

UiO • **Det juridiske fakultet**

Innsidehandelforbudets legislative begrunnelse

En analyse av den legislative begrunnelsens innhold, rekkevidde og holdbarhet

Kandidatnummer: 628

Leveringsfrist: 25-11-2014

Antall ord: 13408



Innholdsfortegnelse

1	INNLEDNING	1
1.1	Oppgavens tema	1
1.2	Avhandlingens aktualitet og relevans	4
1.2.1	Om kildene	5
1.3	Reguleringens overordnede formål	5
1.3.1	Ønsket om effektiv ressursallokering	5
1.3.2	Forbudets legislative begrunnelse	6
2	HENSYNET TIL UTSTEDERSELSKAPET	9
2.1	Innledning	9
2.2	Omdømme	9
2.3	Incentivstruktur	10
2.4	Lojalitet	14
2.5	Oppsummering	15
3	HENSYNET TIL MARKEDSAKTØRER	17
3.1	Innledning	17
3.2	Medkontrahent	18
3.3	Hensynet til øvrige markedsdeltakere	20
3.4	Oppsummering	23
4	HENSYNET TIL LIKVIDITET	25
4.1	Tillitsargumentet	25
4.2	Hva er menes med likviditet	25
4.3	Nærmere om tillitsargumentet	26
4.4	Slik tillitsargumentet er anvendt som rettskilde	29
4.5	Tillitsargumentets betydning for tolkning og særlig for misbruksreservasjonens innhold og anvendelse	31
4.6	Lemonsproblemet	32
4.7	Innsidehandels effekt på likviditetstillere	33
4.8	Oppsummering	34

5 HENSYNET TIL PRISEFFEKTIVITET	36
5.1 Hva er priseffektivitet og hvilken sammenheng har det med innsidehandel	36
5.2 Særlig om Sense-dommen avsnitt (17)	40
6 AVSLUTTENDE BEMERKNINGER	42
7 LITTERATURLISTE.....	45

1 Innledning

1.1 Oppgavens tema

Oppgavens tema er en analyse av de legislative begrunnelser for forbudet mot misbruk av innsideinformasjon i verdipapirhandelloven¹ § 3-3, jf. § 3-2. Formålet med oppgaven er å analysere de av lovgiver uttalte hensyn for bakgrunnen for regelverket. Analysen vil vurdere innholdet og rekkevidden av lovgiverhensynene. I forlengelse av dette drøftes også de av lovgiver uttalte motstående hensyn.

Forbudet mot misbruk av innsideinformasjon til handel i verdipapirer følger av § 3-3. Av første ledd fremgår det «(1) Tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter eller tilskyndelse til slike disposisjoner, må ikke direkte eller indirekte foretas for egen eller fremmed regning av noen som har innsideinformasjon.»

Hvilken informasjon som kvalifiserer til å være innsideinformasjon defineres i § 3-2 første ledd; «(1) 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.» Presise opplysninger og kravet til merkbar kurspåvirkning er legaldefinert i henholdsvis andre og tredje ledd.

«(2) 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.»

«(3) 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 Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven av 2007)

Brudd på bestemmelsen inntreffer når noen benytter slik informasjon til å kjøpe eller selge et verdipapir. Som førstvoterende i Sense-dommen uttalte; «Kjernepunktet i en straffbar overtredelse av forbudet mot innsidehandel er misbruk av opplysninger som «ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet»»².

I forbudet er det inntatt en misbruksreservasjon. Av både overskriften til § 3-3 og § 3-3 andre ledd jf. «Første ledd gjelder bare ved misbruk av innsideinformasjon nevnt i § 3-2. Første ledd er ikke til hinder for normal utøvelse av tidligere inngått opsjons- eller terminkontrakt ved kontraktens utløp», følger det at innsidehandel bare er forbudt i den grad det foreligger misbruk. Det er en generell begrensing i første ledd, samt opplistede unntak i § 3-3 annet ledd annet punktum. Dersom handlingene ikke er å anse som misbruk vil det ikke medføre at straffbar innsidehandel foreligger. «Det er et selvstendig og objektivt straffbarhetsvilkår at det er tale om «misbruk» av informasjonen. Det dreier seg om en rettsstridsreservasjon; som et utgangspunkt vil det ikke foreligge misbruk i de tilfeller hvor handelen har legitimt formål og hvor hensynene bak handleforbudet samtidig ikke gjør seg gjeldende.»³ For denne vurderingen er lovgrunnen av særlig betydning. Derfor er det viktig å redegjøre for og nærmere undersøke lovgrunnen for å vurdere holdbarheten og utstrekningen av de hensyn som kan tale for og mot misbruk. Misbruksreservasjonen har vært en del av forbudet siden det ble innført et forbud mot innsidehandel i 1985. Misbruksreservasjonen har allikevel ikke vært nærmere presisert i saker for Høyesterett.

Forbudet er sanksjonert med bøter eller fengsel inntil seks år, for den som fortsettlig eller uaktsomt overtrer forbudet, jf. § 17-3. I tillegg kan gevinst inndras etter § 17-2.

Som nevnt er forbudet gjerne omtalt som «innsidehandel». Hverken «innsider» eller «innsidehandel» benyttes i lovteksten. Det er den informasjon som oppfyller kvalifikasjonsnormen i § 3-2 som avgjør hvem som er subjekt. Det er dermed ikke krav om en bestemt tilknytning for subjektet i betydning av bestemt stilling eller annen selskapstilknytning, slik «innsiderbegrepet» kan tilsi. Innsideinformasjon jf. § 3-2(1) er koblingsordet og subjektet vil dermed

² Rt. 2006 s. 1049 (Sense-dommen) avsnitt (21)

³ Verdipapirhandelloven kommentarutgave (2002) s. 95

være enhver person som benytter slik informasjon til handel. Tilsvarende gjelder for «innsideinformasjon». Det er ikke et krav om noen bestemt selskapstilknytning for informasjon i form av opphav eller innhold utover at det er informasjon som med en gitt grad av presisjon er egnet til å påvirke kursen på verdipapiret og ikke er offentlig kjent eller tilgjengelig. Innsideinformasjon er kun en betegnelse på den informasjon som oppfyller vilkårene i loven. Det kan for eksempel være informasjon om andre selskaper enn usteder av verdipapiret det handles i, planlagt offentligrettslig regulering eller videre informasjon om en gitt markedsutvikling.

Innside-begrepet har opphav i den amerikanske reguleringen, der en ansatt eller annen med et fortrolig forhold, har brukt informasjon han har kommet i befatning med gjennom dette forholdet til handel. Det norske forbudet er gjennomført uten noen slik kvalifikasjon om tilknytning eller lojalitetsforhold. I teori er det tatt til orde for at «Det er et relevant spørsmål om det bør økes etter et nytt ord i den alminnelige omtalen av straffbar innsidehandel»⁴. Lau Hansen anfører at utviklingen av begrepsapparatet ikke har fulgt det samme tempo som utviklingen i praksis⁵.

Gjennom oppgaven vil jeg bruke den alminnelige omtalen av forbudet som «innsidehandel». Der det ikke fremgår av sammenhengen vil det presiseres hvem subjektet for regelverket er og hvilke nærmere aktører som blir påvirket av subjektets handel med kjennskap til innsideinformasjon. Grunnen til at dette må presiseres er fordi regelverket påvirker en rekke aktører og forhold utover hva den tradisjonelle betegnelsen med opphav i den klassiske misbrukssituasjonen skulle tilsi. Ettersom det er informasjonen som avgjør vil subjektet variere etter informasjonen. I tillegg er det flere aktører som påvirkes. Dette gir er mangfold av situasjoner. Derfor må hensynene struktureres og presenteres slik at de ses i sammenheng med den foreliggende situasjonen og hvilke effekter som oppstår og dermed hva hensynet innebærer.

⁴ Reed (1996) s. 24

⁵ Hansen (2001) s. 7-8

1.2 Avhandlingens aktualitet og relevans

Det å regulere innsidehandel er et internasjonalt fenomen og ikke en særnorsk ting. Man finner tilsvarende lovgivning i mange land. Etter finanskrisen er regulering av verdipapirhandel viet mer oppmerksomhet. De saker som har kommet opp for retten oppnår gjerne betydelig omtale i media. Strafferammen er i norsk sammenheng relativt høy.

Hensynene uttalt av lovgiver om regelverkets bakgrunn har først betydning for vurderingen av hvorvidt man bør ha et regelverk eller ei. Oppgaven har til dels relevans de lege lata for hva slags regelverk man bør ha, ettersom vurderingen av lovgiverhensynene langt på vei vil tale for i hvilken grad de kan berettigede et forbud. I tillegg kommer de av hensyn uttalt av lovgiver som taler mot et forbud. Det har vært ført en omfattende internasjonal debatt om reguleringens berettigelse lenge før forbudet ble innført i Norge og som framdels pågår. Litteraturen på området er omfattende og hensyn uttalt av lovgiver er bare en del av de argumenter anført for eller mot et forbud. De uttalte lovgiverhensyn er således en del av en større vurdering av regelverkets nærmere bakgrunn. Drøftelsen av hensynene vil til viss grad måtte se hen til denne debatten dels fordi regelverket har et uttalt økonomisk formål og dels fordi det er nødvendig for å oppstille hensynenes nærmere innhold.

Ved de lege lata-spørsmål vil regelverkets uttalte formål ha betydning for tolking og anvendelse av regelverket. Når det foreligger et regelverk har lovgivers uttalelser om regelverkets formål betydning ved tolking og anvendelse av regelverket. Det vil ved tolkningstil være nærliggende å legge den tolking til grunn som i størst grad oppfyller lovgivers formål⁶. Overtrødelse av regelverket hjemler straff. Innen strafferetten generelt er det visse særlige betydninger av hensyn. Generelt for straffutmåling er betraktninger om sammenheng mellom forbrytelse og straff sentralt. Straffutmålingen baserer seg gjerne på en vurdering av de handlinger som oppfyller lovens vilkår og disse handlingenes krenkelse de hensyn loven skal i vare ta. Dermed blir det interessant å undersøke om handlingene som oppfyller lovens vilkår, faktisk og eventuelt i hvilken grad krenker lovens formål. Spesielt for regelverket ligger også en lignende vurdering som den alminnelige straffverdighetsvurdering som kommer til uttrykk ved vurderingen av om hvorvidt misbruksreservasjonen i § 3-3 annet ledd er oppfylt. Derfor

⁶ Eckhoff (2001) s. 104

har hensynene relevans ikke bare ved analysen av de enkelte vilkår, men også i relasjon til spørsmålet om det i det hele tatt foreligger misbruk. Dette misbrukskravet hjemler en innskrenkende tolking av forbudet i de tilfeller handlingene som oppfyller lovens vilkår likevel ikke kan sies å utgjøre misbruk. Ved anvendelse av misbruksreservasjonen vil det dermed ha betydning hva lovgiver har uttalt om bestemmelsens formål og de begrunnelser som ligger til grunn.

1.2.1 Om kildene

Forbudet mot misbruk av innsideinformasjon ble innført i norsk rett ved lov om verdipapirhandel 14. juni 1985 nr. 29. Det har vært flere lovendringer siden bestemmelsen først ble innført. Lovgivers begrunnelse er hovedsakelig videreført. Derfor vil forarbeider også før dagens lov være viktig for å fastlegge innholdet. Særlig er forarbeidene til lov om verdipapirhandel av 1997 omfattende.

Någjeldende lov om verdipapirhandel av 2007 erstattet lov om verdipapirhandel av 1997. Bestemmelsen i den nye loven viderefører forbudet men gjennomfører også bestemmelsene om innsidehandel i Markedsmisbruksdirektivet⁷. Som følge av Norges EØS-forpliktelser har direktivet betydning ettersom norsk rett må endres dersom det er motstrid med en regel utledet av EF-retten. Derfor vil også den EU-rettslige bakgrunnen for regelverket ha betydning. De reglene markedsmisbruksdirektivet foreskrev var stort sett i overensstemmelse med det regelverket som forelå⁸.

1.3 Reguleringsens overordnede formål

1.3.1 Ønsket om effektiv ressursallokering

Formålsbestemmelsen i vphl § 1-1 uttrykker at formålet med loven er å «legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel med finansielle instrumenter». Dette er gjelder for hele loven. Kapitalmarkedets oppgave i økonomien er å sørge for at kapitalen allokeres dit den gjør mest nytte for seg⁹. Om den økonomiske bakgrunnen for reguleringen av verdipapirmarkedet frem-

⁷ Direktiv 2003/6/EF om innsidehandel og markedsmisbruk (markedsmisbruksdirektivet)

⁸ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 5

⁹ NOU 1996: 2 s. 24

går det av forarbeidene at «Verdipapirmarkedets hovedoppgave er å formidle kreditt og egenkapital. Dette bidrar til kapitaloppbygging i samfunnet, og til at kapitalen kanaliseres der den kaster mest av seg. Et effektivt verdipapirmarked bidrar til økt effektivitet i fordelingen av samfunnets ressurser»¹⁰, slik at «samfunnets kapital kanaliseres dit den kaster mest av seg»¹¹. Om ikke ressursallokeringen var effektiv ville man kunne få et tap i økonomien ettersom ressursene kunne gitt en høyere avkastning i en annen anvendelse.

