestemmelser i verdipapirhandelloven⁴⁵. Primærinnsidere har blitt pålagt plikter for å aktivt kunne unngå misbruk av innsideinformasjon, på grunn av at de ofte vil ha en bedre forutsetning for å kunne tilegne seg kursrelevant informasjon gjennom sitt ansettelsesforhold til det utstedende selskap.

2.3 Innsideinformasjon

Innsideinformasjonsbegrepet benyttes ikke i lovteksten i §. 3-2. Begrepet kommer til uttrykk gjennom formuleringen i vphl. § 3-2 første ledd;

«presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen merkbart».

Oppramsingen av hvilken informasjon som omfattes av første ledd viser at innsideinformasjonsbegrepet vil ha ulikt meningsinnhold hvor den vil variere med sammenhengen innsideinformasjonsbegrepet er benyttet i⁴⁶. For at en opplysning skal være innsideinformasjon må den gjelde enten selskapsesifikke forhold, verdispesifikke forhold eller «andre forhold». Videre oppstilles krav til opplysningens påvirkningspotensiale og opplysningens art⁴⁷.

⁴⁵ Bestemmelsene i vphl. som gjelder for primærinnsidere er undersøkelses- og klareringsplikt, taushetsplikt, rådgivningsforbud og handleforbud i vphl. kapittel 3 se NOU 1996:2 punkt 4.1

⁴⁶ Sæbø(1995) s. 72

⁴⁷ Se punkt 5.2, 5.3 og 6 flg.

3 Legislative hensyn som begrunner reguleringen av bruk av innsideinformasjon

3.1 Innledende bemerkninger

Verdipapirhandellovens formål er i følge lovens § 1 «å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter». I relasjon til vphl. § 3-2 er det i hovedsak samfunnsøkonomiske hensyn som ligger til grunn for at bruk av innsideinformasjon er underlagt regulering. I og med at avhandlingen er en fremstilling av kurspåvirkningsvilkåret i innsideinformasjonsdefinisjonen vil kun det samfunnsøkonomiske hensynet være underlagt en nærmere redegjørelse⁴⁸.

3.2 Samfunnsøkonomiske hensyn

I forarbeidene og juridisk teori er det først og fremst lagt vekt på at handelsforbudet i verdipapirhandelloven skal ivareta samfunnsøkonomisk hensyn⁴⁹. Utgangspunktet for denne vektleggingen er hensynsbetraktningene i markedsmisbruksdirektivet⁵⁰, som verdipapirhandelloven er en fullharmonisering⁵¹ av.

Kapitalmarkedet har i hovedsak to økonomiske funksjoner. Det skal bidra til å skape tilgang til kapital og det skal muliggjøre en omfordeling av risikoen blant de ulike markedsaktørene.

I prinsippet vil dette oppnås ved at markedsaktørene utsteder og foretar handler med de finansielle instrumentene. Et velfungerende kapitalmarked bidrar på denne måten til økt verdiskapning i samfunnet. Denne økonomiske betydningen fremgår også av markedsmisbruksdirektivets fortale der flere av de innledende punktene viser til en økonomisk begrunnelse for handelsforbudet. Dette gjelder særlig fortalens første og andre punkt:

- (1) A genuine Single Market for financial services is crucial for economic growth and job creation in the Community.
- (2) An integrated and efficient financial market requires market integrity. The smooth functioning of securities

⁴⁸ Se NOU 1996:2 punkt 2.1 for en nærmere redegjørelse av de legislative hensyn bak reguleringen av innsidehandel.

⁴⁹ NOU 1996:2 punkt 2.4 flg.

⁵⁰ Se vektningen av økonomiske hensyn i fortalens punkt 1 og 2

⁵¹ Se punkt 1.3.2

markets and public confidence in markets are prerequisites for economic growth and wealth. Market abuse harms the integrity of financial markets and public confidence in securities and derivatives.

Målet med å regulere finansmarkedet er størst mulig økonomisk vekst. For å nå målet må noen forutsetninger være oppfylt. Vilkårene for å oppnå målet reguleres av myndighetene. I både økonomisk teori og i verdipapirhandelloven er full og lik informasjon for både kjøper og selger en avgjørende forutsetning for økonomisk likevekt. Når denne forutsetningen er oppfylt, får man størst privat og samfunnsøkonomisk gevinst. Høyest samfunnsøkonomisk gevinst gir størst økonomisk vekst for landet. Innsideinformasjon er informasjon som bare noen få har tilgang til. Dermed er ikke forutsetningen om lik informasjon oppfylt. Konsekvensen blir at noen innsidere får en gevinst på samfunnets bekostning noe som på sikt kan redusere tilliten til finansmarkedet.

Når en investor vurderer risikoen ved å foreta investeringer i et finansielt instrument, vil den tilgjengelige informasjonen om selskapet spille en vesentlig rolle under avgjørelsesprosessen. Informasjonens betydning fremgår blant annet i økonomisk konkurranseteori, hvor innsidehandelsforbudet ofte begrunnes med et utgangspunkt i markedseffisienshypotesen⁵². Utgangspunktet for hypotesen er at et finansielt instruments verdi avgjøres av tilgjengelig informasjon, og at prisen på det finansielle instrumentet vil reflektere informasjonen⁵³. En aksjes verdi vil påvirkes av forventninger knyttet til selskapets likviditet og mulig risiko ved å foreta en handel.

Informasjonseffisiens sikrer at et selskaps markedsverdi til en hver tid er riktig i og med at den gjenspeiler markedets tolkning av tilgjengelig informasjon om fremtidig inntjening⁵⁴. I et informasjonseffisient marked endres prisene raskt ut fra ny informasjon. I et marked med sterk effisiens vil dagens pris reflektere all informasjon, også innsideinformasjon⁵⁵. Hypotesen bygger derfor på en teori om markedseffektivitet hvor et velfungerende kapitalmarked inntreffer når den optimale pris for både kjøper(A)

⁵² Efficient Capital Market Hypothesis, Eugene Fama

⁵³ NOU 1996:2 se punkt 2.1

⁵⁴ Bøhren og Michaelsen(1994) s. 370

⁵⁵ Bøhren og Michaelsen(1994) s. 83

og selger(B) er oppnådd, dette kalles prisens optimum. Dersom den optimale pris skal finnes, er det avgjørende at det for både part A og part B foreligger symmetrisk tilgang til informasjon. Innsidehandelsreguleringens formål er derfor todelt. For det første er det lovgivers formål å hindre at transaksjoner foretas på bakgrunn av asymmetrisk informasjonstilgang. Dersom primærinnsidere kunne foreta lovlige transaksjoner på bakgrunn av informasjon som er underlagt vphl. § 3-2 ville dette føre til store skjevheter mellom et selskaps ansatte og øvrige markedsaktører. Dette vil igjen svekke tilliten til et effektivt kapitalmarked og medført til at likviditeten i markedet ville ha vesentlig forverret. For det andre skal handelsforbudet hindre utnyttelse av innsideinformasjon dersom symmetrisk tilgang til informasjon ikke kan oppnås. På bakgrunn av dette blir innsidere og det utstedende selskap etter verdipapirhandelloven pålagt plikter for å oppnå målet om et velfungerende kapitalmarked. Verdipapirhandelloven § 5-2 pålegger det utstedende selskap å videreformidle kursrelevant informasjon til markedet for å utligne en mulig asymmetri, mens de enkelte personer i besittelse av informasjonsplikt blir underlegges et unyttelsesforbud.⁵⁶

⁵⁶ Denne bestemmelsen blir drøftet under punkt 5.2.1

4 Handelsforbudet i vphl. § 3-3

4.1 Innledende bemerkninger

Som nevnt i innledningen er avhandlingen en fremstilling av kurspåvirkningsvilkåret i vphl. § 3-2 første ledd. Avhandlingen vil først og fremst redegjøre for kurspåvirkningskriteriet i vphl. § 3-2 første ledd, men de objektive vilkår i handelsforbudet vil i det følgende i noen grad også bli behandlet.

Vphl. § 3-3 oppstiller et generelt forbud mot «tegning, kjøp, salg eller bytte» av finansielle instrumenter som omsettes på et regulert marked i Norge dersom handelen representerer et misbruk av innsideinformasjon. Bestemmelsen er en videreføring av verdipapirhandelloven av 1997 § 2-3.

4.2 Transaksjonsgjenstanden

I verdipapirhandelloven § 3-2 er transaksjonsgjenstanden omtalt som et «finansielt instrument». Begrepet «finansielle instrumenter» ble innført ved lovrevisjonen av verdipapirhandelloven av 1985 for å erstatte begrepet “verdipapir” som tidligere var lovsvilkåret. I relasjon til vphl § 3-2 om hva som utgjør ulovlig bruk av innsideinformasjon er det en forutsetning at opplysningene gjelder ”de finansielle instrumenter eller tilknyttede finansielle instrumenter som er notert eller søkes notert⁵⁷ på et norsk marked⁵⁸”. Det foretas derfor en avgrensning mot finansielle instrumenter som ikke er gjenstand for organisert omsetning. Dette begrunnes med at formålet med

⁵⁷ Et finansielt instrument er søkt notert når det er sendt børsnotering eller søknad til opptak til en autorisert markedsplass se Norsk Lovkommentar vphl. kap. 2 note 1.12

⁵⁸ Se L29.06.2007 nr. 74 Lov om regulerte markeder(børsloven) § 1, verdipapirhandelloven vil gjelde virksomheter som er regulert på norsk marked, dette som utgangspunktet også omfatte utenlandske markeder som driver virksomhet i Norge.

vphl. § 3-3 i første rekke er ment å styrke tilliten til verdipapirer som omsettes på en organisert handelsplass⁵⁹.

”Finansielt instrument” er således et vidt uttrykk. I relasjon til innsidehandelsforbudets anvendelsesområde vil uttrykket i realiteten omfatte alle noterte finansielle instrumenter med unntak av varederivater, se bestemmelsens fjerde ledd. Vphl. § 3-3 må derfor sees i sammenheng med lovens § 2-2 første ledd, hvor legaldefinisjonen av ”finansielle instrumenter” fremgår. Vphl. § 2-2 første ledd gir en uttømmende liste over de ulike former for verdipapirer som faller inn under begrepet. Dette vil eksempelvis omfatte aksjer, obligasjoner og fondsandeler, jfr. ”omsettelige verdipapirer”, se bestemmelsens første ledd. Relevant rettspraksis vedrørende overtredelse av handelsforbudet i nåværende lov og tidligere lovgivning, er hovedsakelig relatert til misbruk av innsideinformasjon ved transaksjoner med aksjer. Dette kan tyde på at transaksjoner foretatt på bakgrunn av bruk av innsideinformasjon primært i praksis er et aksjerettslig problem.

4.3 Transaksjonsformene

Det er flere former for transaksjoner som omfattes av handelsforbudet i vphl. § 3-3 første og annet ledd. Man kan ikke foreta ”tegning, kjøp, salg eller bytte” av et finansielt instrument dersom transaksjonen er basert på bruk av innsideinformasjon. Videre vil forbudet omfatte transaksjoner tatt på ”egen eller fremmed regning”. I de følgende punkter vil de ulike transaksjonsformene kort gjennomgås.

4.3.1 Tegning

Tegning som transaksjonsform ble underlagt handelsforbudet ved verdipapirhandelloven av 1997, og gjelder ved utstedelse av nye obligasjoner/aksjer. Ved tegning vil misbrukspotensialet kunne gjøre seg gjeldende siden det vanligvis vil utarbeides et prospekt⁶⁰ til motparten ved gjennomføring av en offentlig emisjon, hvor kurssensitiv informasjon om selskapet kan fremgå.

⁵⁹ Sæbø(1995) s.149

⁶⁰ Norsk Lovkommentar vphl. kap. 2 note 1.2

4.3.2 Kjøp/salg

Innsidehandelsforbudet kommer også til anvendelse ved kjøp- og salgstilfeller forutsatt at det har vært en frivillig disposisjon. Ved direktetransaksjoner vil avtaler om «kjøp og salg være inngått når det foreligger en endelig og bindende avtale mellom partene⁶¹». Intensjonsavtaler og andre former for uforpliktende utsagn vil derfor ikke rammes ikke av forbudet⁶². Forbudet retter seg derfor mot avtaler som inngås etter at personen har blitt kjent med innsideinformasjonen.

4.3.3 Bytte

Byttehandler ble tatt inn som en «selvstendig» transaksjonsform i verdipapirhandelloven av 1997 og er ment å presisere at ethvert kjøps- og salgstilfelle rammes av bestemmelsen, uavhengig av arten av vederlag⁶³. Ervervsformen ”bytte” vil være mest aktuell ved overføring av finansielle instrumenter i forbindelse med en fusjon⁶⁴.

4.3.4 Arv, gave eller innløsning

Innsidehandelsforbudet kommer ikke til anvendelse på vederlagsfrie overdragelsesformer. Arv, gave og innløsning er former for eiendomsoverdragelse⁶⁵ som derfor ikke omfattes av forbudet. Det forutsettes imidlertid da at det heller ikke indirekte ytes noen form for vederlag.

4.3.5 Opsjons- eller terminkontrakt

I vphl. § 3-3 annet ledd fremgår et lovfestet unntak for «normal utøvelse» av opsjons og terminkontrakter som er inngått ved «kontraktens utløp». Unntaket i annet ledd er et videre unntak enn det som fremgår av markedsmisbrukdirektivet art. 2 nr.3 Direktivet omfatter kun de tilfeller som kontraktsparten er forpliktet til å inngå⁶⁶. Det er imidlertid antatt at misbruksreservasjonen vil komme til anvendelse og hjemle det utvidede unntaket i den norske lovteksten⁶⁷.

⁶¹ Norsk Lovkommentar vphl. kap. 2 note 1.4

⁶² Reed(1996) s.76

⁶³ Kredittilsynets rundskriv 14/2005 se punkt 3.2.3.1

⁶⁴ Norsk Lovkommentar vphl. kap. 2 note 1.9

⁶⁵ Kredittilsynets rundskriv 14/2005 se punkt 3.2.3.1

⁶⁶ Gyldendal rettsdata note 57 til vphl. § 3-3.

⁶⁷ Ibid.

4.4 «Egen eller fremmed regning»

Som nevnt kan innledningsvis kan transaksjonen foretas for ”egen eller fremmed regning”, verdipapirhandelloven av 2007 likestiller handelsmåtene. ”Egen regning” gjelder de tilfeller der innsideren selv legger inn en handelsordre, dvs en direkte transaksjon. Ved ”fremmed regning” vil handelen eksempelvis være en handelsordre, hvor en kunde ber en forvalter om å kjøpe aksjer i selskap X. Dersom kunden har tilgang til innsideinformasjon og plasserer en ordre på bakgrunn av denne informasjonen, vil handelen være foretatt for “fremmed regning”. Forbudet mot transaksjoner på fremmed regning vil derfor ramme indirekte transaksjoner, hvis hensikt ville ha vært å omgå regelverket dersom denne formen for transaksjoner ikke hadde være underlagt de samme restriksjoner som gjelder for de som handler direkte.

4.5 Tilskyndelse

I vphl § 3-3 er også handlinger som å tilskynde noen til å foreta en transaksjon basert på innsideinformasjon sanksjonert med straff. Tilskyndelse til innsidehandel kan være handlinger som tilsvare en psykisk medvirkningshandling som å gi råd, anbefale, oppfordre mv. noen til å foreta en handel. Straffbar tilskyndelse til innsidehandel vil foreligge uavhengig av om adressaten for tilskyndelsen unnlater å handle eller handler i strid med anbefalingen han mottok⁶⁸. Forutsetningen for at handelsforbudet skal være overtrådt er imidlertid at tilskyndelsen har kommet til adressatens kunnskap.

