

UiO : **Det juridiske fakultet**

Primærinnsideres meldeplikt

Sammenlikning av verdipapirhandelloven og EUs
markedsmisbruksforordning

Kandidatnummer: 833

Leveringsfrist: 25.04.2017

Antall ord: 17 892



Innholdsfortegnelse

1	INNLEDNING.....	1
1.1	Introduksjon til oppgavens tema.....	1
1.2	Avgrensninger og begrepsavklaringer.....	2
1.3	Kilder og metode.....	3
1.4	Fremstillingen videre.....	4
2	FORMÅL OG HENSYN.....	5
3	LOVGIVNINGEN.....	8
3.1	Innledning.....	8
3.2	Historikk – norsk rett.....	8
3.3	Historikk – EU-retten.....	8
3.4	Forholdet til annen meldeplikt.....	10
4	SAMMENLIKNING AV NORSK OG EU-RETTLIG REGULERING.....	12
4.1	Innledning.....	12
4.2	Bestemmelsenes virkeområde.....	12
4.2.1	Innledning.....	12
4.2.2	Utstederselskapets hjemstat og registreringsland.....	12
4.2.3	Handelsplasser.....	14
4.3	Meldepliktens subjekt.....	15
4.3.1	Primærinnsiderne.....	15
4.3.2	Primærinnsidernes nærstående.....	20
4.3.3	Utstederselskapet.....	23
4.3.4	Ansaret for overholdelse av meldeplikten.....	23
4.3.5	Sammenfatning.....	27
4.4	Meldepliktige instrumenter.....	27
4.4.1	Innledning.....	27
4.4.2	Egenkapitalinstrumenter.....	27
4.4.3	Gjeldsinstrumenter.....	30
4.4.4	Lån med rett til utstedelse av aksjer.....	30
4.4.5	Rettigheter knyttet til egenkapitalinstrumenter.....	30
4.4.6	Fondsandeler.....	35
4.4.7	Livsforsikringspoliser.....	35
4.4.8	Sammenfatning.....	35
4.5	Meldepliktige transaksjoner.....	36

4.5.1	Innledning.....	36
4.5.2	Innehav av finansielle instrumenter.....	36
4.5.3	Kjøp og salg.....	36
4.5.4	Bytte.....	40
4.5.5	Tegning.....	40
4.5.6	Inngåelse av rettigheter til egenkapitalinstrumenter.....	41
4.5.7	Sammenfatning.....	41
4.6	Tidspunktet for meldepliktens inntreden.....	42
4.6.1	Innledning.....	42
4.6.2	Utgangspunktet.....	42
4.6.3	Terminavtaler.....	43
4.6.4	Betingede avtaler.....	43
4.6.5	"Alt eller intet"-ordre.....	44
4.6.6	Tegning.....	46
4.6.7	Opsjoner.....	47
4.6.8	Sammenfatning.....	47
4.7	Terskelverdi for meldepliktige transaksjoner.....	47
4.8	Frist for å melde.....	51
4.9	Offentliggjøring av meldingene.....	52
5	AVSLUTNING.....	54
	KILDEREGISTER.....	55
	Norske rettskilder.....	55
	Lover 55	
	Forskrifter.....	56
	Norges offentlige utredninger (NOU).....	56
	Proposisjoner.....	57
	Innstillinger.....	57
	Annen informasjon fra regjeringen.....	57
	Rettspraksis.....	58
	Veiledninger og annen informasjon fra norske tilsyns- og overvåkningsorganer.....	58
	Publikasjoner fra Finanstilsynet.....	58
	Børssirkulærer og annen informasjon fra Oslo Børs.....	58
	Utenlandske rettskilder.....	61
	Lover 61	
	Forarbeider.....	61
	Praksis 61	
	Informasjon fra tilsynsmyndigheter.....	62

EU- og EØS-rett.....	62
Direktiver og forordninger.....	62
Andre EU-publikasjoner.....	64
Informasjon fra European Securities and Markets Authority (ESMA).....	64
Litteratur	65

1 Innledning

1.1 Introduksjon til oppgavens tema

En forutsetning for velordnede og effektive markeder for omsetning av finansielle instrumenter er at markedsaktørene har lik og samtidig tilgang til korrekt og tilstrekkelig informasjon om instrumentene som omsettes. Blant virkemidlene for dette er verdipapirhandelens¹ regler om markedsmissbruk, herunder innsidehandel og markedsmanipulasjon.

Innsidehandel kjennetegnes ved at det handles med ulik tilgang på informasjon.² Enkelte markedsaktører antas ofte å ha mer informasjon om utstederselskapet enn andre som følge av sin stilling i selskapet. Disse aktørene kalles i norsk rett for "primærinnsidere". Så lenge de alminnelige reglene om markedsmissbruk og de særlige reglene om primærinnsidernes handel overholdes, kan de handle aksjer i selskapet de er tilknyttet. En av primærinnsidernes særlige forpliktelser er å melde fra til markedet om transaksjonene. Forpliktelsen følger av verdipapirhandelloven § 4-2. Meldeplikten er temaet for oppgaven.

Markedsmissbruk er også regulert på EU-nivå. Markedsmissbruksforordningen (MAR)³ hadde frist for ikrafttredelse i EU-landene 3. juli 2016. MAR har blant annet regler om meldeplikt for primærinnsidere.

22. mai 2015 oppnevnte den norske regjeringen et lovutvalg (verdipapirlovutvalget), som skal utrede og komme med forslag til gjennomføringen av den nye EØS-rettslige reguleringen på verdipapirirområdet,⁴ herunder MAR.⁵ Verdipapirlovutvalget har hittil fremlagt to av tre delutredninger. Siste delutredning har frist 23. juni 2017 og er ventet å omhandle implementeringen av MAR.⁶ Det antas at verdipapirlovutvalget vil vurdere i hvilken grad det må foretas endringer i verdipapirhandelloven § 4-2 for å ivareta Norges forpliktelser etter EØS-avtalen.⁷

Temaet for oppgaven er likheter og ulikheter i reguleringen av primærinnsideres meldeplikt etter gjeldende norsk rett og etter EU-retten, og hvilke endringer som kan ventes i forbindelse med implementeringen av MAR. Det vil fremgå at de største forskjellene gjelder hvilke handelsplasser som underlegges regulering, hvilke aktører som underlegges meldeplikt og innføringen av terskelverdier for meldepliktige transaksjoner.

¹ Lov 29 juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel.

² NOU 1996:2 side 56.

³ EP/Rfo nr. 596/2014.

⁴ Regjeringen (2015a).

⁵ Regjeringen (2015b).

⁶ Regjeringen (2015b).

⁷ Regjeringen (2016a).

1.2 Avgrensninger og begrepsavklaringer

Oppgavens fokus er avvikene mellom den norske og den EU-rettslige reguleringen av primærinnsideres meldeplikt, og således hvilke endringer i meldeplikten en implementering av MAR i norsk rett vil innebære.

Spørsmålet om MARs ekstraterritoriale effekt faller av hensyn til tilgjengelig tid og plass utenfor oppgaven.⁸ Det bemerkes at forordningen får anvendelse på finansielle instrumenter opptatt til handel på regulert marked, multilateral handelsfasilitet (MHF) eller andre typer organiserte handelsfasiliteter (OHF) i et EU-land, jf. artikkel 2 nr. 1 bokstav a til c. En MHF er et multilateralt system for omsetning av finansielle instrumenter, jf. verdipapirhandelloven § 2-3 fjerde ledd og MiFID II⁹ artikkel 4 nr. 1 pkt. 22. En OHF er en annen type multilateralt system, jf. MiFID II artikkel 4 nr. 1 pkt. 23. Driften av MHFer og OHFer er investeringstjenester.¹⁰

Forordningen gjelder alle handlinger og unnlaterer foretatt i EU og i et tredjeland, dersom handlingene er knyttet til instrumenter notert på en av de nevnte handelsplassene, jf. artikkel 2 nr. 4. Det vil si at et norsk selskap med finansielle instrumenter notert på et svensk marked er underlagt MARs bestemmelser, herunder meldeplikten, fordi alle finansielle instrumenter på det svenske markedet er omfattet.

Oppgaven avgrenses videre mot kravene til meldingenes form og innhold, samt følger av overtredelser av meldepliktreglene. Handleforbudet i forbindelse med offentliggjøring av rapporter etter MAR artikkel 19 nr. 11 og informasjonsplikten etter artikkel 19 nr. 5 vil ikke bli behandlet.

Begrepet "primærinnsider", slik dette er benyttet i overskriften til verdipapirhandelloven § 4-2, tilsvarer betegnelsen "person med ledelsesansvar" i MAR, jf. artikkel 3 nr. 25. Av praktiske årsaker anvendes "primærinnsidere" om (noen av) de meldepliktige både etter verdipapirhandelloven og etter MAR. "Utstederselskapet" benyttes om det foretak primærinnsiderne er innsidere i.

Betegnelsen "nærstående" i verdipapirhandelloven tilsvarer "personer med nær tilknytning" i MAR artikkel 3 nr. 26. Begrepet "nærstående" vil av praktiske årsaker benyttes som betegnelse på personkretsen det siktes til med disse begrepene.

⁸ Advokatfirmaet Thommessen AS (2016).

⁹ EP/Rdir 2014/65/EU.

¹⁰ NOU 2017:2 side 24.

MAR benytter begrepet "transaksjoner" (dansk språkversjon) som en fellesbetegnelse for alle formene for meldepliktige handlinger (som, kjøp, salg mv. av finansielle instrumenter). "Transaksjoner" benyttes slik i det følgende.

1.3 Kilder og metode

Brudd på reglene om primærinnsiders meldeplikt er straffesanksjonert i norsk rett, jf. verdipapirhandelloven § 17-3 annet ledd nr. 6. På grunnlag av legalitetsprinsippet, jf. Grunnloven §§ 96 første ledd og 113, må ordlyden i verdipapirhandelloven tillegges særskilt vekt i fastleggelsen av gjeldende rett. Utgangspunktet for analysen er derfor verdipapirhandelloven.

Der lovens ordlyd er uklar er forarbeidene til verdipapirhandelloven (2007) en sentral rettskildefaktor. Hovedbestemmelsen om primærinnsiders meldeplikt, verdipapirhandelloven (2007) § 4-2, er i hovedsak en videreføring av verdipapirhandelloven (1997) § 3-1.¹¹ Forarbeider, praksis og annen informasjon knyttet til den tidligere bestemmelsen har derfor betydning.

Det foreligger lite rettspraksis fra Høyesterett om meldeplikten, jf. Grunnloven § 88. Avgjørelser fra lavere instanser kan være relevant og ha en viss vekt, særlig ved mangel på høyesterettsavgjørelser. Foreliggende dommer om temaet fra lagmannsrett og tingrett benyttes som rettskilde og illustrasjonsmateriale i oppgaven.

Forvaltningsorganers praksis, rundskriv og uttalelser kan generelt sett ha en viss relevans ved fastleggelsen av gjeldende rett ved mangel på forarbeidsuttalelser og rettspraksis.¹² Finanstilsynets innsyn og kompetanse på området gjør at dets uttalelser anses relevante, jf. verdipapirhandelloven § 15-1 annet ledd, hvorefter Finanstilsynet har ansvar for en del av tilsynet med verdipapirhandelen og kontrollen av aktørene.

Oslo Børs ASA styrer de regulerte markedene Oslo Børs og Oslo Axess, MHFene Merkur Market og Oslo Connect, samt den uregulerte markedsplassen Nordic ABM.¹³ Børsen har i tillegg inngått avtale om kjøp av NOTC, som er et informasjonssystemet for unoterte aksjer.¹⁴ Børsen er et privat allmennaksjeselskap, så dens uttalelser, rundskriv og praksis har i utgangspunktet begrenset vekt ved fastleggelsen av gjeldende regler. Det fremgår av børsforskriften¹⁵ § 18 første ledd at markedsovervåkingen skal gjennomføres av det regulerte markedet. Oslo

¹¹ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) side 97.

¹² Boe (2012) side 281.

¹³ Oslo Børs (a).

¹⁴ Oslo Børs (2017a).

¹⁵ Forskrift 29 juni 2007 nr. 875 om regulerte markeder.

Børs publiserer børs sirkulærer, som blant annet gir informasjon om børsens praktisering av verdipapirhandellovens regler. Informasjonen anses relevant ved siden av andre kilder.

Når det gjelder meldepliktreglene i EU er det naturlige utgangspunktet MAR, samt utfyllende kommisjonsforordninger og tekniske standarder. Rettsaktenes innhold skal være det samme uavhengig av offisiell språkversjon, men språklige nyanser kan bidra til tolkningen. Det vil i hovedsak refereres til danske språkversjoner og enkelte ganger til de engelske. I tillegg vil øvrige uttalelser fra Europakommisjonen være av interesse, jf. Traktaten om den europeiske union (TEU) artikkel 17.

Tilsynsorganet på verdipapirirområdet i EU, European Securities and Markets Authority (ESMA), arbeider blant annet med å identifisere risikofaktorer som kan true stabiliteten i finansmarkedene.¹⁶ ESMA utarbeider utfyllende bestemmelser til Europakommisjonens og Rådets rettsakter, i tillegg til å komme med retningslinjer og anbefalinger for tolkning av EU-retten.¹⁷ Publikasjoner fra dette organet er av sentral betydning for å forstå MAR.

EU-lovgivningen tolkes og presiseres av EU-domstolen, jf. TEU artikkel 19. Domstolen tilstreber å oppnå lik fortolkning av EU-retten i samtlige medlemsland.¹⁸ Det foreligger ikke relevante avgjørelser om oppgavens tema på nåværende tidspunkt.

Etttersom MAR er gjennomført i EU-landene er det interessant å se hen til utenlandske rettskilder. Utenlandske rettskilder har i utgangspunktet ingen eller svært liten rettskildemessig vekt i norsk rett, men er relevant når de benyttes til sammenlikning, eksemplifisering og inspirasjon. Slik anvendes kildene i oppgaven. Grunnet språklige og samfunnsmessige likheter, samt plasshensyn, vises det kun til svensk og dansk rett.

1.4 Fremstillingen videre

I oppgavens kapittel 2 redegjøres det for formål og hensyn bak primærinnsideres meldeplikt. Deretter følger en kort gjennomgang av fremveksten av henholdsvis den norske og den EU-rettslige reguleringen, se kapittel 3. I kapittel 4 foretas en sammenliknende analyse av gjeldende regler om primærinnsideres meldeplikt etter verdipapirhandelloven og etter MAR. Det tas utgangspunkt i den norske reguleringen og vurderes hvorvidt EU-reguleringen samstemmer eller avviker fra denne.

¹⁶ ESMA.

¹⁷ ESMA.

¹⁸ EU.

2 Formål og hensyn

Hovedformålene bak reguleringen av finansmarkedene i Norge og i EU er å oppnå finansiell stabilitet og velordnede og effektive markeder for omsetning av finansielle instrumenter.¹⁹

På bakgrunn av den økte internasjonale handelen er det en utbredt oppfatning at det er nødvendig med overnasjonal regulering for å sikre formålene bak reguleringen av finansmarkedene.²⁰ EU har funnet at målsettingen med markedsmisbruksregulering ikke kan nå dersom dette overlates til nasjonale myndigheter i de enkelte landene.²¹ Det er derfor vedtatt felles EU-rettslige regler på området.

EU-reguleringen skal ikke kun sørge for velfungerende nasjonale markeder. EU har arbeidet mot et enhetlig marked for finansielle tjenester siden 1973.²² Opprettelsen av et indre marked for finansielle instrumenter er et av tiltakene for å bidra til økonomisk vekst i EU-landene.²³

Hensynet til velordnede og effektive markeder fremgår uttrykkelig av verdipapirhandelloven § 1-1, hvoretter lovens formål er å tilrettelegge for "sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter". Velordnede og effektive markeder bidrar til finansiell stabilitet, blant annet ved at markedene kan fungere som en alternativ kilde til kapital og således avlaste finansinstitusjonene.²⁴

Reglene om markedsmisbruk bidrar til å ivareta hovedformålene, blant annet ved å fremme og sikre aktørenes tillit til markedets funksjon. Dette kommer til uttrykk i MAR artikkel 1, hvoretter forordningens formål er å sikre de finansielle markeders integritet, forbedre investorbekyttelsen og styrke tilliten til markedene i EU-landene.

Markedsaktørene må ha tillit til at verdipapirmarkedene er sikre og effektive arenaer for omsetning av finansielle instrumenter. Dersom risikoen for økonomisk tap er for høy vil aktørene ikke ønske å delta eller de deltar i mindre grad enn nødvendig for å oppnå ressursallokering.²⁵ Eventuelt vil investorene kreve en svært høy avkastning av sine investeringer for å være villige til å ta på seg risikoen.²⁶ Det kan da bli dyrt for foretakene å innhente kapital i markedet.²⁷

¹⁹ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) side 7-8.

²⁰ NOU 2011:1 side 105.

²¹ EP/Rfo 596/2014 EU pkt. 86.

²² Europakommisjonen (1999) side 3.

²³ EP/Rfo 596/2014 EU pkt. 1.

²⁴ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) side 7-8.

²⁵ NOU 1996:2 side 49.

²⁶ NOU 1996:2 side 49.

²⁷ NOU 1996:2 side 49.

For å skape tillit må markedsaktørene ha tilgang til så mye informasjon om instrumentene som omsettes som mulig, og informasjonen må være korrekt. Dersom prisene reflekterer all den tilgjengelige informasjonen og ny informasjon raskt gir utslag i prisene, er markedet såkalt "effisient".²⁸

Utstederselskapet skal informere markedet om innsideopplysninger gjennom offentliggjøring av års- og delårsregnskap etter verdipapirhandelloven kapittel 5 og rapporteringsdirektivet²⁹ med endringsdirektivet³⁰. Det foreligger likevel en del informasjon som markedet ikke har tilgang til. Primærinnsiderne antas ofte å ha tilgang til en del av denne informasjonen. Det kan eksempelvis være fordi de er med på å fatte beslutninger om selskapets fremtid og således produserer informasjon. I tillegg har de kjennskap til slikt som selskapets bruk av teknologi og dets personale. Meldeplikten skal bidra til at også denne informasjonen tilflyter markedet. Informasjonen antas å være korrekt, og kan således bidra til å redusere mengden rykter og ukvalifiserte råd på markedet, noe som igjen bidrar til at man unngår gal prising.³¹

Troen på primærinnsidernes særlige kunnskap har gitt seg utslag i opprettelsen av såkalte innsideporteføljer. Enkelte mener det gir meravkastning å følge primærinnsidernes investeringer. Finansavisens innsideportefølge har slått hovedindeksen på Oslo Børs 19 av 21 ganger.³²

Informasjon om primærinnsideres transaksjoner er kurssensitiv på samme måte som direkte informasjon om selskapsforhold. Eksempelvis fremgår det av Tomra-dommen (se nærmere omtale nedenfor) at en melding om at primærinnsidere i Tomra ASA hadde kjøpt 800 000 aksjer i eget selskap, medførte en kursstigning i Tomra-aksjen på 10,7 prosent fra meldingen ble inngitt kl. 15.06 til markedet stengte kl. 16.00.³³

Hensynet til å forhindre ulikt informasjonsinnhav blant markedsaktørene har også gitt seg utslag i regler om handleforbud. Etter verdipapirhandelloven (1985) § 1-10 gjaldt et handleforbud i to måneder før offentliggjøring av forslag til årsoppgjør, eventuelt foreløpig årsoppgjør, samt en måned før offentliggjøring av utstederselskapets delårsrapport, for å sikre at primærinnsiderne ikke benyttet seg av informasjonen før markedet fikk tilgang til den.³⁴ Regelen ble senere tatt ut av loven. Et handleforbud for primærinnsidere kan være lite gunstig

²⁸ NOU 1996:2 side 50.

²⁹ EP/Rdir 2004/109/EF.

³⁰ EP/Rdir 2013/50/EU.

³¹ NOU 1996:2 side 50.

³² Parr (2017).

³³ Oslo tingrett 03-2621M/30 side 3.

³⁴ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) side 39.

for selskapet, fordi det kan føre til at aksjonærene vegrer seg for å delta i selskapets styre. Aksjonærene selv er best egnet til å fatte beslutninger som er fordelaktige for dem. Det er derfor hensiktsmessig og ønskelig at de deltar i styret.³⁵ Med MAR innføres likevel en liknende regel. I en såkalt "lukket periode" på 30 dager før offentliggjøring av en delårs- eller årsrapport kan primærinnsidene ikke handle i utstederselskapets instrumenter, jf. MAR artikkel 19 nr. 11. Som nevnt i underkapittel 1.2 behandles dette ikke nærmere.