Om verdipapirmarkedets nærmere funksjon er det uttalt at «Verdipapirmarkedene har vokst frem fordi det er privatøkonomisk gunstig å dele opp store «prosjekter» i andeler som kan standardiseres og omsettes. Takket være slik oppdeling kan flere og større lønnsomme «prosjekter» bli gjennomført fordi kapital hentes fra mange aktører. Samtidig blir risikoen fordelt. Standardiseringen muliggjør omsetning av andelene, noe som i de fleste tilfeller vil være nødvendig for å kunne hente kapitalen i første omgang. Verdipapirmarkedets oppgaver kan ikke bli løst dersom det ikke er aktører som ønsker å tegne, kjøpe eller selge verdipapirer. En avgjørende forutsetning for at noen vil delta i et verdipapirmarked er at de har tillit til at markedet fungerer på en forutsigbar måte. Dette gjelder f.eks. at de aktuelle verdipapirer eksisterer eller vil bli utstedt, at verdipapirene eies av den som hevder å eie dem, at oppgjør skjer til gitt tidspunkt, at eierrettighetene knyttet til et verdipapir varer over tid osv. Mellommannen har en viktig rolle i et velfungerende verdipapirmarked fordi han bl.a. tar ansvaret og risikoen knyttet til oppgjørsfunksjonen. Uten tillit til at markedet fungerer etter gitte retningslinjer, vil risikoen ved å investere i verdipapirer være så høy at den virker negativt på aktiviteten i markedet.»¹²

1.3.2 Forbudets legislative begrunnelse

Det overordnede formålet om effektiv ressursallokering ivaretas ved forbudet mot innsidehandel gjennom å ivareta flere enkelthensyn som utgjør forbudets legislative begrunnelse. Det oppstår en interessant problemstilling ettersom visse hensyn av lovgiver er uttalt å kunne stå i et motsetningsforhold med effektiv ressursallokering. Hensynene er inndelt først etter hensynet til nærmere bestemte aktører, dernest hensyn som retter seg mot effekter av innsidehandel på markedets virkemåte med videre implikasjoner for økonomien.

¹⁰ Ot.prp. nr. 34 s. 11

¹¹ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 5 og 27. Se også NOU 1996:2 s. 24 og 55

¹² NOU 1996 s. 22

Et av hensynene som ligger til grunn for regelverket er hensynet til å beskytte utstederselskapet.¹³ I forarbeider er det uttalt at selskapets omdømme¹⁴, at innsidehandel er brudd på en lojalitetsplikt¹⁵ og at foretakets virksomhet kan bli influert på en uheldig måte som følge av uheldige incentiv hos ansatte, er forhold som kan tale for å regulere. Overfor utstederselskapet er det også motstående hensyn, ettersom innsidehandel er anført å kunne være en egnet belønningmekanisme¹⁶.

Overfor markedsaktører er hensynet til henholdsvis innsiders medkontrahent og tredjeperson som tilfeldig markedsdeltaker anført som grunnlag for lovgivning. Både som selvstendige argumenter, men også anført som grunnlag for investorenes tillit. Hensynet fremgår blant annet i forarbeider og teori av anførsler om at handlingen som oppfyller vilkårene til straffbar innsidehandel medfører «systematisk tapping fra andre aktører i markedet gjennom innsidehandel»¹⁷, utnyttelse av en «uheldig informasjonsfordel på andres bekostning.»¹⁸ og at «reglene skal motvirke muligheten for at en markedsaktør til å oppnå en urettmessig fordel på bekostning av en medkontrahent eller en annen aktør i markedet»¹⁹.

Det sentrale lovgiverhensynet bak forbudet mot misbruk av innsideinformasjon er tilliten til markedet²⁰. Tillit er anført å være en forutsetning for likviditet. Innsidehandel svekker tilliten til markedet og således likviditet.

Hensynet til likviditet må leses på bakgrunn av teori. Derfor vil anvendelsen av George Akerlofs lemonsteori²¹ og effekten av innsidehandel på likviditetstillere²² behandles.

¹³ Ot.prp. nr. 80 s. 25

¹⁴ NOU 1996:2 s. 32

¹⁵ Rt. 2006 s. 1049, Rt. 2011 s. 199, Rt. 2007 s. 275

¹⁶ NOU 1996:2 s. 32

¹⁷ NOU 1996:2 s. 16 og 20, se Rt. 2011 s. 199 avsnitt (32)

¹⁸ NOU 1996:2 s. 72

¹⁹ Svedberg (2007) s. 126

²⁰ NOU:1978:2 s. 78-79, Ot.prp. nr. 72 (1990-1991) s. 26-27, Innst. O nr. 5 (1991-1992) s. 1, NOU 1996:2 s. 30, Ot.prp. Nr. 29 (1996-1997) s. 24. Ot.prp. nr. 80 (2000-2001) s. 22, Ot.prp. 12 (2004-2005) s. 27 og Rt. 2006 a. 1049 (premiss 16), fortalen til markedsmisbruksdirektivet (2), (12).

Avslutningsvis behandles hensynet til priseffektivitet²³. Innsidehandel er anført å bidrar til å skifte kursen nærmere det prisen hadde vært om informasjonen var kjent i markedet. Høyere prisnøyaktighet er gunstig for både selskapet og samfunnet. Av de hensyn uttalt av lovgiver som kan tale mot et forbud er dette det mest sentrale.

²¹ Hansen (2001), Myklebust (2011)

²² Copeland og Galai (1983), Glosten og Milgrom (1985), Kyle (1985),

²³ NOU 1996:2 s. 16 og 46

2 Hensynet til utstederselskapet

2.1 Innledning

Hensynet til utstederselskapet er anført som grunnlag for regulering.²⁴ Verdipapirhandellovutvalget uttaler «Misbruk av innsideinformasjon kan også ramme foretaket på forskjellige måter».²⁵ Utstederselskapet er selskapet som har utstedt verdipapiret som er omfattet av regelverket. Direkte skadevirkninger er anført som henholdsvis at foretakets omdømme kan bli skadet²⁶, foretakets virksomhet kan bli influert på en uheldig måte ved at ledelsen ønsker å profitere på innsidehandel²⁷ og at muligheten for misbruk av innsideinformasjonen kan gjøre det umulig eller mer kostbart å gjennomføre et prosjekt²⁸. I tillegg kommer at innsidehandel begått av ansatt eller annen med tilsvarende selskapstilknytning, kan utgjøre et illojalt lojalitetsbrudd overfor selskapet. Effekter som indirekte kan påvirke selskapet gjennom høyere kapitalkostnader som følge av innsidehandels påvirkning på markedets virkemåte, drøftes i kapitlene om likviditet og priseffektivitet.

Regelverket omfatter enhver. Subjektet kan både være en person med eller uten skapstilknytning. I forbindelse med hensynet til utstederselskapet er subjektet en med selskapstilknytning, typisk ansatt eller på annen måte med tilsvarende tilknytning eller oppdragsforhold. Dette omtales gjerne som den klassiske misbrukssituasjonen der en ansatt eller annen med fortrolig stilling i forbindelse med denne stillingen kommer i kontakt med informasjon som han benytter til handel. Subjektet for regelverket i forbindelse med dette hensynet en som er i et tillitsforhold eller annen form for særlig tilknytning til selskapet.

2.2 Omdømme

I forarbeidene til verdipapirhandelloven uttaler lovutvalget at innsidehandel er egnet til å skade selskapets omdømme og undergrave offentlig tillit til selskapet²⁹. Skade på selskapets om-

²⁴ Ot.prp. nr. 80 s. 25

²⁵ NOU 1996:2 s. 32, Ot.prp. nr. 80 s.25

²⁶ NOU 1996:2 s.32

²⁷ NOU 1996:2 s. 32

²⁸ NOU 1996:2 s. 32, Ot.prp. nr. 80 s.25

²⁹ NOU 1996:2 s. 32, Rt. 2006 s. 1049

dømme vil igjen gjøre det dyrere å skaffe finansiering og dermed gi selskapet høyere kapital-kostnader. Omdømmeskade forutsetter at det må det være enn skade eller annen ulempe som følge av handlingen som oppfyller vilkåret til straffbar innsidehandel³⁰. Det må være en effekt som tilsier omdømmeskade utover at lovens vilkår er oppfylt. Hensynet er således avledet av et annet hensyn, og kan kun berettige et forbud i den grad det underliggende hensynet tilsier et forbud. Gjennom oppgaven drøftes flere av lovgiver uttalte mulige skadeeffekter som kan tilsi omdømmesvekkelse. Hensynet til utstederselskapets omdømme er utledet av disse mulige skadevirkningene og taler isolert sett ikke for regulering i større grad enn det underliggende hensyn gjør. I rettspraksis er det gjerne pekt på at tillitsbrudd og muligheten for at spredning av informasjon kan medføre en omdømmesvekkelse³¹.

2.3 Incentivstruktur

Om hensynet til incentivstruktur i utstederselskapet har lovgiver uttalt «Det har også vært framført argumenter som taler mot å regulere innsidehandel. Blant annet har det vært hevdet at verdipapirutstedende foretak bør kunne tillate sine ledende ansatte å utnytte innsideinformasjon som belønning for aktivt arbeid med å bedre foretakets stilling. For aksjonærene kan det være billigere og mer effektivt å avlønne sine ansatte på denne måten. Slik handel vil imidlertid lett gå utover de øvrige aksjonærene i selskapet.»³² og «Foretakets virksomhet kan bli influert på en uheldig måte ved at ledelsen ønsker å profittere på innsidehandel.»³³. Se også «Uavhengig av tillitsargumentet kan det hevdes at innsidehandel bryter med rettferdighetsforestillinger, f.eks. dersom et selskaps ledelse kan redusere konsekvensene av eller til og med profittere på kursfall som skyldes ledelsens gale beslutninger.»³⁴

Hvorvidt innsidehandel bør lovreguleres etter hensynet til utstederselskapet beror i denne sammenhengen på om innsidehandel bidrar til effektivitet i virksomheten. Innsidehandel er i teorien anført å kunne bidra til bedriftseffektivitet ved å påvirke incentiver subjekter for innsideregelverket har. På den annen side er det anført at det oppstår incentiver som ikke korrelerer

³⁰ Bainbridge (2001) s. 78

³¹ Rt. 2006 s. 1049 avsnitt (23)

³² NOU 1996:2 s. 32

³³ NOU 1996:2 s. 32

³⁴ NOU 1996:2 s. 32

med selskapets om innsidehandel tillates. Det sentrale momentet er hvorvidt innsidehandel er fordelaktig for effektivitet eller om det er en ineffektivt og en fordel for ansatte på selskapets bekostning.

Det er i teori tatt til orde for at innsidehandel kan motivere til innovasjon i bedriften. I hierarkiske bedrifter kan det være vanskelig å stimulere til innovasjon og entreprenørskap som er viktige elementer i det moderne næringsliv. Henry Manne anfører i «Insider trading and the stock market» at innsidehandel er økonomisk effektivt fordi det stimulerer til entreprenørskap og innovasjon i virksomheter og dermed er et gode i økonomien³⁵. Manne skiller mellom entreprenøren og alminnelig ledelse. Sistnevnte driver virksomheten etter på forhånd oppstilte retningslinjer. Entreprenøren bedriver innovasjon. For å gi entreprenøren incentiver bør hans kompensasjon stå i samsvar med innovasjonen. Det er vanskelig å avlønne entreprenører i sammenheng med deres innovasjoner i forhold til ansatte som utøver faste og på forhånd definerte oppgaver.

«True innovation cannot be predicted nor its value known before it has been thought of and made effective. True innovation cannot be planned and budgeted in advance. An individual cannot be hired to perform x amount of entrepreneurial service»³⁶

Gjennom innsidehandel kan entreprenøren få avlønning i tråd med sine prestasjoner gjennom muligheten til å handle på informasjon de skaper i virksomheten. Den første som vet om innovasjonen er entreprenøren. Ved å tillate innsidehandel kan entreprenøren bli kompensert for å produsere ny informasjon gjennom muligheten til å handle på denne informasjonen.

Det er flere forhold som gjør det utfordrende å avlønne entreprenørskap. I organisasjoner kan det være vanskelig å oppstille incentivstrukturer som belønner innovasjon og entreprenørskap, fordi det er vanskelig å skille mellom innovative ansatte, samt at innovasjon ikke kan identifiseres på forhånd, og dermed gis det heller en fast avlønning. Dette er fordi innovasjon kan forekomme på alle nivåer i virksomheten og i forskjellige funksjoner. Alt fra regnskapsmedarbeidere til ledelse kan komme opp med innovasjoner som kommer bedriften til gode, og

³⁵ Manne (1966) s. 133

³⁶ Manne (1966) s. 133

antas å ville gjøre det i større grad om incentiver foreligger. For det andre er det vanskelig å estimere verdien av en innovasjon på forhånd. Innsidehandel anses for å være effektivt for å motvirke disse forhold ved entreprenørskap, som ellers man ikke vil kunne avhjelpe på andre måter.

Om innovatøren ikke selv har kapital tilgjengelig til å kjøpe, kan informasjonen selges til andre³⁷. På denne måten bidrar innsidehandel til at innsidere kan «readily allows corporate entrepreneurs to market their innovations» og dermed skaper sammenfall mellom kompensasjon og innovasjon. Antagelsen er dermed at siden det maksimerer incentivet til entreprenørskap er innsidehandel den beste måten å kompensere entreprenører.

Carlton og Fischel videreutvikler belønningssynpunktet og anfører at innsidehandel også kan være egnet for annen avlønning. Innsidehandel kan være et incentiv som skaper større sammenfall mellom prinsipalens mål og agentenes adferd, ved å knytte deres «fortunes more closely to those of the firm»³⁸.