Tilskyndelse er derfor gjort til en egen primærforgåelse som utvider straffansvaret dersom hovedmannen ikke selv har innsideinformasjon⁶⁹. Motsetningsvis vil handlingen være en medvirkningshandling dersom hovedmannen selv besitter innsideinformasjon.

⁶⁸ Rådgivningsforbudet i vphl. § 3-7 vil også være overtrådt, men tilskyndelseshandlingen konsumerer rådgivningsforbudet. Se Bergo(2008) s. 276 jfr. NOU 1996:2 s.60

⁶⁹ Ot. prp. nr. 29(1996-1997) se punkt 4.2.1.3

I forarbeidene uttaler departementet at tilskyndelse og kjøp og salg likestilles av preventive årsaker, hvor tilskyndelsehandlingen anses for å være like straffverdig og skadelig for markedet⁷⁰.

4.6 Rettsstridsreservasjonen

I bestemmelsen annet ledd første punktum fremgår det at dens anvendelsesområde er begrenset til å ramme tilfeller hvor det foreligger «misbruk av innsideinformasjon». Bestemmelsen må således forstås å inneholde en rettsstridsreservasjon. Med dette menes at ikke enhver form for bruk av innsideinformasjon rammes av gjerningsinnholdet i vphl § 3-3⁷¹. Ved innfortolkningen av en generell misbruksreservasjon i bestemmelsen, må det således foreligge en rettsstridig bruk av kvalifiserte opplysninger jfr. vphl § 3-2 første til tredje ledd for at tilfellet skal omfattes av ordlyden⁷².

Vurderingen av om det foreligger “misbruk” i lovens forstand vil avhenge av en konkret skjønnsmessig vurdering⁷³. Det avgjørende vil være om handlingen rammer formålene bak reguleringen av innsidehandelsforbudet⁷⁴ eller om illeggelsen av straffansvar vil gi utilsiktede konsekvenser. I NOU 1996:2 er det trukket frem et eksempel for å belyse når det ikke vil være foreligge misbruk av innsideinformasjon:

“Et annet typetilfelle som ifølge forarbeidene ikke anses å rammes av forbudet, er den situasjon der man selger et verdipapir når man har opplysninger som fremstår som egnet til å påvirke kursen vesentlig i positiv retning, eller kjøper et verdipapir når man har opplysninger som er egnet til å påvirke kursen i negativ retning”⁷⁵.

Eksempelet fra NOUen fordrer et krav om at transaksjonen er økonomisk motivert. I den alminnelige straffelovens bestemmelser⁷⁶ om vinningskriminalitet fremkommer det ofte et uttrykkelig krav om at handlingen skal utføres med et motiv om vinnings

⁷⁰ Ibid.

⁷¹ NOU 1996:2 punkt 4.2.2.3

⁷² Kredittilsynets høringsnotat 21.02.2000, punkt 4.3

⁷³ Ot.prp. nr. 29 (1996-97) s. 31

⁷⁴ Bergo(2008) s.278

⁷⁵ NOU 1996:2 punkt 4.2.2.3

⁷⁶ Lov 22. mai 1902 nr. 10 Almindelig borgerlig Straffelov, se f. eks § 255

hensikt. Formålet bak innsidehandelsforbudet, sammenholdt med ovennevnte uttalelse fra forarbeidene, tilsier derfor at et krav om vinnings hensikt også skal legges til grunn ved tolkningen av vphl.§ 3-3.

Imidlertid er det antatt i juridisk teori at rettsstridsreservasjonen ikke fordrer et krav om økonomisk motivasjon hos den som foretar transaksjonen. Dette fremgår blant annet av Nora-dommen:

«...dersom det økonomiske motivet har vært sterkt fremtredende vil man trolig lettere finne at forbudet mot innsidehandel er overtrådt enn de tilfelle der det ikke foreligger noe økonomisk motiv overhode eller dette befinner seg sterkt i bakgrunnen⁷⁷».

Premissen i Nora-dommen gir uttrykk for at den handlendes misbruksmotiv bak den foretatte handlingen vil være en «støtte» for å hjelpe rettsanvenderen ved vurderingen av om det forelå en klar overtredelse av handelsforbudet.

Markedsmisbruksdirektivet inneholder på den annen side ikke en rettsstridsreservasjon. I direktivets fortale er det derimot inntatt en uttalelse om at handlingene som skal forbys primært er de som representerer utnyttelse av innsideinformasjon:

*“Member States shall prohibit any person referred to in the second subparagraph who possesses inside information from using that information by acquiring or disposing of, or by trying to acquire or dispose of, for his own account or for the account of a third party, either directly or indirectly, financial instruments to which that information relates ”.*⁷⁸

⁷⁷ Dom avsagt av Oslo byrett 24. juni 1993 i sak nr. 92-07146 M/45

⁷⁸ Se MAD art. 2 jfr. fortalens punkt 18

Ordlyden i direktivets fortale indikerer at det må foreligge et element av misbruksmotiv hos gjerningsmannen ved utførselen av transaksjonen⁷⁹, hvor det er et krav om at det må være misbruk av innsideinformasjon til fordel for innsideren eller en tredje part jfr. «his own account/or account of a third person». Innsidehandel vil i likhet med annen vinningskriminalitet begås med et ønske om at transaksjonen skal føre til en økonomisk gevinst. Det tyder derfor på at et krav om misbruksmotiv også må innfortolkes i det internrettslige forbudet mot innsidehandel for å oppfylle EØS-reglene på dette punkt. Ved å innfortolke en generell rettsstridsreservasjon i vphl. §3-3 fremfor et krav om misbruksmotiv er det antatt reglen vil kunne slå vilkårlig ut, hvor rettstridsreservasjonen kan føre til både lempeligere og strengere forbud⁸⁰.

Det kan derfor antas at transaksjoner vil gå klar av handelsforbudet såfremt innsideren ikke hadde et motiv om å misbruke innsideinformasjon når transaksjonsordren ble plassert. Det vil derfor være mer hensiktsmessig å omtale rettstridsreservasjonen som en «misbruksreservasjon».

⁷⁹ Gyldendal Rettsdata note 51 til vphl. § 3-3

⁸⁰ Bergo(2008)

5 Vilkårene i vphl. § 3-2

5.1 Innledende bemerkninger

5.2 Kravet til opplysningens tilgjengelighet

Kravet til opplysningens tilgjengelighet er det tredje hovedvilkåret i vphl. § 3-2 og fastsetter et krav om at opplysningene:

«(...) ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet».

Det er naturlig å behandle tilgjengelighetsvilkåret innledningsvis, siden de øvrige aktørers manglende tilgjengelighet til opplysningene vil være avgjørende for om vphl. § 3-2 kommer til anvendelse. Vilråene i vphl. § 3-2 er som nevnt kumulative. Med dette menes at bestemmelsen kun vil komme til anvendelse såfremt samtlige vilkår er innfridd. Dersom en investor opparbeider seg et informasjonsfortrinn på bakgrunn av informasjon som er tilgjengelig i kapitalmarkedet, vil det ikke anses som bruk av innsideinformasjon dersom vedkommende foretar en handel på bakgrunn av sine undersøkelser. Dette presiseres også i markedsmissbruksdirektivets fortale⁸¹ når det forklares hvordan skillet mellom bruken av offentlig og ikke-offentlig tilgjengelig informasjon skal foretas:

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

Denne uttalelsen viser at det ikke vil foreligge innsideinformasjon i lovens forstand dersom opplysningene investoren baserer informasjon på allerede er tilgjengelig i markedet. Investoren vil på denne bakgrunn kunne ha et informasjonsfortrinn, men

⁸¹ Se punkt 31 i fortalen

fortrinnet vil da være basert på investorens egen forutsetning for å tilegne seg og bearbeide informasjonen før han foretar en handelstransaksjon.

De alternative vilkår om hvordan informasjonen er kommet til personens kunnskap ble inntatt ved lovendring av 2001. Før lovendringen var det et uttrykkelig vilkår om at opplysningene måtte være «fortrolige». Fortrolighetsvilkåret bød på en rekke vanskelige tolkningsspørsmål, blant annet ved at ordlyden etter en alminnelig språklig forståelse kunne tolkes som at det kun ville være konfidensiell eller taushetsbelagt informasjon som ble rammet av forbudet⁸². Bestemmelsen var imidlertid i likhet med kriteriene etter den gjeldende lovs ordlyd ment å ha en større rekkevidde⁸³. En naturlig språklig forståelse av begrepet «fortrolig» kunne tyde på at handelsforbudet var begrenset til å gjelde tilfeller hvor informasjonen hadde kommet til innsiderens kunnskap i form av en betroelse⁸⁴. På grunnlag av dette ble bestemmelsen endret til å gjelde opplysninger som «ikke er offentlig tilgjengelige eller allment kjent i markedet». Formålet bak endringen var at ordlyden bedre skulle reflektere hvilket krav som stilles til opplysningens karakter⁸⁵. Det er således tale om et tilgjengelighetskrav.

Ved overgangen fra kravet om «fortrolig» opplysning til «offentlig tilgjengelig eller allment kjent» ble det diskutert om den norske teksten burde være en direkte oversettelse av tilgjengelighetsvilkåret som fremgår av markedsmisbruksdirektivet art.1. Etter ordleggingen i direktivet kan det virke som at det oppstilles et krav om at informasjonen har blitt offentliggjort gjennom en aktiv publiseringshandling, «(...)information(...)which has not *been made public*» (egen utheving). Det er likevel sikker rett at det ikke kreves en aktiv publiseringshandling⁸⁶. Det må derfor foretas en vurdering av i hvilken grad opplysningen har vært «offentlig tilgjengelig eller allment kjent» i markedet og det vil derfor ikke være avgjørende at opplysningen har blitt gjort kjent for markedsaktørene gjennom en aktiv publiseringshandling⁸⁷. Dette kan også begrunnes med at handelsforbudet kun er ment å ramme de tilfeller hvor det foreligger misbruk av innsideinformasjon, hvor misbruk er

⁸² NOU 1996:2 se punkt 4.2.2.2

⁸³ Ot.prp. nr. 72(1996-1997) se punkt 4.2.1.2

⁸⁴ Bergo(2008) s.267

⁸⁵ Kredittilsynets rundskriv 22/2001 punkt 2.3.1

⁸⁶ Ot. prp.nr. 12(2004-2005) punkt 4.5

⁸⁷ Svedberg(2007) punkt 3.5.1

forutsatt av at det foretas en transaksjon på bakgrunn av opplysningene før de har blitt gjort kjent i markedet. Dette har også en nær sammenheng med kurspåvirkningsvilkåret i vphl. § 3-2. Det vil kun være informasjon som ikke er kjent i markedet som vil være kurssensitive jfr. vilkåret om at opplysningen må være «egnet til å påvirke kursen(...)merkbart». Kurspåvirkningsvilkåret og tilgjengelighetskravet er således delvis komplementære⁸⁸.

5.2.1 Nærmere om de to alternative tilgjengelighetskrav

Kravet om at opplysningene «ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet» markerer at det ikke er avgjørende hvordan opplysningen er blitt tilgjengelig for mottakeren⁸⁹.

Utrykket «offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet» gir i utgangspunktet anvisning på to alternative tilgjengelighetskriterier. Med «offentlig tilgjengelig» menes ulike former for offentliggjøring som ikke innebærer en «eksklusiv-offentliggjøring». Det oppstilles følgelig et krav om at offentliggjøringen må ha hatt en generell utbredelse. Motsetningsvis vil offentliggjøringen av en opplysningen innenfor en lukket personkrets i utgangspunkt fremdeles være ansett som innsideinformasjon⁹⁰. Når det gjelder kravet om at opplysningene skal være «allment kjent» må dette forstås slik at opplysningen er alminnelig tilgjengelig for markedsaktørene. Reed omtaler dette som at «opplysningen faktisk er kjent for den som søker den»⁹¹. Vilkåret «allment kjent» kan imidlertid ikke forstås bokstavelig ettersom det bare unntaksvis vil foreligge symmetrisk informasjonstilgang blant markedsaktørene. Tilgjengelighetsvilkårene i loven er utformet på en måte som krever at de må leses i sammenheng, Det kan tenkes tilfeller hvor opplysningene ikke er allment kjent, men offentlig tilgjengelig og omvendt⁹². Ved vurderingen av om det foreligger offentlig tilgjengelig eller allment kjent informasjon vil det som nevnt være avgjørende i hvilken grad informasjonen er kjent i markedet.⁹³

⁸⁸ Reed(1996) s.131

⁸⁹ Ot.prp. nr. 80(2000-2001) punkt 3.1 jfr. Kredittilsynets rundskriv 22/2001 punkt 2.3.1

⁹⁰ Reed(1996) s.134

⁹¹ Reed(1996) s.132

⁹² Svedberg punkt 3.5.2

⁹³ Verdipapirhandelloven lovkommentar (2002) note 1.33 til § 2-1

I de følgende avsnitt vil det gis eksempler på når opplysningene vil være offentlig tilgjengelig eller allment kjent.

Vurderingen av når en opplysning skal anses som offentliggjort eller alminnelig kjent vil avhenge av opplysningens innhold. Dersom opplysningene gjelder «andre forhold» jfr. vphl. § 3-2 er det ikke et krav om at opplysningene skal være offentliggjort. Det vil da foretas en konkret vurdering av om opplysningen er alminnelig kjent for markedet⁹⁴. Motsetningsvis vil utgangspunktet for opplysninger som gjelder selskapsspesifikk informasjon være at tilgjengelighetskriteriene er oppfylt når selskapet har publisert informasjonen i henhold til kravene som fremgår av vphl. § 5-12. Tidligere var reglene for meldeplikten inntatt i børsforskriften § 23-2. Utstedende foretak var etter denne bestemmelsen pålagt en utstrakt meldeplikt til Oslo Børs som deretter skulle publisere innmeldte opplysninger. Reglene har blitt endret fra en meldeplikt til informasjonsplikt for det utstedende selskap, og det enkelte selskap er nå ansvarlig for å publisere informasjonen på en måte som gjør den tilgjengelig for markedsaktørene⁹⁵. Enkelte opplysninger er av Oslo Børs ansett som særlig kurssensitive. Etter Oslo Børs `regelverk «løpende forpliktelser»⁹⁶ har derfor det utstedende selskap en innrapporteringsplikt til børsens markedsovervåkning før informasjonen offentliggjøres av selskapet⁹⁷.

Såfremt informasjonen er publisert i tråd med kravene som fremgår av vphl. § 5-12, vil den alltid være å anse som tilgjengelig for markedet. Men det kan likevel finnes tilfeller hvor kurssensitive opplysninger offentliggjøres gjennom andre informasjonskanaler før de blir offentliggjort av selskapet. Dette vil være tilfelle for flere kursrelevante opplysninger som ikke utløser informasjonsplikten som ovenfor. Det fremgår av forarbeidene og juridisk litteratur at offentliggjøring via offentlige register⁹⁸ antas å oppfylle kravene til tilgjengelighet. Dersom opplysningene er kommet til innsiderens kunnskap gjennom informasjonskanaler som massemedia, publikasjoner og nettbaserte

⁹⁴ NOU 1996:2 se punkt 4.4.2.1

⁹⁵ Se børsløven § 24(3)

⁹⁶ «Løpende forpliktelser» se <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Regler-for-utstedere>

⁹⁷ Bergo(2008) s. 110

⁹⁸ Brønnøysundregisteret mv.

informasjonsdistributører, vil vurderingen av om opplysningen er “offentlig tilgjengelig eller allment kjent” basere seg på om det aktuelle mediet/informasjonsdistributøren har en generell utbredelse blant markedsaktørene⁹⁹. Dersom dette er tilfelle vil ikke opplysningen omfattes av innsidehandelsforbudet¹⁰⁰.

