

UiO : **Det juridiske fakultet**

Verdipapirhandelloven § 3-2 annet ledd

Hvor presise må opplysningene være?

Kandidatnummer: 760

Leveringsfrist: 25.04.2017

Antall ord: 17 365



Innholdsfortegnelse

1	INNLEDNING	1
1.1	Tema.....	1
1.2	Problemstilling.....	2
1.3	Avgrensning og presiseringer.....	3
1.4	Presentasjon av bestemmelsen.....	4
2	BAKGRUNN OG FREMTID	6
2.1	Lovhistorikken.....	6
2.2	Markedsmisbruksdirektivet (MAD).....	8
2.3	Markedsmisbruksforordningen (MAR).....	11
3	FORMÅL OG HENSYN	13
3.1	Reguleringen av verdipapirmarkedet.....	13
3.2	Reguleringen av innsideinformasjon.....	14
3.2.1	Tillit til markedet.....	14
3.2.2	Rettferdighet.....	16
3.2.3	Beskyttelse av markedsaktørene.....	17
3.2.4	Mothensyn.....	19
4	VILKÅRET «PRESISE OPPLYSNINGER»	21
4.1	Introduksjon.....	21
4.2	Opplysningens tilknytning.....	21
4.3	Kriteriet «opplysninger».....	23
4.4	Opplysningens materielle innhold.....	25
4.4.1	Omstendigheter eller begivenheter.....	25
4.4.2	Historiske.....	26
4.4.3	Fremtidige.....	30
4.5	Opplysningens objektive innhold.....	40
4.5.1	Meningsinnholdet.....	40
4.5.2	Momenter ved formidlingen.....	46
4.5.3	Retningskrav.....	51
5	AVSLUTNING	54
5.1	Oppsummering de lege lata.....	54
5.2	Rettspolitiske synspunkter.....	55
6	KILDEREGISTER	56

1 INNLEDNING

1.1 Tema

Innsidehandel er en trussel mot et velfungerende verdipapirmarked. Med «innsidehandel» menes at investorer utnytter og misbruker informasjon som ikke er kjent i markedet, når de kjøper og selger finansielle instrumenter. Slik informasjon kalles *innsideinformasjon*. Det vanligste er informasjon om aksjer eller utstederforetaket som vil kunne påvirke aksjekursen. Det kan for eksempel være relevante opplysninger om en kontraktsinngåelse, funn av et stort oljefelt eller at ledelsen i selskapet har begått alvorlige lovbrudd.

Fordi den tilgjengelige informasjonen i markedet kan ha betydning for kursutviklingen på de finansielle instrumentene, vil investorer som besitter innsideinformasjon kunne ha en fordel. Det skyldes at informasjonsfortrinnet kan utnyttes på bekostning av de øvrige aktørene i markedet. Investoren kan unngå tap og realisere gevinster ved å kjøpe og selge finansielle instrumenter, før opplysningene blir offentlig tilgjengelig eller allment kjent. Forutsetningen for at informasjonsfortrinnet kan utnyttes, er at opplysningene er så *presise* at det er mulig for investoren å trekke slutninger om at kursen på de finansielle instrumentene vil påvirkes.

Verdipapirmarkedet gir foretakene anledning til å innhente kapital fra mange aktører, og risikoen ved foretakets prosjekter kan følgelig spres på flere hender. Dersom visse investorer lovlig kunne utnyttet innsideinformasjon på bekostning av andre, ville dette svekket tilliten til verdipapirmarkedet. På sikt kunne dette medført at investorene ikke våger eller ønsker å bidra med risikovillig kapital til næringslivet, gjennom investeringer i finansielle instrumenter. For å sikre tilliten til verdipapirmarkedet, og dets rolle som en sentral finansieringskilde for næringslivet, er det behov for regulering av innsideinformasjon.



International Herald Tribune, October 27, 1989. Kal, Cartoonists and Writers Syndicate, 1989.

1.2 Problemstilling

I lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven eller vphl.) § 3-2 er det gitt en legaldefinisjon av «innsideinformasjon». Begrepet er brukt som *koblingsord* i verdipapirhandelloven. Når det foreligger innsideinformasjon pålegges rettssubjektene en rekke forbud og påbud. For det første inntretr forbudet mot innsidehandel, jf. vphl. § 3-3. Forbudet innebærer at investorer ikke må foreta tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter eller tilskyndelse til slike disposisjoner, verken direkte eller indirekte for egen eller fremmed regning, dersom de har innsideinformasjon, jf. første ledd.¹

For det andre skal utstederen av de finansielle instrumentene «uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder», jf. vphl. § 5-2. Informasjonsplikten er et viktig forebyggende tiltak mot innsidehandel. Foreligger det innsideinformasjon, inntretr også bestemmelser om taushetsplikt og informasjonshåndtering (vphl. § 3-4), føring av innsidelister (vphl. § 3-5), undersøkelsesplikt (vphl. § 3-6) og rådgivningsforbud (vphl. § 3-7).