De anfører at kontrakttrakter inngått på forhånd er utilstrekkelige som kompensasjon. Avlønning avtalt på forhånd vil være vanskelig å utforme slik at den sammenfaller med ledelsens faktiske prestasjoner, ettersom det ville innebære at man i ettertid må reforhandle med jevne mellomrom med utgangspunkt i observert innsats og resultat.³⁹ Om prestasjonen i ettertid er bedre enn hva kompensasjonen avtalt skulle tilsi, kan man reforhandle for å kompensere riktigere. Slik reforhandling i ettertid vil være kostbart. Innsidehandel gjør det mulig å kontinuerlig oppdatere kompensasjonen uten nye forhandlingskostnader. I tillegg er det utfordringer med dagens bonus og opsjonsavlønning som baserer seg på kapital og produktmarkedet for å oppstille incentivstrukturer, fordi disse markedene langt i fra er perfekte og at avlønningen som skal skape incentiv dermed kan være avhengig av markedsforhold utenfor ledelsens kontroll.⁴⁰

³⁷ Manne (1966) s. 138-139

³⁸ Carlton, Fischel (1983) s. 877

³⁹ Carlton, Fischel (1983) s. 870

⁴⁰ Carlton, Fischel (1983) s. 871

Kritikere av innsidehandel hevder at praksisen fremfor å samkjøre incentiver gjør det motsatte. Kritikkk mot innsidehandel som effektiv kompensasjonsmekanisme anføres på flere grunnlag. Først er det anført at endringen i verdipapirkurs ikke nødvendigvis vil reflektere nøyaktig den informasjon entreprenøren har skapt. Innsiders handel er begrenset av hans økonomiske stilling og gir derimot ikke nødvendigvis den avlønning som står i stil til innovasjonen. Dermed blir avlønningen i større grad basert på hans formue enn verdien av innovasjonen for selskapet.⁴¹ En annen innvendig er at det er vanskelig å måle hvem som kommer opp med innovasjon og dermed vanskelig å passe på at det bare er de som produserer verdifull informasjon som tjener på den. Dermed kan det oppstå et gratispassasjer-problem. Mange flere enn entreprenøren vil kunne handle og dermed vil det i praksis vil være vanskelig å sørge for at det bare er entreprenøren som tjener på informasjonen.⁴² Dette kan igjen påvirke informasjonsflyten i organisasjonen som følge av at entreprenører, som er de virkelige innovatørene ikke ønsker å dele informasjon med andre for å ha monopol på informasjonen og handelen på den. Hvis det oppstår «Information hoarding» innad i organisasjoner kan det redusere innsideres incentiv til invasjon og ha negativ effekt på firmaeffektivet⁴³. Agenten, ledelse eller annen ansatt kan bruke innsidehandel som mekanisme for å omgå avlønning fastsatt i avtale. Dermed kan prestasjonsbaserte lønnsavtaler undergraves og incentiv til produktivitet reduseres⁴⁴. Handel på negativ informasjon vil kunne undergrave prestasjonsbasert avlønning, som ellers ikke hadde blitt utbetalt. Som et resultat kan det tenkes at selskaper må overvåke ledelsens handler i etterkant, noe som utligner de antatte kostnadsbesparende effektene. I tillegg vil den avlønning man faktisk oppnår ikke være kjent for arbeidsgiver.

Videre er det anført at innsidehandel kan gi incentiver ettersom ansatte også vil kunne handle på negativ informasjon. Ledelsens mulighet til å handle, også på dårlig informasjon kan skape incentiver til å ta risiko for å tjene på kortsiktige svingninger eller til og med incentiver til å underprestere for å tjene på kursfall⁴⁵. Siden innsidehandel er mer profitabelt desto mer verdipapirkursen svinger ettersom det gir flere handelsmuligheter for innsider, vil det være et incentiv til å påta selskapet risiko som ellers ikke hadde vært påtatt, og dermed skape verdier for

⁴¹ Bainbridge (2001) s. 69

⁴² Cox (1986) s. 653

⁴³ Haft (1982) s. 1055

⁴⁴ Kraakman (1991) s. 52

⁴⁵ NOU 1996:2 s. 32

innsidere fremfor å maksimere selskapsverdien⁴⁶. Ettersom innsidere kan tjene på handel enten kursen går opp eller ned, vil de ha et incentiv like gjerne til å underprestere som å prestere.⁴⁷

Hensynet til bedriftseffektivitet som følge av innsidehandels påvirkning på incentivstruktur kan tale både for og imot et forbud. Hensynet til belønning slik det fremgår av forarbeidene er gitt liten gehør hos lovgiver, så den rettskildemessig vekten av denne delen av hensynet er begrenset på denne bakgrunn. Mange av forholdene incentivproblematikken oppstiller vil allerede være omfattet av blant annet selskap- og avtalerettslige lojalitetsplikter. Allikevel vil et forbud i enda sterkere grad bidra til å motvirke de negative incentiver innsidehandel kan medføre og dermed likevel tale for et forbud.

2.4 Lojalitet

Handlingen som utgjør straffbar innsidehandel kan implisitt medføre et lojalitetsbrudd om man benytter informasjon man har kommet i besittelse av som ansatt eller som følge av annen særlig tilknytning overfor selskapet. I amerikansk rett er det i utgangspunktet et vilkår om tillitsforhold for at det skal foreligge straffbar innsidehandel. I norsk rett er det ikke gjennomført noe slik krav, men Høyesterett har i Sense-dommen avsnitt 21 understreket at det er skjerpene ved straffutmålingen om overtredelsen av innsidereguleringene har karakter av tillitsbrudd⁴⁸.

En forutsetning for lojalitetsbrudd er at det foreligger en lojalitetsplikt. Subjektet er utelukkende en som er i et tillitsforhold overfor selskapet, enten gjennom ansettelse eller på annet grunnlag. I dette tilfellet begrenser hensynet forbudet, ettersom forbudet gjelder for enhver og ikke legger til grunn noen selskapsknytning som vilkår. Norsk rett har lang tradisjon for å anerkjenne lojalitetsforhold med utgangspunkt i avtale- og selskapsrettslige bestemmelser. Det illojale anses å være bruken av informasjon til handel eller videreformidling som stridene mot den lojalitetsplikten innsideren har påtatt seg ved å tiltre et verv eller påta seg et oppdrag. Forbudet mot innsidehandel bidrar dermed til å ivareta utstederselskapets interesse ved å sør-

⁴⁶ Kraakman (1991) s. 52

⁴⁷ Kraakman (1991) s. 52

⁴⁸ Rt. 2006 s. 1049, Rt. 2011 s. 199

ge for at informasjon ikke blir kjent i markedet gjennom insiders handel. I rettspraksis er det gjerne i forbindelse med forstående oppkjøp at insiders har benyttet informasjon til å handle. Hvis de handler vil prisen kunne øke i oppkjøpselskapet, slik at oppkjøper vil måtte betale en høyere pris. Dermed kan forbudet mot innsidehandel bidra til å redusere risikoen for at misbruk av innsideinformasjonen kan gjøre det umulig eller mer kostbart å gjennomføre et prosjekt.⁴⁹ I Sense-dommen hadde en ansatt benyttet slik informasjon til selv å handle aksjer, samt tipse tredjeperson. Dette var ansett som illojalt fordi det medførte mulighet for økte kostnader for selskapet som følge av dyrere oppkjøp; «Ved dette grove tillitsbruddet har domfelte utsatt sin arbeidsgiver for risiko for kursøkning, og dermed for større kostnader ved gjennomføringen av oppkjøpet av aksjer i det aktuelle selskap. I lovforarbeidene er også påpekt risikoen for at prosjektet blir umulig å gjennomføre, noe som i dette tilfellet ikke rammet X-gruppens oppkjøp at aksjene i Y.»⁵⁰

En forutsetning for at bruk og spredning av informasjon er illojalt er at eiendomsretten er allokert til selskapet⁵¹. Lojalitetsplikten kan således sies å ha opphav i betraktninger om eiendomsrett og beskyttelse av eiendomsrett til informasjon. Eiendomsrett er ikke henvist til i norsk rett, men er fremmet som en selvstendig begrunnelse i amerikansk teori.

Om man legger til grunn eiendomsrett vil bruk ikke være illojalt der det er tillatt av utsteder eller insiders har oppnådd eiendomsrett enten ved egen produksjon eller tillatelse fra den avtalen allokterer eiendomsretten til. Rett til informasjon blir et formuesgode. Forbudet mot innsidehandel allokterer denne eiendomsretten til informasjon til selskapet, uavhengig av underliggende avtaleforhold.

2.5 Oppsummering

Ulike forhold ved hensynet til selskapet er oppstilt som kan tale for et forbud. I første omgang ble det anført omdømmeskade. Omdømmeskade forutsetter et underliggende forhold som kan tilsi en skade. Hensynet taler ikke for regulering i større utstrekning enn hensynet det er avle-

⁴⁹ NOU 1996:2 s. 32

⁵⁰ Rt. 2006 s. 1049 (23), Se også Rt. 2013 s. 1367 (15) og (16)

⁵¹ Bainbdrige

det fra. Flere forhold kan være mulige grunner til en slik skade. Incentivproblematikk og spredning av informasjon er påpekt i dette kapittelet.

Innsidehandel er i teorien tatt til orde for å være en egnet belønningsmekanisme som kan stimulere til innovasjon og effektivitet i virksomheten. På den annen side er det anført at belønningshensynet ikke nødvendigvis vil virke slik man på denne måten og at innsidehandel i tillegg medfører incentiv som kan medføre svekket bedriftseffektivitet, gjerne fordi innsider kan tjene på kursfall.

Hensynet til selskapet kan også ivaretas ved å sanksjonere den lojalitetsplikt ansatt eller andre med særlig selskapstilknytning har. Dette forutsetter at det faktisk foreligger en slik forbindelse. I neste omgang forutsetter det at bruken av informasjon, slik forbudet forbyr er illojalt. Dette kan det f.eks. være ved spredning av informasjon. Men om spredning av informasjon er illojalt forutsetter det at informasjonen i utgangpunktet var allokert til selskapet etter det underliggende forholdet.

Flere av forholdene som kan tale for å ivareta hensynet utstederselskapet er riktignok allerede sanksjonert rettslig enten som selskaps- og avtalerettslige lojalitetsplikter og utroskapsbestemmelser. Disse vil nok i mange tilfeller være bedre egnet, men innsidereguleringen kan likevel tenkes å ha en ytterligere positiv innvirkning på disse hensynene som kan tale for et forbud.

Avslutningsvis må det påpekes at disse forholdene isolert sett ikke taler for å regulere bredere markedshensyn og at markedsaktører omfattes, bare selskapsinnsidere eller andre med tilsvarende tilknytning.

3 Hensynet til markedsaktører

3.1 Innledning

Hensynet til henholdsvis innsiders medkontrahent og tredjeperson som øvrig markedsdeltaker er anført som grunnlag for å lovregulere. Hensynet fremgår blant annet i forarbeider og teori som anføres om at handlingen som oppfyller vilkårene til straffbar innsidehandel medfører «systematisk tapping fra andre aktører i markedet gjennom innsidehandel»⁵², utnyttelse av en «uheldig informasjonsfordel på andres bekostning»⁵³ og at «reglene skal motvirke muligheten for at en markedsaktør til å oppnå en urettmessig fordel på bekostning av en medkontrahent eller en annen aktør i markedet».⁵⁴

Om hensynene taler for å regulere beror på hvordan de overfor nevnte aktørene påvirkes som følge av de handlinger som oppfyller vilkårene til straffbar innsidehandel. Det er naturlig å behandle markedsdeltakere enten som innsiders medkontrahent eller som øvrige deltakere, ettersom de ulike hensynene fremgår noe ulikt avhengig av hvem man tar utgangspunkt i. Tredjeperson, gjerne også omtalt som utsider, er negativt definert som alle andre deltakere i markedet enn innsider og innsiders medkontrahent.

Spørsmålet i forhold til disse hensynene er hvordan påvirkningen er på innsiders medkontrahent og tredjepersons stilling som følge av handel på en kvalifisert form for ikke offentlig tilgjengelig informasjon. Innsiders eventuelle tilknytning til utstederselskapet er ikke direkte relevant i forbindelse med hensynet til medkontrahent eller tredjeperson. Aktørene kan ikke påberope seg et eventuelt illojalt opphav til informasjonen eller fare for spredning av den. I forbindelse med innsidehandel er betraktningen at mer informasjon på innsiders hånd gir mulighet for bedre investeringsbeslutninger. Her fremstår «innsider» som subjekt for regelverket og «innsidehandel» noe upresist. Det dreier seg i relasjon til hensynet overfor medkontrahent og de øvrige deltakerne om subjektet som mer informert aktør.

⁵² NOU 1996 s. 16 og 20, Rt. 2011 s. 199 avsnitt (32)

⁵³ NOU 1996:2 s. 72

⁵⁴ Svedberg (2007) s. 126

På innsiders medkontrahents side er det anført tap som følge av handel med innsider, samt at det er urimelig å benytte den informasjon som oppfyller vilkårene til innsideinformasjon til å inngå handel. Som grunnlag for å ivareta hensynet til tredjeperson er det anført at ulik informasjonstilgang er urettferdig samt at besittelse av mer informasjon gir mulighet for bedre investeringsbeslutninger og at den fortjeneste innsider dermed tjener på informert handel utgjør et berettiget tap hos tredjeperson. Påvirkning på de samme aktører som følge av videre markedsmessige implikasjoner av innsidehandel blir omtalt i kapitlene om likviditet og priseffektivitet.

3.2 Medkontrahent

Det fremgår ingen klar henvisning i forarbeidene om hensynet til medkontrahent spesielt, utover de generelle henvisningene til henholdsvis «tredjeperson»⁵⁵ og «andre aktører»⁵⁶. I teorien er det derimot tatt til orde for at hensynet til medkontrahent kan tale for et forbud; «reglene skal motvirke muligheten for at en markedsaktør til å oppnå en urettmessig fordel på bekostning av en medkontrahent eller en annen aktør i markedet»⁵⁷.