Opplysninger som er kommet til markedsaktørens kunnskap gjennom elektroniske medier vil ofte omhandle informasjon som i utgangspunktet er underlagt selskapets løpende informasjonsplikt etter vphl. § 5-2¹⁰¹. Det er antatt at informasjonen vil være offentlig tilgjengelig uavhengig av om selskapet har informert markedet eller om den har blitt publisert av en informasjonsdistributør såfremt den faktisk er tilgjengelig¹⁰².

Etter vphl. § 5-2¹⁰³ plikter verdipapirutstederen etter første ledd å melde inn forhold som «direkte angår» selskapet. Med vilkåret om at informasjonen direkte må angå selskapet foretas det en særskilt kvalifisering av enkelte former for innsideinformasjon. Dette er ment å omfatte de tilfeller hvor opplysningen gjelder den klassiske innsideinformasjonen som genereres av utsteder¹⁰⁴. Eksempler på dette er fusjonsplaner, transaksjoner, restruktureringer, kontraktsinngåelser og regnskapsopplysninger¹⁰⁵. Forhold som direkte angår det utstedende foretak var tidligere inntatt i en egen definisjon i børsforskriften § 5-2 og begrenset seg til å gjelde «informasjonspliktig informasjon»¹⁰⁶:

«(...)endringer i forhold som tidligere er meddelt børsen, som må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer(...)».

⁹⁹ Reed(1996) s.132

¹⁰⁰ Oslo tingretts vurdering i Pareto-dommen av tilgjengelighetsgraden i forbindelse med hvordan opplysningene har blitt gjort kjent i markedet er treffende:

«”(...)offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet”, innebærer det at dersom opplysningene er publisert i presse eller kringkasting, ved børsmelding eller gjennom andre åpne nyhetskanaler, foreligger det ikke innsideinformasjon. Selv om ikke alle faktisk leser (eller lytter på) de aktuelle medier, får det ingen betydning såfremt de har formell mulighet til det». Se rettens vurdering på s.11.

¹⁰¹ I praksis er de elektroniske mediene en viktig informasjonskilde som ofte benyttes av markedsaktørene

¹⁰² Reed(1996)s.133

¹⁰³ Tidligere regulert i børsforskriften § 5-2

¹⁰⁴ Gyldendal rettsdata, se note 102 til vphl. § 5-2

¹⁰⁵ Gyldendal rettsdata, se note 102 til vphl. § 5-2

¹⁰⁶ Bergo(2008) s.102

Kravet om at opplysningene måtte «antas å være av ikke uvesentlig betydning» førte til at meldeplikten etter børsforskriften rakk lengere enn kravet til kurspåvirkningspotensiale i daværende innsideinformasjonsdefinisjon, som før lovendringen inneholdte et krav om et «vesentlig» påvirkningspotensiale. Opplysninger som ikke tilfredstilte kravet til innsideinformasjon i daværende vphl. § 2-1 kunne derfor omfattes av meldeplikten etter børsforskriften så fremt det angikk selskapsspesifikk informasjon. I vphl. § 5-2 har lovteksten blitt endret til at informasjon som «direkte angår» det utstedende selskap skal offentliggjøres «umiddelbart». Børsnoterte selskap har derfor blitt underlagt en utvidet automatisk meldeplikt av eget tiltak¹⁰⁷ fra det tidspunkt innsideinformasjon oppstår¹⁰⁸. Siden det gjelder et krav om «umiddelbar» offentliggjøring av informasjon som «angår selskapet» kan det tyde på at regelendringen skyldes et ønske fra lovgivers side om å hindre at informasjonen oppstår som et rykte i markedet via andre informasjonsdistributører enn selskapet selv.

En mulig misbrukssituasjon etter tidligere rett oppstod i de tilfeller der innsidere hadde anledning til å utnytte kurssensitiv informasjon i tidsrommet mellom oversendelse av informasjon til børsen og frem tidspunktet for offentliggjøring av opplysningen i henhold til børsforskriften § 23-2. Eksempelvis vil dette være tilfellet dersom en aksjonær ble informert om mulige oppkjøpsplaner på en generalforsamling og avvartet transaksjonen frem til det øyeblikket opplysningen ble offentliggjort gjennom børsens informasjonssystem. Denne handlingen vil være en bevisst omgåelse av offentliggjørelsestidspunktet og handelsforbudet i vphl. § 3-3. En slik handling vil innebære en bevisst omgåelse av offentliggjørelsestidspunktet og handelsforbudet i vphl. § 3-3. I forbindelse med vurderingen rundt den opphevede bestemmelsen i børsforskriften ble det derfor vurdert om opplysningen skulle anses som offentlig tilgjengelig når den hadde blitt absorbert av markedsaktørene og dermed ikke lengre kunne anses som kurssensitiv. Denne alternative tolkningen av tilgjengelighetskriteriet

¹⁰⁷ Den automatiske informasjonsplikten som fremgår av vphl. § 5-12 har vært underlagt kritikk i forhold til tidspunktet for når utstederens informasjonsplikt utløses. Dette kommer spesielt på spissen i de tilfeller hvor selskapet er i en forhandlingsprosess som strekker seg ut over tid, hvor selskapet i enkelte tilfeller kan bli skadelidende på grunn av informasjonsplikten. Dette er imidlertid søkt motgått gjennom bestemmelsen om utsatt offentliggjøring i vphl. § 5-3. For en nærmere gjennomgang se Bergo(2008) s.103 flg.

¹⁰⁸ Denne plikten er imidlertid ikke omfattet til å omfatte opplysninger om «andre forhold» i vphl. § 3-2 første ledd, se punkt 5.4.3.

viser til en vanskelig retts teknisk regel. Det ble derfor lagt vekt på at det måtte bero på en vurdering av om det forelå «misbruk» av kurssensitive opplysninger som markedet ikke hadde rukket å ta hensyn til i handelen med det aktuelle verdipapiret¹⁰⁹.

I forbindelse med innføringen av selskapets informasjonsplikt i verdipapirhandellovens femte kapittel, foreligger det en svært begrenset redegjørelse i teorien med hensyn til hvilke typetilfeller som vil oppfylle kravene til tilgjengelighet i vphl § 3-2. Imidlertid kan det antas at eksempler som er nevnt i forbindelse med praktiseringen av børsforskriftens regler vil ha en viss overføringsverdi. I forhold til det ovennevnte eksempel, kan det antas at en slik omgåelse også etter gjeldende rett vil være underlagt handelsforbudet. Scenariet vil da være at handelen kan gjennomføres ved at aksjonæren ikke benytter den kurssensitive informasjonen før selskapet har offentliggjort informasjonen i tråd med vilkårene i vphl. § 5-12. De samme hensyn vil gjøre seg gjeldende ved en slik omgåelse. Det avgjørende for vurderingen vil uansett være om opplysningen var tilgjengelig for markedet eller om det forelå planlagt misbruk av kurssensitiv informasjon.

5.3 «Presise opplysninger»

5.3.1 Generelt om «presise opplysninger»

Etter § 3-2 første ledd må det foreligge «presise opplysninger» om de finansielle instrumenter, utstederen av disse eller «andre forhold» som er egnet til en merkbar kurspåvirkning.

En «opplysning» er etter vanlig språkbruk en samlebetegnelse på mange ulike former for informasjon uavhengig av dens innhold. Ettersom begrepet «opplysning» er vidtfaende var det derfor nødvendig å innsnevre hva som skal sies å være en opplysning i lovens forstand. Kvalifikasjonsvilkåret «presise» ble derfor inntatt ved endringslov av 1991 for å markere at kunnskap om rykter og spekulasjoner ikke ville omfattes av handelsforbudet¹¹⁰. Det ble vektlagt at handelsforbudet ikke skulle omfatte slik upresis informasjon fordi det ville det ha begrenset investorenes

¹⁰⁹ Reed(1996) s.136

¹¹⁰ Ot.prp. nr. 72(1990-1991) s.29

kontraheringsadgang for sterkt¹¹¹. Vilkåret ble senere tatt ut av lovens tekst og departementet begrunnet dette med at uttrykket hadde liten selvstendig betydning da denne informasjonen ikke ville være en opplysning i lovens forstand¹¹².

“Presise opplysninger” ble gjeninnført i verdipapirhandellov av 2007 for at bestemmelsen skulle harmonisere bedre med markedsmisbruksdirektivets detaljregulering. Departementet la til grunn at rammedirektivets materielle krav allerede var oppfylt i den daværende reguleringen av handelsforbudet i norske rett¹¹³.

5.3.2 Innholdet i vilkåret «presise opplysninger»

Etter en alminnelig språkbruk må uttrykket «presis» forstås slik at opplysningenes innhold må være av konkret karakter. Utrykket «presis» bygger derfor på ulike objektive kvalifikasjonsmomenter, som opplysningens klarhet, nøyaktighet og troverdighet. Et rykte vil derimot preges av usikkerhet vedrørende de nevnte momenter¹¹⁴ og derfor falles utenfor definisjonen av «presise opplysninger».

Kravet som stilles til hva som kan sies å være en presis opplysning som kvalitativt vil skille seg fra å et rykte som ikke omfattes av bestemmelsen må imidlertid modifieres. Bestemmelsens annet ledd redegjør nærmere for hvordan vilkåret i vphl. § 3-2 første ledd skal forstås:

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

Lovteksten gir en anvisning på objektive og materielle kriterier som stammer fra 2003/124/EF artikkel 1 nr. 1.

¹¹¹ Sæbø(1995) s.153

¹¹² Ot.prp. nr. 80(2000-2001) se punkt 3.5

¹¹³ Ot.prp. nr. 12(2004-2005) se punkt 4.5

¹¹⁴ Det er imidlertid ikke et krav om at opplysningen må være fullstendig eller nøyaktig for at opplysningen skal være presis i lovens forstand se Sæbø (1995) s. 155.

5.3.3 Opplysningens objektivitet og materielle innhold

Underdefinisjonen av presise opplysninger i vphl. § 3-2 tredje ledd presiserer kravet til opplysningens materielle innhold, jfr. «omstendighetene eller begivenhetene har inntruffet eller at de med sannsynlighet kan forventes å inntreffe». Med uttrykkene «omstendigheter eller begivenheter» vises det til at opplysningene må knytte seg opp mot faktiske begivenheter og ha et konkret innhold¹¹⁵ for å være tilstrekkelig presise og dermed kvalitativt ad skille seg fra rykter og spekulasjon. Utrykket “omstendigheter eller begivenheter” har et således et vidt nedslagsfelt som er egnet til å omfatte de fleste forhold såfremt de øvrige vilkår i bestemmelsen er oppfylt. Omstendigheter som har inntruffet vil være lett å fastsette. Ved vurderingen om det opplysningen gjelder med rimelig grunn kan forventes å inntreffe, må man derimot inkludere et sannsynlighetskrav i forhold til om informasjonen vil være kurssensitiv . Formuleringen er en implementering av 1. kommisjonsdirektiv: “may reasonably be expected”. Utrykket oppstiller et visst krav til sannsynlighet, men det fremgår ikke at det er krav om at det må være en sannsynlighetsovervekt for at det opplysningen gjelder inntreffes. Dette kan for eksempel handle om prosesser som strekker seg ut over tid, for eksempel ved forhandlinger om kontraktinngåelser, oppkjøp og lignende¹¹⁶.

Kravet til opplysningens objektivitet gjelder opplysningens evne til å gi investoren en indikasjon på om opplysningen har et kurspåvirkningspotensiale. Med dette menes at opplysningen må være “tilstrekkelig spesifikk” til å gi investoren en indikasjon på om opplysningen vil virke inn på kursen. Siden det kun kreves at opplysningen skal «indikere» er det tilstrekkelig at opplysningen er egnet til å antyde en mulig kurspåvirkning¹¹⁷. I NOU 1996:2 s.57 gis et eksempel på når opplysning er tilstrekkelig spesifikk til å indikere en kurspåvirkning:

«(...) en finansdirektør opplyser at det kommer et bedre resultat enn forventet, uten at vedkommende som mottar informasjonen vet hvor godt resultatet vil bli.

Finansdirektørens opplysninger er en type opplysninger som kan være presise nok til å handle på bakgrunn av(...)»

¹¹⁵ Reed(1996) s.127

¹¹⁶ Om den særlige betydningen av utviklingsprosesser se Sæbø(1995) s.172

¹¹⁷ Svedberg(2007) punkt 3.3.4

Uttalelsen i NOUen viser det sentrale i vurderingen av opplysningens objektivitet. Innholdet i opplysningen trenger ikke å være fullstendig eller nøyaktig. Som det fremgår av eksemplet i forarbeidene, vil opplysningen være «presis» dersom den gir en indikasjon på at det er sannsynlig at aksjekursen vil kunne forventes å stige som et resultat av at selskapet leverer et bedre regnskap enn først antatt. Opplysningene vil da være kurssensitive og en innsider vil kunne forvente en økonomisk gevinst ved å gjennomføre en innsidehandel.

Kravet til presise opplysninger i vphl. § 3-2 første ledd modifiseres derfor gjennom underdefinisjonen i tredje ledd. Det er således ikke et krav om at opplysningene må være korrekte så lenge det er mulig å trekke en slutning om hvordan markedet ville ha reagert dersom opplysningen hadde vært tilgjengelig. Dette beror på at det har vært ønskelig fra lovgivers side å ramme enhver opplysning som har misbrukspotensiale¹¹⁸.

Dette fremgår også av CESRs rådgivende uttalelse:

“A piece of information allows a conclusion to be drawn about its impact on prices, either when it would enable a reasonable investor to take an investment decision without (or at a very low) risk or when it is likely to be exploited immediately on the market”¹¹⁹

Uttalelsen fra CESR tilsier at det ved vurderingen av om opplysningen er presis nok skal tas hensyn til om opplysningen var egnet til å gi investoren et grunnlag til å foreta en investeringsbeslutning med lav risiko knyttet til den forventede avkastningen¹²⁰, eller om opplysningen var av en art som gjorde at den umiddelbart ville ha blitt utnyttet av øvrige markedsaktører dersom den hadde vært tilgjengelig. CESRs uttalelse underbygger derfor at det må foretas en avgrensning mot rykter og spekulasjoner. I teorien er det imidlertid lagt til grunn at det er innholdet i opplysningen som skal være presis¹²¹. Vurderingstemaer som markedets reaksjon vil derfor være tjenlige hjelpemidler ved fastleggelsen av om kravet til opplysningens objektivitet er oppfylt. De nevnte eksempler viser også den nære sammenhengen mellom kravet om «presise opplysninger» i vphl. § 3-2 første ledd og kurspåvirkningsvilkåret i bestemmelsens

¹¹⁸ Svedberg(2007) punkt 3.3.3 jfr Sæbø(1995) s.155

¹¹⁹ CESR 02/089d punkt 20

¹²⁰ Svedberg(2007) punkt 3.3.3

¹²¹ Ibid.

tredje ledd. Sammenhengen mellom vilkårene poengteres også av CESR i CESR 02/089d punkt 18:

“The precise nature of information is assessed on a case-by-case basis and depends on the information in question. CESR also acknowledges the fact that both conditions – precise and likely to have a significant effect on the price of the financial instrument – are very much linked to each other and that the characteristics of each condition may play an intensifying role on the occurrence of the other”.

Av forarbeidene¹²² fremgår det også at opplysningens kilde vil være av betydning ved vurderingen av om investoren anså at opplysningen hadde et kurspåvirkningspotensiale. Betydningen av det ovennevnte vurderingstemaet vil i det følgende bli drøftet.

5.3.4 Betydningen av opplysningens kilde

Som nevnt innledningsvis er det opplysningens innhold som må være presis, men dens kilde og mottaker vil være sentrale elementer i vurderingen av om informasjonen er egnet til å være kurspåvirkende.