Dersom enkelte markedsaktører fritt kan benytte seg av informasjon andre ikke har tilgang til, åpnes det for potensiell markedsmissbruk. Primærinnsidere er som alle andre markedsaktører underlagt forbudet mot dette, jf. særlig verdipapirhandelloven §§ 3-3³⁶ og 3-8. Eksempler fra norsk rettspraksis viser at brudd på den særlige meldeplikten kan gi grunnlag for ulovlig innsidehandel eller markedsmanipulasjon,³⁷ se Intex Resources-dommen og Acta-dommen. Dommene er omtalt nedenfor.

³⁵ NOU 1996:2 side 96.

³⁶ NOU 2003:15 side 357.

³⁷ HR-2014-2431-U.

3 Lovgivningen

3.1 Innledning

I norsk rett fremgår meldeplikten av verdipapirhandelloven (2007) § 4-2. Den EU-rettslige reguleringen fremgår av MAR artikkel 19.

3.2 Historikk – norsk rett

Frem til ikrafttredelsen av verdipapirhandelloven av 1985 hadde primærinnsidere kun meldeplikt om sine og nærståendes transaksjoner overfor utstederselskapet, jf. aksjeloven (1976) § 8-6.³⁸ Meldingene skulle føres i en egen protokoll, jf. aksjeloven (1976) § 8-6 første ledd annet punktum. Regelen var i hovedsak ment å forebygge innsidehandel og misbruk av innsideinformasjon.³⁹

Med verdipapirhandelloven av 1997 ble meldepliktbestemmelsen utvidet, spesifisert og innført i lovens § 3-1. Primærinnsiderne ble pålagt en meldeplikt overfor myndighetene. Meldingene skulle offentliggjøres av børsen, jf. verdipapirhandelloven (1997) § 3-3 annet ledd. Offentliggjøringen er avgjørende for ivaretagelsen av det som i dag er hovedhensynet bak primærinnsideres meldeplikt, nemlig å øke informasjonsnivået i markedet.

Siden 1997 har det kun blitt foretatt mindre endringer i bestemmelsen om primærinnsiders meldeplikt. Da markedsmisbruksdirektivet (MAD)⁴⁰ skulle implementeres ble det gjort enkelte små tilpasninger, blant annet i kravene til meldingenes innhold.⁴¹ Direktivet oppstiller minimumskrav, jf. ordlyden i artikkel 6 nr. 4. Den norske reguleringen er strengere enn det som kreves etter MAD.

Verdipapirhandelloven § 4-2 ble sist endret i 2012, hvoretter den fikk sin någjeldende ordlyd.⁴²

3.3 Historikk – EU-retten

Enkelte minstekrav til reguleringen av innsidehandel i EU-landene fremgikk av direktivet om innsidehandel av 1989.⁴³ Direktivet hadde ingen særlig bestemmelse om meldeplikt for primærinnsidere.

³⁸ NOU 1996:2 side 103.

³⁹ Ot.pr. nr. 68 (1984-1985) side 53.

⁴⁰ EP/Rdir 2003/6/EF.

⁴¹ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) side 97-98.

⁴² Innst. 378 L (2011-2012) side 22.

⁴³ Rdir 89/592/EØF.

1989-direktivet ble erstattet av MAD, som regulerer markedsmisbruk i form av innsidehandel og markedsmånedasjon. MAD artikkel 6 nr. 4 pålegger primærinnsidere meldeplikt. Direktivet er et element i EUs Financial Services Action Plan, som ble publisert av Europakommisjonen i 1999.⁴⁴ Handlingsplanen omfatter en mengde tiltak som skal bidra til opprettelsen av et mer enhetlig europeisk finansmarked.⁴⁵

EUs direktiver utformes som målsetninger medlemslandene skal nå.⁴⁶ Det er opp til nasjonale myndigheter hvordan dette gjøres.⁴⁷ MAD ble følgelig gjennomført og tolket på ulike måter i EØS-landene.⁴⁸ Noe av bakgrunnen for revisjonen av MAD var å redusere nasjonale variasjoner i reguleringen for å fjerne handelshindringer og eliminere konkurransemessige fordeler basert på at reguleringen ikke var like streng i alle medlemslandene.⁴⁹

MAD ble erstattet av MAR av 16. april 2014 og tilhørende kommisjonsforordninger. MAR utvider og presiserer reguleringen av markedsmisbruk i EU, herunder primærinnsideres meldeplikt.

Forordninger får direkte virkning i lovgivningen til EUs medlemsland. Det vil si at når forordningen er publisert i EU-tidende på alle offisielle språk, vil eksempelvis den svenske språkversjonen gjelde som svensk rett uten ytterligere handlinger fra svenske myndigheter.⁵⁰ Det vil som regel fremgå av forordningens tekst når den trer i kraft.⁵¹

EUs rettsakter har ikke samme virkning i EFTA-landene. Etter vedtakelse av en ny rettsakt som er EØS-relevant, vil EFTA-landene gå sammen for å vurdere hvorvidt den skal tas inn i EØS-avtalen helt eller delvis, herunder om det skal foretas tilpasninger eller vedtas unntaksbestemmelser.⁵² Dersom rettsakten inntas i EØS-avtalen er Norge folkerettslig forpliktet til å innta reguleringen i norsk rett, jf. EØS-avtalen artikkel 7. Ettersom EØS-avtalen forplikter Norge folkerettslig, må rettsaktene også gjennomføres i norsk rett ved myndighetenes vedtakelse av en lov eller forskrift.⁵³ Først etter denne prosessen får rettsakten virkning for norske borgere (det dualistiske prinsipp).⁵⁴

⁴⁴ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) side 8.

⁴⁵ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) side 8.

⁴⁶ Europalov (a).

⁴⁷ Europalov (a).

⁴⁸ Europakommisjonen (2010) side 13.

⁴⁹ EP/Rfo 596/2014 EU pkt. 5.

⁵⁰ Europalov (a).

⁵¹ Europalov (a).

⁵² Europalov (a).

⁵³ Ot.prp. nr. 79 (1991-1992) side 1 og 3.

⁵⁴ Ot.prp. nr. 79 (1991-1992) side 1 og 3.

Forordninger som inntas i EØS-avtalen skal gjennomføres i nasjonal rett "som sådan", jf. EØS-avtalen⁵⁵ artikkel 7 bokstav a. Etter en naturlig språklig forståelse av "som sådan" må forordningene tas inn i norsk rett ordrett. Det kan gjøres ved å gjenta bestemmelsene i lov eller forskrift (transformasjon) eller ved å vedta en bestemmelse som henviser til EU-forordningen (inkorporering).⁵⁶ I norsk rett er forordninger gjerne gjennomført ved inkorpore-ring.

Eventuelle muligheter til å vedta bestemmelser som avviker fra forordningene, vil fremgå av forordningenes tekst. Et spørsmål er hvor langt nasjonale myndigheters handlingsfrihet strekker seg for MAR artikkel 19. Av MAR artikkel 19 nr. 2 fremgår det at det tas "forbehold af medlemsstaternes ret til at fastsætte andre underretningsforpligtelser end dem, der er omhandlet i denne artikel". Ordlyden kan tolkes slik at medlemsstatene kan vedta helt andre regler enn de som fremgår av artikkel 19. Dersom dette hadde vært meningen ville det trolig vært tydeligere. Av MAR artikkel 30 fremgår det eksempelvis uttrykkelig at det er opp til nasjonale myndigheter å fastsette sanksjonene. Etter MAD kunne medlemsstatene etter ordlyden i kommisjonsdirektiv 2004/72/EF artikkel 6 nr. 1 første punktum: "ud over", fastsette ytterligere forpliktelser *i tillegg til* de som fremgikk av direktivet. Sett i sammenheng med at målsettingen med forordningen er enhetlig lovgivning i hele EU/EØS, er konklusjonen at medlemsstatene kan vedta andre meldepliktregler *i tillegg til* de som fremgår av artikkel 19.

I Danmark velges generelt sett en regulering som ligger tett opp til EU-retten, selv der nasjonale myndigheter er ilagt et spillerom.⁵⁷ Hensynet til en lojal etterlevelse av EØS-rettslige forpliktelser har blitt vektlagt ved implementering av EU-rett i norsk rett, noe som blant annet fremgår av forarbeidene til implementeringen av MAD.⁵⁸ Som eksempel på tolkningen av spillerommet etter MAR artikkel 19, kan nevnes at Sverige har valgt å ikke beholde regler som går lenger enn forordningen,⁵⁹ se nedenfor.

3.4 Forholdet til annen meldeplikt

Primærinnsideres meldeplikt gjelder i tillegg til annen meldeplikt. Ved erverv av større aksjeposter og/eller rettigheter til aksjer utløses flaggeplikt etter verdipapirhandelloven § 4-3. Etter verdipapirhandelloven § 6-8 første ledd første punktum skal utløsning av tilbudsplikt meldes til det regulerte markedet. Uavhengig av om disse meldepliktene er overholdt, skal det inn-

⁵⁵ Avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (vedlegg til EØS-loven).

⁵⁶ Europalov (b).

⁵⁷ Andersen (2014) side 49.

⁵⁸ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) side 97-98.

⁵⁹ SOU 2014:46 side 413.

sendes melding om at transaksjonen er foretatt av en primærinnsider. Denne informasjonen har, som nevnt ovenfor, selvstendig verdi for markedet.

Det samme gjelder i EU. Bestemmelser om flaggeplikt og tilbudsplikt fremgår av henholdsvis rapporteringsdirektivet og direktivet⁶⁰ om overtakelsestilbud.

⁶⁰ EP/Rdir 2004/25/EF.

4 Sammenlikning av norsk og EU-rettslig regulering

4.1 Innledning

I det følgende skal bestemmelsene om primærinnsideres meldeplikt i henholdsvis verdipapirhandelloven og MAR presenteres og analyseres med det formål å identifisere likheter og forskjeller i reguleringene. I den utstrekning det er avvik vil norsk rett måtte endres. Hvorledes og i hvilken grad det må foretas endringer er som nevnt innenfor verdipapirlovutvalgets mandat.

4.2 Bestemmelsenenes virkeområde

4.2.1 Innledning

Temaet i dette underkapittelet er hvilke primærinnsidere som er underlagt henholdsvis verdipapirhandellovens og MARs regulering, samt på hvilke handelsplasser utstederselskapet må ha notert instrumenter for at dets primærinnsidere skal være underlagt meldeplikt.

4.2.2 Utstederselskapets hjemstat og registreringsland

Hvilke meldepliktregler primærinnsiderne må følge fremgår av verdipapirhandelloven § 4-1, jf. § 5-4 annet til fjerde ledd og MAR artikkel 19 nr. 2 annet ledd første punktum.

Verdipapirhandellovens bestemmelse gjelder primærinnsidere i foretak med Norge som hjemstat, jf. verdipapirhandelloven § 4-1, jf. § 5-4 annet til fjerde ledd.

Aksjeutstedere fra EØS-land som har forretningskontor i Norge har Norge som hjemstat, jf. § 5-4 annet ledd nr. 1. Hvor foretaket har forretningskontor fremgår av vedtektene, jf. allmennaksjeloven § 2-2 første ledd nr. 3.

Aksjeutstedere fra land utenfor EØS har Norge som hjemstat, dersom Norge er det landet der verdipapirene først ble tilbudt offentligheten, jf. verdipapirhandelloven § 5-4 tredje ledd første punktum nr. 1. Det er etter ordlyden uten betydning hvilken handelsplass verdipapirene ble omsatt på.

Norge er også selskapets hjemstat dersom det er her utsteder søker notering på regulert marked for første gang, jf. tredje ledd første punktum nr. 2.

Dersom enten nr. 1 eller nr. 2 er oppfylt i Norge og det andre alternativet er oppfylt i et annet EØS-land, kan utsteder velge Norge som hjemstat, jf. tredje ledd annet punktum.

I tillegg kan utsteder som ikke faller innunder annet eller tredje ledd velge Norge som hjemstat dersom foretaket har forretningskontor i landet eller det har verdipapirer notert på norsk regulert marked, jf. fjerde ledd første og annet punktum.

Utstedere med et annet EØS-land enn Norge som hjemstat, som har verdipapirer opptatt til handel på norsk regulert marked anses for å ha Norge som vertsstat, jf. verdipapirhandelloven § 5-4 femte ledd. Disse foretakene er underlagt meldepliktreglene i sin hjemstat, jf. § 4-1 tredje punktum, og er ikke forpliktet til å melde transaksjoner til markedet i vertsstaten. Av hensyn til markedets informasjonsbehov anbefaler Oslo Børs at slike foretak videresender meldingen til børsen, jf. Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper⁶¹ pkt. 13.2.2. ellefte ledd siste punktum.

Oslo Børs publiserer en oversikt over noterte selskapers hjemstat på sin nettside.⁶² 12. januar 2017 var det sammenlagt 18 selskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess med en annen stat enn Norge som hjemstat.⁶³ Eksempelvis har de børsnoterte selskapene Funcom N.V. og Napatech A/S Norge som vertsstat og henholdsvis Nederland og Danmark som hjemstat.⁶⁴

Etter MAR artikkel 19 nr. 2 annet ledd første punktum er primærinnsidene underlagt reglene som gjelder i EU-landet der utstederforetaket er registrert. Primærinnsidere i et utstederselskap som er registrert i Sverige er altså underlagt MAR artikkel 19, jf. endringsloven til lag om anmeldingsskyldighet⁶⁵ § 3, herunder den terskelverdi og eventuelle tilleggsregler vedtatt av svenske myndigheter.

Et spørsmål er hvorvidt foretak etter norsk rett er registrert i det landet foretaket har sitt forretningskontor, slik at primærinnsidene i dag ikke kan bli underlagt dobbel meldeplikt. Foretaksregisterloven § 2-1 krever at norske foretak skal være registrert i Norge. "Norske foretak" er de foretak som har "hovedkontor" i Norge, jf. foretaksregisterloven § 1-2. Foretak med hovedkontor i Norge må altså være registrert i landet. Selskapets "hovedkontor" er ikke nødvendigvis det samme som selskapets "forretningskontor", jf. Rt. 1991 s. 943 og allmennaksjeloven § 13-25 første ledd, som skiller mellom hovedkontor og forretningskontor. Det er etter foretaksregisterloven ikke registreringsplikt for selskaper som har forretningskontor i Norge. Denne konklusjonen medfører at et selskap kan ha forretningskontor i Norge og være registrert i Sverige. Primærinnsidere i dette selskapet vil være underlagt både norsk rett etter verdipapirhandelloven § 4-1 og svensk rett etter MAR artikkel 19, og således dobbel meldeplikt.

Foruten dette språklige avviket, har MAR i tillegg et videre anvendelsesområde enn verdipapirhandelloven. Verdipapirhandelloven gjelder som nevnt ikke for primærinnsidere i utsteder-

⁶¹ Oslo Børs (2017c)

⁶² Oslo Børs (2017b).

⁶³ Oslo Børs (2017b).

⁶⁴ Oslo Børs (2017b) side 3 og 4.

⁶⁵ Läg om ändring i lagen (2000:1087) om anmälningskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument.

selskaper som ikke har Norge som hjemstat. MAR gjelder etter artikkel 19 nr. 2 annet ledd tredje punktum også for primærinnsidere i utstederselskaper som ikke er registrert i EU.

Primærinnsidere i utstederselskaper som ikke er registrert i EU, skal melde handler til EU-landet hvor utsteder skal registrere opplysninger etter prospektdirektivet, jf. artikkel 19 nr. 2 annet ledd tredje punktum, jf. rapporteringsdirektivet artikkel 2 nr. 1 bokstav i. Melding gis til kompetent myndighet for markedsplassen dersom et slikt EU-land ikke foreligger, jf. artikkel 19 samme sted. Det vil si at primærinnsidere i norske selskaper, altså selskaper som ikke er registrert i EU, etter ordlyden i forordningen er meldepliktige etter denne, dersom selskapene er notert på en handelsplass i et EU-land. Som nevnt i underkapittel 1.2, behandles ikke MARs ekstraterritoriale effekt nærmere.

Drøftelsen har for det første vist at utstederselskapets hjemstat ikke nødvendigvis vil være det landet der selskapet er registrert, og for det andre at MAR har et videre anvendelsesområde enn verdipapirhandelloven.

4.2.3 Handelsplasser

Bestemmelsene i verdipapirhandelloven og MAR gjelder for primærinnsidere i utstederselskaper som har instrumenter opptatt til handel på bestemte handelsplasser. Hvilke dette er fremgår av verdipapirhandelloven § 4-1 første punktum og av MAR artikkel 19 nr. 4 bokstav a og b.

Etter verdipapirhandelloven § 4-1 første punktum gjelder § 4-2 for "aksjer opptatt til handel på regulert marked". Et "regulert marked" er et foretak med tillatelse til å drive virksomhet som marked og som tar opp finansielle instrumenter til handel, samt organiserer eller driver et multilateralt system for omsetning av verdipapirer, jf. børsloven § 3 første ledd. Bestemmelsen gjelder også for tilsvarende regulerte markeder i andre EØS-land.⁶⁶

MAR artikkel 19 gjelder for primærinnsidere i selskaper med instrumenter opptatt til handel på regulerte markeder, MHFer og OHFer, jf. artikkel 19 nr. 4 bokstav a og b. "Regulert marked" er definert i MiFID II artikkel 4 nr. 1 pkt. 21 på liknende måte som i norsk rett.

Forordningens meldepliktregler får anvendelse både når utsteders finansielle instrumenter er tatt opp til handel på en av disse handelsplassene og dersom det er søkt om, anmodet om eller gitt tillatelse til opptakelse til handel på slike handelsplasser, jf. artikkel 19 nr. 4 bokstav a og b.

⁶⁶ Finanstilsynet (2014) side 31.

Verdipapirhandelloven og MAR avviker altså på to punkter. Det ene gjelder hvilke handelsplasser som er regulert. Ettersom driften av MHF'er og OHF'er er investeringstjenester, faller de utenfor ordlyden i verdipapirhandelloven § 4-1, på tross av at omsetning på MHF foregår i Norge. Oslo Børs har drevet Merkur Market siden 2016.⁶⁷ Børsen har fastsatt egne regler for markedsplassen, herunder meldeplikt for primærinnsidere, jf. Løpende forpliktelser for Merkur Market nr. 6.⁶⁸ Meldeplikten i reglementet er tilpasset MAR.⁶⁹ I forbindelse med implementeringen av MiFID II i norsk rett har verdipapirlovutvalget foreslått etablering av OHF, som en ny type handelsplass.⁷⁰

Det andre avviket er at en primærinnsider under MAR er forpliktet til å melde allerede fra tidspunktet det er inngitt søknad om notering, mens i norsk rett oppstår meldeplikten først når egenkapitalinstrumentene er opptatt til handel.

Når meldeplikt innføres for flere typer handelsplasser vil flere primærinnsidere underlegges plikten,⁷¹ for eksempel primærinnsidere i selskaper opptatt til handel på Merkur Market. Ettersom meldeplikten på Merkur Market ikke følger av lov i dag, kan ikke primærinnsidene pålegges særlige plikter direkte, så meldeplikten påhviler i stedet utstederselskapet.⁷²

4.3 Meldepliktens subjekt

4.3.1 Primærinnsidene

Hvilke personer som anses som "primærinnsidere" fremgår av verdipapirhandelloven § 4-2 første ledd første punktum og MAR artikkel 19 nr. 1.

Det skilles mellom primærinnsidere og øvrige innsidere etter hvordan personkretsene får tilgang til innsideinformasjon. Primærinnsidernes antatte informasjonsinnhav er basert på deres særlige tilknytning til utstederselskapet. Øvrige innsidere har fått tilgang til informasjon av andre grunner, jf. verdipapirhandelloven § 3-5, jf. § 3-2.

I norsk rett ønsket ikke departementet at det skulle bero på skjønn hvorvidt en person er primærinnsider. Dette er særlig viktig når bestemmelsen er straffesanksjonert.⁷³ Verdipapirhandelloven er derfor til en viss grad utformet slik at primærinnsiderens stilling er avgjørende,

⁶⁷ Oslo Børs (b).

⁶⁸ Oslo Børs (2017d).

⁶⁹ Oslo Børs (2016) side 17-18.

⁷⁰ NOU 2017:1 side 24.

⁷¹ Prop. 2015/16:120 side 158.

⁷² Oslo Børs (2016) side 18.

⁷³ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) side 34.

ikke faktisk tilgang til relevant informasjon.⁷⁴ Dersom reguleringen hadde lagt opp til en mer vidtgående skjønnsutøvelse kunne det blitt vanskeligere for primærinnsiderne å avgjøre hvorvidt de måtte melde. Dette kunne resultert i flere overtredelser, fordi enkelte ikke anså seg omfattet. I tillegg kunne det ført til en del unødvendige meldinger fra aktører som ville forsikre seg mot overtredelse. En skjønnsmessig regel ville i tillegg vært mer ressurskrevende, ettersom det hadde vært nødvendig med en konkret vurdering i hvert enkelt tilfelle for å avgjøre om en bestemt stilling medførte at vedkommende var primærinnsider.