Fordi forbudene og påbudene gjelder fra det øyeblikk det foreligger «innsideinformasjon», er det av stor betydning å kartlegge hvordan vilkårene i vphl. § 3-2 skal forstås. Det foreligger innsideinformasjon dersom tre kumulative vilkår er oppfylt, jf. første ledd. Oppgavens problemstilling knytter seg til vilkåret «presise opplysninger». Vilkåret er nærmere definert i vphl. § 3-2 annet ledd:

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

For det første må opplysningene indikere at «en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe». Dette innebærer at opplysningene kan gjelde noe som har skjedd, eller noe som med en viss sannsynlighet kommer til å skje (punkt 4.4).

¹ Vphl. § 3-3 annet ledd må anses som en lovfesting av den generelle rettsstridsreservasjonen i strafferetten.

For det andre må opplysningene være «tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene.» Både presisjonsgraden av opplysningens meningsinnhold, og momenter ved selve formidlingen, kan ha betydning i den konkrete vurderingen (punkt 4.5).

Siktemålet med oppgaven er å foreta en drøftelse de lege lata av verdipapirhandelloven § 3-2 annet ledd for å kunne besvare følgende problemstilling: Hvor presise må opplysningene være for å oppfylle disse to vilkårene?

1.3 Avgrensning og presiseringer

Det følger av forvaltningspraksis² og lovens system, at definisjonen av innsideinformasjon er felles både for forbudet mot innsidehandel og utsteders løpende informasjonsplikt. Dette innebærer at avgjørelser som er fattet etter begge disse regelsettene er relevante for tolkningen av vilkårene som inngår i definisjonen.

Definisjonen av innsideinformasjon får anvendelse på «finansielle instrumenter», jf. vphl. § 3-1 første ledd. «Finansielle instrumenter» omfatter omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsandeler, pengemarkedsinstrumenter og derivater, jf. vphl. § 2-2 første ledd. Etter vphl. § 2-2 annet ledd fremgår det at «omsettelige verdipapirer» omfatter de klasser av verdipapirer som kan omsettes på kapitalmarkeder, herunder «aksjer», jf. nr. 1.

Oppgavens fremstilling gjelder for «finansielle instrumenter» slik dette er definert i verdipapirhandelloven, men fokuset vil gjennomgående være på innsideinformasjon knyttet til aksjer. Dette fremstår som det mest praktiske, og speiles av at alle avgjørelsene som gjelder tolkningen av vilkåret «presise opplysninger» gjelder innsideinformasjon i tilknytning til aksjer.

² For eksempel Børsklagenemndens avgjørelse i sak 1/2013 (Intex Resources ASA) punkt 9.2.

1.4 Presentasjon av bestemmelsen

Verdipapirhandelloven § 3-2 første ledd lyder:

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

For at det skal foreligge innsideinformasjon må det foreligge opplysninger «som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumentene merkbart». Vilkåret er nærmere definert i vphl. § 3-2 tredje ledd, og utgjør

«opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.»

I Rt. 2012 s. 629 (Nettavisen) avsnitt (31) kom Høyesterett til at

«lest i sammenheng må [første og tredje ledd] etter mitt syn mest naturlig forstås slik at det ikke skal foretas en merkbarhetsvurdering som ledd i eller i tillegg til den fornuftige investor-testen.»

Denne forståelsen er lagt til grunn i senere underrettsavgjørelser.³ Høyesterett presiserer videre i Rt. 2012 s. 629 (Nettavisen) avsnitt (57) at vurderingstema er hvorvidt en gitt og presis opplysning er

«sensitiv eller viktig nok til at den får den alminnelige fornuftige investor til å reagere på den. [Det er] nok at investoren sannsynligvis vil bruke opplysningene som en del av sitt beslutningsgrunnlag, dersom han ser at den sannsynligvis vil utløse en gevinst.»

Hvorvidt en opplysning er egnet til å påvirke kursen på en slik måte må vurderes konkret. For eksempel kan opplysninger om en avtaleinngåelse mellom et internasjonalt oljeselskap

³ For eksempel LB-2014-106934 (Crayon).

og et mindre supply-rederi, være «egnet til å påvirke kursen» på aksjene utstedt av rederiet, men ikke tilstrekkelig viktig for å være kurspåvirkende for aksjene utstedt av oljeselskapet.⁴

For at det skal foreligge innsideinformasjon må de presise og kurssensitive opplysningene ikke være «offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet», jf. vphl. § 3-2 første ledd. I motsetning til de to øvrige vilkårene i bestemmelsen, er dette vilkåret ikke nærmere definert i verdipapirhandelloven.

En naturlig språklig forståelse av ordlyden taler for at opplysningene kan være «offentlig tilgjengelig eller allment kjent», selv om selskapet ikke har offentliggjort opplysningene etter vphl. § 5-12 første ledd. I forarbeidene er det lagt til grunn at måten opplysningene er gjort kjent på, ikke er avgjørende for om vilkåret er oppfylt.⁵ Som regel vil opplysninger som er «allment kjent» også være «offentlig tilgjengelig». Det siste kriteriet er dermed det mest praktiske vurderingstema.