Kildens troverdighet vil være et betydningsfullt moment i helhetsvurderingen vedrørende opplysningens objektivitet¹²³. Som nevnt kan et rykte kan ofte også være nøyaktig og konkret på samme måte som en opplysning i lovens forstand. Det som da vil være avgjørende er hvordan kilden har kommet i besittelse av informasjonen, herunder kildens nærhet til opplysningsgrunnlaget¹²⁴. Dette fremgår eksempelvis av Nagell Erichsen-dommen¹²⁵.

Nagell Erichsen ble dømt for overtredelse av daværende vphl. § 2-1 j.fr § 14-1. Bakgrunnen for domfellelsen var en større handelsordre han hadde lagt inn i forbindelse med Storebrand ASAs oppkjøp av Finansbanken i 1998. Nagell Erichsen mottok de «presise og fortrolige opplysningene» fra Storebrand ASAs finansielle rådgiver under forutsetning av at han godtok å bli gjort til innsider i Finansbanken. I samtalen mellom Nagell Erichsen og rådgiveren fremgikk det at han ringte på vegne av en ukjent større

¹²² NOU 1996:2 s.57

¹²³ Svedberg punkt 3.3.3

¹²⁴ Svedberg punkt 3.3.3 med videre henvisning til Reed(1996) s.127

¹²⁵ LB-2003-1353

industriell aktør og at det forelå planer om en transaksjon med Finansbanken i nær fremtid. Selv om det ikke fremgikk av samtalen hvem rådgiveren representerte, eller hva slags transaksjon som ville bli foretatt, var det klart at kilden hadde tilstrekkelig nærhet til grunnlaget for opplysningene. Lagmannsretten kom derfor til at informasjonen som ble utvekslet ga Nagell Erichsen tilstrekkelig anledning til å vurdere dens positive kurspåvirkning basert på avgivers nærhet til grunnlaget for opplysningene.

Betydningen av kildens troverdighet vurderes også av Oslo tingrett i DNO-saken:

«Det er etter rettens mening ikke åpenbart at artikkelen ut fra sitt saklige innhold faller inn under begrepet ”*presise opplysninger*.” Kilden i Bagdad er anonym, uttalelsen er generell og den refererer ikke til vedtak eller konkrete tiltak rettet mot DNO. Det er således vanskelig å trekke noen konkret konklusjon om hvilke omstendigheter som kan forventes å inntre for DNO og derved om den mulige påvirkning av aksjekursen»¹²⁶.

På bakgrunn av den ovennevnte uttalelsen i premissen kom retten til at opplysningens innhold i seg selv ikke var å anse som en «presis opplysning» jfr. vphl. § 3-2. Retten la videre vekt på at opplysningen verken var konkret nok, og at den ikke inneholdte nok informasjon til at det var mulig å vurdere om opplysningen kom fra en troverdig kilde. Opplysningene ble likevel ansett for å være «presise» på grunn av artikkelens «påvirkningskraft på aksjonærene»¹²⁷. Premissen viser det nære forholdet mellom kravet som stilles til en «presis opplysning» og hvilken betydning graden av presisjon har for vurderingen av opplysningens kurspåvirkende egenskap. Etter min mening ble kravet som stilles til opplysningens kvalitative egenskaper ilagt for liten vekt ved rettens vurdering. Dette vil imidlertid drøftes nærmere i punkt 6.3.1.

Videre vil det være et poeng ved vurderingen av om en opplysning er «presis» at dens presise innhold synes forutsatt av at den videreformidles direkte til mottaker. Hvis en opplysning blir formidlet gjennom flere ledd¹²⁸, kan den etter hvert bli mer ryktepreget, og av den grunn ikke oppfylle bestemmelsens krav om «presise opplysninger»¹²⁹. Dette

¹²⁶ 08-184013MED-OTIR/06 se s.12

¹²⁷ 08-184013MED-OTIR/06 se s.13

¹²⁸ Reed(1996) s.143

¹²⁹ Svedberg(2007) punkt 3.3.3

fremgår også av lagmannsrettens uttalelse i Otrum-kjennelsen¹³⁰ at «en opplysning kan (...) miste en del av sitt konkrete innhold når den føres videre i flere ledd, og (...) ende som et rykte uten presist innhold eller noen kilde».

5.4 Krav om opplysningens tilknytning?

Etter vphl § 3-2(1) fremgår det at opplysningene må gjelde de finansielle instrumentene, utstederen som sådan eller «andre forhold». Denne formuleringen ble inntatt ved lovendringen i 1991. Før lovendringen omfattet handelsforbudet kun opplysninger om “(...)det foretak som har utstedt verdipapirene”¹³¹. Lovendringen innebærer i realiteten det ikke lenger gjelder et krav om tilknytning¹³². Det avgjørende etter vphl. § 3-2 er derfor om opplysningen er egnet til å påvirke kursen og om opplysningens innhold er presist. Begrunnelsen for endringen bygger på tillitshensyn. Investorenes tillit til markedet avhenger av at man kan hindre misbruk av enhver form for innsideinformasjon. Det er derfor ikke ønskelig at forbudet kun skal omfatte de tilfeller hvor informasjonen har en tilknytning til det verdipapirutstedende foretaket¹³³.

5.4.1 Opplysninger om de finansielle instrumentene

Opplysninger om de finansielle instrumentene vil ofte være forhold som berører verdipapiret mer direkte, opplysninger om selve instrumentet eller også opplysninger om forhold som berører verdipapiret¹³⁴. Opplysninger om verdipapiret kan blant annet være vedtektsendringer i forbindelse med endring av en aksjes pålydende, beslutninger om kapitalforhøyelse/kapitalnedsettelse og fravikelse av aksjeeieres fortrinnsrett mv.

5.4.2 Opplysninger om utstederforetaket

Opplysninger om utstederforetaket omtales ofte som “klassisk innsideinformasjon”, og omfatter regnskapsopplysninger, opplysninger om virksomhetsoverdragelse, inngåelse eller opphevelse av større samarbeidskontrakter, utvidelser eller innskrenkelse av

¹³⁰ Rt-2007-725

¹³¹ Vphl. av 1985 § 6

¹³² Sæbø(1995) s.163

¹³³ Ibid.

¹³⁴ Reed med henvisning til Sæbø

foretakets aktivitet mv¹³⁵. Selskapsspesifikk informasjon vil i de fleste tilfeller være underlagt selskapets informasjonsplikt etter vphl. § 5-12¹³⁶.

5.4.3 Opplysninger om andre forhold

Det siste alternativet som nevnes i forhold til hva opplysningen må gjelde er samlekategorien “andre forhold”. Uttrykket “andre forhold” skal tolkes vidt og vil i realiteten omfatte alle former for opplysninger uavhengig av om de har noen tilknytning til foretaket eller de finansielle instrumentene. Uttrykket har derfor i prinsippet utvidet bestemmelsens anvendelsesområde hvor misbruk av informasjon skal rammes så lenge de er kvalifiserte. Ved tolkningen av “andre forhold” vil uttrykket neppe tolkes mer innskrenkende enn at det må dreie seg om presise opplysninger¹³⁷

Opplysninger som omfattes av “andre forhold” vil typisk kjennetegnes ved å være av en generell karakter, eksempelvis endringer i skatte- og rentenivået, rammebetingelser for kapitalmarkedet mv¹³⁸.

¹³⁵ Selskapet har etter vphl. kapittel fem plikt til å løpende legge ut informasjon på sine nettsider for å utjevne en eventuell informasjonssymmetri. Se eksempelvis: <http://www.detnor.no/en/investor-relations/company-disclosures>

¹³⁶ Se punkt 5.2.1

¹³⁷ Svedberg(2007) punkt

¹³⁸ Ot. prp. nr. 80(2000-2001) punkt 3.1

6 Kurspåvirkningsvilkåret i vphl. § 3-2

6.1 Innledende bemerkninger

Det andre hovedvilkår er etter vphl. § 3-2 at en opplysning må være «egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumenter merkbart». Denne formuleringen er ment å implementere 1. kommisjonsdirektiv art.1 nr. 1:

«"Inside information" shall mean information (...) which (...) would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments».

Merkbarhetsvurderingen i den norske lovteksten og i kommisjonsdirektivet kan derfor synes å bygge på en todelt vurdering. For det første må opplysningen i seg selv være av en art som gjør at den er egnet til å påvirke kursen og for det andre må opplysningen må ha en evne¹³⁹ til å påvirke kursen.

Vphl § 3-2 3.ledd angir nærmere angivelse av hvordan vilkåret om opplysningens kurspåvirkningsevne skal forstås:

«Med opplysninger som er egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, menes opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning»

Opplysningens evne til å påvirke kursen merkbart må på denne bakgrunn sees i sammenheng med om en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte den som en del av beslutningsgrunnlaget for investeringen.

¹³⁹ Forholdet mellom merkbar i den norske oversettelsen og "significant effect" i direktivteksten problematiseres nærmere i punkt 6.5.3

Underdefinisjonen i bestemmelsens tredje ledd baseres derfor på en «fornuftig investor-vurdering». De neste punkter i fremstillingen vil derfor være en gjennomgang av hvilken betydning den fornuftige investor-vurderingen vil ha på kurspåvirkningsvilkåret i 1.ledd, deretter hva som ligger i uttrykket «fornuftig investor», videre hva som utgjør en fornuftig investors grunnlag for beslutningen og endelig hva som kan utledes av formuleringen «sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin beslutning»

6.2 Forholdet mellom første og andre ledd i vphl. § 3-2

Vphl § 3-2 tredje ledd er som nevnt en presisering om hvordan vilkåret vedrørende opplysningens kurspåvirkende effekt skal forstås. Det synes imidlertid å være uenighet i teorien om hvilken betydning den fornuftige investor-vurderingen skal ha i relasjon til kravet om merkbar påvirkning i første ledd, og videre om «merkbar» skal tolkes som et selvstendig kvantitativt tilleggsvilkår¹⁴⁰. Som Bergo skriver i Børs- og verdipapirrett (2008) fremstår selve formuleringen i tredje ledd som en uttømmende definisjon, hvor oppbygningen kan tolkes slik som om opplysningens egnethet til merkbar påvirkning blir redusert til en vurdering av om en fornuftig investor ville ha benyttet «den som et grunnlag for sin investeringsbeslutning¹⁴¹»

Denne oppfatningen tilsier derfor at første og tredje ledd må sees i sammenheng ved rettsanvendelsen, og at de sett samlet vil utgjøre legaldefinisjonen i forbindelse med kurspåvirkningsvilkåret.

Denne forståelsen støttes av rådsdirektiv 2003/124/EF art.1 punkt 2:

«Ved anvendelse av artikkel 1 nr. 1 i direktiv 2003/6/EF skal «opplysninger som sannsynligvis merkbart ville kunne påvirke det eller de aktuelle finansielle instrumenters kurs eller kursen til finansielle derivater knyttet til disse, dersom de ble offentliggjort» bety opplysninger som en rasjonell investor sannsynligvis ville benytte som en del av grunnlaget for sine investeringsbeslutninger(egen utheving)».

¹⁴⁰ Bergo(2008) s.265

¹⁴¹ Ibid.

Det foreligger ingen avgjørelser fra EF-domstolen hvor innholdet i markedsmissbruksdirektivet art. 1 og CESRs rådgivende uttalelser i 1. kommisjonsdirektiv hvor kurspåvirkningskriteriet blir underlagt domstolens vurdering. Kriteriet omtales kort av EF-domstolen i dom av 23. desember 2009 C-45/08, hvor domstolen uttaler følgende om vurderingen¹⁴²:

Som nævnt i denne doms præmis 51 er begrebet »intern viden« ifølge definitionen i artikkel 1, stk. 1, i direktiv 2003/6 nemlig bl.a. karakteriseret ved det forhold, at denne viden, hvis den blev offentliggjort, »mærkbart ville kunne påvirke kursen på disse finansielle instrumenter eller på de afledte finansielle instrumenter«, og selvsamme begreb er i artikkel 1, stk. 2, i direktiv 2003/124 nærmere beskrevet som »viden, som en fornuftig investor sandsynligvis ville benytte som en del af grundlaget for sine investeringsbeslutninger«.

Uttalelsene i rådsdirektivet og dommen tyder derfor på at det må legges til grunn at vurderingstemaene må forenes for at rettsanvendelsen skal få et riktig perspektiv¹⁴³.

Før en gjennomgang av innholdet i de ulike vurderingstemaene kartlegges er det viktig at et riktig rettsanvendelsesperspektiv legges til grunn. Dette innebærer en kartlegging av grunnlaget for en fornuftig investor beslutning.

6.3 «Fornuftig investor-testen»

6.3.1 Hva er en «fornuftig investor»?

I juridisk teori er det bare i begrenset utstrekning redegjort for innholdet i den «fornuftige investor-testen» etter vphl. § 3-2.

Johan Svedberg har i Tidsskrift for forretningsjus nr.2/2007 forstått begrepet som et uttrykk for en rettslig standard. En slik forståelse vil innebære at vurderingens innhold er dynamisk og derfor vil kunne endres i tråd med den til enhver tids gjeldende forståelse av begrepet. En rettslig standard viser til en målestokk som kan sies å «ligge utenfor loven selv». Innholdet kan blant annet tolkes i lys av hvordan en bestemt

¹⁴² Saken gjelder imidlertid en vurdering av ex-ante/ex-post!

¹⁴³ Forholdet mellom vphl § 3-2 1. og 3.ledd presiseres nærmere i punkt 6.2

personkrets oppfatter den. I forbindelse med vurderingen av hva som kan sies å være en «fornuftig investor» vil standardens innhold derfor kunne baseres på hvordan begrepet forstås av markedsaktørene¹⁴⁴.

Sverbergs oppfatning av begrepet som en rettslig standard har imidlertid ikke kommet til uttrykk i øvrig litteratur som omhandler temaet. Begrepet er imidlertid blitt omtalt som et uttrykk for en internasjonal norm¹⁴⁵ i rettspraksis¹⁴⁶. I tråd med de alminnelige rettskild prinsippene veier rettspraksis tyngre enn juridisk teori. Etter dette må det kunne legges til grunn at en «fornuftig investor» er en fastsatt norm som dermed inneholder et konkret vurderingstema. I forhold til hvilke vurderingstema som ligger innenfor normen «fornuftig investor» vil det være nødvendig å foreta en ordlydstolkning av uttrykket «fornuftig investor» for å kunne fastlegge det nærmere innholdet i kurspåvirkningsvilkåret.

Med «investor» menes en person som plasserer penger i verdipapirer¹⁴⁷, i dette henseende en person som foretar pengeplasseringer på verdipapirmarkedet. En «fornuftig investor» vil derfor være en person som foretar rasjonelle investeringer i finansielle instrumenter. Dette vil kunne sies å være en variant av den alminnelige bonus pater familias-vurderingen. Bonus pater familias er et uttrykk for hvordan en alminnelig fornuftig borger ville handlet i en konkret situasjon¹⁴⁸. Ordlyden avgrenser derfor implisitt mot den «ufornuftig investoren». En ufornuftig investor vil eksempelvis være en «støy-handler» som foretar handelsbeslutninger på bakgrunn av ukvalifiserte råd og rykter som oppstår i markedet¹⁴⁹.