Etter § 4-2 gjelder meldeplikten for de samme personene som er underlagt undersøkelsesplikt etter verdipapirhandelloven § 3-6. Det vil si "styremedlem, ledende ansatt, medlem av kontrollkomité eller revisor tilknyttet utstederforetaket (...) varamedlem, observatør, styresekretær og direksjonssekretær til styret i utstederforetaket", jf. § 3-6 første ledd første og annet punktum.

Styremedlemmer, varamedlemmer og observatører velges av generalforsamlingen, jf. allmennaksjeloven § 6-3 første ledd, og eventuelt av de ansatte, jf. allmennaksjeloven § 6-4. Valg av varamedlemmer er frivillig, jf. allmennaksjeloven samme sted. Varamedlemmer deltar som regel kun i styret ved styremedlemmenes fravær, noe som kan være sjelden eller aldri. Enkelte varamedlemmer innehar således ikke selskapsintern informasjon i praksis.

"Kontrollkomité" var tidligere et obligatorisk organ for finansforetak, jf. den nå opphevede finansieringsvirksomhetsloven (1988) § 3-11. Ordningen er ikke videreført i finansforetaksloven. Verdipapirhandellovens henvisning til "medlem av kontrollkomité" har altså begrenset praktisk betydning i dag.

Hvorvidt utstederforetaket har en fast styresekretær og/eller direksjonssekretær må bero på foretakets interne organisering. Dersom selskapet har ansatt noen med en slik stillingsbetegnelse, vil de være underlagt meldeplikt. For å ivareta hensynet bak meldeplikten burde ikke tittelen på stillingen være avgjørende. Det bør vurderes konkret hvorvidt vedkommende i realiteten opptrer som styresekretær eller direksjonssekretær, selv om den formelle stillingsbetegnelsen er en annen.

Når det gjelder "styremedlem i foretak i samme konsern", jf. verdipapirhandelloven § 3-6 første ledd tredje punktum, er det et tilleggskrav at vedkommende "normalt kan antas å få tilgang til innsideinformasjon". Ordlyden er uklar med hensyn til om det er tale om innsideinformasjon om utstederselskapet eller konsernselskapet. Det må ut fra formålet bak meldeplikten antas at informasjonen må være egnet til å påvirke kursen på utstederselskapets instrumen-

⁷⁴ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) side 34.

ter, jf. verdipapirhandelloven § 3-2 første ledd. Hvorvidt vilkåret er oppfylt må bero på en konkret vurdering. Forholdet mellom konsernselskapene, herunder informasjonsflyten mellom dem vil trolig være relevant, i tillegg til styrets eventuelle særlige oppgaver og dets ansvarsområde.

Innholdet i begrepet "ledende ansatt", jf. § 3-6 første ledd første punktum og tredje punktum, er mer uklart. Begrepet skal omfatte de som ikke faller innunder noen av de nevnte stillingene, men som bør omfattes av meldeplikten grunnet deres informasjonstilgang.⁷⁵

Etter en naturlig språklig forståelse kan en relativt vid personkrets hevdes å være ledende ansatte, også de som ikke innehar selskapsintern informasjon. Eksempelvis kan det argumenteres for at sjefen for vedlikehold av kontorområdet eller lederen for møteromsavdelingen, er "ledende ansatt" i den forstand at de har en lederrolle med ansvar for andre ansatte. Ettersom disse personene formodentlig ikke har tilgang til relevant informasjon, gjør imidlertid ikke hensynet bak meldeplikten seg gjeldende.

Ordet "ledende" virker samtidig begrensende på personkretsen. Enkelte personer som har tilgang til relevant informasjon faller utenfor, fordi de ikke kan anses for å ha en "ledende" stilling. Dette gjelder eksempelvis regnskapsmedarbeidere, en personlig assistent til administrerende direktør og forskere i et selskap som utvikler medisiner.

Ordlyden gir altså ikke et klart svar på hvilke personer det siktes til med "ledende ansatt". Forarbeidene til verdipapirhandelloven av 1997 virker til en viss grad oppklarende. Det skal ifølge proposisjonen foretas en konkret vurdering, hvor visse momenter vil være av særlig betydning. Departementet har fremhevet at det bør vurderes hvorvidt personen kan påvirke kurssensitive disposisjoner som selskapet foretar, samt hvorvidt vedkommende har regelmessig tilgang til tilsvarende informasjon som en administrerende direktør. Det er ikke mengden, men typen informasjon som er viktig.⁷⁶ Stillingsbetegnelsen kan tillegges noe vekt, men er ikke avgjørende.⁷⁷

Etter ordlyden i verdipapirhandelloven gjelder meldeplikten for ledende *ansatte*. Et spørsmål er om personer som er midlertidig engasjert i utstederselskapet er underlagt meldeplikt, eksempelvis konsulenter som er ansatt i et konsulentfirma og utleid til selskapet. Hensynet bak meldeplikten taler for at konsulenter må anses som ansatte i utstederselskapet, ettersom de har tilgang til selskapsintern informasjon på lik linje med personer med fast ansettelse. Bechmann

⁷⁵ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) side 47.

⁷⁶ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) side 34.

⁷⁷ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) side 34.

m.fl. mener at slike personer i realiteten må anses for å være ansatt i utstederselskapet, og at de derfor er omfattet.⁷⁸ Det er usikkert hva som er riktig. For ikke å utfordre legalitetsprinsippet må ordlyden legges til grunn, slik at konklusjonen er at konsulenter ikke er omfattet av meldeplikten.

Videre er enkelte juridiske personer underlagt meldeplikt. "Foretak som eier børsnoterte aksjer i et annet foretak eller aksjer i et annet foretak som er notert på regulert marked, og som på grunn av eierskapet er representert i vedkommende foretaks styre" må melde handler i sistnevnte foretaks aksjer, jf. § 4-2 første ledd tredje punktum. Normalt anses ikke foretak for å være representert i styret, ettersom et styreverv i utgangspunktet er personlig.⁷⁹ Styremedlemmet kan imidlertid gi informasjon vedkommende mottar som styremedlem videre til sin arbeidsgiver uten at det nødvendigvis er et brudd på taushetsplikten.⁸⁰ På denne bakgrunn kan foretaket ofte anses for å inneha samme informasjon som styremedlemmet.⁸¹ Når aksjonærforetaket som sådant da foretar transaksjoner i selskapet anses det å være basert på styremedlemmets tilgang på selskapsintern informasjon. Transaksjonen må derfor meldes. Det kreves ikke at aksjonærforetaket er notert på regulert marked.⁸²

Det må etter forarbeidene vurderes konkret hvorvidt det fysiske styremedlem må regnes som representant for aksjonærforetaket.⁸³ Vedkommende skal i utgangspunktet representere samtlige aksjonærers interesser,⁸⁴ jf. allmennaksjeloven § 6-12 første ledd. I vurderingen er størrelsen på aksjonærforetakets eierandel i utstederselskapet og styrerepresentantens stilling i aksjonærselskapet relevante vurderingsmomenter.⁸⁵

Etter § 3-6 tredje ledd, jf. forskrift om meldeplikt⁸⁶ § 1 første punktum, plikter utstederselskapet å sende Oslo Børs en oversikt over primærinnsiderne. Disse kan søkes opp i det såkalte "primærinnsiderregisteret" på børsens nettsider.⁸⁷

Når det gjelder EU-retten, fremgår det av MAR artikkel 19 nr. 1 og 2 at meldeplikten gjelder for "personer med ledelsesansvar". Kretsen er nærmere definert i artikkel 3 nr. 25.

⁷⁸ Bechmann (2002) side 113-114.

⁷⁹ Bechmann (2002) side 2011.

⁸⁰ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) side 47.

⁸¹ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) side 47.

⁸² Bechmann (2002) side 211.

⁸³ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) side 47.

⁸⁴ Bergo (2014) side 273.

⁸⁵ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) side 47.

⁸⁶ Forskrift 6 desember 2007 nr. 1359.

⁸⁷ Oslo Børs (c).

Etter artikkel 3 nr. 25 bokstav a er "medlem af den enheds administrations-, ledelses- eller tilsynsorgan" omfattet av meldeplikten. Hvilke stillinger og personer dette er vil trolig måtte bero på det enkelte selskaps organisering, og må således vurderes konkret. Etter ordlyden kan kretsen bli forholdsvis vid. Administrasjonen i et selskap defineres av enkelte selskaper slik at det inkluderer personer som neppe innehar selskapsintern informasjon, eksempelvis resepsjonsmedarbeidere.

Den svenske Finansinspektionen har lagt til grunn at administrerende direktør, styremedlemmer, samt deres vararepresentanter er omfattet av artikkel 3 nr. 25 bokstav a.⁸⁸ Ordlyden i Finansinspektionens veiledning kan tyde på at tilsynet mener det kun er disse personene som faller innunder bokstav a i svensk rett. Forordningens ordlyd tyder på at det er en for snever tolkning. Innenfor "tilsynsorgan" er det eksempelvis naturlig å inkludere revisor. Finansinspektionen er ingen autoritativ kilde til tolkning av EU-retten.

Videre gjelder meldeplikten for ledende ansatte som faller utenfor forordningen artikkel 3 nr. 25 bokstav a, men som har regelmessig tilgang til selskapsintern informasjon og kan treffe beslutninger som påvirker utstederselskapets fremtid på lik linje med ledelsen, jf. artikkel 19 nr. 25 bokstav b. Vurderingen vil nødvendigvis være konkret.

Etter forordningens ordlyd er det ikke et vilkår at "personer med ledelsesansvar" er ansatt i selskapet. Det vil si at eksempelvis konsulenter er underlagt meldeplikten etter MAR.

Ordet "personer" refererer til både fysiske og juridiske personer, jf. MAR artikkel 3 nr. 13. Det er imidlertid mest praktisk med fysiske personer i nevnte stillinger.

Verdipapirhandelloven og MAR er langt på vei sammenfallende når det gjelder kretsen av primærinnsidere, selv om ordlyden avviker.

Stillingene som er konkret angitt i verdipapirhandelloven § 3-6 første ledd vil nok være dekket av artikkel 3 nr. 25 bokstav a i MAR. Muligens hadde det vært umulig med en tilsvarende angivelse av bestemte stillinger i MAR. Stillingenes tittel og innhold varierer antakelig mer mellom selskapene innad i EU enn mellom selskapene innad i Norge.

Avgrensningen av "ledende ansatt" i norsk rett og "leder" i forordningen vil trolig langt på vei være den samme, ettersom enkelte av vurderingsmomentene som fremgår av de norske forarbeidene fremgår av forordningens tekst.

⁸⁸ Finansinspektionen (2016) side 19.

Etter ordlyden i MAR er ikke styremedlemmer i konsernselskaper primærinnsidere i utsteder-selskapet, slik som etter verdipapirhandelloven. Foretak representert i annet foretaks styret, jf. § 4-2 første ledd tredje punktum vil potensielt kunne være nærstående til primærinnsideren etter MAR, se nedenfor.

MAR kan ramme en noe videre personkrets enn verdipapirhandelloven på grunn av ordlyden i artikkel 3 nr. 25 bokstav a, hvorefter vurderingen nok vil være mer omfattende sammenliknet med norsk rett, fordi det er mer uklart hvilke stillinger som er omfattet. Samtidig er det enkelte personer som er omfattet av verdipapirhandelloven, men ikke av MAR.

4.3.2 Primærinnsidernes nærstående

Meldeplikten gjelder også for transaksjoner foretatt av primærinnsidernes nærstående, jf. verdipapirhandelloven § 4-2 tredje ledd, jf. § 2-5 nr. 1, 2 og 4 og MAR artikkel 19 nr. 1, jf. artikkel 3 nr. 26. Bestemmelsene er ment å hindre primærinnsidere i å gjennomføre transaksjoner gjennom andre fysiske eller juridiske personer og således omgå meldepliktreglene.⁸⁹

Verdipapirhandelloven § 2-5 definerer "nærstående" som ektefeller, samboere og mindreårige barn av vedkommende selv eller av vedkommendes ektefelle/samboer, uansett om de deler bosted med primærinnsideren. I tillegg omfattes slektninger som primærinnsideren har bodd sammen med i minst ett år, jf. § 4-2 tredje ledd.

Når det gjelder begrepet "slektninger" kan det stilles spørsmål om hvor fjerne slektninger som er omfattet. Etter ordlyden i verdipapirhandelloven er det ingen begrensninger. Det vil si at eksempelvis både tremenninger⁹⁰ og firmenninger er omfattet, dersom de har bodd sammen med primærinnsideren i minst ett år.

De personer som regnes som primærinnsiderens nærstående vil i praksis stort sett være personer i samme husholdning som primærinnsideren. Familierelasjon er ikke avgjørende, foreldre og søsken er eksempelvis ikke omfattet, med mindre de deler husholdning med primærinnsideren. Bakgrunnen for dette kan være at kretsen ikke skal bli for stor og meldingene for mange. I tillegg vil primærinnsideren, som etter norsk rett har ansvaret for å melde transaksjonene, trolig ha en viss oversikt over handler foretatt av noen i vedkommendes husholdning, slik at det er mulig å overholde regelen uten for store vanskeligheter. Sannsynligheten for at informasjon tilflyter andre personer er også større innenfor husholdningen. Hertil nevnes at handler foretatt av andre personer primærinnsideren deler husholdning med, eksempelvis i

⁸⁹ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) side 47.

⁹⁰ Bergo (2014) side 274.

kollektiv, ikke må meldes. Det kan være fordi denne bosituasjonen anses mindre vanlig blant de aktuelle personene.

Foruten å omfatte visse fysiske personer, kan også juridiske personer være nærstående til primærinnsideren. Det vil si selskaper hvor primærinnsideren eller en nærstående fysisk person har bestemmende innflytelse, jf. § 2-5 nr. 4. "Bestemmende innflytelse" foreligger der vedkommende eier en stor nok aksjepost til å ha stemmeflertall, og der vedkommende har rett til å velge et flertall av styremedlemmene i selskapet, jf. aksjeloven § 1-3 annet ledd, allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd og selskapsloven § 1-2 annet ledd. Regelen er praktisk, da det er vanlig at investorer eier aksjer gjennom et aksjeselskap. Et eksempel: A er styremedlem i selskap X, og således primærinnsider i dette. A eier 80 % av aksjene i selskap Y, og har altså bestemmende innflytelse i dette. Selskap Y kjøper aksjer i selskap X. Handelen må meldes av A, fordi selskap Y er As nærstående.

Etter MAR er primærinnsiderens ektefelle/partner og barn under vedkommendes forsørgelse nærstående ("personer med nær tilknytning") til primærinnsideren, jf. artikkel 3 nr. 26 bokstav a og b. Det samme gjelder "familiemedlemmer, som har vært medlem af samme husstand i mindst et år på datoen for den pågældende transaktion", jf. bokstav c.

Videre er det fire alternative kriterier for å anse en juridisk person, et trust eller annet partnerskap for å være primærinnsiders nærstående, jf. artikkel 3 nr. 26 bokstav d.⁹¹

For det første gjelder det en juridisk person "hvis ledelsesansvar varetages" av en primærinnsider eller dennes nærstående fysiske person. Ordet "ledelsesansvar" er også benyttet i artikkel 3 nr. 25. Det er nærliggende å anta at innholdet i "ledelsesansvar" etter nr. 26 er det samme som etter nr. 25. Det vil si at primærinnsideren må være medlem av administrasjon-, ledelses-, eller tilsynsorgan, eller være leder i den juridiske personen for at denne skal være vedkommendes nærstående, jf. nr. 25 bokstav a og b.

Dansk finanstilsyn ser ut til å legge til grunn en annen løsning. Tilsynet har uttalt at styremedlemmer ikke nødvendigvis omfattes av nr. 26 bokstav d. Det må vurderes konkret hvorvidt vedkommende kan utøve innflytelse på selskapets investeringer.⁹² Stillingen som styremedlem er imidlertid tilstrekkelig for å være en "person med ledelsesansvar" etter nr. 25 bokstav a. Det ser ikke ut til å foreligge autoritative kilder som tilsier at det danske Finanstilsynets syn er riktig. Av denne grunn antas det at et selskap er nærstående til primærinnsideren, dersom primærinnsideren har en slik stilling i selskapet som nevnt i artikkel 3 nr. 25 bokstav a eller b.

⁹¹ Finanstilsynet (Danmark) (2016a).

⁹² Finanstilsynet (Danmark) (2016a).

For eksempel dersom A er styremedlem i X (primærinnsider i X) og i tillegg administrerende direktør i foretak Y, så vil Y være nærstående til A. Ys transaksjoner i Xs aksjer må meldes. Y og A identifiseres altså på liknende måte som etter verdipapirhandelloven § 4-2 første ledd tredje punktum. Etter loven må imidlertid Y eie aksjer i X og A anses som Ys representant i Xs styre, for at Y blir meldepliktig for transaksjoner i Xs aksjer.

For det annet kan en nærstående være en juridisk person som er direkte eller indirekte kontrollert av primærinnsideren/en nærstående. Primærinnsideren/den nærstående må anses å kontrollere en slik juridisk person når vedkommende eier mer enn 50 prosent av aksjene i foretaket eller kan velge et flertall av styremedlemmene,⁹³ slik som etter verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 4.

For det tredje vil en juridisk person opprettet til primærinnsiderens/en nærståendes fordel være å regne som primærinnsiderens nærstående. Ordlyden gjør det nærliggende å særlig tenke på norske stiftelser. Stiftelser opprettes imidlertid til fordel for større formål, ikke for en enkeltperson, jf. stiftelsesloven § 2. Regelen virker upraktisk for norsk rett.

Til sist er en juridisk person nærstående til primærinnsideren, dersom denne juridiske personen i betydelig grad har sammenfallende økonomisk interesse med primærinnsideren/en nærstående. Dersom en primærinnsider i selskap X eier en betydelig aksjepost i allmennaksjeselskap Y, kan Y tenkes å ha sammenfallende interesser med primærinnsideren, ettersom selskaps interesser kan defineres som aksjonærenes interesser, jf. allmennaksjeloven § 5-1 første ledd. Kriteriet "i betydelig grad" medfører at aksjeposten må være av en viss størrelse, og gjør at regelen ikke blir for vidtgående.

Det er noen ulikheter mellom verdipapirhandelloven og MAR når det gjelder kretsen av nærstående.

For kretsen av fysiske personer er barn av primærinnsiderens ektefelle eller samboer ikke nevnt i forordningen.

Videre benytter den danske språkversjonen av MAR begrepet "familiemedlemmer" som etter en naturlig språklig forståelse er snevrere enn det norske ordet "slektninger". I den engelske versjonen benyttes "relative", som det er naturlig å oversette med "slektning". Det må antas at det i realiteten ikke er avvik mellom verdipapirhandelloven og forordningen på dette punktet.

⁹³ The City of London Law Society (2015) side 14.

Når det gjelder kretsen av juridiske personer er ulikhetene større. Etter verdipapirhandelloven omfattes handler foretatt av allmennaksjeselskap, aksjeselskap, ansvarlige selskaper og kommandittselskaper. Forordningen gjelder også trust og andre partnerskap. Trusts kan ikke opprettes etter gjeldende norsk rett.⁹⁴ Betegnelsen "annet partnerskap" åpner for at alle typer sammenslutninger omfattes, eksempelvis samvirkeforetak.

Første, tredje og fjerde alternativ i artikkel 3 nr. 26 bokstav d, slik det er omtalt ovenfor, går lenger enn verdipapirhandelloven.

Det er altså flere juridiske personer som anses som nærstående etter MAR sammenliknet med verdipapirhandelloven.

4.3.3 Utstederselskapet

Utstederselskapets transaksjoner i egne aksjer skal meldes etter ordlyden i verdipapirhandelloven § 4-2 første ledd annet punktum.

Utsteders transaksjoner i egne aksjer er etter ordlyden i artikkel 19 ikke omfattet av MAR. Norge har likevel anledning til å beholde denne regelen også etter implementeringen av forordningen etter MAR artikkel 19 nr. 2 første ledd. Svenske myndigheter mente for øvrig at det ikke var forenlig med forordningen og beholde regelen i svensk rett.⁹⁵ Dette begrunnes med at Europaparlamentet og Rådet har foretatt et bevisst valg med hensyn til hvilke situasjoner det er nødvendig å regulere for å forhindre markedsmisbruk.⁹⁶

4.3.4 Ansvar for overholdelse av meldeplikten

Hvilke personer som har ansvar for at meldeplikten overholdes fremgår av verdipapirhandelloven § 4-2 første og tredje ledd og MAR artikkel 19 nr. 1.

I norsk rett har primærinnsideren alltid ansvaret for å melde. Når det gjelder egne transaksjoner fremgår dette av ordlyden i verdipapirhandelloven § 4-2 første ledd første punktum, som lyder "[p]ersoner som nevnt i § 3-6 første ledd skal..." Det samme gjelder for transaksjoner foretatt av en nærstående etter § 4-2 tredje ledd, hvor "meldeplikten" refererer til den plikt som er pålagt primærinnsideren etter første ledd.