Spørsmålet om hensynet til medkontrahent kan tale for regulering må antas å ikke føre frem ettersom det ikke lar seg oppstille et tap eller skade hos innsiders medkontrahent som følge av handel på innsideinformasjon. Grunnen til det er at det handles på anonyme markeder til markedspriser og innsiders medkontrahent har uavhengig av om innsider deltar eller ikke bestemt seg for å handle i markedet. Om innsider ikke hadde deltatt ville handelen blitt gjennomført med en annen tilfeldig aktør. Tilsvarende uttaler førstvoterende i Sense-dommen avsnitt (24) «Jeg tilføyer at man derimot vanskelig kan tenke seg at et kjøp eller salg av aksjer ved misbruk av innsideinformasjon vil kunne ramme medkontrahenten. Det handles anonymt til markedsbestemte priser, og medkontrahenten ville om man tenker seg innsidehandelen borte, uansett ha gjort en handel med en medkontrahent til nærmest samme pris.»⁵⁸.

⁵⁵ NOU 1996:2 s. 72

⁵⁶ NOU 1996 s. 16 og 20, Rt. 2011 s. 199 avsnitt (32)

⁵⁷ Svedberg (2007) s. 126

⁵⁸ Rt. 2006 s. 1049 avsnitt (24). Se også tilsvarende i Ot.prp. nr. 72 2.4.1 og i NOU 1996:2 s. 71

Videre er det oppstilt et hensyn til medkontrahent med utgangspunkt i at innsider kontraherer med informasjon hans avtaleparter ikke har kjennskap til og at dette utgjør en uberettiget fordel på medkontrahentens bekostning. Dette har kommet til uttrykk blant annet som anførsel om at «ingen aktører utnytter en uheldig informasjonsfordel på andres bekostning»⁵⁹ og «Det fremstår intuitivt som urettferdig og illojalt å benytte informasjon som potensielle motparter ikke har anledning til å gjøre seg kjent med»⁶⁰. Hvis hensynet til medkontrahentens interesse skal ivaretas med utgangspunkt i en betraktning om at ulik tilgang til informasjon skal være urettferdig vil det ikke kunne anføres ettersom det hensynet ikke kan ivaretas av innsideregelverket. Om medkontrahenten selger en aksje for lavere enn virkelig verdi eller kjøper for høyere i handel med innsider og dette er anføres som et «tap», er det ikke innsidehandel han taper på, men manglende opplysningsplikter som gjør at han ikke er kjent med informasjonen innsider er kjent med⁶¹. En ulikhet i styrkeforholdet partene imellom som følge av at den ene er i besittelse av mer informasjon enn den andre og det dermed er urimelig for medkontrahenten, kan tale for at man oppstiller en opplysningsplikt, ikke et forbud mot handel på bakgrunn av opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet. Man må for ivareta hensynet til medkontrahent ut fra betraktningen om informasjonsulikhet innføre opplysningsplikter, ikke utelukke subjektet for regelverket fra handel.

Oppsummert er det på denne bakgrunn vanskelig å se at hensynet til medkontrahent skal kunne tale for et forbud.

⁵⁹ NOU 1996:2 s. 72, Ot.prp.nr. 72 s. 28

⁶⁰ Wasenden (2007) s. 320

⁶¹ Bainbridge (2001) s. 71-73

3.3 Hensynet til øvrige markedsdeltakere

Handlingene som utgjør straffbar innsidehandel er anført å skade tredjeperson. Hensynet har kommet til uttrykk ved anførsler om «systematisk tapping fra andre aktører i markedet gjennom innsidehandel»⁶², utnyttelse av en «uheldig informasjonsfordel på andres bekostning»⁶³ og at «reglene skal motvirke muligheten for at en markedsaktør til å oppnå en urettmessig fordel på bekostning av en medkontrahent eller en annen aktør i markedet»⁶⁴

Av forarbeidene fremgår det «Utvalget legger til grunn at bestemmelser for å motvirke innsidehandel er sentrale for markedets integritet og bør opprettholdes. Etter utvalgets syn er et forbud mot innsidehandel nødvendig for å opprettholde markedsaktørenes tillit til et ordnet og effektivt verdipapirmarked. Beslutninger om kjøp og salg baseres på informasjon om selskapsespesifikke forhold og den generelle økonomiske utvikling. Det er derfor viktig at investorene får lik og samtidig tilgang til relevant informasjon for å vurdere salg eller kjøp av verdipapiret. Dersom enkelte har tilgang på mer informasjon, eventuelt mottar informasjon på et tidligere tidspunkt, enn øvrige aktører og utnytter dette, vil vedkommende kunne skaffe seg en ekstraordinær gevinst eller unngå et ekstraordinært tap. Dette vil kunne føre til at aktører som ikke har samme informasjonstilgang ikke finner det formålstjenlig å plassere sine midler i det norske verdipapirmarkedet.»⁶⁵ Argumentasjonen anfører lik og samtidig tilgang som urettferdig. Tilsvarende er det anført i teori; «Det vil riktignok aldri bli slik at deltakerne i verdipapirmarkedet har det samme informasjonsgrunnlaget, men forbudet mot innsidehandel bidrar til at deltakeren har de samme muligheter til å skaffe seg informasjon»⁶⁶.

Et regelverk som oppstiller et forbud mot handel på opplysninger som «ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet», kan ikke begrunnes med å skulle ivareta hensynet til mer informasjon hos aktører i markedet, jf. anførselene om å ivareta tredjeperson med «lik og samtidig tilgang»⁶⁷, «tilgang på mer informasjon, eventuelt mottar informasjon på et tidligere

⁶² NOU 1996 s. 16 og 20, Rt. 2011 s. 199 avsnitt (32)

⁶³ NOU 1996:2 s. 72

⁶⁴ Svedberg (2007) s. 126

⁶⁵ NOU 1996:2 s. 71

⁶⁶ Axelsen (2007) s. 130

⁶⁷ NOU 1996:2 s. 71

tidspunkt»⁶⁸, eller at «forbudet mot innsidehandel bidrar til at deltakeren har de samme mulighetene til å skaffe seg informasjon»⁶⁹. Dette er argumenter for opplysningsplikter. Informasjonsasymmetrien mellom innsidere og resten av markedet oppstår som følge av manglende opplysningsplikter, ikke innsidereguleringen. Grunnen er at opplysningspliktene ikke er trukket langt nok, slik at informasjon som er av betydning for markedets prissetting ikke plikter å offentliggjøres. Innsidehandelsforbudet er et forbud mot bruk av en viss form for informasjon til handel. Det bidrar ikke til like muligheter for deltakerne til å skaffe seg informasjon.

Om hensynet til tredjeperson som anføres skal ha sammenheng med regelverket det anføres for, må påstanden være at det fattes investeringsbeslutninger på informasjon som ikke er allment kjent eller offentlig tilgjengelig og at det er urettferdig overfor tredjeperson. Denne problemstillingen fremgår noe mer presist av uttalelsen i forarbeidene; «I tillegg til regler om informasjon til markedet bør det derfor også være regler som forbyr enkeltpersoner å utnytte informasjon som ikke er tilgjengelig for dem øvrige markedsdeltagere. Utnyttelse av ujevn informasjonstilgang vil kunne gi enkelte markedsdeltagere en fordel på bekostning av andre.»⁷⁰

Ved å utelukke mer informerte aktører fra handel vil fortjenesten, gitt alt annet likt, måtte tilfalle noen andre. Om virkningen er det i teorien beskrevet at «I et marked som tillater handel med innsideinformasjon (ev. ikke klarer å håndheve et forbud), vil deltakere med informasjonsfortrinn systematisk utkonkurrere deltakere med et informasjonsunderskudd»⁷¹. I det ligger det at innsidehandel er profitabelt for innsider fordi informasjonen kan benyttes til å selge aksjer som er «overvurdert» og kjøpe aksjer som er «undervurdert». Differansen mellom innsiders kjøp eller salgpris og «virkelig» verdi er fortjenesten som oppnås i markedet. Alt annet likt vil innsidere som gruppe få mer av fortjenesten ved handel på ikke offentlig tilgjengelig informasjon enn utsidere som gruppe. Ettersom subjektet for innsidereguleringen som mer informert aktør, utelukkes fra handel, vil den gevinst han kunne oppnådd tilfalle andre aktører. At denne fortjenesten i utgangspunktet tilfaller subjektet for regelverket anses urettferdig ettersom denne aktøren har bedre muligheter til å fatte investeringsbeslutninger.

⁶⁸ NOU 1996:2 s. 71

⁶⁹ Axelsen (2007) s. 130

⁷⁰ Ot.prp.nr. 72 s. 28

⁷¹ Myklebust (2011) s. 351

Spørsmålet blir om det er hensyn som taler for at denne fortjenesten heller tilfaller tredjeperson som gruppe enn subjektet for regelverket. Som nevnt kan ikke tredjeperson påberope seg illojalitet eller annet urettmessig opphav til informasjonen som et hensyn på sin hånd. Det som gjør innsider bedre i stand til å fatte investeringsbeslutninger er kjennskap til informasjon som ikke er allment kjent eller tilgjengelig. Om dette skulle være en uberettiget fordel vil all handel der investorer er mer informert enn andre være urettferdig. Ikke bare den som er av kvalifisert nok til å bli omfattet av regelverket, men også all annen informasjon som gjør enkelte investorer i stand til å fatte bedre investeringsbeslutninger enn andre.

En forklaring på hvorfor dette skulle være en uberettiget fordel kan være synet på verdipapirmarkedet som en form for nullsumspill, der investeringer bør ha lik mulighet til gevinst uavhengig av underliggende investeringsbeslutning. Et slikt syn kommer til uttrykk ved bruk av lotteri som analogi for verdipapirhandel; «La meg komme med en litt populistisk illustrasjon, nemlig kjøp av Flax-lodd. Dersom det blir kjent i markedet at noen i Norsk tipping plukker ut noen av vinnerloddene (og legger inn noen ekstra taperlodd) i hvilken grad vil folk da fortsette å kjøpe Flax-lodd? Eller vil de heller ta med seg pengene sine og delta i et annet lotteri? Tilsvarende er det i verdipapirmarkedet. Dersom det kjent i markedet at noen kjøper på positiv innsideinformasjon og selger på negativ innside informasjon, i hvilken grad vil folk da fortsette å investere i dette markedet? Eller vil folk bruke pengene sin på andre investeringsformer eller sågar investere dem i andre markeder enn det norske? På denne bakgrunn er innsidehandel et samfunnsproblem og ikke bare vinningskriminalitet, som det er det offentliges ansvar å bekjempe»⁷².

Beslutninger om handel i verdipapirer bør skje og skjer i de fleste tilfeller på bakgrunn av forventning om fremtidig avkastning med utgangspunkt i informasjon og ikke loddtrekning, noe som gjør analogien mellom lodd og verdipapirer uegnet. For den enkelte investors del og kapitalallokering i samfunnet bør investeringer i verdipapirer baseres på informerte beslutninger. For å oppnå en effektiv allokering av ressursene i verdipapirmarkedet er man avhengig av at aktørene gjør informerte beslutninger og dette taler for å gi berettiget fortjeneste til de

⁷² Skjelbred (2009) s. 134

som i størst mulig grad baserer sine beslutninger på informasjon og dermed mot at det bør oppstilles et hensyn for å ivareta tredjeperson som følge av like mulighet til fortjeneste.

Gitt at man likevel ønsker å tilgodese tilfeldig tredjeperson med en fortjeneste som ellers hadde tilfalt subjektet for innsidereguleringen, er det ikke sikkert dette hensynet lar seg ivareta. Denne fortjenesten vil ikke nødvendigvis bli fordelt tilfeldig rundt blant andre deltakere i markedet, ettersom andre profesjonelle aktører, smarte meglere og investorer med mer, som ikke er omfattet av innsidereguleringen men som allikevel er i stand til å bedrive informert handel fortsatt systematisk vil utkonkurrere mindre informerte aktører.⁷³

3.4 Oppsummering

Det er vanskelig å oppstille et tap hos medkontrahent. Videre er påstanden om urettferdighet overfor medkontrahent som følge av innsiders overlegene informasjon et hensyn som ikke kan ivaretas av innsidereguleringen, men må avhjelpes gjennom opplysningsplikter. Av disse grunner taler ikke hensynet til medkontrahent for et forbud.

Overfor tredjeperson er det anført at innsidehandel utgjør en uberettiget fordel på tredjepersons bekostning. Først som følge av ulik tilgang til informasjon, dernest som følge av innsiders bedre evne til å fatte investeringsbeslutninger som følge av besittelse av informasjon. Det første hensynet om urettferdighet som følge av at det ikke er lik og samtidig tilgang til informasjon, lar seg ikke anføre for dette regelverket ettersom det må ivaretas av opplysningsplikter.

Den urettferdighet som lar seg oppstille overfor tredjeperson som tilfeldig markedsdeltaker, er at innsiders besittelse av informasjon medfører bedre evne til å treffe investeringsbeslutninger og denne muligheten til fortjeneste er urettferdig.

Denne begrunnelsen for å utelukke innsider med utgangspunkt i hensynet til tredjeperson er ikke nødvendigvis berettiget ettersom det vil medføre at all handel på ikke offentlig tilgjengelig informasjon er urettferdig. Tredjeperson kan ikke påberope seg et eventuelt illojalt opphav

⁷³ Carlton, Fischel (1983) s. 880

til informasjonen. Effektiv utnyttelse av ressursene taler mot å oppstille et hensyn for å tilgodese tredjemenn som følge av en tanke om lik mulighet til fortjeneste, ettersom avkastning bør allokere til de som gjør de mest informerte investeringsbeslutningene og dermed bidrar til effektivitet i allokeringen i størst grad. Bruk av slik privat informasjon er effektivt for ressursallokeringen. Om man likevel vil utelukke innsider fra handel, er det lagt fra sikkert at denne fortjenesten hadde blitt fordelt tilfeldig rundt i markedet, ettersom mer informerte aktører som meglere, analytikere og profesjonelle investorer, fremdeles systematisk vil utkonkurere mindre informerte aktører.