I forbindelse med endringene som ble foretatt av verdipapirhandelloven i 2001 la utvalget til grunn at vurderingen skal baseres på

¹⁴⁴ Svedberg(2007) punkt 3.4.3

¹⁴⁵ «Internasjonal norm» fremgår blant annet av aktors uttalelse ved Borgarting lagmannsretts behandling av DNO-saken

¹⁴⁶ I jusleksikon(2005) s.195 gis det følgende beskrivelse av en norm: «En norm vil være en innskrenkende fastsettelse av hvordan noe skal være, det vil derfor gi presise direktiver for hvordan en konkret vurdering skal skje og hva det skal legges vekt på»

¹⁴⁷ Synonym, rasjonell/fornuftig

¹⁴⁸ Jusleksikon(2005) s.42

¹⁴⁹ NOU 1996:2 se punkt 2.4.5

”en objektivisert vurdering av hvorvidt den konkrete opplysningen(...)etter sin art og viktighet(...)må antas å være egnet til å påvirke den alminnelige fornuftige investors oppfatning eller vurdering av verdien på instrumentene om opplysningen ble kjent i markedet ”¹⁵⁰.

Uttalelsen i forarbeidene gir uttrykk for at det skal foretas en objektiv vurdering av hvordan en alminnelig rasjonell investor bearbeider opplysningene om de finansielle instrumentene før vedkommende foretar en investeringsbeslutning. Dette støttes også av retningslinjene som er gitt av CESR i 1.kommisjonsdirektiv, note 1 til punkt 28:

”A reasonable investor is a person that thinks and behaves in a rational way.” Det tyder derfor på at en “fornuftig investor” vil være en normativ benevnelse på en person som foretar rasjonelle avgjørelser.

I rettspraksis knyttet opp mot den nærmere fastsettelsen av innholdet har retten foretatt ulike vurderinger av hvordan uttrykket en ”fornuftig investor” skal forstås. I TOSLO-2008-184013¹⁵¹ var tingretten av den oppfatning at de ulike investorgruppens erfaringer var avgjørende for om en fornuftig investor ville ha foretatt en investeringsbeslutning. Retten foretok et skille mellom profesjonelle aktører og amatørinvestorer, og fastslo den profesjonelle aktørs mulighet til å bearbeide informasjonen og dermed være forutseende for hvilken innvirkning opplysningen ville ha på amatørinvestorene, ville være kjennetegnende for hva som kan sies å være en fornuftig investor. Dersom dette skal legges til grunn ved vurderingen av hva som skal sies å være en «fornuftig investor, vil innholdet i begrepet knyttes opp mot en profesjonell aktørs evne til å forutse andre aktørers reaksjonsmønstre og av den grunn dermed være «fornuftig». Dette virker imidlertid ikke å være i overensstemmelse med hvordan CESR mener at begrepet skal forstås, det må også nevnes at dommen senere ble opphevet av Borgarting lagmannsrett og dermed ikke kan tillegges noen særlig vekt.

I en senere dom avsagt av Oslo tingrett¹⁵² ble innholdet i vurderingen vinklet noe annerledes.

¹⁵⁰ Ot.prp. nr. 80(2000-2001) se punkt 3.1 Kredittilsynet anvendte bruken av en fornuftig investor som vurderingstema før det ble tatt inn som retningslinje for vurderingen i 1. kommisjonsdirektivt

¹⁵¹ Senere opphevet av Borgarting lagmannsrett

¹⁵² ”Pareto-saken” se punkt 1.3.1.2

«Retten viser i den forbindelse til at det er opplyst at en ikke uvesentlig del av aksjene var eiet av småsparere og andre uprofesjonelle investorer. En for DNO negativ artikkel i Nettavisen ville således etter all sannsynlighet ha større påvirkningskraft overfor denne gruppe aksjeeiere enn overfor profesjonelle investorer. Men siden småsparerens reaksjoner vil kunne få betydning for aksjekursen, må en fornuftig investor - som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning - også ta hensyn til det»

Retten foretar her et skille mellom en «fornuftig investor og hva som vil virke inn på en «fornuftig investors» beslutningsgrunnlag, I motsetning til i Oslo tingretts dom av 2008 fremgår det derimot ikke av premissene at en profesjonell investors egnethet til å vurdere ulike markedsvariabler, som eksempelvis andre aksjonærers reaksjonsmønstre dersom opplysningen hadde vært offentlig kjent, vil være forutsetningen for at en investor skal anses som fornuftig.

En «fornuftig investor» vil som retten var inne på i TOSLO-2008-184013, ta hensyn til alle markedsvariabler som vil ha betydning for aksjekursen. Det kan derfor tyde på at det riktige rettsanvendelsesperspektiv i forbindelse med hva som vil kjennetegne en «fornuftig investor» må sees i sammenheng med hva som er grunnlaget for personens investeringsbeslutning.

6.3.2 Hva er formålet med den «fornuftige investor»-testen i tredje ledd?

Formålet med den «fornuftige investor»-testen er at den skal være et hjelpemiddel i vurderingen av om opplysningen er av en art som tilsier at en «fornuftig investor» vil anvende den som grunnlag for sin investeringsbeslutning. Dette må derfor sees i et investeringsperspektiv, hvor det vil være ønskelig at transaksjonen fører til en økonomisk gevinst.

En investor vil derfor foreta en vurdering av tapsrisikoen knyttet opp mot den forventede avkastningen av transaksjonen, hvor det vil være avgjørende for en «fornuftig investor» at avkastningen er større enn muligheten for et tap. Ettersom at opplysningene utgjør grunnlaget for risiko/avkastningsvurderingen er det derfor nødvendig at opplysningene er tilstrekkelig klare og presise til at innsideren kan foreta

en vurdering av forventet gevinst. Risikoen kan av denne grunn derfor deles opp i en skala, hvor risikoen avtar parallelt med opplysningens grad av presisjon, se § 3-2 første ledd jfr. annet ledd. For å belyse dette kan risikoskalaen deles inn i tre ulike grader¹⁵³.

1. Informasjon hvor det vil være usikkerhet knyttet til kurspåvirkning
2. Informasjon som etter en nærmere vurdering kan antas å påvirke kursen.
3. Klassisk kurssensitiv informasjon som erfaringsmessig påvirker kursen.

Denne inndelingen representerer derfor graden av forventet avkastning for investoren, og det er mest sannsynlig at en fornuftig investor vil basere sin investeringsbeslutning på opplysninger som nevnt i punkt to og tre. Begrunnelsen for dette er at det i disse tilfellene vil være en mulighet til å forutse sannsynligheten for opplysningens kurspåvirkningspotensiale, herunder forventet avkastning. Dersom en investeringsbeslutning baseres på bruk av informasjon som nevnt i punkt en vil det være knyttet høy risiko til forventet avkastning, og det vil ikke være tilstrekkelig sannsynlig at den vil være vektlagt i investeringsbeslutningen.

En ”fornuftig investors” investeringsbeslutning vil følgelig være betegnelsen på en beslutning tatt på bakgrunn av investorens risiko/avkastningsbetraktninger med tanke på å kunne oppnå en økonomisk gevinst. Basert på dette vil investoren være «fornuftig» i lovens henseende. Dette synes også forutsatt i de kilder som er nevnt i punkt 6.3.1, hvor en ”fornuftig investor” og en fornuftig investors beslutningsgrunnlag ikke kan vurderes til å være en rettslig standard slik Svedberg antyder i Tidsskrift for Forretningsjus. En «fornuftig investor» er en normativ angivelse på en konkret vurdering av ulike markedsvariabler som foretas av investor før hans beslutning om å foreta/unnlåte å foreta en transaksjon.

¹⁵³ Se DNO-saken, trekker feilaktig opp prosentvise grenser, disse kan imidlertid tjene som grenser for hvilken risikograd som ligger til grunn for investeringsbeslutningen og mulig avkastning

6.4 «Egnet til å påvirke»

Videre må det også avklares hva som menes med at opplysningen må være «egnet til å påvirke» kursen. Formuleringen «egnet til å påvirke» må etter en alminnelig språklig forståelse forstås med at opplysningen må ha et kurspåvirkningspotensiale. Formuleringen bygger på et tenkt krav til årsakssammenheng¹⁵⁴, der det må foreligge årsakssammenheng mellom den handlendes opplysninger og virkningen¹⁵⁵ av at opplysningene blir offentliggjort¹⁵⁶. Den handlende må derfor kunne forutse hvilken virkning en tenkt offentliggjøring ville hatt på kursen i det tidspunkt handelen gjennomføres. Dette fremgår også av CESRs retningslinjer¹⁵⁷.

“CESR considers that those with potential inside information need to assess on an ex ante basis whether or not information is likely to have a significant price effect. It is a question of determining the degree of probability with which at that point in time such an effect could reasonably have been expected”.

Det kan derfor legges til grunn at det er en forutsetning at investoren kan vurdere muligheten for at bruken av innsideinformasjonen vil materialisere seg i form av en forventet kurspåvirkning. Dette tyder derfor på at det foretas en avgrensning for opplysninger som i sin alminnelighet ikke er kurssensitive¹⁵⁸.

I rettspraksis er det lagt til grunn at enkelte opplysninger alltid vil ha et kurspåvirkningspotensiale. Dette gjelder spesielt opplysninger om oppkjøp og fusjoner. En aktsom, herunder «fornuftig investor», som besitter denne kvalifiserte formen for innsideopplysninger vil derfor ha en god indikasjon på at transaksjonen er «egnet til å virke inn på kursen», og bør av den grunn avstå fra å gjennomføre transaksjonen.

¹⁵⁴ Det er ikke et krav om årsakssammenheng mellom opplysningene og handelen etter norsk rett, men det vil normalt være tilfelle ved straffbar innsidehandel. Den handlende vil være motivert av den økonomiske gevinsten han får av innsidehandelen, se Sæbø(1995) s. 170.

¹⁵⁵ Med virkning menes ikke opplysningens virkning, men hvordan markedet ville ha reagert dersom opplysningene var offentliggjort eller allment tilgjengelige.

¹⁵⁶ Reed(1996) s.168

¹⁵⁷ CESR/06-562b, retningslinjer nivå 3, se punkt 1.12

¹⁵⁸ Reed s. 167, hevder at en aktsom investor ikke skal ta hensyn til atypiske reaksjoner blant de andre markedsaktørene

Vurderingen investoren skal foreta er som nevnt om opplysningen på handlingstidspunktet vil være egnet til å påvirke kursen dersom informasjonen hadde vært kjent for markedet. Det er derfor ikke et krav om at opplysningen faktisk må ha innvirket på kursen ved en senere offentliggjøring (ex post-vurdering). Begrunnelsen for at dette er at offentliggjøringen ikke nødvendigvis vil ha noen innvirkning på kursen, eksempelvis kan det i enkelte tilfeller forekomme det som kalles samvirkende årsaker¹⁵⁹. Det vil i et slikt tilfelle offentliggjøres både positiv og negativ informasjon om selskapet eller det finansielle instrumentet, noe som resulterer i at den tilgjengelige informasjonen derfor nøytraliserer effekten informasjonen har på kursen. Dersom det hadde vært en forutsetning for vurderingen etter vphl § 3-2 første ledd at det forelå en faktisk endring av kursen ved bruk av innsideinformasjon, hadde ikke det nevnte tilfellet blitt rammet av handelsforbudet siden endringen da ville uteblitt. Ved uttrykket «egnet til å påvirke» kreves det derfor at det må foreligge en mulighet for kursendring, men ettersom det ikke foreligger et krav om faktisk påvirkning, må ikke endringen være konstaterbar i ettertid.

I juridisk litteratur blir innholdet i den norske lovteksten, herunder «egnet til å påvirke», satt på spissen i forhold til om den rene muligheten for kurspåvirkning vil innebære en tilstrekkelig grad av sannsynlighet etter kravet som fremgår av markedsmisbruksdirektivets ordlyd.

I Markedsmisbruksdirektivet art. 1 nr.1 fremgår det at opplysningene må være «likely to have (...) effect on the prices». Ordlyden oppstiller derfor et strengere krav til sannsynlighet enn det som fremgår av den norske lovteksten. I det følgende punkt vil det derfor foretas en redegjørelse av hvilken grad av sannsynlighet som kreves etter direktivet.

6.4.1 Hvilken grad av sannsynlighet fremgår av MAD og de supplerende rettsakter?

¹⁵⁹ Reed(1996) s.167

Kravet til sannsynlighet etter markedsmisbruksdirektivet art. 1 nr. 1, er formulert slik at opplysningen er «likely to have» en kurspåvirkende effekt på prisen til verdipapiret. Den konkrete graden av sannsynlighet som kreves etter markedsmisbruksdirektivet presiseres derimot ikke nærmere. Følgende rådgivende uttalelse i CESR gir en indikasjon på hvordan sannsynlighetsvurderingen skal foretas:

«The ex-ante evaluation of the possibility of a price moving effect can be regarded as a question of determining the degree of probability with which at that point in time (due to the information) could reasonably have been expected. Assuming this, the mere possibility is not enough, as on the other hand a degree of probability close to certainty is not necessary either¹⁶⁰».

Etter retningslinjenes ordlyd vil det derfor ikke være tilstrekkelig sannsynlig at det kun er en mulighet for kurspåvirkning, men det vil heller ikke være nødvendig med sannsynlighetsovervekt for at opplysningen kan sies å være egnet til å påvirke kursen. Retningslinjene uttaler videre at det vil være sannsynlig dersom den handlende med rimelig grunn kunne ha forventet en kurssvingningseffekt. Det fremstår derfor som om kravet til kurspåvirkning vil være oppfylt dersom innsideren har en forventning om at opplysningen vil virke inn på kursen.

Som nevnt i punktet ovenfor er det lagt til grunn at opplysningen er tilstrekkelig kurspåvirkende dersom det er en mulighet for at den vil virke inn på kursen. En mulighet vil innebære en større grad av usikkerhet for at noe skal inntreffe enn noe som kan forventes å skje. Det tyder derfor på at markedsmisbruksdirektivet og kommisjonsdirektivet krever en strengere grad av sannsynlighet enn det som fremgår av «egnet til å påvirke» i vphl. § 3-2. Det avgjørende etter norsk rett vil allikevel være hvordan den norske domstolen praktiserer vilkåret om opplysningens kurspåvirkende evne.

I forarbeidene til verdipapirhandelloven av 2007 nevnes ikke hvilken grad av sannsynlighet som gjelder etter lovendringen, men det presiseres at revisjonen av

¹⁶⁰ CESR 02/089d

innsideinformasjonsbestemmelsen ikke innebærer en materiell endring av tidligere lovgivning. Det vil derfor være av relevans å trekke inn momenter fra forarbeidene og juridisk litteratur tilknyttet de tidligere bestemmelser som regulerte bruken av innsideinformasjon¹⁶¹ for å kunne vurdere lovgivers syn på hvilken grad av sannsynlighet som skal legges til grunn ved vurderingen av om sannsynlighetsvilkåret er oppfylt.

I NOU 1996:2 fremgår det at det må være «rimelig sannsynlig» for den handlende at en tenkt offentliggjøring av opplysningen vil være egnet til å drive kursen oppover eller nedover¹⁶². Sæbø uttaler dette som et krav om at kurspåvirkningen må fremstå som en «realistisk mulighet» for at sannsynlighetskravet skal være oppfylt. En rimelig sannsynlighet/ realistisk mulighet vil i og for seg innebære et mer kvalifisert krav til sannsynlighet enn den rene muligheten for påvirkning, hvor det da må forutsettes en viss sannsynlighet for at muligheten vil materialisere seg i fremtiden.

Denne forståelsen av sannsynlighetsvilkåret må imidlertid sees i sammenheng med det tidligere vilkår om at opplysningen måtte føre til et «vesentlig» kursutslag på verdipapiret. Sæbø mener at kravet om et «vesentlig» kursutslag innebar en lemping av kravet om egnethet, hvor det strenge kurspåvirkningsvilkåret i definisjonen i seg selv innebar en høyere terskel for at opplysningen skulle oppfylle vilkårene i daværende vphl § 6 (vphl. av 1985). Det var derfor ikke var nødvendig med et krav om sannsynlighetsovervekt¹⁶³ for at opplysningen var egnet til å påvirke kursen¹⁶⁴.