Ved transaksjoner mellom en primærinnsider og dennes nærstående, eller mellom to nærstående, er primærinnsideren etter ordlyden i § 4-2 altså forpliktet til å melde både salget og kjø-

⁹⁴ NOU 2016:27 side 199.

⁹⁵ SOU 2014:46 side 413.

⁹⁶ SOU 2014:46 side 413.

pet. Dette er også lagt til grunn av Finanstilsynet.⁹⁷ Finanstilsynet har bemerket at markedet i slike tilfeller ikke får noen informasjon om primærinnsiderens syn på selskapets fremtidsutsikter.⁹⁸ Det antas at det siktes til at § 4-2 identifiserer primærinnsideren og den nærstående når det gjelder informasjonsinnhav, slik at nærståendes transaksjoner må meldes fordi de anses å være basert på primærinnsiderens særlige informasjonstilgang. I disse situasjonene er det altså vanskelig å tolke hvorvidt vedkommende mener det er gunstig å erverve eller å avhende aksjer. I enkelte tilfeller kan informasjonen imidlertid være av interesse: Det at en primærinnsider selger aksjer til en nærstående kan sende andre signaler om selskapets fremtidsutsikter enn et salg til et ukjent aktør som primærinnsideren "ikke bryr seg om". Ettersom det ikke foreligger tilstrekkelig grunnlag for å fravike ordlyden, må det legges til grunn at både kjøp og salg må meldes.

Etter ordlyden i verdipapirhandelloven § 4-2 første og annet ledd kreves det ikke at transaksjonene rent praktisk må utføres av primærinnsideren selv. Primærinnsiders transaksjoner må således meldes uavhengig av hvem som utførte dem.⁹⁹

Transaksjoner foretatt i fremmed navn for egen regning var tema i Gulating lagmannsretts dom LG-2013-52571-2 (Acta-dommen).¹⁰⁰ Hovedtiltalte i saken var salgsdirektør i Acta ASA og senere styremedlem i morselskapet Acta Holding ASA, og således å anse som primærinnsider.¹⁰¹ Seks personer hadde gjennomført transaksjoner i Acta-aksjer over en periode. Spørsmålet i saken var om de handlet for hovedtaltaltes regning og risiko, og således gjennomførte transaksjoner hovedtaltalte ikke hadde anledning til å foreta selv uten å melde fra til markedet.¹⁰² Fem av de seks medtaltalte ble funnet å være pro forma eiere av aksjene. Hovedtaltalte ble domfelt for overtredelse av meldepliktreglene for deres transaksjoner. De fem medtaltalte ble domfelt for medvirkning.¹⁰³

Selve transaksjonen vil i mange tilfeller i praksis foretas av en mellommann, gjerne et verdipapirforetak. På Oslo Børs kreves det at investorer handler gjennom et verdipapirforetak som er medlem på børsen.¹⁰⁴ Handelen foregår da i mellommannens navn og for primærinnsiderens regning. Primærinnsideren har ansvaret for å melde. Dette må gjelde selv om mellommannen ikke har fått spesifikke instruksjoner om å foreta transaksjoner i utstederselskapet,

⁹⁷ Finanstilsynet (2014) side 38.

⁹⁸ Finanstilsynet (2014) side 38.

⁹⁹ NOU 1996:2 side 108.

¹⁰⁰ Anke nektet fremmet for Høyesterett, jf. HR-2016-623-U.

¹⁰¹ LG-2013-52571-2 side 75.

¹⁰² LG-2013-52571-2 side 70-71.

¹⁰³ Dissens 6-1.

¹⁰⁴ Oslo Børs (d).

ellers risikerer man omgåelser og tvilsomme tilfeller der det er uklart hvilke instruksjoner som er gitt.

Det er likevel ikke noe i veien for at utstederforetaket eller et verdipapirforetak sørger for at meldeplikten overholdes.¹⁰⁵ Et spørsmål i forlengelsen av dette er om primærinnsideren kan fritas fra sitt ansvar for å melde dersom vedkommende får profesjonell hjelp og mangler kunnskap om reglementet, eller det er avtalt at mellommannen skal sørge for meldingen. Etter ordlyden i verdipapirhandelloven åpnes det ikke for unntak fra primærinnsiderens ansvar. Hensynet til å unngå omgåelser taler for at plikten påhviler primærinnsideren uansett.

I praksis kan det imidlertid oppstå en forventning om at mellommannen overtar ansvaret, ettersom mellommennene er profesjonelle aktører som forutsettes å kjenne regelverket.¹⁰⁶ Verdipapirforetak skal utvise god forretningsskikk ved utøvelsen av sin virksomhet, jf. verdipapirhandelloven § 10-11, herunder ivareta kundens interesser på best mulig måte, jf. § 10-11 første ledd annet punktum. Børsmedlemmer skal i tillegg utvise god børs-skikk etter børsforskriften § 14. I enkelte tilfeller kan verdipapirforetaket på bakgrunn av disse bestemmelsene være forpliktet til å se til at meldeplikten overholdes.¹⁰⁷ Når verdipapirforetaket er klar over at investoren ikke kjenner reglene, vil det neppe være i overensstemmelse med foretakets forpliktelser å ikke informerer om eller sørger for overholdelse av meldeplikten.

Selv om verdipapirforetaket på nevnte grunnlag kan holdes ansvarlig for ikke å ha besørget meldeplikten, er dette ikke et tilstrekkelig grunnlag for å fravike ordlyden i verdipapirhandelloven hva gjelder primærinnsiders ansvar. Konklusjonen er derfor at primærinnsideren ikke fritas for ansvaret i slike tilfeller.

Også transaksjoner primærinnsideren foretar i eget navn for fremmed regning er etter ordlyden i § 4-2 og ifølge Finanstilsynet underlagt meldeplikt.¹⁰⁸ Eksempler på dette kan være der primærinnsideren opptrer som mellommann eller forvalter, eller der vedkommende foretar en transaksjon for en venns regning. Det kan stilles spørsmål om hensynet bak meldeplikten gjør seg gjeldende for slike transaksjoner, ettersom primærinnsideren ikke tar noen økonomisk risiko. Det kan imidlertid være vanskelig å avgjøre hvorvidt primærinnsideren har vært deltakende i investeringsbeslutningen. Hensynet til å unngå omgåelser og til å forenkle håndhevelsen av regelverket taler for at Finanstilsynets synspunkt legges til grunn.

¹⁰⁵ Finanstilsynet (2014) side 32.

¹⁰⁶ Finanstilsynet (2014) side 39.

¹⁰⁷ Finanstilsynet (2014) side 39.

¹⁰⁸ NOU 1996:2 side 108.

En tredje situasjon er der primærinnsiderens handel foregår både i fremmed navn og for fremmed regning. Primærinnsideren kan eksempelvis ha myndighet til å handle på vegne av en annen aktør, som foresatt eller for en venn. Verdipapirhandellovutvalget uttalte i 1996 at transaksjoner foretatt både i fremmed navn og for fremmed regning av hensiktsmessighetsgrunner ikke burde omfattes av reglene.¹⁰⁹ Bakgrunnen for dette kan være at en primærinnsider skal kunne arbeide som megler eller forvalter uten å underlegges meldeplikt. Altså skal vedkommende kunne være ansatt i et verdipapirforetak og handle for kundens regning i verdipapirforetakets navn. Verdipapirhandellovutvalgets syn må legges til grunn.

Ved selskapets handel i egne aksjer ligger meldeplikten på selskapet som sådant, jf. verdipapirhandelloven § 4-2 første ledd annet punktum og ordlyden "[d]et samme gjelder...", som vil si det samme som i første punktum. Hvilke personer innad i selskapet som er ansvarlige for at meldeplikten overholdes må avgjøres internt.¹¹⁰ I prinsippet ligger ansvaret hos daglig leder, ettersom vedkommende har ansvar for "den daglige ledelse av selskapets virksomhet", jf. allmennaksjeloven § 6-14.

Ansvaret for overholdelse av meldeplikten ligger også på foretaket som sådant der et foretak er representert i annet foretaks styre, jf. verdipapirhandelloven § 4-2 første ledd tredje punktum.¹¹¹

Etter ordlyden i MAR artikkel 19 nr. 1 "[p]ersoner med ledelsesansvar og personer, der er nært knyttet til dem, skal underrette ..." er primærinnsider og nærstående personer pålagt en individuell meldeplikt. Primærinnsideren skal altså ikke melde fra om nærståendes transaksjoner.

For primærinnsiders transaksjoner foretatt av et verdipapirforetak gjelder det samme som i norsk rett, nemlig at transaksjonen skal meldes av primærinnsideren. Innenfor transaksjoner primærinnsideren/nærstående skal melde etter artikkel 19 nr. 1 faller "transaksjoner foretaget af en person, der som ledd i sit erhverv organiserer eller gennemfører transaksjoner", jf. nr. 7 bokstav b og artikkel 3 nr. 28. Under bokstav b faller også forvaltere av fond eller aksjeportefølje, jf. også kommisjonsforordning 2016/522 artikkel 10 nr. 2 bokstav o og n. ESMA har uttalt at meldeplikten inntreer uavhengig av om primærinnsideren/den nærstående har instruert forvalteren om at transaksjonen skal gjennomføres.¹¹² Hensynet til å unngå omgåelser taler for at en slik tolkning må legges til grunn.

¹⁰⁹ NOU 1996:2 side 108.

¹¹⁰ Bechmann (2002) side 211.

¹¹¹ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) side 47.

¹¹² ESMA (2015) side 42.

Ordlyden i MAR åpner ikke for at meldeplikten kan delegeres eller at primærinnsideren/en nærstående kan fritas fra denne. Dette er lagt til grunn i en avgjørelse fra dansk finanstilsyn av den 13. september 2016, der en primærinnsider i et børsnotert selskap hadde avtalt med sin bank at sistnevnte skulle melde fra med én gang bestemte transaksjoner var gjennomført. Dette ble ikke gjort. Dansk finanstilsyn konstaterte at avtalen med banken ikke fritok primærinnsideren fra ansvaret for meldeplikten. Vedkommende ble funnet å ha brutt plikten for to transaksjoner, jf. MAR artikkel 19 nr. 1.¹¹³

Når det gjelder handler for fremmed regning fremgår det av forordningens ordlyd at de meldepliktige kun skal melde "alle transaksjoner, som de utfører *for egen regning*" (min kursivering), jf. MAR artikkel 19 nr. 1 bokstav a. Det vil si at handler i eget eller fremmed navn for fremmed regning faller utenfor.

Det er altså enkelte avvik mellom verdipapirhandelloven og MAR når det gjelder meldepliktens subjekt. Den største forskjellen er at nærstående personer selv skal melde sine transaksjoner etter MAR. En mindre forskjell er at primærinnsidere/deres nærstående ikke skal melde transaksjoner for fremmed regning etter forordningen.

4.3.5 Sammenfatning

Når det gjelder meldepliktens subjekt har underkapittelet vist enkelte relativt betydelige forskjeller mellom verdipapirhandelloven og MAR. De største avvikene er for det første at utstederselskapets handel i egne aksjer ikke skal meldes etter MAR og for det annet at primærinnsiderne og deres nærstående er pålagt en individuell meldeplikt etter forordningen.

4.4 Meldepliktige instrumenter

4.4.1 Innledning

Meldeplikten gjelder transaksjoner i visse finansielle instrumenter. Hvilke dette er fremgår av verdipapirhandelloven § 4-2 første ledd og MAR artikkel 19, jf. kommisjonsforordning 2016/522 artikkel 10 nr. 2 (kommisjonsforordningen). Artikkel 10 er etter kommisjonsforordningens fortale pkt. 29 ikke uttømmende.

4.4.2 Egenkapitalinstrumenter

Etter verdipapirhandelloven § 4-2 første ledd første punktum, jf. § 4-2 fjerde ledd, gjelder meldeplikten for transaksjoner i aksjer og egenkapitalbevis.

¹¹³ Finanstilsynet (Danmark) (2016b).

Primærinnsiderens transaksjoner i egenkapitalinstrumenter utstedt av selskaper i samme konsern som primærinnsiderens selskap skal også meldes, jf. § 4-2 første ledd første punktum, jf. fjerde ledd. Det er etter ordlyden uten betydning hvorvidt konsernselskapet er notert på norsk regulert marked eller ikke, noe som også er uttalt av Finanstilsynet.¹¹⁴ Tilknytningen mellom selskap i samme konsern medfører at forholdene i ett av dem kan få betydning for de andre.¹¹⁵ Primærinnsiders investering i et av konsernselskapene sier derfor noe om vedkommendes syn på hele konsernet, herunder utstederselskapet.

Det fremgår av § 4-2 første ledd annet punktum at bestemmelsens første punktum skal gjelde for selskapets handel i *egne aksjer*. Etter ordlyden i annet punktum plikter altså ikke selskapet, i motsetning til primærinnsiderne, jf. første punktum, å melde fra om transaksjoner i aksjer utstedt av selskaper i samme konsern.¹¹⁶

Et spørsmål er hvorvidt en handel i unoterte instrumenter må meldes dersom utstederselskaps instrumenter for øvrig er notert.¹¹⁷

Det fremgår av børsforskriften § 5 første ledd at søknad om notering skal gjelde alle aksjer innenfor samme aksjeklasse. Når selskapet har flere aksjeklasser må vilkårene for notering være oppfylt for alle disse, jf. opptaksreglene¹¹⁸ pkt. 2.8. Det kan tenkes situasjoner hvor vilkårene ikke er oppfylt for samtlige aksjeklasser, slik at enkelte aksjer forblir unoterte. En annen situasjon kan oppstå ved prospektpliktige kapitalforhøyelser. De nye aksjene kan i en periode være notert på et eget ISIN (identifikasjonsnummer for verdipapirer) i påvente av prospektgodkjennelse, jf. verdipapirhandelloven § 7-3 og 7-7. Frem til prospektet godkjennes er disse aksjene unoterte.

Etter ordlyden i verdipapirhandelloven § 4-1 gjelder bestemmelsene i kapittel 4 for "*aksjer opptatt til handel på regulert marked*" (min kursivering). Ordlyden kan tolkes slik at meldeplicht kun inntreder ved transaksjoner i noterte aksjer. § 4-2 kan tyde på det motsatte. Det fremgår av verdipapirhandelloven § 4-2 første ledd første punktum at primærinnsidere skal melde fra om "*kjøp, salg (...) av aksjer utstedt av selskapet*" (min kursivering). Det er etter ordlyden ikke noe krav om at instrumentene det handles i er noterte. §§ 4-2 og 4-4 i sammenheng kan tolkes slik at det er to vilkår for at transaksjonen skal meldes. For det første at det er en transaksjon i aksjer utstedt av selskapet og for det annet at det aktuelle selskapet har *noen* aksjer opptatt til handel på regulert marked. Etter § 4-2 annet ledd første punktum er det på det rene

¹¹⁴ Finanstilsynet (2014) side 33.

¹¹⁵ Bechmann (2002) side 214.

¹¹⁶ Bergo (2014) side 273.

¹¹⁷ Degré (1999) side 4.

¹¹⁸ Oslo Børs (2017e).

at det for meldeplikten inntreden ikke kreves at rettigheter til aksjer er noterte, se nedenfor. Formålet bak meldeplikten, altså informasjon til markedet om primærinnsideres syn på selskapets fremtidsutsikter, samt hensynet til å unngå omgåelser av reglene taler for at transaksjoner i unoterte instrumenter må meldes. Det samme er lagt til grunn av Bergo.¹¹⁹ Det må etter dette konkluderes med at meldeplikten også gjelder unoterte egenkapitalinstrumenter.

MAR artikkel 19 gjelder transaksjoner i "aktier", jf. artikkel 19 nr. 1 bokstav a.

Egenkapitalbevis er ikke nevnt i forordningen. Et spørsmål er om egenkapitalbevis faller innenfor anvendelsesområdet til MAR. Måten de finansielle instrumentene er angitt i MAR, jf. artikkel 19 nr. 1 bokstav a om "aktier eller gjeldsinstrumenter (...) eller derivater eller andre finansielle instrumenter, som er forbundet hermed", samt kommisjonsforordningen som utførlig ramser opp instrumenter, tyder på at Europaparlamentet og Rådet har ment å dekke alle typer egenkapitalinstrumenter. Bakgrunnen for at egenkapitalbevis ikke er nevnt i MAR er trolig at det er et særnorsk aksjeliknende verdipapir som er utviklet for at sparebanker skal kunne hente inn kapital, jf. finansforetaksloven § 10-9. Selve forordningen gjelder for "finansielle instrumenter", jf. artikkel 2 nr. 1 bokstav a og b. Begrepet "finansielle instrumenter" er også benyttet flere steder i artikkel 19, eksempelvis i nr. 4 bokstav a. Finansielle instrumenter er definert i MiFID artikkel 4 nr. 1 nr. 15, jf. bilag 1 del C nr. 1 og omfatter "verdipapirer". Egenkapitalbevis er etter sin art et verdipapir og dermed et finansielt instrument. Hensynet bak meldeplikten gjør seg i samme grad gjeldende for transaksjoner i slike egenkapitalinstrumenter. Konklusjonen er at meldeplikten etter MAR kommer til anvendelse for transaksjoner i egenkapitalbevis.

Selv om egenkapitalbevis ikke skulle være omfattet av MAR, åpnes det i artikkel 19 nr. 2 første ledd for at Norge utvider meldeplikten til å gjelde slike instrumenter.

Etter ordlyden i MAR artikkel 19 nr. 1 bokstav a skal det kun meldes om transaksjoner i instrumenter fra "pågående utsteder". Transaksjoner i konsernselskapers aksjer skal altså ikke meldes.

ESMA har fastslått at det er uten betydning hvor selve transaksjonen i de finansielle instrumentene blir gjennomført.¹²⁰ Transaksjoner i unoterte aksjer skal altså meldes, dersom utstederselskapet har enkelte aksjer eller gjeldsinstrumenter opptatt til handel på regulert marked, MHF eller OHF.

¹¹⁹ Bergo (2014) side 273.

¹²⁰ ESMA (2015) side 43.

Det konkluderes med at de samme egenkapitalinstrumentene er omfattet av verdipapirhandelloven og MAR.

4.4.3 Gjeldsinstrumenter

Etter ordlyden i verdipapirhandelloven § 4-2 første ledd første punktum er kun transaksjoner i egenkapitalinstrumenter omfattet av bestemmelsen. Handel i obligasjoner har i norsk rett blitt ansett for å ha liten informasjonsverdi for markedet.¹²¹ Kursen på obligasjoner er ikke i samme grad som aksjer avhengig av selskapsspesifikke forhold, og avkastningen av obligasjonene er ikke basert på selskapets resultat.¹²² Transaksjoner i obligasjoner utstedt av primærinnsiderens selskap må derfor ikke meldes.

Transaksjoner i obligasjoner skal meldes etter MAR, jf. artikkel 19 nr. 1 bokstav a og kommisjonsforordningen artikkel 10 nr. 2 bokstav g. Det er som for aksjer uten betydning om transaksjonen i gjeldsinstrumentene foretas på en handelsplass eller utenfor ("over the counter" (OTC)).¹²³

4.4.4 Lån med rett til utstedelse av aksjer

Etter § 11-1 i de norske aksjelovene kan et aksjeselskap/allmennaksjeselskap inngå en låneavtale med eksempelvis en primærinnsider som gir vedkommende en rett til å få utstedt aksjer mot et senere pengeinnskudd ved siden av lånet, eller en rett til å få utstedt aksjer mot at fordringen motregnes mot aksjene (konvertible obligasjoner).¹²⁴ Retten til å få utstedt aksjer gjør at slike lån må meldes, selv om gjeldsinstrumenter ellers ikke er omfattet av verdipapirhandelloven, jf. § 4-2 annet ledd første punktum.

Det samme gjelder etter MAR. Låneavtaler som gir rett til utstedelse av aksjer må falle innunder kommisjonsforordningen artikkel 10 nr. 2 bokstav f som en "rettighet" eller en "warrant" (forarbeidene til aksjeloven (1976) omtaler slike avtaler som en warrant¹²⁵). Omdannelse av finansielle instrumenter, herunder konvertible obligasjoner, skal meldes etter bokstav j.

4.4.5 Rettigheter knyttet til egenkapitalinstrumenter

En rekke rettigheter knyttet til aksjer er omfattet av verdipapirhandelloven § 4-2 annet ledd første punktum. Det vil si "tegningsretter, opsjoner og tilsvarende rettigheter".

¹²¹ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) side 46.

¹²² Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) side 46.

¹²³ ESMA (2015) side 43.

¹²⁴ NOU 1992:29 side 50.

¹²⁵ NOU 1992:29 side 50.

Etter ordlyden i § 4-2 annet ledd kreves det ikke at rettighetene er notert på regulert marked, så lenge de er knyttet til noterte egenkapitalinstrumenter.