4 Hensynet til likviditet

4.1 Tillitsargumentet⁷⁴

Det sentrale lovgiverhensynet bak forbudet mot misbruk av innsideinformasjon er tilliten til markedet⁷⁵. Tillit er en generell konstruksjon som benyttes som et overordnet hensyn bak flere regler. Denne fremstillingen avgrensers seg til tilliten til markedet i forbindelse med innsidehandel. Tillit er anført å være en forutsetning for likviditet og innsidehandel er anført å svekke tilliten til verdipapirmarkedene⁷⁶. Om betydningen av tillit til markedet har Verdipapirhandellovutvalget av 1996 uttalt; «Tillit til markedet antas å være en forutsetning for å få til et likvid markedet, og således også en forutsetning for kapitaltilførsel via emisjoner»⁷⁷. Svekket tillit vil svekke kapitaltilførselen til ustederselskapet fordi det påvirker annenhåndsomsetningen i markedet av verdipapirer og dermed svekker markedets kapitalallokerende evne. Grunnen til det er at annenhåndsmarkedet er viktig for førstehåndsmarkedet ettersom mulig og enkel omsetning i annenhåndsmarkedet reduserer risikoen ved opprinnelig investering i nyutstedte verdipapirer. Om ikke verdipapirene lett kunne bli avhendet vil risikoen ved å investere i første omgang ha vært høyere, noen som igjen ville medført lavere etterspørsel i emisjonsmarkedet og høyere finansieringskostnader for utstederselskapet. Derfor er det viktig med et likvid annenhåndsmarked i de utstedte verdipapirer.

4.2 Hva er menes med likviditet

Hvor likvid et marked eller verdipapir kan sies å være er en funksjon av tiden det tar å selge verdipapiret og hvor lite man må gå ned i pris for å få solgt. Likviditet handler om kompromisset mellom hvor lang tid det tar å få solgt og hvilken pris man kan få solgt for. «Et verdipapir kan sies å være mer likvid dess større sjanse det er for at en aktør i markedet til ethvert tidspunkt kan selge papiret med liten prisrisiko.»⁷⁸ I et likvid marked er bytteforholdet lite.

⁷⁴ Begrepet er hentet fra NOU 1996:2 s. 32

⁷⁵ NOU:1978:2 s. 78-79, Ot.prp. nr. 72 (1990-1991) s. 26-27, Innst. O nr. 5 (1991-1992) s. 1, NOU 1996:2 s. 30, Ot.prp. Nr. 29 (1996-1997) s. 24. Ot.prp. nr. 80 (2000-2001) s. 22, Ot.prp. 12 (2004-2005) s. 27 og Rt. 2006 a. 1049 (premiss 16) Se også fortalen til MAD.

⁷⁶ Fortalen til MAD (2), (12)

⁷⁷ NOU 1996:2 s. 30

⁷⁸ NOU 1992:2 s. 26

Det å selge hurtig vil ikke redusere prisen i særlig grad. I et mindre likvid marked vil et hurtig salg måtte innebære en redusert pris.

Om betydningen av likviditet har Verdipapirhandellovutvalget av 1996 uttalt; «Et likvid verdipapirmarked forutsetter mange aktører som kontinuerlig er villig til å kjøpe eller selge i markedet. Liten omsetning av en aksje gjør det altså vanskeligere for en investor å få solgt aksjene akkurat når man vil. Dermed vil investoren kreve kompensasjon i form av høyere avkastning for å sitte med aksjen, noe som øker kapitalkostnadene for selskapet. Større omsetningsvolum i annenhåndsmarkedet bidrar altså til å redusere selskapenes kapitalkostnader.»

79

4.3 Nærmere om tillitsargumentet

Om tillit som begrunnelse for forbudet mot innsidehandel uttaltes det i fortalen til markedsmisbruksdirektivet⁸⁰;

«(2) Et integrert og effektivt finansmarked forutsetter markedstroverdighet. At verdipapirmarkedene virker på en tilfredsstillende måte og at offentligheten har tillit til disse markedene, er forutsetninger for økonomisk vekst og velstand. Markedsmisbruk skader finansmarkedenes troverdighet og offentlighetens tillit til verdipapirer og finansielle derivater.»

«(12) Markedsmisbruk omfatter innsidehandel og markedsmannipulering. Regelverket for bekjempelse av innsidehandel og regelverket for bekjempelse av markedsmannipulering har samme formål: å sikre finansmarkedenes troverdighet i Fellesskapet og styrke investorenes tillit til disse markedene.»

Av avsnitt (2) første og annet ledd fremgår det at tillit er en forutsetning for økonomisk effektivitet. Av tredje ledd og avsnitt (12) første ledd fremgår det at innsidehandel svekker tilliten. Av avsnitt (12) siste ledd fremgår det at formålet med forbudet mot innsidehandel er å styrke tilliten. Lovgrunnen slik den fremgår taler dermed ikke for et forbud ettersom loven også definerer hva som er straffbar innsidehandel og fordi man har forutsatt at innsidehandel er ska-

⁷⁹ NOU 1996:2 s. 26

⁸⁰ Markedsmisbruksdirektivet (direktiv 2003/6/EF),

delig, argumenterer med det man allerede har forutsatt. Dermed oppstilles det ikke noe som kan begrunne lovgivning i argumentet fordi man argumenter med det man allerede har forutsatt som begrunnelse. Tillitsargumentet slik det fremgår av fortalen er dermed sirkulært i den forstand at det forutsattes svekket tillit, fremfor å henvise til hvilke forhold ved handlingene som oppfyller kravene til straffbar innsidehandel, som faktisk svekker tilliten⁸¹. Tillitsargumentet forutsetter et selvstendig argument for hvorfor handlingen som utgjør straffbar innsidehandel faktisk svekker tilliten.

I forarbeidene og teori bruker man rettferdighetsbetraktninger som grunnlag for å forklare hvorfor aktørens tillit til markedet svekkes; «Rettferdighetsargumentet, eller its just not right synspunktet, kan hevdes å ligge til grunn for tillitsargumentet. Innsidehandel svekker investorenes tillitt verdipapirmarkedet fordi de betrakter innsidehandel som urettferdig»⁸². Se også; «Rettferdighetsargumenter er ikke kommet eksplisitt til uttrykk i forarbeidene til vphl. § 6, 1.ledd 1 punkt. Argumentet er imidlertid kommet til uttrykk i teorien og fremstår både i seg selv og som grunnlag for tillitsargumentet som et nokså opplagt moment ved tolkningen av innsidehandelsforbudet»⁸³. Se også; «Selv om rettferdighets synspunkter er blitt svekket som et selvstendig rasjonelt argument for å forby innsidehandel, har denne type argumentasjon likevel betydning som del av grunnlaget for aktørens tillit og vilje til å benytte markedet. Slik sett kan man si at hensynet konsumeres av behovet for at aktørene skal ha tillit til markedet»⁸⁴.

Av forarbeidene fremgår blant annet følgende rettferdighetsbetraktninger som grunnlag for svekkelse av tillit; «Fram til alle har tilgang på den primære informasjon vil forskjeller i kunnskapsnivået blant investorer kunne utnyttes av de som er mest informerte. Det er en utbredt oppfatning internasjonalt at bruk av innsideinformasjon vil undergrave tilliten til verdipapirmarkedet»⁸⁵. Tilsvarende; «det sentrale formål bak forbudet mot innsidehandel er å be-

⁸¹ Ferrarini (2004) s. 713

⁸² Sæbø (1995) s. 40

⁸³ Sæbø (1995) s. 40

⁸⁴ Wasenden (2007) s. 322-323

⁸⁵ NOU 1996:2 s. 32

vare tilliten til at omsetningen i norske verdipapirmarked skjer på en ordnet måte, der ingen aktører utnytter en uheldig informasjonsfordel på andres bekostning.»⁸⁶

Ved å legge rettferdighet til grunn unngår man at argumentet er sirkulært fordi det oppstilles en sammenheng mellom svekkelse av tillit og de handlinger som oppfyller lovens vilkår til straffbar innsidehandel.

Sammenhengen som anføres er at er at investorene oppfatter et marked med innsidehandel som urettferdig og mister tilliten til markedet. Derfor ønsker de ikke å delta. Dette påvirker likviditet ettersom det blir færre deltakere som ønsker å kjøpe og selge. At investorer forlater markedet fordi de synes innsidehandel er urettferdig er ikke en begrunnelse i større grad enn hva den er avledet fra og argumentet kan kun tale for et forbud i den utstrekning disse rettferdighetsbetraktningene gjør det. Den rettferdighet tredjeperson som øvrig markedsdeltaker kan påberope seg i forbindelse med innsidehandel er subjektet for regelverket som informert aktør. Subjektet er i besittelse av ikke offentlig tilgjengelig informasjon og kan gjøre bedre investeringsbeslutninger og dette er dermed urettferdig for de som ikke har slik privat informasjon. Om dette kan utgjøre et berettiget tap hos tredjeperson er drøftet i avsnitt 3.3. Når innsidere som gruppe utelukkes fra handel vil denne gevinsten måtte tilfalle noen andre. I teorien er dette omtalt; «I et marked som tillater handel med innsideinformasjon (ev. ikke klarer å håndheve et forbud), vil deltakere med informasjonsfortrinn systematisk utkonkurrere deltakere med et informasjonsunderskudd. Rasjonelle investorer som vet eller mistenker at det forekommer innsidehandel i et bestemt marked, må forventes å gjøre mindre bruk av dette markedet, noe som vil få betydning for likviditeten i markedet og dermed vil svekke markedets effektivitet som finansieringskanal.»⁸⁷

Om man legger til grunn effekten på likviditet av innsidehandel som påvirkning på antall aktører eller eventuelt samlet omsetning i markedet, gir ikke argumentasjonen holdepunkter for noen nettoeffekt på likviditet. Argumentet baserer seg på at utsidere vil tape fordi innsidere tjener, og dermed trekke seg ut proporsjonalt med innsideres inngang i markedet. Det oppstilles ingen begrunnelse for hvorfor utsidere skal gå ut i større grad enn innsidere kommer til

⁸⁶ NOU 1996:2 s. 72, Ot.prp.nr. 72 s. 28,

⁸⁷ Myklebust (2011) s. 35

eller at et større handelsvolum blir borte enn det som kommer til ved innsiders handel, som kan tilsi en nettoeffekt på likviditet.

Tillitsargumentet med rettferdighet som grunnlag for svekkelse av tillit, fremstår således som utilstrekkelig som forklaringsmodell for å forklare en svekkelse av likviditet. Man må se hen til andre forklaringsmodeller for å oppstille effekt på likviditet. Det er oppstilt ulike sammenhenger i teori som kan forklare sammenhengen. I avsnitt 4.6 drøftes lemonsteorien og i 4.7 hensynet til likviditetstillere.

4.4 Slik tillitsargumentet er anvendt som rettskilde

Sense-dommen er det tydeligste eksemplet på bruken av tillitsargumenter som rettskilde. Dommen gjaldt spørsmål om straffeutmåling i forbindelse med innsidehandel. I denne vurderingen ble formålet bak regelverket drøftet. I avsnitt (16) i dommen heter det; «Ved vurderingen av straffutmålingen finner jeg det naturlig å ta utgangspunkt i det formål som verdipapirhandelloven skal tjene, og som er kommet til uttrykk i lovens § 1-1 . Bakgrunnen for forbudet mot innsidehandel er at en sikker, ordnet og effektiv handel på dette området er en nødvendig forutsetning for at aktørene skal ha tillit til et verdipapirmarked. Både den mulighet for innsidehandel som er til stede, og det faktum at slik handel foregår, bidrar til å svekke denne tilliten og dermed til at verdipapirmarkedet fungerer dårligere. Dette vil igjen kunne svekke dette markedet som finansieringskilde for næringslivet.»⁸⁸

Videre anføres det i avsnitt (21); «Kjernepunktet i en straffbar overtredelse av forbudet mot innsidehandel er misbruk av opplysninger som « ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet ». Jeg har allerede nevnt at slik bruk av opplysninger ved kjøp eller tilskyndelse til kjøp av aksjer bidrar til å undergrave tilliten til verdipapirmarkedet.»

I avsnitt (16) uttaler førstvoterende «Ved vurderingen av straffutmålingen finner jeg det naturlig å ta utgangspunkt i det formål som verdipapirhandelloven skal tjene, og som er kommet til uttrykk i lovens § 1-1». Dernest redegjøres det for lovformålet; «Bakgrunnen for forbudet mot innsidehandel er at en sikker, ordnet og effektiv handel på dette området er en nødvendig forutsetning for at aktørene skal ha tillit til et verdipapirmarked.» I dommen forutsettes det vide-

⁸⁸ Rt. 2006 s. 1049

re at innsidehandel svekker tilliten. Fremfor å vurdere hvorvidt handlingene som foreligger og oppfyller vilkårene til straffbar innsidehandel faktisk svekker tilliten til markedet, forutsettes det at de gjør det; «Både den mulighet for innsidehandel som er til stede, og det faktum at slik handel foregår, bidrar til å svekke denne tilliten og dermed til at verdipapirmarkedet fungerer dårligere.» På denne måten tar man ikke utgangspunkt i handlingene som foreligger, men forutsetter at ettersom straffbar innsidehandel foreligger og straffbar innsidehandel svekker tilliten til markedet, at det taler for staff. Dermed er hensynet til tilliten til marked utløst av at lovens vilkår til straffbar innsidehandel foreligger, ikke de handlinger som oppfyller lovens vilkår. Ettersom loven også definerer straffbar innsidehandel har man argumentert med det man forutsetter, at handlingene er skadelige, uten å gjøre den vurderingen som første voterende peker på med utsagnet; «Ved vurderingen av straffutmålingen finner jeg det naturlig å ta utgangspunkt i det formål som verdipapirhandelloven skal tjene, og som er kommet til uttrykk i lovens § 1-1» og som etter strafferettslige prinsipper vil være et sentralt moment ved vurderingen av forholdet mellom forbrytelse og straff.