Dette kan i noen grad belyse hvilken grad av sannsynlighet som kreves etter dagens lovgivning, men det må tas i betraktning at det strenge kravet til opplysningens kurspåvirkende effekt ble unntatt fra bestemmelsen på grunn av at vesentlighetskriteriet ble ansett for å hindre et tilstrekkelig effektivt handelsforbud. Kriteriet ble endret fra

¹⁶¹ Kravet om at opplysningen skal være «egnet» til å virke inn på kursen ble innført ved lovrevisjonen i 1991, hvor det tidligere var et vilkår om at opplysningen «kan antas» å innvirke. «Kan antas» å innvirke ble tatt ut av lovens tekst fordi finansdepartementet mente at ordlyden la opp til en subjektiv vurdering.

¹⁶² Reed(1996) s.169

¹⁶³ I Verdipapirhandelovens lovkommentar formuleres også kravet til sannsynlighet som et krav om overveiende sannsynlighet. Denne uttalelsen gjelder imidlertid daværende vphl § 2-1 se Verdipapirhandelloven lovkommentar (2002) note 1.29 til § 2-1.

¹⁶⁴ Sæbø(1995) s.166

«vesentlig» til «merkbart», noe som kan bety at en høyere grad av sannsynlighet enn den realistiske mulighet må være utgangspunktet for vurderingen etter vphl § 3-2. Dette kan blant annet begrunnes med at det ikke vil være ønskelig å legge terskelen for lavt på grunn av at dette vil medføre at innsidernes kontraheringsadgang vil bli hemmet, og at plikt og forbudsbestemmelsene derfor vil hindre den ønskede effektivitet av kapitalmarkedet¹⁶⁵.

Som tidligere nevnt vil domstolens praktisering av kriteriet være avgjørende for om den norske oversettelsen av markedsmisbruksdirektivet kan sies å være i overensstemmelse med sannsynlighetskravet som fremgår av «likely to have». Ved en nærmere undersøkelse av domstolens tolkning av «egnet til å påvirke» i saker som har blitt forelagt retten, er det derimot ikke lett å si hvilken grense domstolen trekker, ettersom domstolen i hovedsak foretar en totalvurdering av situasjonen uten å legge avgjørende vekt på den nøyaktige graden av sannsynlighet¹⁶⁶. Denne totalvurderingen gjelder også rettens vurdering av kurspåvirkningsvilkåret i forbindelse med den negative artikkelen som publiseres om Nettavisen i DNO-saken, hvor fastleggelsen av kravet som stilles til sannsynlighet verken fremgår av domspremissene i Oslo tingrett eller Borgarting lagmannsrett.

Ved nærmere undersøkelse av rettspraksis synes det bare å foreligge en dom hvor sannsynlighetsgraden blir nevnt. I Pareto-dommen¹⁶⁷ uttaler retten følgende:

«En negativ artikkel kunne derfor lett bli ”en liten tue som veltet et stort lass”.

I alle fall var *det påregnelig* (egen utheving) at artikkelen ville fremskynde et kursfall».

Bruken av påregnelig omtales derimot ikke nærmere av retten og det fremstår derfor som noe usikkert hvilken vekt uttalelsen kan tillegges.

Kravet til påregnelig kan imidlertid være egnet til å gi en indikasjon på hvilken sannsynlighetsgrad som kreves for at egnethets-kriteriet skal være oppfylt. Påregnelig

¹⁶⁵ Svedberg(2007) punkt 3.3.2 med videre henvisning til Sæbø s.165

¹⁶⁶ Se blant annet Alain Angelill-dommen, 10-162959MED-OTIR/05 « Retten finner det ikke nødvendig å ta stilling hvor meget som kreves for at vesentlighetskravet skal være oppfylt idet det i det foreliggende tilfelle ikke er tvilsomt at så er tilfelle»

¹⁶⁷ TOSLO-2010-162959

er et begrep som i første rekke er brukt innenfor erstatningsretten som et krav om årsakssammenheng, i forhold til om et resultat har inntruffet som en følge av den skadevoldende handling¹⁶⁸. Dersom et krav om påregnelighet skal kunne ha en overføringsverdi til kurspåvirkningsvurderingen etter § 3-2, vil det i tråd med tingrettens uttalelse være en forutsetning at den handlende innså opplysningens kurspåvirkende effekt, noe som vil innebære et strengere krav til sannsynlighet enn den realistiske mulighet som tidligere har vært lagt til grunn ved vurderingen. I og med at dette er en tingrettsdom vil uttalelsen ha liten rettskildemessig verdi og den svekkes ytterligere av at begrepsbruken ikke forklares nærmere i dommens premisser. Det må imidlertid bemerkes at bruken av «påregnelig» derimot vil kunne sies å samsvare bedre med formuleringen av sannsynlighetskravet som fremgår av markesmisbruksdirektivet j.fr «could reasonably be expected».

På bakgrunn av de nevnte rettskildefaktorer er det vanskelig å fastsette rammene for sannsynlighetsvurderingen nærmere. Dersom det nevnte hensyn om at handelsforbudet ikke skal hindre markedsaktørens kontraheringsadgang for sterkt tas i betraktning, må det likevel antas at det på bakgrunn av reelle hensyn vil kreves en viss sannsynlighet for at opplysningen skal være egnet til å påvirke kursen.

6.4.2 Når kan kurspåvirkningen sies å være sannsynlig?

Spørsmålet om opplysningen har den kvalifiserte kurspåvirkningsegenskapen beror på en konkret vurdering av opplysningens kurspåvirkningspotensiale på handelstidspunktet, hvor det er en forutsetning at opplysningen ikke er allment tilgjengelig av den grunn at den da allerede vil være diskontert i prisen. I denne vurderingen må det tas hensyn til alle markedsvariabler som erfaringsmessig vil ha innvirkning på kursen dersom opplysningen hadde vært tilgjengelig¹⁶⁹.

I eldre juridiske teori og forarbeider er det gitt uttrykk for at det ved fastleggelsen av påvirkningskriteriet bør angis en generell retningslinje for hvilke kursutslag som skal anses som tilstrekkelige for at vilkåret i definisjonen skal være oppfylt. Dette vil føre til

¹⁶⁸ Peter Lødrup, Lærebok i erstatningsrett, 5 utgave(2005)

¹⁶⁹ Kredittilsynets rundskriv nr.9/2009 se punkt 3.3.2

en større forutberegnelighet for investorenes rettsstilling, hvor deres mulige usikkerhet rundt forståelsen av et abstrakt kurspåvirkningskriterium reduseres¹⁷⁰. Dette synspunktet ble derimot ikke vektlagt av Finansdepartementet, som begrunner dette med at det vil være problematisk å kunne fastlegge en generell «målestokk» for kurspåvirkningsvilkåret eller andre kvantitative kriterier i hovedsak på grunn av at forbudet favner vidt, i og med at bestemmelsen anvendes på forskjellige markeder og markedssegmenter som ikke vil være sammenlignbare¹⁷¹.

I forhold til om det er mulig å legge til grunn en generell målestokk for hva som vil være tilstrekkelig påvirkning av kursen i relasjon til en konkret type av verdipapirer, eksempelvis for aksjer, har man etter rettspraksis¹⁷² angitt omstendigheter som i de fleste tilfeller vil føre til at kurspåvirkningsvilkåret er oppfylt. Disse omstendighetene benevnes ofte som klassisk kurssensitiv informasjon og gjelder blant annet opplysninger om fusjoner og aksjeoppkjøp¹⁷³. Felles for disse kurssensitive opplysningene er at det er informasjon som er forbundet med store endringer i de berørte verdipapirs kurser¹⁷⁴ og den handlende vil i disse tilfellene ha mulighet til å forutse at disse opplysningene vil være tilstrekkelig kurspåvirkende og dermed underlagt handlerestriksjonene som følger av vphl § 3-3 jfr. § 3-2.

Det nevnte utgangspunkt for innsideinformasjon om aksjer må derimot modifiseres. Reed omtaler vurderingen som en «vurdering av det generelle og spesielle», hvor det nevnte utgangspunkt i forhold til hvordan markedet erfaringsmessig¹⁷⁵ vil reagere på

¹⁷⁰ Reed s. 171 flg. vedrørende tidligere krav om vesentlig kurspåvirkning, dette har også blitt trukket frem i forarbeidene til vphl av 2007 hvor det blant annet fra Økokrims side ble uttrykt at det ville være hensiktsmessig å forenkle og tydeliggjøre bestemmelsen, se ot.prp. nr. 12(2004-2005) punkt 4.4 om høringsinstansenes merknader til lovforslaget.

¹⁷¹ Svedberg(2007) se punkt 3.4.5

¹⁷² Gjelder først og fremst praksis hvor de tidligere innsideinformasjonsbestemmelser er gjenstand for vurdering

¹⁷³ Samsvarer med hvilke forhold som er informasjonspliktige etter børsloven, rimelig sikkert at kurspåvirkningen vil påvirkes vesentlig, innsidere bør derfor være varsomme se Bergo s.270

¹⁷⁴ Reed

¹⁷⁵ Bergo(2008) s. 270, omtaler dette som en fremtidig utvikling av en katalog med typetilfeller og markedspraksis som vil være veiledende for domstolens vurdering.

opplysningen må vurderes opp mot hvordan betydning opplysningen sannsynligvis vil ha på det konkrete verdipapiret som er gjenstand for transaksjonen. Dersom det kan påvises at det forelå andre særlige forhold som fører til at det er lite sannsynlig at opplysningen virket inn på kursen, vil ikke kurspåvirkningsvilkåret være oppfylt¹⁷⁶.

Den «spesielle» delen av vurderingen avgjøres derfor som nevnt etter en totalvurdering av det konkrete finansielle instrumentet. Ved en slik vurdering må det tas fremgår det av forarbeidene at det må tas:

«hensyn til den forventede virkning av opplysningen på bakgrunn av den berørte utsteders samlede virksomhet, informasjonskildens pålitelighet og eventuelle andre markedsvariabler som under de gitte forhold vil kunne påvirke det tilknyttede finansielle instrument eller et finansielt derivat som er knyttet til dette»¹⁷⁷.

Det fremgår imidlertid ikke av forarbeidene hvilke markedsvariabler som skal tas med i totalvurderingen. Det må derfor antas at alle markedsvariabler vil være relevante ved vurderingen.

Uttalelsen nevner betydningen av opplysningens kilde, se punkt 5.4.3 i avhandlingen. Ved vurderingen av opplysningens har en evne til å virke inn på kursen vil derfor vurderingen som er gjort rundt vilkåret om «presise opplysninger» jfr. vphl. § 3-2 være et relevant vurderingstema.

I forhold til hvilke markedsvariabler som kan tas inn i vurderingen har CESR uttalt følgende:

«These variables would include prices, returns, volatilities, liquidity, price relationships among financial instruments, volume, supply, demand, orders' book, timing of prices' and news' disclosure, rules governing the exchange and market microstructure, etc»¹⁷⁸.

¹⁷⁶ Reed(1996)

¹⁷⁷ St.prp. nr. 32 (2004-2005) se også CESRs Level 2 advice av desember 2002 (CESR/02-089d) punkt 27.

¹⁷⁸ CESR/02-089d punkt 25.

Markedsvariablene er analyseredskaper som er egnet til å gi en indikasjon på aksjens følsomhet i forhold til markedet for øvrig. Dette kan blant annet belyses gjennom aksjens volatilitet. Volatilitet er et investeringsbegrep som brukes om en ved vurderingen av en aksjes risiko for kurssvingning, risikoen deles videre opp mellom systematisk- og usystematisk risiko¹⁷⁹. Vurderingen av svingningene måles i beta. En betamåling foretas ved hjelp en regresjonsanalyse, hvor beta vil vise hvor sikker avkastningen er i forhold til om aksjen er utsatt for å reagere på svingninger i markedet. En beta på 1 indikerer at prisen på aksjen vil bevege seg med markedet. Dersom betaverdien er mindre enn 1 betyr dette at aksjen vil være mindre volatil enn markedet. Er beta større enn 1 vil det indikere at aksjen vil være mer volatil enn markedet. Dersom en aksje har høybetaverdi vil den derfor være mer følsom og dermed mer utsatt for å reagere på en kurssensitiv opplysning.

Likviditet anvendes ofte av investorer for å avgjøre om verdipapiret er lett omsettelig. «En aksje er likvid når forskjellen mellom kjøps- og salgskursen er liten og det omsettes store mengder aksjer uten at kursen endrer seg mye¹⁸⁰». I prinsippet viser likviditeten at verdipapiret er mer likvid jo «mindre prisfall som utløses når en aktør selger en gitt mengde av papiret»¹⁸¹. Dersom en større aksjonær selger aksjene han har i selskapet kan det være en god indikasjon på at salget skyldes at det kan forventes å komme en negativ nyhet om selskapets inntjening¹⁸²

På bakgrunn av de ovennevnte punktene er det klart at det vil være flere forhold som er avgjørende for om opplysningen vil ha et kurspåvirkningspotensiale. Dette vil som nevnt bero på en konkret helhetsvurdering. Det vil imidlertid måtte oppstilles et krav om at opplysningen har en merkbar kurspåvirkningsevne

¹⁷⁹ <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-oss/Minileksikon#v>

¹⁸⁰ <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-oss/Minileksikon#l>

¹⁸¹ NOU 1996:2 se punkt 2.4.4

¹⁸² Ibid.

6.5 «Merkbart»

6.5.1 Innledende bemerkninger

Før det foretas en vurdering av kurspåvirkningsvilkåret «merkbart» kan det innledningsvis være interessant å få frem hvorfor det oppsto tolkningstvil rundt vurderingen av «merkbart» i de nevnte dommene. En del av begrunnelsen for dette er opplysningens innhold. Saker som tidligere har vært gjenstand for rettens vurdering i forbindelse med kurspåvirkningsvilkåret, har i de fleste tilfeller omfattet opplysninger som gjelder omstendigheter som oppkjøp, fusjoner og større kontraktsinngåelser. I disse tilfellene dreier det seg om opplysninger som er av en art og en styrke som oppfattes av markedsaktørene til å ha en særlig kursdrivende effekt¹⁸³. I DNO-saken var det derimot ikke opplagt hvilken effekt opplysningene hadde hatt på kursen. Oslo tingrett la til grunn at opplysningen som fremgikk av artikkelen oppfylte vilkåret om «presise opplysninger» på bakgrunn av at dette måtte sees i sammenheng med kurspåvirkningsvilkåret «merkbart»¹⁸⁴. «Merkbart» i tredje ledd ble anvendt av retten som en kvantitativ kurspåvirkningsterskel. Dette førte til at retten kom til at opplysningene ikke hadde hatt tilstrekkelig kurspåvirkningspotensiale på grunn av at opplysningene som fremgikk av artikkelen allerede var tilgjengelig i markedet.

Aksjens «egenskaper» var nok mye av begrunnelsen for tingrettens konklusjon. Det fremgår av dommen premisser at aksjen var svært følsom og dermed gjenstand for jevnlig kurssvingninger. Dette tilsier at DNO-aksjen var særlig utsatt for å reagere på kurssensitive opplysninger. I et slikt tilfelle er det derfor vanskelig å bedømme den isolerte effekten av opplysningen. Ettersom det ikke er et krav om at opplysningene faktisk innvirket på kursen på offentliggjøringstidspunktet må det legges til grunn at retten lot den selvstendige betydningen av presise opplysninger i innsideinformasjonsdefinisjonen bli konsumert av kurspåvirkningsvilkåret, hvor «merkbart» i vphl. § 3-2 blir ilagt for sterk vekt.