Innenfor "tegningsretter" faller aksjeeiernes fortrinnsrett til aksjer ved forhøyelse av aksjekapitalen etter allmennaksjeloven § 10-4 første ledd, aksjeeieres rett ved kapitalforhøyelser til senere å kunne kreve aksjer utstedt etter allmennaksjeloven § 11-10 første ledd, samt frittstående tegningsretter etter allmennaksjeloven § 11-12 første ledd.¹²⁶

Et spørsmål er hvilken type opsjoner det siktes til. Ordlyden, "opsjoner", åpner for at transaksjoner i både kjøp- og salgsoptjoner må meldes. Hensynet bak meldeplikten gjør seg gjeldende for begge typer, ettersom primærinnsiders transaksjoner i slike sier noe om vedkommendes syn på selskapet. Det er videre lagt til grunn i praksis fra tingretten at salgsoptjoner skal meldes, jf. Oslo tingretts dom TOSLO-2014-108244 (Intex Resources-dommen).

Dommen gjaldt blant annet markedsmanipulasjon og brudd på flere innsideregler. Tiltalte var styreleder i Intex Resources og således primærinnsider i selskapet. Da hovedaksjonæren ville selge seg ut av selskapet inngikk primærinnsideren en avtale med hovedaksjonæren om å kjøpe en stor andel av aksjene for å øke markedets interesse for selskapet. Hovedaksjonæren lånte ham penger til kjøpesummen, i tillegg til at tiltalte inngikk en avtale med hovedaksjonærens søsterselskap om en salgsoptjon. Salgsoptjonen ble ikke meldt til markedet før året etter kjøpet,¹²⁷ noe som innebar brudd på meldeplikten.

Finanstilsynet¹²⁸ og Bergo¹²⁹ hevder også at både kjøpsopsjoner og salgsoptjoner omfattes. Det må være konklusjonen.

I tillegg til tegningsretter og opsjoner, er "tilsvarende rettigheter" omfattet, jf. verdipapirhandelloven § 4-2 annet ledd første punktum. Alle andre avtaler om fremtidige aksje- eller egenkapitalutstedelser mellom en primærinnsider og utstederforetaket må falle innunder dette begrepet,¹³⁰ for eksempel ansatteopsjoner.

Det er etter § 4-2 annet ledd annet punktum uten betydning hvorvidt instrumentet gir rett til fysisk eller finansielt oppgjør. Dette er av departementet begrunnet i at hensynene bak meldeplikten gjør seg gjeldende uavhengig av oppgjørsmetoden.¹³¹ Avtaler som ikke innebærer

¹²⁶ Degré (1999) side 6.

¹²⁷ TOSLO-2014-108244 side 17.

¹²⁸ Finanstilsynet (2014) side 34.

¹²⁹ Bergo (2014) side 273.

¹³⁰ Bechmann (2002) side 217.

¹³¹ Prop. 84 L side 53.

utstedelse av egenkapitalinstrumenter vil således også kunne utløse meldeplikten. Etter ordlyden i første punktum må det være en viss tilknytning mellom avtalen og utsteders aksjer, ellers vil instrumentet ikke tilsvare opsjoner og tegningsretter, og hensynet bak meldeplikten ville ikke inntre.

Enkelte former for rettigheter til aksjer har kommet opp til behandling for lavere rettsinstanser før klargjøringen i annet punktum kom inn i verdipapirhandelloven. På bakgrunn av annet punktum og foreliggende praksis skal det vurderes hvorvidt såkalte differansekontrakter, Total return swaps, kredittapsforsikringer og panteretter faller innunder "tilsvarende rettigheter".

Differansekontrakter innebærer at investoren vurderer om vedkommende tror kursen vil gå opp eller ned fra en avtalt pris ved avtaleinngåelsen og frem til avtalens utløp. Hvorvidt vedkommende vinner på investeringen avhenger av differansen mellom avtalt pris og markedsprisen ved avtalens utløp.¹³² Oppgjøret er finansielt. Lagmannsretten i Acta-dommen la det til grunn som utvilsomt at handler med differansekontrakter er meldepliktig etter verdipapirhandelloven § 4-2.¹³³ Hovedhensynet bak meldeplikten gjør seg også gjeldende ettersom inngåelse av en slik avtale reflekterer primærinnsiderens syn på utviklingen i det underliggende instrumentet. Differansekontrakter er altså omfattet av verdipapirhandelloven.

Såkalte Total return swaps (TRS-avtaler) går ut på at det tas utgangspunkt i et bestemt kursnivå for en aksje. Kjøper tjener penger tilsvarende aksjens kursstigning i løpet av en viss tid. Dersom kursen faller fra det avtalte nivået frem til et bestemt avregningstidspunkt, skal kjøper derimot betale differansen mellom aksjekursen og det avtalte nivået til selger.¹³⁴ TRS-avtaler kan ha fysisk eller finansielt oppgjør.¹³⁵ Dersom avtalen har fysisk oppgjør vil det i realiteten være tale om et kjøp og salg av finansielle instrumenter med utskutt oppgjørstidspunkt, som er meldepliktig etter ordlyden i § 4-2 første ledd, jf. "kjøp" og "salg".

Det er i praksis lagt til grunn at også TRS-avtaler med finansielt oppgjør må meldes. Dette fremgår av LB-2008-027119 (SeaDrill-dommen).¹³⁶ Sakens hovedspørsmål var hvorvidt det var grunnlag for konsolidering ved inngåelse av TRS-avtaler mellom et meglerforetak og selskapet SeaDrill. SeaDrill ville kjøpe opp selskapet Eastern Drilling. SeaDrill var på bakgrunn av aksjeinnehav i Eastern Drilling representert i selskapets styre, og således meldepliktig,¹³⁷ jf. verdipapirhandelloven (1997) § 3-1 første ledd tredje punktum, jf. verdipapirhandelloven

¹³² LG-2013-52571-2 side 25.

¹³³ LG-2013-52571-2 side 26.

¹³⁴ Bergo (2014) side 53-54.

¹³⁵ Bergo (2014) side 54.

¹³⁶ LB-2008-027119 side 17.

¹³⁷ TOSLO-2007-39572 side 38.

(2007) § 4-2 første ledd tredje punktum (ordlyden og innholdet er tilnærmet den samme som i 1997-loven). Meldeplikten ble fastslått av tingretten og lagt til grunn uten nærmere behandling av lagmannsretten.

Det ble også tidlig lagt til grunn av Oslo Børs at TRS-avtaler med finansielt oppgjør må meldes. Børsen fant i 2002 at TRS-avtaler Storebrand inngikk i forbindelse med sine bonusordninger var meldepliktige.¹³⁸ TRS-avtaler må altså meldes etter norsk rett.

En kredittapsforsikring (credit default swap) er en form for derivat med en kredittrisiko som underliggende.¹³⁹ Selgeren av en kredittapsforsikring garanterer for kredittverdigheten til det underliggende instrumentet, eksempelvis et lån.¹⁴⁰ Kjøperen betaler selgeren for denne sikkerheten. Et spørsmål er om inngåelse av slike avtaler utløser meldeplikt etter verdipapirhandelloven. Tilknytningen til utsteders aksjer er fjern, slik at hensynet bak meldeplikten i liten grad aktualiseres. Dersom underliggende er et lån i forbindelse med en investering i aksjer og der aksjene er stilt som sikkerhet for lånet, har avtalen en viss tilknytning til utsteders aksjer, men kredittapsforsikringer har likevel en fjernere tilknytning til utsteders instrumenter enn eksempelvis TRS-avtaler. Ettersom underliggende er et gjeldsforhold, og gjeldsinstrumenter ikke er omfattet av meldepliktreglene i norsk rett,¹⁴¹ virker det mest riktig å konkludere med at kredittapsforsikringer ikke omfattes av verdipapirhandelloven.

Videre er det uklart om en panterrett er en "tilsvarende rettighet". Det vil si der primærinnsider er panthaver med panterrett i utstederselskapets finansielle instrumenter. Dersom pantsetter ikke overholder sine forpliktelser kan primærinnsideren søke dekning i instrumentene, jf. tvangsfullbyrdelsesloven § 10-4. Primærinnsideren kan således hevdes å ha en rettighet til aksjene, jf. § 4-2 annet ledd første punktum. Vedkommende har godtatt instrumentet som pantobjekt og kan således hevdes å ha vurdert dets verdi. Det kan imidlertid argumenteres for at primærinnsideren kun har en rett til å få dekket sitt krav, og ikke en rett til aksjene som sådanne. Konklusjonen må være at panteretter ikke må meldes.

MAR med kommisjonsforordningen har en mer utførlig angivelse av hvilke finansielle instrumenter som er omfattet av reguleringen, og virker således klargjørende sammenliknet med verdipapirhandelloven både når det gjelder opsjoner og rettigheter til aksjer.

¹³⁸ Oslo Børs (2003) side 166.

¹³⁹ NOU 2006:3 side 45-46.

¹⁴⁰ NOU 2006:3 side 45-46.

¹⁴¹ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) side 46.

Først kan det konstateres at transaksjoner i derivater utløser meldeplikt uavhengig av om de gir rett til fysisk eller finansielt oppgjør, jf. kommisjonsforordningen artikkel 10 bokstav d, slik som i norsk rett.

Det er videre klart at tegningsretter er omfattet, ettersom alle de nevnte former for tegningsretter faller innunder "rettigheter" i kommisjonsforordningen artikkel 10 nr. 2 bokstav f.

Finansinspektionen har tolket MAR slik at det ikke kreves melding når eksisterende aksjeeiere blir tildelt tegningsretter basert på deres aksjeinnehav.¹⁴² Bakgrunnen for dette er trolig at aksjeinnehavet ikke endrer seg forholdsmessig, samt at investorene ikke foretar noen investeringsbeslutninger. Etter ordlyden skal imidlertid alle rettigheter meldes, noe som må legges til grunn som utgangspunkt, ettersom det svenske finanstilsyn ikke er noen autoritativ kilde for tolkning av forordningen.

Det fremgår uttrykkelig av ordlyden i bokstav f at både transaksjoner i kjøpsopsjoner og salgsoptions skal meldes. Det samme gjelder warrants, jf. bokstav f. Warrants er en form for opsjon, som ofte utstedes av en finansinstitusjon.¹⁴³ Instrumentet faller således innunder ordlyden i verdipapirhandelloven § 4-2 annet ledd første punktum.

Når det gjelder differansekontrakter, TRS-avtaler, kredittapsforsikringer og panteretter fremgår det, i motsetning til etter norsk rett, eksplisitt av ordlyden i kommisjonsforordningen at inngåelsen av differansekontrakter må meldes etter kommisjonsforordningen artikkel 10 nr. 2 bokstav e, equity swaps, som vil omfatte TRS-avtaler etter artikkel 10 nr. 2 bokstav c og kredittapsforsikringer etter artikkel 10 nr. 2 bokstav h.

Det fremgår ikke av forordningens ordlyd hvorvidt primærinnsider som panthaver må melde panterett i utsteders instrumenter. Ettersom pantsettelse er regulert (se ovenfor) og rettsaktene er såpass detaljerte, så hadde trolig en panterett vært nevnt i ordlyden dersom slike var ment å være omfattet. Det vises ellers til drøftelsen av dette like ovenfor. Panteretter antas å falle utenfor MAR.

Verdipapirhandelloven og MAR omfatter altså de samme rettighetene knyttet til egenkapitalinstrumenter, unntatt kredittapsforsikringer.

¹⁴² Finansinspektionen (2017).

¹⁴³ Oslo Børs (e).

4.4.6 Fondsandeler

Et spørsmål er om transaksjoner i fondsandeler utløser meldeplikt etter norsk rett. Transaksjoner i fondsandeler er indirekte transaksjoner i aksjer, og kunne således vært omfattet av ordlyden § 4-2 første ledd første punktum. Tilknytningen til utstederselskapets aksjer er imidlertid såpass fjern og eksponeringen mot aksjene er gjerne liten, slik at hensynet bak meldeplikten i liten grad gjør seg gjeldende.¹⁴⁴ Såkalte Exchange Traded Funds er passive verdipapirfond, som kan børsnoteres på Oslo Børs. Etter Oslo Børs' mening utløser transaksjoner i ETF-andeler ikke meldeplikt.¹⁴⁵ Begrunnelsen er særlig at eksponeringen i ETF-andeler ofte ikke er basert på et ønske om eksponering i utstederselskapet, men å oppnå en veldiversifisert portefølje.¹⁴⁶ Det legges etter dette til grunn at transaksjoner i fondsandeler ikke er meldepliktige etter verdipapirhandelloven.

Det er de imidlertid etter MAR. Det fremgår av kommisjonsforordningen artikkel 10 nr. 2 bokstav m at transaksjoner i andeler i verdipapirfond, inkludert alternative investeringsfond må meldes.

4.4.7 Livsforsikringspoliser

Livsforsikringer (Unit Link) er en form for sparing. Ved investering i en livsforsikring kan forsikringstaker selv (delvis) bestemme hvordan investeringsporteføljen skal være sammensatt.¹⁴⁷ Selv om forsikringselskapet eier porteføljen, har forsikringstakeren risikoen for avkastningen av det innskutte beløpet.¹⁴⁸ Hovedhensynet bak meldeplikten gjør seg til en viss grad gjeldende når primærinnsideren som forsikringstaker kan påvirke investeringene.

Transaksjoner innen livsforsikringspoliser faller utenfor ordlyden i verdipapirhandelloven § 4-2, men er omfattet av MAR, jf. artikkel 19 nr. 7 bokstav c. Forutsetningene er at forsikringstakeren har investeringsrisikoen, jf. bokstav c punkt i og ii, og kan treffe investeringsbeslutninger eller foreta transaksjoner knyttet til konkrete instrumenter i livsforsikringspolisen, jf. bokstav c punkt iii.

4.4.8 Sammenfatning

Underkapittel 4.4 har vist at transaksjoner i gjeldsinstrumenter, kredittavtaler, fondsandeler og livsforsikringspoliser faller utenfor verdipapirhandelloven, men er omfattet av MAR.

¹⁴⁴ Oslo Børs (2006) side 122.

¹⁴⁵ Oslo Børs (2006) side 122.

¹⁴⁶ Oslo Børs (2006) side 122.

¹⁴⁷ Regjeringen (2016b).

¹⁴⁸ Finanstilsynet (2012) side 1-2.

4.5 Meldepliktige transaksjoner

4.5.1 Innledning

Hvilke typer transaksjoner som må meldes fremgår av verdipapirhandelloven § 4-2 første og annet ledd og MAR artikkel 19 nr. 1 bokstav a og nr. 7, jf. kommisjonsforordningen.

I dette underkapittelet vil det tas utgangspunkt i verdipapirhandelloven § 4-2 første ledd første punktum og annet ledd første punktum, hvorefter kjøp, salg, bytte, tegning, konvertible lån og inngåelse av rettigheter skal meldes. Det vurderes hva som nærmere ligger i dette, og deretter undersøkes det hvorvidt samme type transaksjoner må meldes etter MAR.

4.5.2 Innehav av finansielle instrumenter

Selve innehavet av finansielle instrumenter trenger ikke meldes etter ordlyden i verdipapirhandelloven.¹⁴⁹ Dersom en person har ervervet aksjer i et selskap vedkommende senere blir primærinnsider i, er det ikke nødvendig å melde aksjeinnehavet. Disse aksjene ble ervervet før vedkommende fikk tilgang til eventuell selskapsintern informasjon. Dersom vedkommende etter å ha blitt primærinnsider endrer aksjeinnehavet, utløses meldeplikten. Opplysninger om hvem som er aksjeeiere i selskapet skal for øvrig fremgå av årsberetningen, jf. verdipapirhandelloven § 5-8a.

Det samme gjelder etter MAR. Det fremgår av ordlyden i artikkel 19 nr. 1 bokstav a at de meldepliktige skal melde "om alle *transaksjoner*, som de utfører" (min kursivering).

4.5.3 Kjøp og salg

Primærinnsidere skal gi melding om "kjøp" og "salg" av egenkapitalinstrumenter og rettigheter til slike, jf. verdipapirhandelloven § 4-2 første ledd første punktum og annet ledd første punktum.

Etter ordlyden stilles det ikke krav til hvordan kjøpet/salget foregår. Det vil si at primærinnsiderens aksept av et frivillig eller tvungent tilbud, jf. verdipapirhandelloven kapittel 6, altså betingede kjøp, må meldes.¹⁵⁰ Det samme gjelder terminhandler, hvor partene inngår en avtale om at selger skal levere et bestemt antall finansielle instrumenter til kjøper på et fremtidig tidspunkt og til en på forhånd fastsatt pris, eksempelvis såkalte forwards eller futures.¹⁵¹ Det er også uttrykkelig uttalt av lagmannsretten i den nevnte Acta-dommen at kjøpekontrakter med utsatt oppgjør må meldes.¹⁵² Uavhengig av hvordan kjøpet/salget foregår i praksis er

¹⁴⁹ Bechmann (2002) side 218.

¹⁵⁰ Finanstilsynet (2014) side 34.

¹⁵¹ Bergo (2014) side 50.

¹⁵² LG-2013-52571-2 side 25.

transaksjonen basert på primærinnsiderens investeringsbeslutning, som er av interesse for markedet.

Begrepene "kjøp" og "salg" innebærer etter alminnelig ordbruk en gjensidig ytelsesutveksling.¹⁵³ Erverv av finansielle instrumenter ved arv eller gave er derfor etter ordlyden i § 4-2 ikke omfattet. Hovedhensynet bak bestemmelsen gjør seg ikke gjeldende ved slike disposisjoner, fordi passive erverv ikke sier noe om vedkommendes syn på selskapsinterne forhold.

Hovedhensynet gjør seg heller ikke tydelig gjeldende for såkalte repoforretninger og shortsalg. Det kan således stilles spørsmål om repoforretninger skal meldes. En repoforretning består av et salg av et finansielt instrument, kombinert med en avtale om at selger kjøper instrumentet tilbake på et bestemt tidspunkt og til en på forhånd fastsatt pris. I utgangspunktet faller transaksjonene innunder ordlyden "kjøp" og "salg" i § 4-2 første ledd første punktum. Kursrisikoen ligger imidlertid hele tiden hos selger, slik at hensynet bak meldeplikten ikke gjør seg gjeldende. Finanstilsynet mener dette ikke er tilstrekkelig til å tolke ordlyden innskrenkende,¹⁵⁴ og det må også være riktig. Ettersom ordlyden er klar må konklusjonen være at repoforretninger må meldes. Transaksjonen meldes da som en avtale om spotsalg og et tilbakekjøp på termin.¹⁵⁵

Shortsalg går ut på at en aktør selger verdipapirer vedkommende ikke eier på avtaletidspunktet, jf. shortsalgforordningen artikkel 2 nr. 1 bokstav b. Shortselgeren plikter å ha tilgang til instrumentene, gjerne ved å låne dem for levering til kjøper, jf. shortsalgforordningen artikkel 12 nr. 1. Det er altså i realiteten tale om et salg, et lån og et senere kjøp. Kjøp og salg skal meldes etter ordlyden i § 4-2 første ledd første punktum. Det er imidlertid neppe behov for å melde om at det er tale om en shortposisjon ettersom investorer har en selvstendig plikt til å rapportere shortposisjoner i aksjer opptatt til handel på regulert marked og MHF etter verdipapirhandelloven § 3-14, jf. shortsalgforordningen artikkel 5 og 6. Konklusjonen er derfor at shortselgeren må melde om kjøp og salg av instrumentene, men trenger ikke opplyse om at det er tale om et shortsalg.

Når det gjelder lån kan det stilles spørsmål om innlån og utlån av finansielle instrumenter må meldes. Den som låner verdipapirer kan disponere over disse i en bestemt periode mot å betale vederlag til utlåner.¹⁵⁶ Risikoen forblir hos utlåner, og det er således ikke naturlig å anse lån for å falle innunder "kjøp" og "salg" i § 4-2 første ledd første punktum. Et lån har imidlertid

¹⁵³ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) side 45.

¹⁵⁴ Finanstilsynet (2014) side 37.

¹⁵⁵ Finanstilsynet (2014) side 37.

¹⁵⁶ Myklebust (2011) side 231.

likhetstrekk med et salg kombinert med et tilbakekjøp på termin, slik at det ikke er helt fjernt å anse det for omfattet av ordlyden.¹⁵⁷ Hertil nevnes at etter § 4-3 om flaggeplikt skal "innlån" og "tilbakelevering av aksjer til utlåner" regnes som "erverv og avhendelse", jf. § 4-3 tredje ledd. Verdipapirlovutvalget har foreslått å også gjøre utlån flaggepliktig i forbindelse med implementeringen av endringsdirektivet til rapporteringsdirektivet.¹⁵⁸ "Erverv" og "avhendelse" kan imidlertid hevdes å være videre begreper enn "kjøp" og "salg", slik at ordlyden i § 4-2 i større grad må utvides for å inkludere lån sammenliknet med ordlyden i § 4-3.