Slik tillitsargumentet, hensynet til tilliten til markedet, er anvendt utløses hensynet av at lovens vilkår til straffbar innsidehandel foreligger og ikke selvstendig av de handlinger som oppfyller lovens vilkår. Om straffutmålingen skal ta utgangspunkt i lovens hensyn må man oppstille sammenhengen mellom de handlinger som oppfyller lovens vilkår og lovens formål, for at man skal kunne vurdere om og i hvilken grad handlingene krenker lovformålet.

4.5 Tillitsargumentets betydning for tolkning og særlig for misbruksreservasjonens innhold og anvendelse

Det har ikke vært oppstilt noen sammenheng i rettspraksis mellom hvordan handlingene som oppfyller vilkårene til straffbar innsidehandel faktisk er egnet til å svekke tilliten til markedet. Følgen er at hensynet som forklarer straffen ikke lar seg knytte til de handlingene som er straffbare. Av denne grunn burde argumentet i seg selv ikke være relevant ettersom det, slik det fremgår av rettskildene, utløses av at straffbar innsidehandel foreligger, ikke av handlingen som oppfyller vilkårene til straffbar innsidehandel.

Dette har spesiell betydning for regelverket ettersom misbruksreservasjonen som fremgår av overskriften til § 3-3 og § 3-3 andre ledd jf. «Første ledd gjelder bare ved misbruk av innsideinformasjon nevnt i § 3-2» innebærer et selvstendig vilkår om at det må være en form for misbruk. Ved denne vurderingen er lovformålet sentralt. Ettersom det mangler en sammenheng mellom formålet og handlingene som oppfyller lovens vilkår, kan det av denne grunn tenkes handlinger som oppfyller lovens vilkår, men som ikke krenker lovens formål. Spørsmålet blir om det allikevel er misbruk. Hvis det er tilstrekkelig å oppstille misbruk ved at lovens vilkår er oppfylt, gjør det misbruksreservasjonen tilnærmet innholdsløs. Den må som et minstekrav være gjenstand for en selvstendig vurdering av handlingens innhold og ikke innfris av at de øvrige vilkår er oppfylt, for å være en misbruksvurdering.

4.6 Lemonsproblemet

I juridisk teori har Akerlofs lemonsproblem vært anvendt for å forklarer hvorfor innsidehandel svekker likviditeten i markedet.⁸⁹ Georg Akerlof oppstiller i artikkelen «The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism» en teori for å forklare virkningen i et marked av at selgere vet mer om en gitt vare enn kjøpere, og potensielle kjøpere vet at selgere vet mer enn dem. Teorien forklarer hvordan denne forskjellen i informasjon, «informasjonsasymmetrien», leder til at gode varer ikke tilbys i markedet fordi de ikke oppnår en pris de fortjener. Måten det skjer på illustreres av Akerlof ved bruktbilmarkedet, men sammenhengene modellen oppstilles kan også benyttes på andre markeder⁹⁰.

I markedet tilbys det gode biler og det tilbys «lemons», biler av dårlig kvalitet. Hvis kjøpere ikke kan observere kvaliteten på en bil før de kjøper, vil de bare være villige til å betale en gjennomsnittlig pris for bilen. Ettersom prisen er gjennomsnittlig vil den være mer attraktiv for selgere av dårlige biler enn selgere av gode biler. Konsekvensen er at flere dårlige enn gode biler blir tilbudt i markedet, dermed vil den gjennomsnittlige verdien av en bil være under den gjennomsnittlige prisen. Hvis kjøperne er rasjonelle burde de forutse denne effekten og forvente at for en gitt pris vil en tilfeldig bil mer sannsynlig være en «lemon» enn en god bil. Disse forventningene medfører en lavere betalingsvillighet for biler og dermed vil andelen gode biler som tilbys falle videre. Ettersom gode biler ikke får den pris de fortjener vil eiere av gode biler heller beholde bilen enn å tilby den i markedet. Dermed oppstår det et tap i økonomien fordi man ved en annen allokering av bilene kunne oppnådd en større samlet nytte.

Modellen anvendes til å begrunne et forbud ved å slutte fra markedets behov for informasjon til at det må være lik informasjon; «Akerlofs citron-teori demonstrer således, at et velfungerende marked har brug for information. Er informationsfordelingen asymmetrisk, bliver markedet illikvidt. Ønsker man at sikre markedets funktion, må man ved retlig regulering imødegå denne uundgåelige informationsfordeling»⁹¹

⁸⁹ Hansen (2001), Myklebust (2011)

⁹⁰ Akerlof benytter modellen til også å forklare arbeidsmarkedet og markedet for helseforsikringer, s. 492-499

⁹¹ Hansen (2001) s. 14

Den som er i besittelse av innsideinformasjon har per definisjon en informasjonsasymmetri sammenlignet med resten av markedet. Av slutningen om problemet med ulik informasjon følger det videre at ulik informasjon dermed må forbys benyttet; «Herved udlignes informationsasymmetrien ikke, men den relevante informationsfordel må ikke benyttes. Hvis markedsaktører med informationsunderskud har tillid til, at de informerede ikke benytter deres informationsfordel, er der reelt opnået en informationsparitet.»⁹²

Lemonsproblemet lar seg ikke på denne måten anvende som begrunnelse for forbudet. Lemonsproblemet er at gode varer, i dette tilfellet verdipapirer, holdes unna markedet fordi man ikke klarer å få en pris som verdipapiret fortjener. Hvis dette er problemet er det fordi selgere av gode verdipapirer ikke klarer å overbevise markedet om at de har noe bra. Å forby handel på ikke offentlig tilgjengelig informasjon løser ikke dette problemet. Forbudet gjør ikke selgere av gode verdipapirer bedre i stand til å kommunisere at de har et godt verdipapir eller kjøpere til å skille gode verdipapirer fra dårlige verdipapirer.

Årsaken til at lemonsproblemet har vært fremmet som grunnlag virker å ha opphav i en anvendelse av modellen som oppstiller at det må være lik informasjon mellom deltakerne; «Det følger som en logisk konsekvens af Akerlofs Citron teori, at enhver informationsasymmetri vil have skadelig effekt på likviditeten»⁹³. Dette medfører ikke riktighet ettersom det er ytterst få markeder hvor det ikke i en eller annen grad foreligger ulik informasjon mellom kjøpere og selgere, og dette er ikke tilstrekkelig til å oppstille et lemonsproblem.

Lemonsteorien slik den anvendes fremstår således ikke som en god forklaring for forbudet mot misbruk av innsideinformasjon.

4.7 Innsidehandels effekt på likviditetstillere

En klassisk begrunnelse for svekkelse av likviditet gjentatt i internasjonal teori er innsidehandels virking på «market makers», det vil si «likviditetstillere» på norsk⁹⁴. Modellen tar utgangspunkt i hvordan likviditetstillere påvirkes av innsider som informert deltaker i marked.

⁹² Hansen (2001) s. 15

⁹³ Hansen (2001) s. 266

⁹⁴ Sæbø (1995) s. 37

I et marked kan det være en utfordring å koble kjøpere og selgere i en handel, ettersom de ikke nødvendigvis vil handle på samme tid. Særlig ved handel i små selskaper med lave handelsvolum kan dette være et problem⁹⁵. En market maker er en som lever av å stille forpliktene kjøp og salgskurser i verdipapirene. På denne måten skapes det en mulighet for handel i markedet som ellers ikke hadde vært der i samme grad og det bidrar til likviditet. Fortjenesten market makeren tar er forskjellen mellom kjøp og salgskurs. Når innsider handler vil han kunne utnytte at market makers spread, forskjellen mellom kjøp og salgspris, ikke reflekterer verdien av innsideinformasjonen. Fordi market makere ikke kan skille innsidere fra andre deltakere, kan de ikke beskytte seg fra å bli utnyttet. Når de handler med innsidere vil market makere alltid komme ufordelaktig ut. For at market makeren skal kunne opprettholde fortjenesten man avstand mellom kjøp og salgskurs økes⁹⁶. Dette blir en kostnad som fordels rundt på aktørene i markedet og reduserer likviditet.

4.8 Oppsummering

Innsidehandel er anført å svekker tilliten. Ettersom loven også definerer hva som er straffbar innsidehandel argumenter man med det man har forutsatt. Det må være et forhold som tilsier svekkelse av tillit. I forarbeider og teori er det anført at dette er rettferdighet. Folk forlater markedet fordi de oppfatter innsidehandel som urettferdig. Tillitsargumentet har ikke utstrekning i større grad enn de underliggende hensynene det bygger på. Spørsmålet blir i neste omgang hvilke rettferdighetsbetraktninger øvrige deltakere kan påberope seg.

Det er begrenset hvilke rettferdighetsbetraktninger markedsaktørene kan påberope seg som følge av innsiders deltakelse. Det er i utgangspunktet bare handel på privat informasjon. Drøftelsen i avsnitt 3.3 viste at dette ikke nødvendigvis var en berettiget skade. Om følgen av informert handel likevel skal legges til grunn som berettiget skade, tilsier ikke det noen virkning på likviditet som følge av påvirkning på antall deltakere eller omsetningsvolum. Grunnen til det at argumentet anfører at utsidere taper i den grad innsidere tjener og vil trekke seg ut proporsjonalt. Om utsidere skal gå ut i den grad innside kommer inn gir ikke det holdepunkter for noen likviditetseffekt, ettersom det av denne argumentasjonen ikke er holdepunkter for å slut-

⁹⁵ Glosten og Milgrom (1985) s. 71

⁹⁶ Glosten og Milgrom (1985) s. 72

te at det oppstår noen nettoeffekt. Det skjer en fordelingseffekt mellom uinformerte til mer informerte parter, men dette påvirker bare fordelingen og ikke totale investeringer.

For tillitsargumentets betydning i juridisk argumentasjon er det vanskelig å benytte hensynet ettersom det ikke foreligger noen formel for hvordan handlingene som foreligger faktisk svekker tilliten til markedet, annet enn at de gjør det. Dermed er det umulig å oppstille i hvilken grad eller om det i hele tatt formålet er krenket. Dette har betydning for argumentets rettskildemessig anvendelse; først som alminnelig rettskilde og særlig ved anvendelse av misbruksreservasjonen dernest som moment ved straffutmålingen. Virkningen blir at hensynet slik det anvendes i rettspraksis er utledet av at lovens vilkår er oppfylt. Argumentets betydning både som rettskilde og som utgangspunkt for straffutmåling må derfor være ytterst begrenset ettersom det ikke er mulig å vite i hvilken grad hensynet som loven skal ivareta er krenket ved handlingen som oppfyller lovens vilkår.

Tillitsargumentet slik det uttrykkes av lovgiver ikke egnet til å forklare hvorfor innsidehandel svekker likviditet og man må se hen til andre sammenhenger. Det er i økonomisk teori foreslått begrunnelser for hvordan innsidehandel kan påvirke likviditet, men de baserer seg på andre sammenhenger.

5 Hensynet til priseffektivitet

5.1 Hva er priseffektivitet og hvilken sammenheng har det med innsidehandel

Verdipapirkursen gir uttrykk for nåverdien av de fremtidige kontantstrømmer verdipapiret gir krav på. Utgangspunktet for denne forventningen er informasjon om selskapet og andre forhold som kan ha betydning for fremtidig inntjening. På denne måten har informasjon direkte innvirkning på den enkelte verdipapirkurs og kursen blir et uttrykk for denne informasjonen. Desto mer informasjon som kjent, jo mer presist kan prisene stilles i markedet. Nøyaktige priser bidrar til at kapitalen allokeres dit den gir mest nytte for seg, og sørger for en effektiv utnyttelse av samfunnets knappe ressurser⁹⁷. Beslutningstakere, både porteføljeinvestorer og firmaer som gjør investeringsbeslutninger baserer seg på prisene i markedet. Økt priseffektiviteten i aksjen reduserer risikoen ved å eie den⁹⁸. Redusert risiko som følge av priseffektivitet gir lavere avkastningskrav og dermed mer investeringer. «Uten forventninger om et informert marked og derigjennom «riktige» kurser, er det grunn til å tro at interessen for deltagelse i markedet vil bli svekket.»⁹⁹

Hensynet til effektive priser har blant annet kommet til uttrykk i formålsbestemmelsen i § 1-1 hvor det fremgår at «Lovens formål er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter.» Om betydningen av «effektivt» uttaler lovutvalget; «Et verdipapirmarked kan sies å fungere effektivt når prisene i markedet reflekterer den underliggende realøkonomiske verdi bak det enkelte verdipapir.»¹⁰⁰

Hensynet til priseffektivitet er anført å tale mot et forbudet mot innsidehandel, ettersom slik handel kan bidra til å skifte kursen nærmere virkelig verdi. Ved å la innsidere handle på bakgrunn av privat informasjon vil det medføre at prisene tilpasser seg til å reflektere informasjonen. Hvis verdipapiret er priset høyere i enn hva de underliggende forhold skulle tilsi, vil innsider benytte informasjon til å selge verdipapiret. Tilsvarende vil innsider kjøpe om verdien er

⁹⁷ Sæbø (1995) s. 55

⁹⁸ Dunev, Arytom (2003) s. 7-8

⁹⁹ NOU 1996:2 s. 30

¹⁰⁰ NOU 1996:2 s. 16 og 46

lavere enn hva virkelig verdi skulle tilsi. På denne måten bidrar innsiders handel til å skifte kursen nærmere hva den hadde vært om informasjonen hadde vært offentlig tilgjengelig.