¹⁸³ Bergo(2008) s. 271

¹⁸⁴ Se punkt 5.4.3

De neste punkter vil derfor være en systematisk gjennomgang av forhold som er vektlagt i de nevnte dommenes premisser i forhold til hvordan retten har vurdert at kurspåvirkningsvilkåret er ment å tolkes. Det vil i denne sammenheng foretas en vurdering av om retten har lagt riktig lovanvendelse til grunn.

6.5.2 Kriteriet «merkbar» ved en isolert tolkning

Kriteriet «merkbar» ble innført ved lovendringen i 2005 og er ment å samsvare med markedsmisbruksdirektivet art. 1. Det fremgår av direktivet at opplysningen må kunne ha en «significant effect» på kursen til det finansielle instrumentet eller de tilknyttede finansielle instrumenter. Etter en alminnelig språklig forståelse vil merkbar være noe som sanses eller som er påviselig/synlig¹⁸⁵. Opplysningen må således ha en identifiserbar påvirkningsevne.

Etter en isolert tolkning av første ledd vil det følgelig være et vilkår at bruk av de kurssensitive opplysningene sannsynligvis vil kunne føre til en identifiserbar endring av kursen på det finansielle instrumentet. Dette synspunktet er som nevnt lagt til grunn av Oslo tingretts behandling av kriteriet, hvor retten legger til grunn at opplysningens påvirkningsmulighet må være av en viss prosentvis styrke for at kriteriet skal være oppfylt. Sitatene fra premissene viser hvordan retten bedømte vilkårets isolerte betydning:

«retten finner klart at effekten har ligget under den terskel som «merkbar» måtte sette(...)»

«Hva imidlertid angår forholdet til lovens handelsforbud, har retten ovenfor under post I funnet artikkelens mulige kurssensitive effekt ikke godtgjort liggende over terskelen for lovens begrep ”merkbar.”

Det hevdes i disse uttalelsene at «merkbar» derfor skal anses som en «nedre terskel» ved vurderingen av hvilke forhold som vil falle inn under handelsforbudets anvendelsesområde. De opplysningene som ble vurdert som innsideinformasjon i dommen ble på bakgrunn av dette rettsanvendelsesperspektivet ikke ansett for å tilfredsstille de kvantitative krav som følger av bestemmelsen. Dersom dette skal legges

¹⁸⁵ Se tff 2/2007, Svedberg bruker dette imidlertid i forbindelse med en opplysnings

til grunn ved forståelsen av bestemmelsen, vil det være en forutsetning at påvirkningsevnen må kunne måles i en prosentavvikelse¹⁸⁶, hvor det ikke vil være tilstrekkelig at opplysningen kun er egnet til å kunne påvirke kursen. Dette utgangspunktet harmoniserer med tidligere lovgivning og rettspraksis, hvor det var et krav om at opplysningene måtte være egnet til å påvirke kursen «vesentlig»¹⁸⁷. Det vil derfor vurderes nærmere i punkt 6.6 og 6.7 om det kan legges til grunn at merkbart er ment å være et selvstendig vilkår.

6.5.3 Forholdet til MAD og utvalgte autoritative språkversjoner av direktivet

I partenes ankeskriv til Borgarting lagmannsrett fremgår det at det er uenighet mellom Økokrim og tiltaltes forsvarer i forbindelse med kurspåvirkningsvilkåret i den norske versjonen av markedsmissbruksdirektivet. Uenigheten gjelder blant annet de øvrige medlemsstaters versjoner av direktivet og om det av den grunn kan utledes at den norske lovteksten, herunder vilkåret «merkbart» er basert på en lavere terskel for kurspåvirkning enn hva som følger av markedsmissbruksdirektivet. Som tidligere nevnt er direktivets sentrale definisjoner ansett for å bygge på et krav om fullharmonisering, der en felles utforming av regelverket i de enkelte medlemsstatene er et sentralt hensyn.

I hovedsak er det den engelske versjonen av definisjonen som er blitt lagt til grunn i forarbeidene ved implementeringen av markedsmissbruksdirektivet i verdipapirhandelloven. Av markedsmissbruksdirektivet art.1 fremgår det at informasjonen må ha en «significant effect on the prices of the financial instruments or the related financial instruments». Som tiltaltes forsvarer anfører vil det være andre oversettelser som er mer treffende enn den norske lovgivers valg av ordet “merkbart”. «Significant» kan blant annet bedre oversettes med å være vesentlig/betydningsfull¹⁸⁸ mv. Lovgiver var ved lovrevisjonen imidlertid klar over oversettelsesproblematikken. Det bemerkes i forarbeidene at begrunnelsen for å innta «merkbart» var at det ikke var ønskelig fra lovgivers side å gjeninnføre et kvalifisert krav om vesentlig kurspåvirkning

¹⁸⁶ Se Oslo tingretts vurdering av vilkåret knyttet opp mot tidligere rettspraksis

¹⁸⁷ Vphl av1986 §6?

¹⁸⁸ Se også Bergo(2008) s.265

i innsideinformasjonsdefinisjonen¹⁸⁹, og at kriteriet allerede var i samsvar med direktivets materielle krav til kurspåvirkning¹⁹⁰.

I dommen nevnes blant annet den engelske, franske, danske og svenske versjonen¹⁹¹ av direktivet, hvor retten problematiserer om vilkåret i disse lands lovtekster uttrykker et strengere krav til påvirkning enn hva som ligger i «merkbart» jfr. vphl § 3-2 første ledd.

Den engelske lovteksten har implementert direktivets krav om «a significant effect». Etter ordlyden kan significant som nevnt blant annet oversettes med vesentlig¹⁹². I Oxford English Dictionary fremgår det at significant skal forstås som noe som er tilstrekkelig/viktig nok til å påkalle oppmerksomhet. Vesentlig vil derfor ikke, som antydnet i forarbeidene, være den korrekte oversettelsen av kurspåvirkningsvilkåret. Med utgangspunkt i forståelsen av ordet i Oxford English Dictionary, vil bemerkelsesverdig kurspåvirkning være en korrekt forståelse av vilkåret i markedsmisbruksdirektivet art. 1. Vesentlig vil best samsvare med «substantial», hvor en substantial påvirkning er en påvirkning som er «of a considerable size»¹⁹³. På bakgrunn av dette tyder det derfor på at det alternative vilkåret i forarbeidene, «vesentlig», ikke følger av bestemmelsen i rammedirektivet.

I den franske lovteksten er significant effect oversatt til «influencer de façon sensible(...)». I dommen er dette blitt oversatt til noe som er sanselig. Sensible vil på norsk tilsvare noe som kan oppfattes av sansene, men den franske lovteksten blir imidlertid oversatt feil av retten. For å få frem et korrekt meningsinnhold må man derimot oversette «façon sensible», som på norsk vil tilsvare en «betydelig» kurspåvirkning. Feiloversettelsen gjelder også oversettelsen av den danske lovteksten som inneholder et krav om «mærkbar». I forarbeidene og av retten er det feilaktig lagt til grunn at «mærkbar» tilsvare kriteriet «merkbart» i vphl § 3-2. Mærkbar er på dansk

¹⁸⁹ Ot.Prp, nr, 12(2004-2005) punkt 4.5

¹⁹⁰ Ibid.

¹⁹¹ MAD har totalt 22 offisielle språkversjoner, se

<http://eurlex.europa.eu/Notice.do?val=284651:cs&lang=da&list=284809:cs,284651:cs,&pos=2&page=1&nbl=2&pgs=10&hwords=&checktexte=checkbox&visu=#texte>

¹⁹² Compact Oxford English Dictionary – sufficiently great or important to be worthy of attention

¹⁹³ <http://oxforddictionaries.com/definition/substantial?q=substantial>

synonymt med blant annet kendelig og åpenbar¹⁹⁴, noe som tilsier et krav om et mer kvalifisert kurspåvirkningskriterium enn det som følger av den norske lovteksten.

I dommen nevnes også den svenske lovteksten, som inneholder et krav om «väsentlig inverkan», se 1 § nr. 1 i Lag om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument. Det kan anmerkes at det ikke lenger fremgår et krav om vesentlig kurspåvirkning i den svenske lovteksten. Den svenske lovteksten er derfor ikke av relevans ved tolkningen av vphl. § 3-2. Den svenske lovtekstens uegnethet som sammenligningsgrunnlag styrkes videre ved at den svenske definisjonen ikke skiller mellom finansielle instrumenter og derivater.

Ved nærmere undersøkelse av de ulike språkversjonene av direktivet fremkommer det tydelig at det er store variasjoner mellom de ulike medlemslandene i valg av ord som skal reflektere kurspåvirkningsvilkåret. Valget av ordet “merkbart” ligger på en nedre skala i forhold til angivelsen av hvilken grad av kurspåvirkning som kreves. “Merkbart” må imidlertid sees i lys av 3.ledd og hvilke opplysninger en fornuftig investor “sannsynligvis vil benytte”. Vilkåret vil derfor først være oppfylt dersom en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte den identifiserbare kurspåvirkningen. Som nevnt i avhandlingens punkt 1.2 skulle det vurderes om kravet om kurspåvirkning i den norske lovbestemmelsen oppstilte et lempeligere vilkår om kurspåvirkning enn det som fremgår av markedsmisbruksdirektivet. På bakgrunn av ovennevnte drøftelse legges det til grunn at kurspåvirkningsvilkåret «merkbart», jfr. vphl. § 3-2 første og tredje ledd, er i samsvar med kravet om «significant effect» i MAD art. 1. Det må derfor fastslås når en kurspåvirkning kan identifiseres.

6.6 Identifiseringen av kurspåvirkningen

Opplysningens kurspåvirkningsevne identifiseres utfra differansen mellom verdipapirets kurs på transaksjonstidspunktet og forventet kurs på et tenkt offentliggjøringsstidspunkt¹⁹⁵. Denne vurderingen inneholdte tidligere et identifikasjonskrav basert på en prosentvis kursendring, hvor grensen for tilstrekkelig

¹⁹⁴ <http://www.ordbogen.com/opslag.php?word=m%C3%A6rkbart&dict=ddsy>

¹⁹⁵ Sæbø s.172

prosentvis kursendring fremgikk av forarbeidene og rettspraksis i henhold til hvilken prosentgrad som ble omfattet av det tidligere vesentlighetskriteriet¹⁹⁶.

Vesentlighetskriteriet ble ikke videreført i innsideinformasjonsdefinisjonen ved lovrevisjonen i 2001 ettersom kvalifikasjonskravet var strengere enn ønskelig. Dette førte til at den kvantitative prosentfastsettelsen ikke lenger kan anses som gjeldende rett. Kurspåvirkningen vil derfor identifiseres ved en vurdering av om opplysningen har et misbrukspotensiale, herunder om den er “egnet til å påvirke”.

Begrunnelsen for at kurspåvirkningsevnen ikke skal vurderes etter en fast presentsats, er blant annet at perspektivet for vurderingen har endret seg fra den tidligere lovreguleringen av verdipapirmarkedet. Før verdipapirhandelloven av 1985 baserte innsidehandelsforbudet seg på alminnelige avtalerettslige regler mellom kjøper og selger, hvor kurspåvirkningen ble vurdert etter reglene om vesentlig mislighold. Kurspåvirkningsevnen var derfor målbar etter en identifisering av urimelighet for medkontrahtenten hvor handelsforbudet skulle hindre at innsideren misbrakte et informasjonsfortrinn på hans bekostning. Etter 1985 ble innsidehandelen underlagt en strafferettslig sanksjonering og perspektivet for reguleringen ble endret til en markedsorientert innfallsvinkel hvor forbudet hovedsakelig skal beskytte aktørenes tillit til markedet. Den tidligere sivilrettslige tradisjonen ble imidlertid i noen grad videreført, blant annet ved lovfesting av kravet om vesentlig kurspåvirkning¹⁹⁷.

Etter vphl § 3-2 første ledd er identifiseringen av kurspåvirkningsevnen en vurdering av om det foreligger opplysninger som “den fornuftige investoren sannsynligvis vil benytte de som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning”.

¹⁹⁶ Lovendringen skjedde som et resultat av at kurspåvirkningsevnen målt i en nærmere angitt prosentterskel hadde ført til en uheldig rettstilstand, hvor retten ved noen anledninger hadde frifunnet tiltalte i saker hvor opplysningene i utgangspunktet hadde et klart misbrukspotensiale. Se blant annet Sævik Supply-dommen, RG-2000-858 hvor en fortjeneste på 33% ikke ble ansett for å oppfylle vesentlighetskriteriet

¹⁹⁷ Vesentlighetskravet i børs- og verdipapirretten var imidlertid før 1985-loven lempeligere enn kravet om vesentlig mislighold i avtaleretten se ot.prp. nr. 12(2004-2005), Økokrims merknader til høringsforlaget

6.6.1 Opplysninger den fornuftige investoren sannsynligvis vil benytte som en del av sitt beslutningsgrunnlag»

Som nevnt i avhandlingens punkt 6.3.2 må opplysningene være av en art som gjør at investoren sannsynligvis vil kunne ha en forventning om avkastning ved gjennomføringen av transaksjonen. Det avgjørende i vurderingen av sannsynligheten for at opplysningen vil benyttes av investoren i hans beslutningsgrunnlag er derfor at det er mer sannsynlig at den vil føre til en økonomisk gevinst enn at den ikke vil gjøre det. En ”fornuftig investor” må vurdere både kvaliteten på informasjonen og hvordan den kan påvirke andre investorer. Oppfatter andre investorer at kursen på aksjene i et bestemt selskap manipuleres av insidere, vil de trekke seg ut av selskapet. En gevinst som i første omgang synes sikker kan da fort bli et tap for den ”fornuftige investor”.

I henhold til rettspraksis har identifiseringen av kurspåvirkningsevnen gjennom vilkåret “sannsynligvis vil benytte” kommet til uttrykk gjennom formuleringer som tilsier et mer kvalifisert sannsynlighetsvilkår enn det som fremgår av ordlyden i bestemmelsen. Dette kan blant annet belyses ved Oslo tingretts vurdering i Pareto-dommen:

“(…)at det skal vurderes hvordan den fornuftige investoren ville handlet når det skal avgjøres om det foreligger innsideinformasjon(…)”¹⁹⁸”.

Uttalelsen i premissen “ville handlet” vil ut fra en språklig forståelse innebære et strengere krav enn kravet til sannsynlighetsovervekt som følger av ordlyden i “sannsynligvis vil benytte”.

I Pareto-dommen vurderes vilkåret til å være oppfylt når:

«en gitt og presis innsideopplysning er sensitiv eller viktig nok til at den får den alminnelig fornuftige investor til å reagere på den¹⁹⁹»

Rettens formulering i denne premissen er treffende for vurderingen. Kravet om sannsynlighetsovervekt fordrer at opplysningen er av en art som tilsier at det vil være

¹⁹⁸ s.10

¹⁹⁹ s.18

sannsynlig at opplysningen er tilstrekkelig presis til at investoren vil foreta en transaksjon.

På bakgrunn av drøftelsene i avhandlingens punkt 6 til 6.6 kan det derfor tyde på at det må legges til grunn at merkbart vil være i tråd med den "fornuftige investor"- testen. I punkt 6.7 vil forholdet mellom hoved- og underdefinisjonen i vphl. § 3-2 drøftes ytterligere før det foretas en konklusjon i punkt 7.

6.7 Hvordan er «merkbart» ment å tolkes?

I Oslo tingretts dom av 25. august 2009 omtales kvantifiseringen av kurspåvirkningsvilkåret som innfortolkningen av en sikkerhetsmargin. Denne sikkerhetsmarginen er ment å hindre at innsidehandelsreguleringen blir strengere enn det som følger av lovens formål. Rettens bruk av ordet "sikkerhetsmargin" tilsier at en kvantitativ terskel må overskrides, noe som innebærer at "merkbart-vilkåret" tillegges et selvstendig meningsinnhold. Rettsanvenderen må ved denne vurderingen ta stilling til om opplysningen hadde en evne til å påvirke kursen tilstrekkelig i den nærmere angitte grad som følger av vilkåret. Det vil derfor tyde på at det vil være riktigere begrepsbruk å omtale det som et selvstendig lovsvilkår enn et tilleggsvilkår i premissene²⁰⁰.