Det er videre uttalt i forarbeidene til verdipapirhandelloven av 1997 at innlån/utlån i utgangspunktet faller utenfor forbudet mot innsidehandel.¹⁵⁹ På bakgrunn av forarbeidsuttalelsene er det lagt til grunn av Oslo Børs¹⁶⁰ og av Bechmann m.fl.¹⁶¹ at innlån og tilbakelevering til utlåner ikke er meldepliktig med mindre det i virkeligheten er tale om en realisasjon. Det må da vurderes konkret hvorvidt det er tale om et innlån/utlån eller en realisasjon.¹⁶² Et sentralt moment er om risikoen går over på innlåner i låneperioden.¹⁶³ Det foreligger etter dette ikke tilstrekkelige grunner til å tolke ordlyden utvidende. Konklusjonen er at utlån/innlån av verdipapirer ikke må meldes.

Der primærinnsideren låner penger for å finansiere en aksjeinvestering er det vanlig å benytte aksjene som pantesikring, jf. panteloven § 4-1.¹⁶⁴ Primærinnsiders trenger etter ordlyden i § 4-2 ikke å melde pantsettelsen, fordi det ikke faller innunder noen av begrepene "kjøp, salg, bytte eller tegning", jf. første ledd første punktum.

Et spørsmål i forlengelsen av dette er om primærinnsidere må melde tvangssalg av deres finansielle instrumenter. Etter en naturlig språklig forståelse er et "salg" en frivillig disposisjon. Tvangssalg faller dermed utenfor ordlyden i § 4-2 første ledd første punktum. Heller ikke gjør hensynet bak meldeplikten seg gjeldende når primærinnsideren ikke selv beslutter å selge instrumentene. Finanstilsynet har lagt til grunn at et tvangssalg gjennom namsmyndighetene i utgangspunktet ikke må meldes, fordi det ikke er frivillig,¹⁶⁵ jf. tvangsfullbyrdsloven §§ 10-1 og 10-4. Det må på denne bakgrunn konkluderes med at tvangssalg ikke må meldes.

¹⁵⁷ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) side 29.

¹⁵⁸ NOU 2016:2 side 30.

¹⁵⁹ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) side 30.

¹⁶⁰ Oslo Børs (2000) side 98-99.

¹⁶¹ Bechmann (2002) side 213.

¹⁶² Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) side 30.

¹⁶³ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) side 30.

¹⁶⁴ Finanstilsynet (2014) side 36.

¹⁶⁵ Finanstilsynet (2014) side 36.

Konklusjonen kan imidlertid være en annen når pantsetter, altså primærinnsideren, er delaktig i salget. Når panteobjektet er et finansielt instrument notert på regulert marked kan det inngås en forhåndsavtale om at et tvangssalg skal skje gjennom en uavhengig megler, jf. tvangsfullbyrdelsesloven § 1-3 annet ledd annet punktum, jf. § 10-2. Transaksjonen er da mer frivillig, og kan således lettere omfattes av ordlyden. Hovedhensynet bak meldeplikten gjør seg også til en viss grad gjør seg gjeldende. Etter Finanstilsynets mening skal slike tvangssalg meldes.¹⁶⁶ For å unngå tvilsomme tilfeller, hvor graden av frivillighet må opp til vurdering, er det hensiktsmessig at det trekkes et skille mellom ufrivillige salg og salg som er helt eller delvis frivillig fra primærinnsiders side. Konklusjonen er derfor at tvangssalg må meldes dersom primærinnsideren bidrar til salget.

Spørsmålet er så hvilke transaksjoner som er omfattet av MAR, jf. kommisjonsforordningen artikkel 10 nr. 2.

Kommisjonsforordningen benytter begrepene "erhvervelse" og "afhændelse" i stedet for "kjøp" og "salg", jf. artikkel 10 nr. 2 bokstav a. Førstnevnte begreper kan som nevnt hevdes å være videre. Kjøp og salg, herunder aksept av frivillig og tvungent tilbud er uten tvil omfattet. Det samme gjelder kjøp på termin. Repoforretninger er som nevnt en kombinasjon av et spot-salg og tilbakekjøp på termin, som også er omfattet av ervervelse og avhendelse.

Norsk rett omfatter som nevnt ikke arv, gave, lån, tvangssalg og pant. Erverv ved arv, donasjoner og gave er i EU-retten uttrykkelig nevnt i artikkel 10 nr. 2 bokstav k. Det følger av kommisjonsforordningen artikkel 10 bokstav p at lån og utlån av finansielle instrumenter må meldes.

Etter artikkel 19 nr. 7 bokstav a omfattes pantsettelse av finansielle instrumenter av eller på vegne av en primærinnsider/en nærstående. Bakgrunnen for å gjøre pantsettelse meldepliktige er etter fortalen i MAR at pantsettelsen medfører en risiko for en plutselig avhendelse av verdipapirene som følge av at primærinnsideren ikke kan oppfylle sine forpliktelser.¹⁶⁷ Markedet burde bli gjort oppmerksom på denne risikoen for endringer i selskapets eierstruktur.¹⁶⁸ Mot dette kan det innvendes at ettersom aksjer er fritt omsettelige vil det alltid være en sjanse for at det kan skje endringer i eierstrukturen.

¹⁶⁶ Finanstilsynet (2014) side 36.

¹⁶⁷ EP/Rfo 596/2014 EU pkt. 58.

¹⁶⁸ EP/Rfo 596/2014 EU pkt. 58.

Ettersom pantsettelse i seg selv er meldepliktige etter MAR, jf. artikkel 19 nr. 7 bokstav a, og dette etter fortalen skal forberede markedet på et mulig tvangssalg, antas det at et senere tvangssalg ikke trenger å meldes i tillegg.

MAR omfatter altså flere former for erverv og avhendelse enn verdipapirhandelloven.

4.5.4 Bytte

Bytte av aksjer og rettigheter til aksjer er meldepliktig etter § 4-2 første ledd første punktum, jf. annet ledd første punktum. Omfattet er eksempelvis bytte av aksjer i et selskap mot aksjer i et annet selskap, eller aksjer benyttes som betaling for en rettighet til aksjer.

Ved både fusjoner og fisjoner foretas det bytte av aksjer, som faller innunder ordlyden i verdipapirhandelloven § 4-2 første ledd første punktum. Ved fusjon har aksjonærene i det overdragende selskap rett til aksjer i det overtakende selskapet som vederlag for aksjene de hadde i det overdragende selskap etter allmennaksjeloven § 13-2 første ledd nr. 1. Aksjonærene i overdragende selskap har rett til aksjer i et eller flere av de overtakende selskapene ved fisjon etter allmennaksjeloven § 14-2 første ledd nr. 1. Etter Finanstilsynets mening omfattes ikke slike transaksjoner på tross av at de faller innunder ordlyden.¹⁶⁹ Hovedhensynet bak meldeplikten gjør seg ikke gjeldende, ettersom aksjebyttet er basert på en lovfestet rett, og det derfor ikke sier noe om primærinnsiderens vurdering av selskapet. Markedet blir informert om selve fusjonen/fisjonen, og får da indirekte informasjon om aksjebyttene. På tross av at ordlyden er klar, legges det til grunn at aksjebytte ved fusjoner og fisjoner ikke må meldes.

Aksjebytte må meldes også etter MAR, noe som fremgår av ordlyden i kommisjonsforordningen artikkel 10 nr. 2 bokstav a "ombytning", men i den grad EU-landene har en tilsvarende lovgivning som i Norge, tilsier hensynet bak meldeplikten altså at det ikke er nødvendig å melde dette.

4.5.5 Tegning

Primærinnsidere må melde tegning av egenkapitalinstrumenter, jf. § 4-2 første ledd første punktum, jf. allmennaksjeloven kapittel 10 om kapitalforhøyelser.

Alternativet "tegning av aksjer" er ikke aktuelt ved utstederselskapets handel i egne aksjer, da et foretak ikke kan tegne egne aksjer, jf. allmennaksjeloven § 9-1 første ledd første

¹⁶⁹ Bergo (2014) side 69.

punktum.¹⁷⁰ Utstedelse av nye aksjer eller rettigheter til aksjer er ikke meldepliktige for selskapet.¹⁷¹

Også etter MAR skal tegning av aksjer (og gjeldsinstrumenter) meldes, jf. kommisjonsdirektiv 2016/522 artikkel 10 nr. 2 bokstav a og g.

Etter dette skal tegning meldes både etter verdipapirhandelloven og MAR.

4.5.6 Inngåelse av rettigheter til egenkapitalinstrumenter

"Inngåelse" av rettigheter til aksjer må meldes etter verdipapirhandelloven § 4-2 annet ledd første punktum. Det kan stilles spørsmål om hva som ligger i dette utover inngåelse av avtaler som gir primærinnsideren rettigheter knyttet til utsteders aksjer.

På grunnlag av en naturlig språklig forståelse av "inngåelse" antar Finanstilsynet at meldeplikten også omfatter tilfeller der ansatte i et foretak blir tildelt vederlagsfrie opsjoner.¹⁷² Denne tolkningen fremstår ikke helt åpenbar, ettersom gaver som nevnt ikke skal meldes. De ansatte "betale" imidlertid for opsjonene med arbeidsinnsats, slik at det i realiteten beror på et gjensidig avtaleforhold. Med et slikt synspunkt gjør hensynet bak meldeplikten seg gjeldende. Det legges etter dette til grunn at vederlagsfrie ansatteopsjoner må meldes.

Når det gjelder MAR må inngåelse av equity swaps og differansekontrakter meldes etter kommisjonsforordningen artikkel 10 nr. 2 bokstav c og e.

"[A]ccept" av opsjoner meldes etter bokstav b, herunder tildeling av vederlagsfrie opsjoner. "Accept" må anses å innebære det samme som det norske begrepet "inngåelse".

Inngåelse av rettigheter må altså meldes etter både loven og forordningen.

4.5.7 Sammenfatning

Kapittel 4.2. har vist at arv, gave, lån, tvangssalg og pant må meldes etter MAR, men ikke etter verdipapirhandelloven. Foruten dette er reguleringen den samme hva gjelder meldepliktige transaksjoner.

¹⁷⁰ Finanstilsynet (2014) side 37.

¹⁷¹ Finanstilsynet (2014) side 37.

¹⁷² Finanstilsynet (2014) side 34.

4.6 Tidspunktet for meldepliktens inntreden

4.6.1 Innledning

Tidspunktet for meldepliktens inntreden fremgår indirekte av verdipapirhandelloven § 4-2 og MAR artikkel 19 nr. 1 bokstav a og nr. 7, jf. kommisjonsforordningen artikkel 10 nr. 2. Fristen for å sende inn melding om transaksjonen etter at meldeplikt er utløst behandles nedenfor.

Ved de fleste transaksjoner inntreer meldeplikten på tidspunktet for avtaleinngåelsen. For enkelte avtaler bør dette presiseres nærmere. Det gjelder for terminavtaler, betingede avtaler, "alt eller intet"-ordre, tegning og ved inngåelse av opsjoner.

4.6.2 Utgangspunktet

Ordlyden i verdipapirhandelloven § 4-2 første og annet ledd er uklar med hensyn til det nærmere tidspunktet for utløsning av meldeplikten. Kjøp, salg, bytte og tegning kan hevdes å foreligge enten ved avtaleinngåelsen eller når ytelsene er utvekslet. Det fremgår imidlertid av forarbeidene at meldeplikten som utgangspunkt utløses når det er inngått bindende og endelig avtale om transaksjonen.¹⁷³ Det vil gjerne være et tidligere tidspunkt enn utvekslingen av ytelsene. Hensynet til rask informasjonstilgang for markedet taler derfor for forarbeidenes løsning. Utgangspunktet er etter dette at meldeplikten utløses når det er inngått bindende avtale.

Tidspunktet for avtaleinngåelsen fastslås ved en alminnelig avtalerettslig vurdering av omstendighetene rundt avtalen. Ved handel på regulert marked er avtalen inngått når ordrene matches i systemet.¹⁷⁴

Ensidige tilbud er etter alminnelige avtalerettslige regler bindende ved aksept innenfor en eventuell akseptfrist. Dette er for meldeplikten uttrykkelig uttalt av Finanstilsynet.¹⁷⁵

Når det gjelder MAR kan det stilles spørsmål om hva som er hovedregelen. Ordlyden i artikkel 19 nr. 1 bokstav a, hvoretter "transaksjoner, som de *utfører*" (min kursivering) skal meldes, tilsier at meldeplikten inntreer når transaksjonen er gjennomført. En transaksjon kan hevdes å være utført enten ved avtaleinngåelsen eller ved ytelsesutvekslingen. Når bindende avtale har kommet i stand beror gjerne selve ytelsesutvekslingen på praktiske forhold. Det er således mest nærliggende å legge til grunn at transaksjonen er utført på tidspunktet for bindende avtale. Hensynet til rask informasjonstilgang for markedet taler som nevnt for denne løsningen.

¹⁷³ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) side 46.

¹⁷⁴ Bechmann (2002) side 212.

¹⁷⁵ Finanstilsynet (2014) side 34.

Konklusjonen er at hovedregelen også etter MAR er at meldeplikt inntre på tidspunktet for bindende og endelig avtale.

4.6.3 Terminavtaler

Nevnte utgangspunktet gjelder også for terminavtaler, selv om det er et lenger tidsrom mellom avtaleinngåelse og utveksling av ytelser.¹⁷⁶

I enkelte tilfeller blir partene i løpet av terminens løpetid enige om et nytt og senere leveringstidspunkt enn opprinnelig avtalt ("rullering"). Partene vil i slike tilfeller gjerne foreta en avregning frem til tidspunktet for endringene, og eventuelt redigere terminkursen. Ved rullering skal det etter Finanstilsynets mening inngis en ny melding om terminhandelen, noe som er i tråd med utgangspunktet, ettersom det i realiteten inngås en ny bindende terminavtale. Det bør oppgis i meldingen at det er tale om en rullering.¹⁷⁷

Når plikten inntre for terminavtaler etter MAR er uklart. Det bør av hensynet til markedets informasjonsbehov legges til grunn at terminavtaler skal meldes ved avtaleinngåelsen. Hvorvidt det må meldes på nytt ved rullering etter MAR er uklart, men ettersom det i realiteten inngås en ny avtale, burde det også meldes.

Det konkluderes med at meldeplikten ved terminavtaler inntre på samme tidspunkt etter verdipapirhandelloven og MAR.

4.6.4 Betingede avtaler

I tråd med det nevnte utgangspunktet, skal også betingede avtaler om kjøp, salg eller tegning meldes når avtalen er bindende inngått etter verdipapirhandelloven § 4-2 første ledd første punktum. Bindende avtale foreligger når betingelsene har inntruffet eller falt bort.¹⁷⁸ Før dette tidspunktet er ikke partene forpliktet til å yte noe. Dette er lagt til grunn av Finanstilsynet.¹⁷⁹

Etter MAR skal det meldes både om inngåelsen av betingede kontrakter og effektivering av disse etter ordlyden i kommisjonsforordningen artikkel 10 nr. 2 bokstav i. Det fremgår imidlertid av kommisjonsforordningens fortale pkt. 30 at det ikke er nødvendig, og at meldeplikten inntre når betingelsene foreligger. Det samme er lagt til grunn av ESMA når det gjelder betingede godtgjørelseskontrakter.¹⁸⁰

¹⁷⁶ Finanstilsynet (2014) side 37.

¹⁷⁷ Finanstilsynet (2014) side 37.

¹⁷⁸ Degré (1999) side 26.

¹⁷⁹ Finanstilsynet (2014) side 34.

¹⁸⁰ ESMA (2017) side 9.

Det bemerkes at selve inngåelsen av en betinget avtale, eksempelvis om kjøp av aksjer, kan være av interesse for markedet, fordi det signaliserer at primærinnsider er interessert i selskapet. For å begrense antallet meldinger bør det imidlertid ikke meldes når det ikke er klart om det kommer til å foreligge et kjøp/salg/bytte.

Betingede avtaler mellom utsteder og en primærinnsider hvor betingelsenes inntreden avhenger kun av den ene parten må anses som en opsjonsavtale.¹⁸¹ Se nedenfor.

Etter både verdipapirhandelloven og MAR inntreer meldeplikt altså når betingelsene foreligger og den betingede avtalen kan iverksettes.

4.6.5 "Alt eller intet"-ordre

Et spørsmål er når meldeplikten inntreer ved en såkalt "alt eller intet"-ordre ("all or nothing"-ordre).

"Alt eller intet"-ordre går ut på at en megler, eksempelvis et verdipapirforetak, får beskjed fra en kunde om å kjøpe et visst antall aksjer. Kunden er ikke forpliktet til å motta aksjene og megleren er ikke forpliktet til å levere før det avtalte volumet er fremskaffet.¹⁸²

Hensynet til at kurssensitiv informasjon raskt tilflyter markedet tilsier at hver enkelt transaksjon må meldes separat ved slike avtaler. Selve avtalen er imidlertid ikke bindende før volumkravet er oppfylt. Nevnte utgangspunkt tilsier derfor at avtalen ikke trenger å meldes før dette tidspunktet.

At meldeplikten inntreer først når volumkravet er oppfylt fremgår av Oslo tingretts dom 03/2621M/30 (Tomra-dommen). Saken gjaldt blant annet medvirkning til brudd på meldepliktreglene. En megler i et verdipapirforetak mottok en ordre om å kjøpe 800 000 aksjer i et selskap på vegne av finansdirektøren og tre toppledere i selskapet, som altså var primærinnsidere. Det ble konstatert brudd på meldeplikten for aksjer kjøpt før en "alt eller intet"-ordre hadde kommet i stand, men ikke for de aksjer som var handlet på grunnlag av en slik ordre og innmeldt etter at volumkravet var oppfylt.¹⁸³

Det samme er lagt til grunn av Finanstilsynet.¹⁸⁴ Det må på denne bakgrunn konkluderes med at meldeplikten inntreer først når volumkravet er oppfylt ved "alt eller intet"-ordre.

¹⁸¹ Finanstilsynet (2014) side 34-35.

¹⁸² Finanstilsynet (2014) side 35.

¹⁸³ De ble anket over straffeutmålingen, se LB-2003-13038 inntatt i RG 2004 s. 1136.

¹⁸⁴ Finanstilsynet (2014) side 35.

Finanstilsynet gjør imidlertid unntak fra dette der "alt eller intet"-ordren ikke er såkalt "regulær". Det vil si der kunden mottar delleveringer før det avtalte volumet er fremskaffet.¹⁸⁵ Dette er naturlig ettersom levering normalt markerer at transaksjonen er ferdig. Hvorvidt ordren er regulær, beror på en konkret helhetsvurdering.¹⁸⁶ Relevante vurderingsmomenter vil blant annet være ordrens innhold, forutsetningene knyttet til ordren, kommunikasjonen mellom partene, samt bakgrunnen for valget av type ordre.¹⁸⁷ Dersom det er særlig tilrettelagt for oppfyllelse av ordren, eksempelvis ved et særlig lavt volumkrav, taler det for at ordren ikke er regulær.¹⁸⁸ En ordre vil heller ikke være regulær når hensikten med den i hovedsak er å omgå meldeplikten.¹⁸⁹ Meldeplikten kan i utgangspunktet ikke unngås ved at erverv settes inn på en annen konto.¹⁹⁰ En forutsetning for at det kan være tale om en "alt eller intet"-ordre er derfor at verdipapirforetaket som har verdipapirene på konto mens innkjøpene foregår tar en reell risiko.¹⁹¹

Et spørsmål i Tomra-dommen var om det var avtalt en "alt eller intet"-ordre. Den opprinnelige avtalen ble av retten ansett for uklar til at det kunne legges til grunn at en "alt eller intet"-ordre forelå.¹⁹² Hensynet til tillit til markedet ble særlig vektlagt. Retten vurderte deretter om det i en etterfølgende telefonsamtale ble avtalt mellom partene at det var tale om en "alt eller intet"-ordre. Momenter i vurderingen var partenes forståelse av avtalt antall, kurs og tid, forståelse av hva en "alt eller intet"-ordre innebar, samt praktiske hensyn. Det konkluderes med at det ble avtalt en "alt eller intet"-ordre fra tidspunktet for denne siste samtalen. Før dette tidspunktet hadde megleren kjøpt 110 000 aksjer. Meldeplikten for disse aksjene inntrådte da megleren foretok handelen (bindende avtale foreligger når ordrene matches i systemet), uavhengig av om kjøper var informert om den.¹⁹³ På bakgrunn av dette ble det fastslått brudd på meldeplikten for de første 110 000 aksjene, men ikke for de resterende 690 000.

Neste spørsmål er hvorvidt "alt eller intet"-ordrer kan meldes først når volumkravet er oppfylt etter MAR. Ettersom fristen for innmelding er på tre dager etter transaksjonen burde det ikke være noe i veien for at flere transaksjoner meldes samtidig, så lenge det foregår innenfor maksfristen.¹⁹⁴ Ved "alt eller intet"-ordre kan det argumenteres for at de praktiske hensyn er

¹⁸⁵ Finanstilsynet (2014) side 35.

¹⁸⁶ Finanstilsynet (2014) side 35.