Om man forutsetter at et selskap som skal igangsette et prosjekt, for eksempel et oppkjøp, var pålagt å opplyse markedet om planene, hadde informasjonen tilsagt en høyere verdi på oppkjøpsselskapet og kursen hadde steget. Dermed risikerer man at noe av lønnsomheten i prosjektet blir borte. Opplysningsplikten har dermed bidratt til å redusere incentivet til å gjennomføre tiltaket. Ulempen med at slike opplysningsplikter ikke foreligger er at prisene i mindre grad reflekterer de prosjektene selskapet planlegger å gjennomføre. Manne anførte at innsidehandling er avveining av hensynet til å produsere informasjon og behovet for riktige priser ettersom selskapet kunne nyttiggjøre seg av informasjonen uten at den fullt ut ble kjent, samtidig som handel på informasjonen gradvis ville medføre at kursen beveget seg mot å reflektere informasjonen. På denne måten vil man kunne gjennomføre planene man ellers ikke ville kunnet om informasjon ble offentliggjort før man hadde gjennomført tiltakene, samtidig som prisene var noe mer riktige i forhold til underliggende verdier.

I tillegg til å bedre ressursallokeringen og redusere risikoen ved å eie verdipapiret er det anført at nøyaktige priser kan bidra til å redusere agentkostnader i selskapet ved å gi signal om når selskapet er i problemer eller ledelsen begir seg ut på verdireducerende tiltak¹⁰¹. En negativ utvikling i aksjekursen er et signal om at forventet inntjening er redusert, noe som dermed kan bidra til å igangsette tiltak overfor ledelsen. Det har eksempelvis vært hevdet at innsiders handel kunne bidratt til å redusere tapet til aksjonærene ved f.eks. Enron-skandalen¹⁰². Om innsidere hadde kunnet handle på informasjonen og solgt aksjen ville prisene dermed bedre reflektere den underliggende verdien. En annen positiv virkning på prisenøyaktighet som følge av innsiders deltakelse er at de motvirker feilprising som følge av tilfeldig spekulasjon. Om dette har lovgiver uttalt «En måte å motvirke den feilprisingen av aksjer som «støy-handlerne» gir opphav til, kan være å la de aktørene som sitter med mest faktisk informasjon om de enkelte selskapene, det vil si innsidere, handle friere i aksjen.»¹⁰³

¹⁰¹ Dunev, Arytom (2003) s. 8-9

¹⁰² Manne (2005) s. 7

¹⁰³ NOU 1996:2 s. 26

Det er innført opplysningsplikter i norsk rett, men disse oppstiller ikke en plikt til å opplyse om alt av informasjon. Når denne informasjonen ikke er kjent i markedet vil ikke prisene kunne stilles nøyaktig. Betragtninger om priseffektivitet danner hovedgrunnlaget for kravet om at kurssensitiv informasjon gjøres tilgjengelig for markedsaktørene¹⁰⁴. Innsidehandel kan bidra til det samme hensynet. I teori er det anført at opplysningsplikter er utilstrekkelig virkemiddel for dette ettersom opplysningsplikter har en kostnad og at innsidehandel er en billig måte å skape effektive priser på uten kostnadene forbundet med offentliggjøring.¹⁰⁵ Offentliggjøringen er et gode som tilfaller flere aktører, men som selskapet bærer mesteparten av kostandene ved. Dette uten at de får alle fordelene. Fordelene fordeles mellom selskapet og allmenheten, som inkluderer investorer og konkurrerende virksomheter. Dermed har ikke selskapet tilstrekkelig incentiv til å sørge for et optimalt nivå av informasjon. Gjennom innsidehandel kan et selskap offentliggjøre informasjon det ikke ellers kunne ha gjort ettersom offentliggjøring ville redusere verdien på informasjon, ville vært for dyrt, ikke troverdig eller at informasjon hadde vært for usikker til å kunne videreformidles¹⁰⁶. «Dess strengere regler en har for innsidernes handel, for eksempel jo lengre perioden med generelt handleforbud for innsidere er, jo mindre informasjon av den siste typen vil tilflytte aksjemarkedet.»¹⁰⁷ Eventuelle ulemper ved innsidehandel kan dermed betraktes som en kostnad for å få reflektert informasjonen i verdipapirkursen¹⁰⁸.

Om man legger til grunn priseffektivitet og innsidehandels bidrag til priseffektivitet, er det et motsetningsforhold mellom det overordnede hensynet til effektive markeder og forbudet mot misbruk av innsideinformasjon. Dette motsetningsforholdet er påpekt i forarbeidene; «Det kan med andre ord være en motsetning mellom ønsket om mest mulig informasjon til aksjemarkedet, slik at det blant annet kan virke disiplinerende på ledelsens disposisjoner, og de rettferdighets- og effektivitetshensyn som tilsier at innsidere bør handle minst mulig i selskapets aksjer»¹⁰⁹.

¹⁰⁴ NOU 1996:2 s. 29

¹⁰⁵ Manne (2005) s. 4

¹⁰⁶ Carlton, Fischel (1983) s. 868

¹⁰⁷ NOU 1996:2 s. 39

¹⁰⁸ NOU 1996:2 s. 32

¹⁰⁹ NOU 1996:2 s. 39

Det er i teorien anført flere grunner til at innsidehandel ikke medfører mer nøyaktige priser. Mekanismen fungerer med treghet og det kan ta betydelig tid før informasjonen reflekteres i prisene¹¹⁰. For markedet er det vanskelig å oppdage handler gjort av innsidere. Anonymiteten i markedet gjør det ikke sikkert at handlene oppfattes og dermed ikke har særlig effekt. I tillegg er det anført at innsidere vil ha incentiv til å planlegge offentliggjøring¹¹¹. Innsideres evne til å tjene på innsidehandel beror på deres tilgang på informasjon. Jo mer de kan kontrollere strømmen av informasjon, desto mer vil de kunne tjene på handel. Dette kan gå på bekostning av firmaets operasjonelle effektivitet. Innsidere vil videre kunne ha incentiv til å skjule sine handler¹¹², incentiv til å feilinformere og manipulere¹¹³. Avslutningsvis er det anført at et forbud i seg selv vil tilføre mer informasjon til markedet ettersom innsidere ikke lenger har incentiv til å hemmeligholde¹¹⁴.

¹¹⁰ Gilson, Kraakman (1984) s. 630-631

¹¹¹ Kraakman (1991) s. 50

¹¹² Kraakman (1991) s. 50

¹¹³ Kraakman (1991) s. 51

¹¹⁴ Ausubel (1990)

5.2 Særlig om Sense-dommen avsnitt (17)

I forbindelse med straffutmålingen i Sense-dommen redegjøres det for lovformålet og man kommer inn på en vurdering av sammenhengen mellom informasjon og verdipapirkurs. Av avsnitt (17) følger det «Oslo børs har i en erklæring fremlagt under ankeforhandlingen i Høyesterett gitt uttrykk for at korrekt kursfastsettelse er et sentralt element i et velfungerende verdipapirmarked. Dette forutsetter at investorene har lik tilgang på kursrelevant informasjon. Slik informasjon kan ha meget stor betydning for kursfastsettelsen, og offentliggjøring av innsideinformasjon kan påvirke kursnivået for en aksje betydelig. Dette innebærer at innsideinformasjon kan ha meget stor økonomisk verdi for den som besitter den. Misbruk av en slik informasjon kan dermed gi stor og meget rask gevinst.»¹¹⁵

Avsnittet i dommen bygger på følgende utsagn fra erklæringen; «Et sentralt element for et velfungerende verdipapirmarked er at de finansielle instrumentene blir gjenstand for regelmessig omsetning og korrekt kursfastsettelse. Korrekt kursfastsettelse forutsetter at investorene har lik tilgang til kursrelevant informasjon.»¹¹⁶

Hvis man med «korrekt kursfastsettelse» som beskrivelse av en verdipapirkurs legger til grunn et tilsvarende innhold slik «riktige»¹¹⁷, «korrekt»¹¹⁸, «effektive»¹¹⁹ i henholdsvis formålsbestemmelsen og forarbeider, og skal være et «et sentralt element i et velfungerende verdipapirmarked», må det forstås som en pris som reflekterer de underliggende verdier størst mulig grad. Om «korrekt kursfastsettelse» skal være et uttrykk for effektive priser er påstanden «Dette forutsetter at investorene har lik tilgang på kursrelevant informasjon», ikke riktig ettersom det avgjørende er mest mulig tilgang til informasjon. Dette har i utgangspunktet ikke noe med innsideregulverket å gjøre ettersom det er et argument for opplysningsplikter. Om man allikevel skal anføre betydningen av korrekte priser som en pris som i størst mulig grad reflekterer de underliggende verdier, taler det mot å forby innsidehandel og kan ikke anføres for

¹¹⁵ Rt. 2006 s. 1049 avsnitt (17)

¹¹⁶ Erklæring til Høyesterett 9.08.2006 s. 2

¹¹⁷ NOU 1996:2 s. 25, 26, 30 og 117

¹¹⁸ NOU 1996:2 s. 30

¹¹⁹ NOU 1996:2 s. 16 og 46

straff. I den aktuelle saken ble det også påpekt muligheten for at handelen kunne medført kursøkning¹²⁰, noe som bedre ville reflektert de underliggende verdiene. Dette ville skjedd på bekostning av oppkjøpselskapet, men følgen var mer effektive priser og som ut fra betraktninger om markedseffektivitet, ikke kan tale for straff.

¹²⁰ Rt. 2006 s. 1049, Rt. 2011 s. 199,

6 Avsluttende bemerkninger

Innsidehandel handler ikke nødvendigvis om innsidehandel i den forstand at en innsider i betydning av en med selskapstilknytning eller annen særlig tilknytning handler på informasjon han har kommet i befatning med på en illojale måte. Det handler om bruk av ikke offentlig tilgjengelig informasjon til handel. Dette gjør at flere hensyn er relevant enn hva som følger av den tradisjonelle misbrukssituasjonen og har videre markedsmessige implikasjoner enn hva innsidehandel som begrep skulle tilsi. Ettersom det er informasjonen som avgjør hvem som er subjekt for regelverket og at det er flere aktører som påvirkes enten direkte eller indirekte gjennom effekter på markedets virkemåte, er det viktig å oppstille hensynene isolert for den nærmere vurderingen. Det vide regelverket er det særlig effekten på markedsaktører som begrunner.

Utgangspunktet for vurderingen av lovgiverhensynene har vært hvilke aktører og hvilke skadevirkninger disse aktørene kan påberope seg. Dette er en forutsetning for at hensynene skal kunne oppstilles. Mye av argumentasjonen er på formen; innsidehandel er skadelig, ettersom innsidehandel er skadelig må innsidehandel forbys. Problemet med slik argumentasjon er at innsidehandel også er definert av loven man argumenter for. Dermed argumenterer man med det man har forutsatt som begrunnelse. Argumenter på denne formen taler ikke for regulering. Det må oppstilles en selvstendig sammenheng eller virkning som tar utgangspunkt de handlinger som oppfyller loves vilkår. Dette gjelder både ved flere av lovgiverhensynene slik de uttales, samt bruken av hensynene i rettspraksis.

Det føreste hensynet som ble oppstilt var hensynet til ustederselskapet. Hensynet til selskapets omdømme ble drøftet. Om man skal kunne oppstille en omdømmeskade må man se hen til en underliggende effekt. Incentivstruktur er et argument som kan tale for slik omdømmesvekkelse ettersom mulighet for innsidehandel kan medføre incentiver skadelige for bedriften. På den annen side er det også tatt til orde for flere fordeler ved innsidehandel som kan bidra til det motsatte. Hensynet til utstederselskapet kan også oppstilles med utgangspunkt i innsidehandel som et brudd på lojalitetsplikt. Dette forutsetter at innsidehandel er illojalt. Det illojale ved handlingen vil være bruk og spredning av informasjon. Om dette taler for et forbud er avhengig av hvordan eiendomsrett til informasjon er allokert.

På denne bakgrunn er det forhold ved hensynet til utstederselskapet som til en viss grad kan tale for regulering. Det må videre påpekes at disse hensynene kun taler for et fåtall av de situasjoner som er omfattet av regelverket, ettersom det er et vilkår om selskapstilknytning, og ikke markedshensyn. I tillegg kunne mange av disse forholdene allerede tenkes godt dekket av avtale- og selskapsrettslige lojalitetsbestemmelser.

Regelverket søker i utgangspunktet å ivareta markedshensyn. I den forbindelse er hensynet til medkontrahent og tredjeperson som øvrig markedsdeltakere aktuelt. Hensynet til medkontrahent lar seg vanskelig anføre fordi det ikke kan seis å foreligge et tap som følge av handel med insider. Den urettferdighet som følge av insiders kjennskap til mer informasjon, er forhold som må ivaretas av opplysningsplikter og ikke insidereguleringen. Overfor tredjeperson må man igjen se hen til det foreliggende regelverk for å oppstille hensynet. Et hensyn basert på ulik tilgang til informasjon er et argument for opplysningsplikter. Det virker å være en tendens til å fremføre argumenter for opplysningsplikter, som argument for innsidehandling. Det er intet motsetningsforhold mellom disse regelverkene. I forbindelse med et regelverk som utelukker aktører fra handel fordi de er bedre informerte kan man ikke anføre at man ønsker å gi aktører mer tilgang til informasjon, nettopp fordi regelverket ikke kan bidra til dette.