Ettersom merkbart fremstår som et selvstendig vilkår i bestemmelsen, kan det antas at straffebudet vil være problematisk i forhold til lovskravet i grl § 96 og EMK art.6²⁰¹ dersom vilkåret skal tolkes inn i underdefinisjonen i tredje ledd. Dette taler derfor for at det kvantitative kurspåvirkningskravet ikke skal inngå i den fornuftige investor-testen i vphl § 3-2 3.ledd.

Dette støttes også av kommisjonens uttalelse i CESRs retningslinjer²⁰²:

“The 'reasonable investor test' set out above assists in determining the type of information to be taken into account for the purposes of the "significant price

²⁰⁰ I samtale med Advokat Tom E. Haug, tiltaltes forsvarer i DNO-saken, mener at vilkåret skal sees som et selvstendig kumulativt vilkår

²⁰¹ Se Eskeland s. 115 flg. – fotnoter!

²⁰² Se CESR/06-562b punkt 1., Level 3 Guidance

effect" criterion. In this context it should be noted Article 17.2 of MAD makes clear that implementing measures do not modify the essential provisions of the Level 1 Directive.”

Kommisjonens uttalelse angir perspektivet for den fornuftige investor-testen, hvor det fremgår at testen skal hjelpe rettsanvenderen med å ta stilling til hva som inngår i en fornuftig investors beslutningsgrunnlag. Det kan derfor tyde på at vurderingen etter tredje ledd skal sees på som en nærmere forklaring, og ikke som en definisjon av kurspåvirkningsevnen som har blitt lagt til grunn i den norske lovanvendelsen. Bergo har i boken Børs- og verdipapirrett²⁰³ vært inne på at den fornuftige investor-testen som fremgår av 1.kommisjonsdirektiv er i strid med markedsmisbruksdirektivet²⁰⁴, hvor testen innebærer at kravet om at opplysningen må ha en “significant effect” på kursen unntas ved tolkningen. I og med at CESRs Level 3 Guidance må anses som et EU-rettslig etterarbeid²⁰⁵, vil uttalelsen måtte vektlegges ved den norske domstols tolkning av kriteriet, blant annet på grunn av etterarbeidet bedre samsvarer med vilkåret som fremgår av rammedirektivet i art. 1. Det må derimot anmerkes at markedsmisbruksdirektivet og de tilhørende rettsakter er ansett som et godt fungerende regelverk, og det har ikke vært noen indikasjoner innad i EU-systemet på at den fornuftige investor-testen i 1.kommisjonsdirektiv anses for å være i strid med MAD. Motsetningsvis har det heller ikke blitt fremlagt uttalelser²⁰⁶ som styrker det at kurspåvirkningsevnen skal vurderes i lys av den fornuftige investor-testen. I forbindelse med en revidering av Markedsmisbruksdirektivet innhentet Kommisjonen markedsaktørens synspunkter på hvordan reguleringen av blant annet innsidehandelsforbudet fungerte. I forbindelse med dette uttales det fra kommisjonen at innsideinformasjonsbestemmelsen i MAD ikke vil bli underlagt materielle endringer, og det vurderes om tilsvarende definisjon skal inntas i reguleringen av derivat-markedet. Dette tyder på at det ikke er grunnlag for å se ”merkbart” som et selvstendig lovsvilkår etter EU-retten.

²⁰³ se Bergo(2008)s.265

²⁰⁴ Se MAD art.17 andre strekpunkt

²⁰⁵ Etterarbeidet har vanligvis begrenset rettskildemessig betydning, men på bakgrunn av at det foreligger begrenset autoritative kilder vil de likevel bli tillagt vekt i denne sammenheng.

²⁰⁶ Kommisjonens konsultasjon 25.6.-23.7.2010 om planlagt revisjon av innsidehandeldirektivet

Det kan derfor legges til grunn at kurspåvirkningskriteriet skal sees i lys av den fornuftige investor-vurderingen, hvor investorens vektlegging av opplysningens sannsynlige innvirkning på kursen vil være avgjørende for om det foreligger innsideinformasjon som er egnet til å påvirke kursen «merkbart» etter vphl. § 3-2. Dette tilsier derfor at det vil være en kvalitativ vurdering av opplysningene som foreligger, hvor den nærmere størrelsen av kurspåvirkningen ikke underlegges selvstendig betydning ved vurderingen. Det avgjørende er derfor at opplysningen når opp til en kvalitativ terskel. Opplysningen må altså oppfylle to krav. Opplysningen må være i tilstrekkelig presis, jfr. annet ledd og den må være egnet til at en fornuftig investor vil bruke den som et grunnlag for sin beslutning, jfr tredje ledd.

Det kan imidlertid vurderes de lege ferenda om et kvantitativt vilkår bedre fremmer lovens formål, herunder hvilket alternativ som best ivaretar aktørenes tillit til markedet. Dersom Oslo tingretts forståelse av kurspåvirkningskriteriet skal legges til grunn, vil en konsekvens av dette være at det er en viss lovlig adgang til berikelse ved bruk av innsideinformasjon på de øvrige markedsaktørers bekostning. Dette synspunktet har kommet til uttrykk i juridisk teori som et hensyn som taler mot innsidehandelsreguleringen. Det hevdes at bruk av kurssensitiv informasjon bedre vil reflektere verdipapirets reelle verdi²⁰⁷, noe som fører til at «investeringskapitalen kanaliseres dit den gir best avkastning»²⁰⁸. Hensynet er imidlertid ikke særlig vektlagt i teorien²⁰⁹ da det vil være mer effektivt for en korrekt prising av verdipapiret å pålegge verdipapirutstederen å offentliggjøre informasjonen.²¹⁰

Videre vil tallfestingen av en kurspåvirkningskraft være en mindre praktikabel regel enn vurderingen som i dag er lagt til grunn i rettspraksis. Dersom en kvantifisering av kurspåvirkningskravet skal legges til grunn må det stadfestes at innsideren har handlet på presise opplysninger som indikerer at kursen vil påvirkes negativt eller positivt i en viss prosent. Ved forsettlig overtredelse av straffebudet vil det derfor måtte kunne forutsettes at innsideren hadde en formening om størrelsen av kurspåvirkningen. Det vil

²⁰⁷ Se Sæbø s. 52 flg.

²⁰⁸ Ibid.

²⁰⁹ Sæbø(1995) s.57

²¹⁰ Sæbø(1995) s. 52 flg.

derfor ikke lenger være tilstrekkelig at vedkommende hadde opplysninger med et misbrukspotensiale.

Ved revisjonen i 2001 og fjerningen av vesentlighetskriteriet var hovedbegrunnelsen fra lovgivers side at handelsforbudet ikke var tilstrekkelig effektivt. Det strenge kvantitative kravet førte til frifinnelser i saker som i utgangspunktet representerte et klart misbruk av innsideinformasjon. Dersom det legges til grunn at “merkbart” skal inneholde en kurspåvirkningsterskel, kan rettstilstanden i noen grad reverseres, og det fremgår klart av forarbeidene at dette ikke er ønskelig²¹¹. Det tyder derfor på at rettsanvendelsesperspektivet som legges til grunn av Borgarting lagmannsretts vurderinger i DNO- og Pareto-dommene fører til en mer effektiv regel som ivaretar lovens formål på best tjenlige måte.

²¹¹ Ot.prp. nr.80(2000-2001) punkt 4.5

7 Oppsummering/konklusjon

Formålet bak avhandlingen var som nevnt innledningsvis å søke å fastslå når en opplysning er tilstrekkelig kvalifisert til at det kan sies å foreligge innsideinformasjon i lovens forstand.

Etter en nærmere redegjørelse av hvordan «merkbart» kriteriet skal forstås i punkt 6.7 er det etter min mening ikke holdepunkter for at «merkbart» i vphl. § 3-2 skal tolkes som et selvstendig lovsvilkår. «Merkbart» må følgelig anses for å være en identifisering av opplysningens kurspåvirkningsevne, og vil bero på en vurdering av hvilke opplysninger en «fornuftig investor» sannsynligvis ville ha lagt vekt på i sin investeringsbeslutning. Merkbart må derfor sees på som ensbetydende med den fornuftige investor-testen i bestemmelsens tredje ledd. Den fornuftige investoren gir uttrykk for en objektiv normativ vurdering av risiko/avkastningsbetraktninger ved graden av sannsynlighet for at opplysningen vil bli anvendt av den «fornuftige investoren» i vedkommendes beslutningsgrunnlag.

Etter min mening må derfor Borgarting lagmannsretts vurdering i LB-2009-196723 legges til grunn som riktig lovanvendelse. Ettersom Høyesterett skal vurdere innholdet av merkbarhetskriteriet i DNO-saken, vil det være interessant å se om retten vil vurdere om merkbart er ment å inneholde et kvantifikasjonskrav. Etter min mening er det som nevnt ingen holdepunkter for dette.

Henvisninger og litteraturliste

- 1902 Almindelig borgerlig straffelov (straffeloven) av 22. mai 1902 nr. 11
- 1985 Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) av 19. juni 1997 nr. 79 (opphevet)
- 1992 Avtale om det europeiske økonomiske samarbeidsområde inngått 2. mai 1992 mellom EU og EU og EUs medlemsstater på den ene side og EFTA og EFTAs medlemsstater på den annen.
- 1992 Lov om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) m.v (EØS-loven) av 27. november 1992 nr. 109
- 1997 Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) av 19. juni 1997 nr. 79 (opphevet)
- 2001 Lov om tiltak mot ulovlig innsidehandel av 15. juni 2001 nr. 43 (opphevet)
- 2005 Lov om gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet av 4. mars 2005 nr. 11 (opphevet)
- 2007 Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) av 29. april 2009 nr. 75
- 2007 Lov om regulerte markeder (børsloven) av 29. juni 2007 nr. 74

Forskrifter

- Børsforskriften 1994 Børsforskrift av 17. januar 1994 nr. 30

Forarbeider

- Ot. prp. nr. 72(1990-1991) Om lov om endringer i straffeloven og straffelovens ikrafttredelseslov m.fl. (Straffansvar for foretak)

- Ot. prp. nr. 29(1996-1997) Om lov av verdipapirhandel. Tilråding fra Finans- og tolldepartementet av 28. februar 1997.
- Ot.prp. nr. 80(2000-2001) Lov 9. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (tiltak mot ulovlig innsidehandel)
- Ot.prp. nr. 12(2004-2005) Om lov av verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder(børsloven)
- St.prp. nr. 32(2004-2005) Om samtykke til godkjenning av beslutninger i EØS-komiteen nr. 103/2004 av 9. juli 2004 og nr. 149/2004 av 29. oktober 2004

Forvaltningspraksis

- Kredittilsynets høringsnotat 21.02.2000 Høringsuttalelse om forslaget til endringer i forbudet mot innsidehandel
- Kredittilsynets rundskriv 22/2001 Lov om verdipapirhandel – enkelte kommentarer knyttet til § om misbruk 2-1 av INNSIDEopplysninger
- Kredittilsynets rundskriv 14/2005 Lov om verdipapirhandel - enkelte kommentarer til kapittel 2 og 3.
- Kredittilsynets rundskriv 9/2009 Lov om verdipapirhandel – enkelte kommentarer til kapittel 3 og kapittel 4
- Finanstilsynets rundskriv 28/2011 Lov om verdipapirhandel – enkelte kommentarer til kapittel 3 og 4. Rundskriv av den 24. november 2011

Dommer

HR-2012-119-U

Rt-2007-725 (Otrum-kjennelsen)

LB-2009-196723/09-196723AST-BORG/02 (DNO-saken)

RG-2000-858 (Sævik supply)

RG-2004-676 (Nagell Erichsen)

09-17468MED-OTIR/05 (Alain Angelil)

TOSLO-2010-162959 (Pareto-saken)

TOSLO-2008-184013 (DNO-saken)

EU-direktiver og forordninger

- Rdir. 89/592/EF Rådets direktiv 89/592/EØF af 13. november 1989 om samordning af retsfor skrifterne vedrørende insiderhandel (opphevet)
- Rdir. 2003/6/EF Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (Rdir.) 2003/6/EF af 28. januar 2003 in insiderhandel og kursmanipulation (markeds misbrug)
- Rdir. 2003/124/EF Kommissionens direktiv 2003/124/EF af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til definition og offentliggjørelse af intern viden og kursmanipulation
- Rdir. 2003/125/EF Kommissionens direktiv 2003/125/EF af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til redelig fremlæggelse af investeringsanbefalinger og oplysning om interessekonflikter.
- Rdir. 2004/72/EF Kommissionens direktiv 2004/72/EF af 29. april 2004 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF, for så vidt angår accepteret markedspraksis, definition

af intern vider i forbindelse med varederivater, udarbejdelse af lister over insidere, anmeldelse af ledende medarbejderes transaktioner og af mistænkelige transaktioner

Øvrige EU-rettslige kilder

CESR/02-089d	CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive.
CESR/06-562b	Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market.
2011/0295 (COD)	REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on insider dealing and market manipulation (market abuse).

Bøger

Andersen, Paul Krüger og Nils Jul Clausen. *Børsretten 2*. 3. utg. Danmark, 2008.

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

Bøhren Øyvind og Dag Michaelsen. *Finansiell økonomi: teori og praksis*. Oslo, 1994

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

Verdipapirhandelloven *kommentarutgave*, Bechman Tore... [et al.].. Oslo, 2002.

Lødrup, Peter. *Lærebok i erstatningsrett*, 5. utg. Oslo, 2005

Reed, Bjørn Gabriel. *Straffbar innsidehandel*. Oslo, 1996.

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

Artikler

Gavir, Gaute. *Implementering av EUs markedsmisbrukdirektiv*. I: Tidsskrift for Forretningsjus. Årg. 1 (2005), S. 97-116.

Svedberg, Johan. *Begrepet innsideinformasjon*. I: Tidsskrift for Forretningsjus. Årg. 2 (2006), S. 117-162.

11. Nettdokument

Dagens Næringsliv. 2012. *Får saken fremmet i Høyesterett*.

<http://www.dn.no/forsiden/politikkSamfunn/article2311798.ece> [Sisert 17.januar 2012]

Lest den 21 januar 2012.

Dagens Næringsliv. 2012. *Jacobsen får full rulle i retten*.

<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2356638.ece> [Sisert 19. mars 2012]

Lest den 13 april 2012.

Den danske synonymordbok. 2012. *Mærkbar*.

<http://www.ordbogen.com/opslag.php?word=m%C3%A6rkbar&dict=ddsy> [27 mars 2012]

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

<http://eurlex.europa.eu/Notice.do?val=284651:cs&lang=da&list=284809:cs,284651:cs,&pos=2&page=1&nbl=2&pgs=10&hwords=&checktexte=checkbox&visu=#texte>

[Sisert 27 mars 2012]

Oslo Børs. 2012. *Statistikk markedsovervåkning*. <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Handel/Markedsovervaaking/Statistikk> [Sisert 9 april 2012]

Oslo Børs. 2010. *Regler for utstedere*. <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Regler-for-utstedere> [Sisert 19 april 2012]

Oslo Børs. 2003. *Minileksikon: verdipapir*. <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-oss/Minileksikon#v> [Sisert 19 april 2012]

Oslo Børs. 2003. *Minileksikon: leveranse*. <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-oss/Minileksikon#l> [Sisert 19 april 2012]

Oxford English Dictionaries. 2012. *Substantial*.
<http://oxforddictionaries.com/definition/substantial?q=substantial> [27 mars 2012]