¹⁸⁷ Finanstilsynet (2014) side 35-36.

¹⁸⁸ Finanstilsynet (2014) side 36.

¹⁸⁹ Finanstilsynet (2014) side 36.

¹⁹⁰ Oslo Børs (2002) side 107.

¹⁹¹ Bechmann (2002) side 213.

¹⁹² Oslo tingrett 03/2621M/30 side 8.

¹⁹³ Oslo tingrett 03/2621M/30 side 11.

¹⁹⁴ ESMA (2015) side 66.

sterke nok til at transaksjonen ikke meldes "straks". Konklusjonen er derfor at "alt eller intet"-ordre kan meldes når volumkravet er oppfylt så lenge det er innenfor MARs tredagersfrist.

"Alt eller intet"-ordre kan altså etter norsk rett meldes når volumkravet er oppfylt uavhengig av hvor lang tid det tar. Etter MAR kan melding i alle fall utsettes til fristen utløper for den første transaksjonen i ordren.

4.6.6 Tegning

På tidspunktet en tegning er bindende inngått kan det være uklart om primærinnsideren vil bli tildelt aksjer, eller hvor mange aksjer som vil bli tildelt, jf. allmennaksjeloven § 10-7.¹⁹⁵ Et spørsmål er om det likevel må meldes på dette tidspunktet, slik det nevnte utgangspunkt tilsier.

Gode grunner taler for at det ikke må meldes før det er klart om primærinnsideren får aksjer. Dersom alle "løse" arrangementer måtte meldes, ville markedet motta en del unødvendig informasjon som kan gjøre det uoversiktlig og føre til gal prising. Plikten til å melde oppstår etter Finanstilsynets veiledning ikke før tidspunktet for selve tildelingen,¹⁹⁶ altså når vedkommende mottar melding om tildelingen,¹⁹⁷ jf. allmennaksjeloven § 10-1 tredje ledd. Ettersom hverken ordlyd eller forarbeider til verdipapirhandelloven tilsier noe annet, konkluderes det med at tegning i må meldes før ved tildelingen.

I praksis kan det for øvrig være ønskelig for selskapet å melde (der utstederselskapet besørger meldingen for primærinnsideren) selv om tildelingen ikke er på det rene. Selskapet kan ønske å vise at interessen og troen på selskapet er stor blant primærinnsiderne, og således oppmuntre flere til å investere i selskapet.

MAR og kommisjonsforordningen artikkel 10 nr. 2 bokstav g er ikke tydelig på når meldeplikten inntreffer ved tegning. Etter fortalen pkt. 30 kan det virke forvirrende for markedet dersom det meldes om betingede kontrakter som ikke gjennomføres fordi betingelsene ikke inntreffer. Samme synspunkt kan anføres for tegning. Det legges derfor til grunn at når det er usikkert om primærinnsideren/en nærstående vil få aksjer inntreffer meldeplikten ved tildelingen også etter MAR.

¹⁹⁵ Finanstilsynet (2014) side 36.

¹⁹⁶ Finanstilsynet (2014) side 36.

¹⁹⁷ Degré (1999) side 26.

4.6.7 Opsjoner

Et spørsmål er om det etter norsk rett skal meldes både om kjøp/salg/inngåelsen av opsjonen og innløsningen av den. Når opsjonen innløses foreligger et kjøp/salg av aksjer som faller innunder ordlyden i § 4-2 første ledd første punktum. Meldingen om innløsningen av opsjonen gir ikke egentlig ny informasjon til markedet, ettersom både inngåelsen av opsjonen og innløsningen er basert på den samme vurderingen av selskapet. Hensynet til å ikke å belaste de meldepliktige mer enn nødvendig og til at informasjonsmengden ikke skal bli for stor og uoversiktlig for markedet tilsier at innløsningen av en opsjon ikke meldes. Det er imidlertid lagt til grunn i teorien at det skal meldes fra når rettighetene benyttes,¹⁹⁸ og det gjøres også i praksis, eksempelvis meldte Orkla ASA om innløsning av 40 000 opsjoner i Orkla-aksjer den 21. februar 2017.¹⁹⁹ Det foreligger etter dette ikke tilstrekkelige argumenter til å fravike ordlyden. Konklusjonen er at både innløsning av opsjoner må meldes.

Dette er tydeliggjort i MAR. Etter kommisjonsforordningen artikkel 10 nr. 2 bokstav b skal også innløsningen av en opsjon meldes.

4.6.8 Sammenfatning

Meldeplikten inntretr på samme tidspunkt etter verdipapirhandelloven og MAR.

4.7 Terskelverdi for meldepliktige transaksjoner

Meldeplikten etter verdipapirhandelloven er etter ordlyden i § 4-2 absolutt. Plikten gjelder altså for alle transaksjoner uavhengig av størrelse og tidligere handler. MAR fastsetter terskelverdier for pliktens inntreden, jf. MAR artikkel 19 nr. 8 og 9 og kommisjonsforordning 2016/1011 artikkel 56 nr. 1 bokstav a (terskelforordningen (min betegnelse)).

Innføring av en terskelverdi for meldepliktige handler er tidligere vurdert innført i norsk rett. Verdipapirhandellovutvalget la i 1996 frem et forslag om at meldeplikten kun skulle gjelde for transaksjoner med en verdi på over 10 000 NOK.²⁰⁰ En slik grense ble imidlertid av departementet ansett å kunne åpne for omgåelser av regelverket. I tillegg ville terskelen medføre behov for å innføre konsolideringsregler, som igjen kunne føre til praktiske utfordringer og innviklede avgrensningsspørsmål.²⁰¹ Reglene hadde også blitt vanskeligere å overholde for de meldepliktige.²⁰² I proposisjonen bemerkes det at en unntaksfri meldeplikt kan oppleves tyngende for primærinnsiderne og således forhindre sparing i verdipapirmarkedet. I tillegg til at terskelverdien ville medføre en reduksjon i antall meldinger til markedet, slik at de transak-

¹⁹⁸ Bechmann (2002) side 216.

¹⁹⁹ Oslo Børs (f).

²⁰⁰ NOU 1996:2 side 110.

²⁰¹ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) side 48.

²⁰² Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) side 48.

sjonene som er mest interessante ble mer tydelige.²⁰³ Departementet fant imidlertid ikke at fordelene med en terskelverdi ulempene. Hertil nevnes at konsolidering ikke er nødvendig med MARs system, ettersom meldeplikten er individuell.

Etter MAR artikkel 19 nr. 8 første punktum inntreer meldeplikten først når den meldepliktige i løpet av et kalenderår har handlet for 5 000²⁰⁴ EUR. Terskelverdiene skal sørge for at hensynet til et gjennomsliktig marked ivaretas, samtidig som antallet meldinger ikke blir så høyt at informasjonsmengden blir uoversiktlig for markedet.²⁰⁵

Beholdningen beregnes ved å addere verdien av alle transaksjoner uten motregning, jf. annet punktum. For eksempel dersom primærinnsideren har kjøpt aksjer for 2 000 EUR og solgt for 4 000 EUR, så har vedkommende handlet for 6 000 EUR.²⁰⁶

MAR åpner i artikkel 19 nr. 8 for at terskelen for meldepliktens inntreden settes til 20 000 EUR,²⁰⁷ noe som eksempelvis er gjort i Danmark.²⁰⁸

Etter ordlyden skal *enhver* transaksjon innmeldes etter at terskelen er nådd. En transaksjon på eksempelvis 1 000 EUR skal altså meldes dersom primærinnsideren har handlet for over 5 000 EUR det kalenderåret, men ikke dersom han ikke har handlet tidligere.²⁰⁹

ESMA har uttalt at meldeplikt inntreer for hele transaksjonen som fører til overskridelse av terskelen.²¹⁰ Ved et aksjekjøp verdt 8 000 EUR, skal det meldes om en transaksjon på 8 000 EUR, ikke 3 000 EUR når terskelen er på 5 000 EUR. Denne løsningen er også mest praktisk.

Når det gjelder transaksjoner i andeler i verdipapirfond og ved aksjeporteføljer fremgår særlige regler av terskelverdiforordningen artikkel 56 nr. 1 bokstav a om endringer i MAR artikkel 19. Tre alternative vilkår for at transaksjonen skal telle med ved beregning av terskelverdien fremgår av det som skal innsettes som nr. 1a bokstav a til c i artikkel 19.

Bokstav a gjelder når primærinnsideren investerer i et verdipapirfond. Dersom eksponeringen mot aksjene eller gjeldsinstrumentene i utstederselskapet som primærinnsider er tilknyttet

²⁰³ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) side 48.

²⁰⁴ Ca. 45 000 NOK ved kurs på ca. 8,9 (Norges Bank (26.01.2017)).

²⁰⁵ EP/Rfo 596/2014 EU pkt. 58.

²⁰⁶ Finansinspektionen (2017).

²⁰⁷ Ca. 180 000 NOK ved kurs på ca. 8,9 (Norges Bank (26.01.2017)).

²⁰⁸ Bekendtgørelse nr. 684.

²⁰⁹ ESMA (2015) side 42.

²¹⁰ ESMA (2015) side 181.

ikke overstiger 20 prosent av aksjene i verdipapirfondet, så er kjøpet uten betydning for meldeplikten. Tilsvarende gjelder der det aktuelle instrumentet gir eksponering for en aksjeportefølje, jf. bokstav b. Bakgrunnen for regelen er trolig at når eksponeringen mot utsteders instrumenter er så lav, antas det å ligge andre overveielser bak investeringen enn selskapsinterne forhold i utstederselskapet.

Det fremgår av bokstav c at transaksjoner i andeler i verdipapirfond eller i et instrument med eksponering mot en aksjeportefølje, er uten betydning dersom den meldepliktige/den nærstående ikke kjenner eller kunne kjenne til investeringssammensetningen eller eksponeringen mot utstederselskapet, og vedkommende ikke hadde grunn til å tro at eksponeringen oversteg grensene i bokstav a eller b. Hensynet til markedets informasjonsbehov gjør seg ikke gjeldende for slike transaksjoner, fordi investoren ikke kan ha tatt med utstederselskapet i investeringsvurderingen, eller utstederselskapet hadde liten betydning for beslutningen.

Dersom primærinnsideren/den nærstående har tilgang til informasjon om investeringssammensetningen/eksponeringen, skal vedkommende gjøre en rimelig innsats for å få tak i disse opplysningene, jf. nr. 1a annet ledd. Når slik informasjon er offentlig kjent legger ESMA til grunn at investoren kunne gjort seg kjent med den.²¹¹

Artikkel 56 nr. 1 bokstav b gjelder for fondets transaksjoner *etter* at den meldepliktige har investert i det. Dersom fondsforvalteren med full skjønnsbeføyelse utfører transaksjoner i utsteders instrumenter skal transaksjonen ikke medregnes i den meldepliktiges kvote. Det gjøres etter ordlyden ikke unntak fra dette der eksponeringen mot utsteder overstiger 20 prosent av fondets instrumenter. Så lenge primærinnsideren ikke kan påvirke investeringene har eksponeringsgraden ingen betydning. Bakgrunnen for unntaket i bokstav b er at transaksjonen ikke er basert på investorens investeringsbeslutning, slik at meldingen ikke vil tilføre markedet informasjon.²¹²

Det følger antitetisk av ordlyden i artikkel 56 nr. 1 bokstav b at der investorene kan påvirke fondets investeringer må det for hver transaksjon fondet foretar vurderes om eksponeringen mot utsteders instrumenter overstiger 20 prosent av aksjene i fondet. Overstiges grensen må transaksjonen medregnes. Dette er lagt til grunn av ESMA og begrunnet med at regelverket ellers ville åpnet for omgåelser.²¹³ For eksempel dersom primærinnsideren har investert i et fond der eksponeringen mot utstederselskapet utgjør 17 prosent av fondets investeringer, så vil investeringen i fondet ikke måtte meldes. Dersom fondet senere investerer ytterligere i

²¹¹ ESMA (2015) side 46.

²¹² ESMA (2015) side 46.

²¹³ ESMA (2015) side 49.

utstederselskapet, slik at eksponeringen øker til eksempelvis 23 prosent, så må fondets transaksjon medregnes.²¹⁴

Når eksponeringen overstiger 20 prosent enten i et fond primærinnsideren investerer i eller har investert i, skal transaksjonen meldes dersom terskelen på 5 000 EUR (eventuelt 20 000 EUR) er eller blir overskredet.²¹⁵

Ettersom nærstående personer har en selvstendig plikt til å melde transaksjoner, skal de nevnte terskelverdiene beregnes separat for henholdsvis primærinnsiderens og den nærståendes transaksjoner.

ESMA har fremlagt enkelte presiseringer av reglene når det gjelder økonomisk verdsettelse av transaksjonene.²¹⁶ Dette mer økonomiske aspektet behandles ikke nærmere her.

I forbindelse med terskelverdien for verdipapirfond er det relevant å bemerke at det i EU og i Norge gjelder begrensninger i eksponering mot ett og samme selskap for såkalte UCITS-fond, jf. UCITS IV²¹⁷ og verdipapirfondloven kapittel 6. Eksponeringen mot et enkelt selskaps finansielle instrumenter kan for UCITS-fond kun overstige 20 prosent av fondets eiendeler når bestemte vilkår er til stede, jf. UCITS IV artikkel nr. bokstav b og verdipapirfondloven § 6-6 annet ledd nr. 2, 3 og 4. Selv om andre regler gjelder for nasjonale fond og spesialfond, jf. verdipapirfondloven kapittel 7 og UCITS IV artikkel 1, vil dette føre til redusert betydning av meldeplikten for fondsandeler. ESMA har uttalt at det er viktig at fondsandeler er meldepliktige der noen av unntakene fra eksponeringsbegrensningene kommer til anvendelse.²¹⁸

En innføring av terskelverdier for meldepliktens inntreden vil være en relativt betydelig endring i de norske meldepliktreglene. Det kan diskuteres om det er en hensiktsmessig regel. Byrden for primærinnsiderne blir noe mindre når ikke alle transaksjoner må meldes, men primærinnsiderne må til gjengjeld holde styr på transaksjoner foretatt langt tilbake i tid, noe som kan være utfordrende for aktører med stor handelsaktivitet.²¹⁹ I tillegg må eventuelle mellommenn informeres om den meldepliktiges tidligere handler.

En terskel på 5 000 EUR er for øvrig såpass lav at den muligens får liten betydning i praksis. De fleste transaksjoner av primærinnsidere på Oslo Børs antas eksempelvis å være betydelig

²¹⁴ ESMA (2015) side 49.

²¹⁵ ESMA (2015) side 45.

²¹⁶ ESMA (2017) side 7-8 og side 45-46 og 49.

²¹⁷ EP/Rdir 2009/65/EU.

²¹⁸ ESMA (2015) side 47.

²¹⁹ Prop. 2015/16:120 side 59.

større. I perioden juni til november 1996 var primærinnsideres transaksjoner på børsen på gjennomsnittlig 2 546 670 NOK per transaksjon.²²⁰

4.8 Frist for å melde

Fristen for å melde fra om en transaksjon fremgår av verdipapirhandelloven § 4-2 første ledd første punktum, jf. fjerde punktum og av MAR artikkel 19 nr. 1 annet ledd.

Verdipapirhandelloven krever at meldingen sendes "straks", jf. § 4-2 første ledd første punktum. Etter en naturlig språklig forståelse av "straks" vil det si den tiden det tar å utforme og sende meldingen.

Det fremgår av fjerde punktum at meldingen skal sendes innen det regulerte markedet åpner påfølgende dag. Etter forarbeidene til 1997-loven gjelder denne fristen der "særlige hensyn og den praktiske gjennomføringen" tilsier det.²²¹ Som eksempel trekker verdipapirhandellovutvalget frem salg av store poster som kan være vanskelige å få solgt under ett.²²² Utvalget la stor vekt på viktigheten av at meldingen sendes så raskt som mulig.²²³ Etter ordlyden i forarbeidene virker fristen i fjerde punktum å være ment som et unntak fra "straks"-fristen, som kommer til anvendelse kun i spesielle tilfeller. Likevel virker det ikke som "straks"-fristen anvendes i praksis. Det ser ikke ut til å foreligge eksempler på at Oslo Børs eller Finanstilsynet har konstatert brudd på meldepliktreglene før utløpet av den lengste fristen. Det kan ha sammenheng med at "straks"-fristen er vanskeligere å praktisere, fordi den krever en nærmere vurdering av omstendighetene. Børssirkulære nr. 1/2017 kan tyde på at børsen vil praktisere "straks"-fristen strengere fremover.²²⁴

Fristene gjelder uavhengig av om transaksjonen foretas av primærinnsideren eller en nærstående.

Etter MAR artikkel 19 nr. 1 annet ledd skal meldingen også sendes "straks" eller "promptly". Den absolutte fristen er på tre arbeidsdager etter transaksjonen. I artikkel 19 nr. 2 annet ledd annet punktum er "straks"-fristen utelatt, noe som tyder på at denne ikke har noen realitet. Det vil si at en transaksjon foretatt på onsdag ikke trenger å meldes inn før påfølgende mandag. I Oslo Børs sitt reglementet for handel på Merkur Market er fristen på tre handelsdager i samsvar med MAR, jf. Løpende forpliktelser for Merkur Market pkt. 6.1 første ledd første punktum og pkt. 6.2 første ledd fjerde punktum.

²²⁰ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) side 49

²²¹ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) side 50.

²²² NOU 1996:2 side 111.

²²³ NOU 1996:2 side 111.

²²⁴ Oslo Børs (2017f) pkt. 5.

Fristen etter MAR er altså lenger enn fristen etter verdipapirhandelloven. Ettersom utstedere er underlagt reguleringen i sin hjemstat, vil primærinnsidere i selskaper på eksempelvis Oslo Børs være underlagt ulike frister.²²⁵

4.9 Offentliggjøring av meldingene

Plikten til å offentliggjøre de innsendte meldingene fremgår av verdipapirhandelloven § 4-4 tredje ledd og MAR artikkel 19 nr. 3 første ledd.

I norsk rett skal melding gis til det regulerte markedet hvor aksjene er opptatt til handel, jf. verdipapirhandelloven § 4-2 første ledd femte punktum, jf. forskrift om meldeplikt § 1. Meldingene skal offentliggjøres av Finanstilsynet eller den tilsynet peker ut, jf. verdipapirhandelloven § 4-4 tredje ledd. Primærinnsidermeldinger kan søkes opp på Oslo Børs sin nettside NewsWeb.²²⁶

Basert på denne offentlige informasjonen utarbeider norske media egne oversikter over primærinnsideres handler i visse perioder, eventuelt med kommentarer til utviklingen. Et eksempel på dette er avisen Dagens Næringslivs innsidebarometer. Den 17. januar 2017 kunne avisen melde om særlig få handler foretatt av primærinnsidere.²²⁷ I løpet av 22 handelsdager hadde innsidere i selskapene notert på Oslo Børs meldt om 31 handler med aksjer i egne selskap, noe som utgjorde litt over 50 prosent av gjennomsnittlige antall handler i løpet av en alminnelig måned.²²⁸ Det offentliggjøres altså etter opplysningene i artikkelen rundt 60 primærinnsidermeldinger hver måned. Innsidebarometeret medregner ikke handler med opsjoner/tegningsretter og salg av aksjer ved innløsning av opsjoner, samt visse rabatterte kjøp.

Det fremgår av MAR at den meldepliktige skal underrette både utstederen av det finansielle instrumentet og kompetent myndighet i medlemsstaten, jf. artikkel 19 nr. 1, jf. nr. 2. Utstederselskapet skal offentliggjøre meldingene, jf. artikkel 19 nr. 3 første ledd. Det samme gjelder etter Løpende forpliktelser for Merkur Market pkt. 6.2 første ledd fjerde punktum.

Artikkel 19 nr. 3 tredje ledd åpner for at medlemsstatene bestemmer at kompetent myndighet skal sørge for offentliggjøring i stedet. Denne muligheten er benyttet i Sverige.²²⁹ Kompetent myndighet i Norge vil trolig være Finanstilsynet. Hvorvidt Finanstilsynet kan delegere ansvaret til Oslo Børs er usikkert.

²²⁵ Prop. 107 L (2011-2012) side 80.

²²⁶ Oslo Børs (f).

²²⁷ Tyvand (2017).

²²⁸ Tyvand (2017).

²²⁹ Prop. 2015/16:120 side 49.

Forordningen krever at offentliggjøringen også skal skje innen tre dager etter transaksjonen, noe som kan skape praktiske problemer dersom den meldepliktige melder fra mot slutten av tredagersfristen.²³⁰

Verdipapirhandelloven oppstiller ingen frist for offentliggjøringen, men ellers samsvarer loven med MAR.

²³⁰ ESMA (2015) side 44.