Den urettferdighet tredjeperson kan påberope seg som tilfeldig markedsaktør er at insiders evne til å gjøre bedre investeringsbeslutninger er urettferdig og dermed at den fortjeneste de oppnår er et berettiget tap. Mer og lik tilgang er argumenter for opplysningsplikter. Tredjeperson kan ikke påberope seg et eventuelt illojalt opphav til informasjonen eller spredning av den. Et slik opphav er heller ikke et vilkår for regelverket. Om handel på ikke offentlig tilgjengelig informasjon er et berettiget tap for tredjeperson er tvilsomt ettersom det ville medført at all fortjeneste ved handel der deltakeren var mer informert var uberettiget, ikke bare den som oppfyller lovens vilkår. Videre er bruk av slik informasjon effektiv for ressursallokering. I tillegg er det ikke sikkert fortjenesten som ellers hadde tilfalt insider blir fordelt tilfeldig rundt i markedet ved et forbud, ettersom mer informerte aktører fremdeles vil utkonkurrere mindre informerte aktører.

For videre markedshensyns del, er tilliten til markedet hovedbegrunnelsen. Innsidehandling er anført å svekke tillit som igjen gir redusert likviditet. Ettersom loven også definerer hva som

er straffbar innsidehandel har man argumentert med det man ønsker å bevise. Ettersom tilliten til markedet har vært benyttet som rettskilde og grunnlag for utvidende tolking av regelverket er det interessant å konstatere at det ikke i denne sammenheng er oppstilt noen nærmere redegjørelse for hvordan handlingen som oppfyller kravet til straffbar innsidehandel faktisk svekker tilliten til markedet. Rettferdighet er anført i forarbeider og teori som grunnlag for hvorfor tilliten svekkes. Denne sammenhengen taler ikke for regulering i større grad enn det underliggende hensyn gjør det. Den rettferdighetsbetraktningen som lar seg oppstille overfor tredjeperson er at innsider bedriver informert handel. Den fordelingsvirkningen som slik handel medfører vil flytte fortjeneste fra utsidere til innsidere. Dette gir imidlertid ikke holdepunkter for noe totalt tap, ettersom innsider måtte ha tjent mindre enn utsidere taper. Om man skal knytte rettferdighetsbetraktninger til denne vurderingen er det gode grunner som taler mot at innsidereguleringen omfordeler fortjeneste fra innsidere til utsidere. Om tredjeperson går ut i den grad innsider trer inn, medfører ikke det nødvendigvis noen effekt på likviditet. Grunnen er at argumentet ikke oppstiller hvorfor tredjeperson skal gå ut i større grad enn innsidere kommer inn, eller at utsidere som gruppe skal tape mer på innsidehandel enn innsidere tjener. Slik argumentasjonen foreligger er det derfor ikke holdepunkter for å oppstille noen nettoeffekt på hverken antall deltakere eller totalt omsetning, som igjen kan påvirke likviditet. Man må se hen til annen teori for å forklare sammenhengen mellom innsidehandel og likviditet. I denne forbindelse er det i nyere rettsvitenskap tatt til orde for at Akerlofs lemonsteori kan forklare svekkelsen av likviditet. I internasjonal teori er det gjerne fokusert hensynet til markedet makere.

Om man legger til grunn at innsiders handel bidrar til å skifte prisen nærmer hva den hadde vært om informasjon var kjent i markedet, taler hensynet til effektive priser mot et forbud. Dermed har man et motsetningsforhold mellom lovens ordnende formål og bestemmelsen om innsidehandel. Uttalt i forarbeidene at det er en konflikt mellom effektivitet og forbudet mot innsidehandel, i den forstand at det kan bidra til økt priseffektivitet som er gunstig for kapitalallokering. Det er påpekt flere forhold ved innsidehandel som kan medføre at slik handel ikke bidrar til mer effektive priser. På den annen side er det i Sense-dommen nettopp pekt på at innsidehandel medførte en fare for kursøkning i oppkjøpsselskapet, noe som ville medført at kursen bedre reflekterte den underliggende verdien. Dette gikk riktignok på bekostning av innsiders arbeidsgiver som oppkjøper, men prisene i markedet ble riktigere i forhold til underliggende verdier.

7 Litteraturliste

Forarbeider

Innst. O. nr. 38 (2004-2005)

Ot.prp.nr.68 (1984-1985)

NOU: 1996:2

Ot.prp. nr. 53 (2000-2001)

Ot.prp.nr.34 (2006-2007)

Ot. Prp. Nr. 29 (1996-1997)

Ot. Prp Nr. 80 (2000-2001)

Ot. Prp. Nr. 12 (2004-2005)

NOU:1978:2

Innst. O nr. 5 (1991-1992)

Rettspraksis

Rt. 2013 s. 1367

Rt. 2013 s. 1197

Rt. 2012 s. 761

Rt. 2012 s. 629

Rt. 2011 s. 199

Rt. 2009 s. 22

Rt. 2007 275

Rt. 2006 s. 1049

Bøker og artikler

Aboody, David, John Hughes, and Jing Liu. "Earnings quality, insider trading, and cost of capital." *Journal of Accounting Research* 43.5 (2005): 651-673.

Akerlof, George A. "The market for" lemons": Quality uncertainty and the market mechanism." *The quarterly journal of economics* (1970): 488-500.

Anderson, John P. "Greed, Envy, and the Criminalization of Insider Trading." *Utah Law Review*, *Forthcoming* (2012).

Ausubel, Lawrence M. "Insider trading in a rational expectations economy." *The American Economic Review* (1990): 1022-1041.

Axelsen, Niels Kristian Mellommenn og markedsmisbruk : om den strafferettslige regulering av mellommenn i verdipapirhandel og de reelle handlingsmønstre - en analyse i skjæringspunktet mellom rettsdogmatikk og kriminologi 2007

Bainbridge, Stephen M. "An Overview of Insider Trading Law and Policy: An Introduction to the Insider Trading Research Handbook." *UCLA School of Law, Law & Economics Research Paper Series* (2012): 12-15.

Bainbridge, Stephen M. "The law and economics of insider trading: A comprehensive primer." *Universidad de California, Los Angeles, Working paper series* (2001).

Bainbridge, Stephen M., ed. *Insider trading*. Edward Elgar, 2011.

Bechmann, Tor Verdipapirhandelloven kommentarutgave 2002

Beny, Laura Nyantung. "Insider trading laws and stock markets around the world: an empirical contribution to the theoretical law and economics debate." *J. Corp. L.* 32 (2006): 237.

Bergo, Knut. *Børs-og verdipapirrett*. Cappelen, 2008.

Bhattacharya, Utpal, and Hazem Daouk. "The world price of insider trading." *The Journal of Finance* 57.1 (2002): 75-108.

Bondi, Bradley, and Steven Lofchie. "The Law of Insider Trading: Legal Theories, Common Defenses, and Best Practices for Ensuring Compliance." *New York University Journal of Law and Business* 8.151 (2012).

Booth, Richard A. "Missing Link between Insider Trading and Securities Fraud, The." *J. Bus. & Tech. L.* 2 (2007): 185.

Breon-Drish, Bradyn. "Asymmetric information in financial markets: Anything goes." (2011).

Brudney, Victor. "Insiders, outsiders, and informational advantages under the federal securities laws." *Harvard Law Review* (1979): 322-376.

Carlton, Dennis W., and Daniel R. Fischel. "The regulation of insider trading." *Stanford Law Review* (1983): 857-895.

Cox, James D. "Insider Trading and Contracting: A Critical Response to the" Chicago School"." *Duke Law Journal* (1986): 628-659.

Cox, James D. "Insider Trading Regulation and the Production of Information:

Dolgoplov, Stanislav. "Insider trading and the bid-ask spread: A critical evaluation of adverse selection in market making." *Capital University Law Review* 33 (2004): 83-180.

Durnev, Artyom, et al. "Law, Share Price Accuracy and Economic Performance." *Michigan Law Review* 102.3 (2003).

Easterbrook, Frank H. "Insider trading, secret agents, evidentiary privileges, and the production of information." *The Supreme Court Review* (1981): 309-365.

Eckhoff, Torstein, and Jan E. Helgesen. "Rettskildelære. 5. utg." *Oslo: Universitetsforlaget* (2001).

Farstad, Tanya M. "Straffbar innsidehandel." *Lov og Rett* 42.04-05 (2004): 279-288.

Ferrarini, Guido A. "The European Market Abuse Directive." *Common Market Law Review* 41.3 (2004): 711-741.

Fishman, Michael J., and Kathleen M. Hagerty. "Insider trading and the efficiency of stock prices." *The RAND Journal of Economics* (1992): 106-122.

Fox, Merritt B. "Insider Trading in a Globalizing Market: Who Should Regulate What?." *Law and Contemporary Problems* (1992): 263-302.

Gilson, Ronald J., and Reinier H. Kraakman. "The mechanisms of market efficiency." *Virginia Law Review* (1984): 549-644.

Glosten, Lawrence R., and Paul R. Milgrom. "Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders." *Journal of financial economics* 14.1 (1985): 71-100.

Goshen, Zohar, and Gideon Parchomovsky. "On Insider Trading, Markets, and " Negative" Property Rights in Information." *Virginia Law Review* (2001): 1229-1277.

Goshen, Zohar, and Gideon Parchomovsky. "The Essential Role of Securities Regulation." *Duke Law Journal* (2006): 711-782.

Grønn, Erik. *Anvendt mikroøkonomi*. Cappelen Akademisk Forlag, 2008.

Haddock, David D., and Jonathan R. Macey. "Coasian model of insider trading." *Nw. UL Rev.* 80 (1985): 1449.

Haft, Robert J. "The effect of insider trading rules on the internal efficiency of the large corporation." *Michigan Law Review* (1982): 1051-1071.

Hansen, Jesper Lau. *Informationsmisbrug. En analyse af de centrale bestemmelser i børsrettens informationsregime*. Københavns Universitet. 2001.

Hansen, Jesper Lau. *Sanktioner mod insiderhandel og kursmanipulation*. 2002.

Hatch, Jeffrey J. "Logical Inconsistencies in the SEC's Enforcement of Insider Trading: Guidelines for a Definition." *Wash. & Lee L. Rev.* 44 (1987): 935.

Hazen, Thomas Lee. "Defining Illegal Insider Trading: Lessons from the European Community Directive on Insider Trading." *Law and Contemporary Problems* (1992): 231-239.

Hu, Jie, and Thomas H. Noe. "The insider trading debate." *Economic Review* Q 4 (1997): 34-45.

Jaffe, Jeffrey F. "The effect of regulation changes on insider trading." *The Bell Journal of Economics and Management Science* (1974): 93-121.

Kelly Jr, William A., Clark Nardinelli, and Myles S. Wallace. "Regulation of insider trading: rethinking SEC policy rules." *Cato J.* 7 (1987): 441.

Kendall, Keith. "The Need for the Regulation of Insider Trading." (2006).

Klock, Mark. "Mainstream Economics and the Case for Prohibiting Inside Trading." *Ga. St. UL Rev.* 10 (1993): 297.

Kyle, Albert S. "Continuous auctions and insider trading." *Econometrica: Journal of the Econometric Society* (1985): 1315-1335.

Laffont, Jean-Jacques, and Eric S. Maskin. "The efficient market hypothesis and insider trading on the stock market." *Journal of Political Economy* (1990): 70-93.

Lambert, Thomas A. "Middle Ground on Insider Trading, A." *Regulation* 32 (2009): 44.

Langevoort, Donald C. "Rereading" Cady, Roberts": The Ideology and Practice of Insider Trading Regulation." *Columbia Law Review* (1999): 1319-1343.

Leland, Hayne E. "Insider trading: Should it be prohibited?." *Journal of Political Economy* (1992): 859-887.

Levin, Jonathan. "Information and the Market for Lemons." *RAND Journal of Economics* (2001): 657-666.

Manne, Henry G. "Insider trading and property rights in new information." *Cato J.* 4 (1984): 933.

Manne, Henry G. "Insider trading and the law professors." *Vand. L. Rev.* 23 (1969): 547.

Manne, Henry G. "Insider trading: Hayek, virtual markets, and the dog that did not bark." *J. Corp. L.* 31 (2005): 167.

Manne, Henry G. *Insider trading and the stock market*. New York: Free Press, 1966.

Manove, Michael. "The harm from insider trading and informed speculation." *The Quarterly Journal of Economics* (1989): 823-845.

Myklebust, Trude. *Innføring i finansmarkedsrett*. Fagbokforlaget, 2011.

Padilla, Alexandre. "Should the Government Regulate Insider Trading?." *Journal of Libertarian Studies* 22 (2011): 379-398.

Reed, Bjørn Gabriel. "Straffbar innsidehandel." *Verdipapirhandelens bestemmelser om misbruk av fortrolig informasjon*, Gyldendal (1996).

Rose, Caspar. "Forbuddet mod insider handel: En retsøkonomisk analyse." *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret* 5.4 (2003): 477-493.

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

Seyhun, H. Nejat. "Insiders' profits, costs of trading, and market efficiency." *Journal of Financial Economics* 16.2 (1986): 189-212.

Skjelbred, Thomas. Fra Økokrim: Utviklingen i rettspraksis for verdipapirhandelkriminalitet 2006-2009. Tidsskrift for strafferett 2009 Nr. 01, s. 131-145

Svedberg, Johan. Begrepet insideinformasjon, Tidsskrift for Forretningsjuss 2007 Nr. 02

Wang, William KS. "Trading on Material Nonpublic Information on Impersonal Stock Markets: Who is Harmed, and Who Can Sue Whom Under SEC Rule 10b-5." *S. Cal. L. Rev.* 54 (1980): 1217.

Wasenden, Odd-Harald, Om det finansielle kraftmarkedet : en rettslig studie, med vekt på reguleringen av informasjonstilgang og markedsatferd 2007

Werhane, Patricia H. "The indefensibility of insider trading." *Journal of Business Ethics* 10.9 (1991): 729-731.

Annet

Directive 2003/6/EC DIRECTIVE 2003/6/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse)

Erklæring til Høyesterett fra Oslo Børs, 9.08.2006.