5 Avslutning

Oppgaven har vist at det er store likheter mellom norsk og EU-rettslig regulering av primærinnsideres meldeplikt. På enkelte punkter avviker imidlertid EU-retten fra norsk rett. De største avvikene er at MARS meldepliktregler gjelder på flere typer handelsplasser, nærstående har en individuell meldeplikt, flere typer transaksjoner må meldes, det gjelder en verdigrense for meldepliktige transaksjoner og fristen for å melde er lenger.

Særlig når det gjelder verdigrensen for meldeplikten og fristen for å melde, fremgår det av forarbeidene til verdipapirhandelloven (1997) at det for norsk rett er foretatt bevisste valg i lovgivningen, som det har blitt holdt fast ved i 20 år. På bakgrunn av konklusjonen om at handlefriheten etter forordningen er begrenset, vil de norske meldepliktreglene måtte endres når forordningen tas inn i EØS-avtalen. Endringene skaper behov for nye rutiner for tilsynsmyndigheten, markedsplassene og markedsaktørene.

Kilderegister

Norske rettskilder

Lover

- 1814 Lov 17 mai 1814 Kongeriket Norges Grunnlov (Grunnloven)
- 1976 Lov 4 juni 1976 nr. 59 om aksjeselskaper (aksjeloven (1976)) [opphevet]
- 1980 Lov 8 februar 1980 nr. 2 om pant (panteloven)
- 1985 Lov 14 juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven (1985)) [opphevet]
- 1988 Lov 10 juni 1988 nr. 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner (finansieringsvirksomhetsloven) [opphevet]
- 1992 Lov 26 juni 1992 nr. 86 om tvangsfullbyrdelse (tvangsfullbyrdelsesloven)
- 1992 Lov 27 november 1992 nr. 109 om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) mv. (EØS-loven)
- 1997 Lov 13 juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (aksjeloven)
- 1997 Lov 13 juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven)
- 2001 Lov 15 juni 2001 nr. 59 om stiftelser (stiftelsesloven)
- 2007 Lov 29 juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder (børsloven)
- 2007 Lov 29 juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven)
- 2011 Lov 25 nov 2011 nr. 44 om verdipapirfond (verdipapirfondloven)
- 2015 Lov 10 april 2015 nr. 17 om finansforetak og finanskonsern (finansforetaksloven)

Forskrifter

- 2007 Forskrift 6 desember 2007 nr. 1359 om innsendelse og offentliggjøring i forbindelse med flagge- og meldepliktig verdipapirhandel, samt delegering av myndighet til å unnta fra språkkrav etter verdipapirhandelloven (forskrift om meldeplikt)
- 2007 Forskrift 29 juni 2007 nr. 875 om regulerte markeder (børsforskriften)

Norges offentlige utredninger (NOU)

- NOU 1992:29 Lov om aksjeselskaper (lovdata.no) [lest 20.04.2017]
- NOU 1996:2 Verdipapirhandel (lovdata.no) [lest 20.01.2017]
- NOU 2003:15 Fra bot til bedring Et mer nyansert og effektivt sanksjonssystem med mindre bruk av straff (lovdata.no) [lest 02.02.2017]
- NOU 2006:3 Om markeder for finansielle instrumenter Gjennomføring av MiFID og transparency-direktivet Innstilling II fra Verdipapirmarkedslovutvalget (lovdata.no) [lest 16.02.2017]
- NOU 2011:1 Bedre rustet mot finanskriser Finanskriseutvalgets utredning (lovdata.no) [lest 15.08.2016]
- NOU 2016:2 Endringer i verdipapirhandelloven – flagging og periodisk rapportering Gjennomføring av endringer i rapporteringsdirektivet (lovdata.no) [lest 28.10.2016]
- NOU 2016:27 Ny lovgivning om tiltak mot hvitvasking og terrorfinansiering II (<https://www.regjeringen.no/contentassets/135de8ebfaad4579b0bcbbc14e3748bd/no/pdfs/nou201620160027000dddpdfs.pdf>) [lest 12.04.2017]
- NOU 2017:1 Markeder for finansielle instrumenter Gjennomføring av MiFID II og MiFIR (<https://www.regjeringen.no/contentassets/9ebf27029d044bceada2863722365ac4/no/pdfs/nou201720170001000dddpdfs.pdf>) [lest 02.02.2017]

Proposisjoner

- Ot.prp. nr. 79 (1991-1992) Om lov om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i Avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) mv. (lovdata.no) [lest 06.03.2017]
- Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) Om lov om verdipapirhandel. (lovdata.no) [lest 17.01.2017]
- Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av MAD mv.).
(<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/otprp-nr-12-2004-2005-/id394146/sec1>) [lest 17.01.2017]
- Prop. 107 L (2011-2012) Endringer i bokføringsloven, verdipapirhandelloven, eiendomsmeglingsloven m.m. (rettsdata.no) [lest 13.01.2017]

Innstillinger

- Innst. 378 L (2011-2012) Innstilling fra finanskoiteen om endringer i bokføringsloven, verdipapirhandelloven, eiendomsmeglingsloven m.m. (lovdata.no) [lest 08.02.2017]

Annen informasjon fra regjeringen

- Regjeringen (2015a) *Nytt lovutvalg på verdipapirområdet.* Pressemelding nr. 22/2015.
(<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/nytt-lovutvalg-pa-verdipapiromradet/id2413040/>) [lest 02.02.2017]
- Regjeringen (2015b) *Mandat verdipapirlovutvalg.*
(<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/dep/fin/pressemeldinger/2015/nytt-lovutvalg-pa-verdipapiromradet/mandat-verdipapirlovutvalg/id2413046/>) [lest 03.03.2017]
- Regjeringen (2016a) *Markedsmisbruksforordningen (MAR).* EØS-notat.
(<https://www.regjeringen.no/no/sub/eos-notatbasen/notatene/2012/apr/forordning-om-markedsmisbruk-/id2434301/>) [lest 13.02.2017]
- Regjeringen (2016b) *Fondskonto – unit link-produkter.*
(<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/svar-pa-sporsmal-nr.-639-fra-stortingsrepresentant-trygve-slagsvold-vedum/id2477135/>) [lest 22.03.2017]

Rettspraksis

Oslo tingrett saknr. 03-2621M/30 (Tomra-dommen)

TOSLO-2007-39572 (SeaDrill-dommen) (lovdata.no) [lest 16.02.2017]

LB-2008-027119 (SeaDrill-dommen) (lovdata.no) [lest 15.02.2017]

LG-2013-52571-2 (Acta-dommen) (lovdata.no) [lest 13.01.2017]

HR-2014-2431-U (lovdata.no) [lest 02.02.2017]

TOSLO-2014-108244 (Intex Resources-dommen) (lovdata.no) [lest 23.01.2017]

HE-2016-623-U (lovdata.no) [lest 02.02.2017]

Veiledninger og annen informasjon fra norske tilsyns- og overvåkningsorganer

Publikasjoner fra Finanstilsynet

Finanstilsynet (2012) *Kartlegging – informasjon og rådgivning ved salg av individuelle livsforsikringsprodukter med investeringsvalg der kunden tar investeringsbeslutningene.*

(<https://www.finanstilsynet.no/contentassets/7c4a4793c8284adc8e87f1d04dec973e/kartlegging-av-livsforsikringsselskapenes-salg-raadgivning-spareprodukter.pdf>) [lest 19.04.2017]

Finanstilsynet (2014) *Lov om verdipapirhandel – enkelte kommentarer til kapittel 3 og 4. 2014 (delvis oppdatert 18.08.2015).*

(http://www.finanstilsynet.no/Global/Verdipapiromradet/Investoratferd/Veiledning_verdipapirhandelloven-kap-3-4_04-2014.pdf) [lest 17.01.2017]

Børssirkulærer og annen informasjon fra Oslo Børs

Oslo Børs (2000) *Vedtak og uttalelser 1999.*

(https://www.oslobors.no/obnewsletter/download/cc97d1c125befd274dbdf86906c1bee0/file/file/Vedtak_og_uttalelser_1999.pdf) [lest 20.02.2017]

- Oslo Børs (2002) *Vedtak og uttalelser 2001.*
(https://www.oslobors.no/obnewsletter/download/6f73a0882caa1de5e5f558b78d291bdf/file/file/Vedtak_og_uttalelser_2001.pdf)
[lest 20.02.2017]
- Oslo Børs (2003) *Vedtak og uttalelser 2002.*
(https://www.oslobors.no/obnewsletter/download/92807cb7d82b2f77527c1f17f343c4b6/file/file/Vedtak_og_uttalelser_2002.pdf)
[lest 21.02.2017]
- Oslo Børs (2006) *Vedtak og uttalelser 2005.*
(https://www.oslobors.no/obnewsletter/download/3345a059beb1e829d4e0caaeda89bee/file/file/Vedtak_og_uttalelser_2005.pdf)
[lest 21.02.2017]
- Oslo Børs (2016) *Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2015.*
(<https://www.oslobors.no/obnewsletter/download/df993797e0335b180d2d69dad3af4d53/file/file/Børssirkulærer,%20vedtak%20og%20uttalelser%202015.pdf>) [lest 15.02.2017]
- Oslo Børs (2017a) *Oslo Børs overtar NOTC.*
(<https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-Oslo-Boers/Nyheter-fra-Oslo-Boers/Oslo-Boers-overtar-NOTC>) [lest 19.04.2017]
- Oslo Børs (2017b) *Noterte selskapers hjemstat.*
(<https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Aksjer-egenkapitalbevis-og-retter-til-aksjer/Oslo-Boers-og-Oslo-Axess/Noterte-selskapers-hjemstat>) [lest 17.01.2017]
- Oslo Børs (2017c) *Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper (løpende forpliktelser). April 2017.*
(<https://www.oslobors.no/obnewsletter/download/cde4fe7ffc8bd5ab3210e8caa3c87ae/file/file/2017-03-01%20Løpende%20forpliktelser%20for%20børsnoterte%20selskaper.pdf>) [lest 19.04.2017]
- Oslo Børs (2017d) *Løpende forpliktelser for selskaper tatt opp til handel på Merkur Market. April 2017.*
(<https://www.oslobors.no/obnewsletter/download/90cda0fc2be691b9153aaf802d822a54/file/file/2017-03-01%20Løpende%20forpliktelser%20Merkur%20Market.pdf>)
[lest 19.04.2017]

- Oslo Børs (2017e) *Opptaksregler for aksjer på Oslo Børs.*
(<https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Regler-for-utstedere>)
[lest 21.04.2017] (opptaksreglene)
- Oslo Børs (2017f) *Børssirkulære nr. 1/2017 – Endringer vedrørende tidspunktet for offentliggjøring av innsideinformasjon og flaggemeldinger – enkelte oppdateringer i utstederreglene og retningslinjer for flaggemeldinger.*
(<https://www.oslobors.no/obnewsletter/download/f9f4d8d983403ea5d9c9d8942cc31491/file/file/2017-03-01%20Børssirkulære%20nr%20%201-2017.pdf>) [lest 19.04.2017]
- Oslo Børs (a) *Om Oslo Børs.* (ikke datert)
(<https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-Oslo-Boers>)
[lest 15.02.2017]
- Oslo Børs (b) *Tidenes bjelleseremoni åpner Merkur Market.* (ikke datert)
(<https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-Oslo-Boers/Nyheter-fra-Oslo-Boers/Tidenes-bjelleseremoni-aapner-Merkur-Market>)
[lest 07.02.2017]
- Oslo Børs (c) *Søk i primærinnsiderregisteret.* (ikke datert)
(<https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Handel/Markedsovervaaking/Primaerinnsiderregister>)
[sist besøkt 27.01.2017]
- Oslo Børs (d) *Medlemskap.* (ikke datert)
(<https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Handel/Medlemskap>)
[lest 07.03.2017]
- Oslo Børs (e) *Minileksikon.* (ikke datert)
(<https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-Oslo-Boers/Minileksikon>)
[lest 03.03.2017]
- Oslo Børs (f) *NewsWeb.* (ikke datert) (<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do>)
[sist besøkt 09.03.2017]

Utenlandske rettskilder

Lover

Endringsloven til

Läg om anmälningsskyldighet

SFS (2016:717) Läg om ändring i lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument

Forarbeider

SOU 2014:46

Marknadsmisbruk II.

(<http://www.regeringen.se/49bb30/contentassets/1ab9cf6c083f450d8f4dcd642f3962a1/marknadsmisbruk-ii-sou-201446>)

[lest 28.01.2017]

Prop. 2015/16:120

Tillsyn över att EU:s marknadsmisbruksförordning följs.

(<http://www.regeringen.se/496506/contentassets/08437aadf15b450fa7d008352bb86e58/tillsyn-over-att-eus-marknadsmisbruksforordning-foljs-prop.-201516120>)

[lest 28.01.2017]

Bekendtgørelse nr. 684

Om tærskel for indberetning af ledende medarbejderes transaktioner.

(<https://www.retsinformation.dk/Forms/R0710.aspx?id=181708>)

[lest 20.02.2017]

Praksis

Finanstilsynet

(Danmark) (2016b)

Påtale - for sen indberetning af ledende medarbejders transaktioner, jf. artikel 19, stk. 1, i markedsmisbrugsforordningen (tidligere § 28 a, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v.).

(<https://www.finanstilsynet.dk/da/Tilsyn/Tilsynsreaktioner/Paatale/Paatale-for-sen-indberetning-af-ledende-medarbejders-transaktioner>) [lest 01.03.2017]

Informasjon fra tilsynsmyndigheter

- Finanstilsynet
(Danmark) (2016a) *Juridiske personer som nærstående til ledende medarbejdere – MAR artikel 3, stk. 1, nr. 26, litra d.* 2016.
(<https://www.finanstilsynet.dk/da/Lovgivning/Information-om-udvalgte-tilsynsomraader/MAR/Juridiske-personer-som-naertstaaendetil-ledende-medarbejdere>) [lest 01.03.2017].
- Finansinspektionen (2016) *Vägledning Börs- och MTF-bolag.*
(http://www.finansinspektionen.se/contentassets/0ad00bbd1416462e9bea0760a05da925/vaglednbors_mtf_7okt2016.pdf)
[lest 28.02.2017]
- Finansinspektionen (2017) *Frågor och svar.*
(<http://www.fi.se/sv/marknad/marknadsmisbruk-mar/fragor-och-svar/>) [lest 28.02.2017]

EU- og EØS-rett

Direktiver og forordninger

- 2012/C 326/01 Konsolideret udgave af traktaten om Den europæiske union (TEU)
- Rdir 89/592/EØF Rådets direktiv af 13. november 1989 om samordning af retsfor-
skrifterne vedrørende insider-handel (direktivet om innsidehan-
del)
- EP/Rdir 2003/6/EF Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar
2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug)
(markedsmisbruksdirektivet (MAD))
- EP/Rdir 2004/25/EF Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/25/EF af 21. april
2004 om overtagelsestilbud (direktivet om overtakelsestilbud)
- Kdir 2004/72/EF Kommissionens direktiv 2004/72/EF af 29. april 2004 om gen-
nemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv
2003/6/EF, for så vidt angår accepteret markedspraksis, defini-
tion af intern viden i forbindelse med varederivater, udarbejdelse
af lister over insidere, anmeldelse af ledende medarbejders
transaktioner og af mistænkelige transaktioner

EP/Rdir 2004/109/EF	Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF af 15. december 2004 om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, og om ændring af direktiv 2001/34/EF (rapporteringsdirektivet)
EP/Rdir 2009/65/EU	Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/65/EF af 13. juli 2009 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) (UCITS IV)
EP/Rfo (EU) Nr. 236/2012	Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) Nr. 236/2012 af 14. marts 2012 om short selling og visse aspekter af credit default swaps (shortsalgforordningen)
EP/Rdir 2013/50/EU	Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2013/50/EU af 22. oktober 2013 om ændring af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, og Kommissionens direktiv 2007/14/EF om gennemførelsesbestemmelser til visse bestemmelser i direktiv 2004/109/EF (ændringsdirektivet til rapporteringsdirektivet)
EP/Rdir 2014/65/EU	Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU (MiFID II)
EP/Rfo (EU) Nr. 596/2014	Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) Nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmissbrug (forordningen om markedsmissbrug) og om ophævelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF og Kommissionens direktiv 2003/124/EF, 2003/125/EF og 2004/72/EF (markedsmissbrugsforordningen (MAR))
Kfo (EU) 2016/522	Kommissionens delegerede forordning (EU) 2016/522 af 17. december 2015 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 for så vidt angår en undtagelse for visse offentlige organer og centralbanker i tredjelande, indikatorerne for markedsmanipulation, tærsklerne for offentliggørelse af viden, den kompetente myndighed for underretninger om udsættelse, tilladelse til handel i lukkede perioder

og typer af anmeldelsespligtige transaksjoner udført af ledende medarbejdere (kommisjonsforordningen)

EP/Rfo 2016/1011 (EU) Europa-Parlamentet og Rådets forordning (EU) 2016/1011 af 8. juni 2016 om indeks, der bruges som benchmarks i finansielle instrumenter og finansielle kontrakter eller med henblik på at måle investeringsfondes økonomiske resultater, og om ændring af direktiv 2008/48/EF og 2014/17/EU samt forordning (EU) nr. 596/2014 (terskelforordningen)

Andre EU-publikasjoner

Europakommisjonen (1999) *Financial Services: Implementing the framework for financial markets: Action Plan*, COM(1999)232, 11.05.99.
(http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/action_en.pdf) [lest 07.02.2017]

Europakommisjonen (2010) *Public Consultation on a Revision of the Market Abuse Directive (MAD)*.
(http://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/mad/docs/consultation_paper_en.pdf) [lest 07.02.2017]

EU *Den Europæiske Unions Domstol. (EU-Domstolen)*.
(ikke datert)
(https://europa.eu/european-union/about-eu/institutions-bodies/court-justice_da) [lest 03.03.2017]

Informasjon fra European Securities and Markets Authority (ESMA)

ESMA (2015) *Final Report Draft technical standards on the Market Abuse Regulation*.
(https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/2015/11/2015-esma-1455_-_final_report_mar_ts.pdf?download=1) [lest 24.02.2017]

ESMA (2017) *Questions and Answers On the Market Abuse Regulation*.
(https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-21038340-40_qa_on_market_abuse_regulation.pdf) [lest 24.02.2017]

ESMA *Who We Are*. (ikke datert)
(<https://www.esma.europa.eu/about-esma/who-we-are>) [lest 03.03.2017]

Litteratur

- Advokatfirmaet Thommessen AS (2016) Advokatfirmaet Thommessen AS, "From MAD to MAR – implications of the new EU Market Abuse Regulation for Norwegian issuers and investment firms", *Newsletter Financial Regulation*, august 2016. http://apps.thommessen.no/Content/NYH_NY_MAR_and_Norwegian_investment_firms_and_issuers.pdf [lest 24.01.2017]
- Andersen (2014) Andersen, Paul Krüger og Nis Jul Clausen, *Børsretten*, 5. utgave, 2014
- Bechmann (2002) Bechmann, Tor m.fl., *Verdipapirhandelloven kommentarutgave*, 2002. (rettsdata.no) [lest 10.02.2017]
- Bergo (2014) Bergo, Knut, *Børs- og verdipapirrett*, 4. utgave, 2014
- Boe (2012) Boe, Erik Magnus, *Rettskildelære under debatt*, 2012
- City of London Law Society (2016) City of London Law Society and Law Society Company Law Committees' Joint Working Parties on Market Abuse, Share Plans and Takeovers Code. *Market Abuse Regulation (EU MAR) Q&A*, 2016. (<http://www.lawsociety.org.uk/search/?q=market+abuse+regulation+Q%26A>) [lest 24.02.2017]
- Degré (1999) Degré, Atle, "Flagging av større aksjeposter i børsnoterte selskaper", *Tidsskrift for forretningsjus*, side 217-261. 03/1999 (Volum 5). (idunn.no) [sitert 10.01.2017]
- Europalov (a) *Om beslutningsprosessen*. (ikke datert) (<http://www.europalov.no/laer-mer/beslutningsprosessen>) [sitert 06.03.2017]
- Europalov (b) *Prospektforordningen for verdipapirer*. (ikke datert) (<http://www.europalov.no/rettsakt/prospektforordningen-for-verdipapirer/id-4763>) [lest 10.03.2017]
- Myklebust (2011) Myklebust, Trude, *Innføring i finansmarkedsrett*, 2011
- Norges Bank (2017) Norges Bank, *Valutakurs for euro (EUR)*, 2017. (<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/valuta/EUR/>) [sist besøkt 27.01.2017]

- Parr (2017) Parr, Odd Steinar. "Innsiden slo børsen igjen", *Hegnar*, 4. januar 2017.
(<http://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2017/01/Innsiden-slo-boersen-igjen>)
[lest 06.03.2017]
- Statistisk sentralbyrå
(2017) Statistisk sentralbyrå. *Konsumprisindeksen, januar 2017*.
(<https://www.ssb.no/kpi?fokus=true>) [lest 10.02.2017]
- Tyvand (2017) Tyvand, Fredrik, "Få handler før resultat sesong", *Dagens Næringsliv*,
17. januar 2017