Dersom opplysningen fremgår av en avis eller annet offentlig massemedium må den anses å være «offentlig tilgjengelig», selv om mediet er lite kjent eller perifert.⁶ Det kan for eksempel være skriverier i en indisk avis, om at utbyggingen av det lokale mobilnettet ikke er kommet like langt som en navngitt norsk teleoperatør har forutsatt. Opplysningene må i et slikt tilfelle anses å være «offentlig tilgjengelig», selv om det kreves særlige språkferdigheter og atskillig innsats for å gjøre seg kjent med opplysningene.

Når det foreligger «presise opplysninger» som «er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene ... merkbart», og som «ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet» foreligger det «innsideinformasjon», jf. vphl. § 3-2 første ledd. Forbudet mot innsidehandel og utsteders informasjonsplikt får anvendelse på finansielle instrumenter som «er eller søkes notert på norsk regulert marked», jf. vphl. § 3-1 første ledd. «Regulert marked» er nærmere definert i verdipapirhandelloven § 2-3 tredje ledd, som viser til lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder (børsloven).⁷

⁴ Christie (2005) punkt 4.2.

⁵ Ot.prp. nr. 29 (1996–1997) punkt 4.2.1.2.

⁶ Bergo (2014) s. 286.

⁷ For tiden er de norske regulerte markedene Oslo Børs ASA, Oslo Axess, Nasdaq OMX Oslo (tidligere Nord Pool ASA) og FishPool ASA.

Forbudene og påbudene gjelder dermed uavhengig av om en transaksjon faktisk foretas i det norske markedet, og gjelder for finansielle instrumenter utstedt både av norske og utenlandske selskaper.⁸ I tillegg gjelder forbudet mot innsidehandel for «handlinger foretatt i Norge i tilknytning til finansielle instrumenter som er notert på et regulert marked i en annen EØS-stat eller der det er søkt om slik notering», jf. vphl. § 3-1 tredje ledd.

2 BAKGRUNN OG FREMTID

2.1 Lovhistorikken

Forbudet mot innsidehandel ble introdusert i norsk rett med verdipapirhandelloven (1985)⁹ og fastsatt i § 6 under tittelen «misbruk av fortrolig selskapsinformasjon». Bestemmelsen lød som følger:

«Kjøp eller salg av børsnoterte verdipapirer må ikke foretas av noen som har fortrolige opplysninger som gjelder forhold vedrørende det foretak som har utstedt verdipapirene, og som kan antas å få vesentlig betydning for kursen på verdipapirene.»

Siden den gang har forbudet vært gjenstand for en rekke mindre materielle endringer og presiseringer. Etter forslag fra Finansdepartementet i Ot.prp. nr. 72 (1990–1991), som Stortinget ga sin tilslutning i Innst. O. nr. 5 (1991–1992), ble ordet «presise» tatt inn i lovteksten ved lov 8. november 1991 nr. 75. Hensikten var å avgrense «opplysninger» mot rykter og spekulasjoner. Bestemmelsens første ledd, første punktum lød etter endringen slik:

«Kjøp eller salg av verdipapirer *som er gjenstand for organisert omsetning* må ikke foretas av noen som har *presise* og fortrolige opplysninger *om verdipapirene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen vesentlig.*»

Etter forslag fra Finansdepartementet i Ot.prp. nr. 15 (1995–1996), som Stortinget ga sin tilslutning i Innst. O. nr. 48 (1995–1996), ble bestemmelsen flyttet til ny § 1-8 ved lov 7. juni 1996 nr. 25.

⁸ Finanstilsynets veiledning (2014) s. 6.

⁹ Lov 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel.

I 1997 ble det vedtatt ny verdipapirhandellov.¹⁰ Bakgrunnen for loven var blant annet behovet for modernisering av regelverket, som følge av den internasjonaliseringen som hadde foregått i verdipapirmarkedet. I forarbeidene til verdipapirhandelloven (1997) foreslo Finansdepartementet at bestemmelsen i § 1-8 (1) første punktum skulle videreføres i ny § 2-1, med enkelte materielle endringer.¹¹ Etter forslaget fra departementet i Ot.prp. nr. 29 (1996–1997), som Stortinget ga sin tilslutning i Innst. O. nr. 83 (1996–1997), lød den nye bestemmelsen i § 2-1 (1) første punktum:

«Tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk børs eller tilskyndelse til slike disposisjoner, må ikke foretas av noen som har presise og fortrolige opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene vesentlig.»

Etter forslag fra Finansdepartementet i Ot.prp. nr. 80 (2000–2001), som Stortinget ga sin tilslutning i Innst. O. nr. 111 (2000–2001), ble forbudet mot innsidehandel skjerpet i 2001 ved lov 15. juni 2001 nr. 43. Kravet om at opplysningene måtte være «presise» ble tatt ut igjen av lovteksten, fordi Finansdepartementet mente at den selvstendige betydningen av begrepet var begrenset. Avgrensningen mot rykter og spekulasjoner kunne forankres i kriteriet «opplysninger».¹²

«Presise og fortrolig opplysninger» ble derfor endret til «opplysninger» som «ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.» For å effektivisere forbudet mot innsidehandel, ble også kravet om «vesentlig» kurspåvirkning fjernet. Etter endringene lød bestemmelsen i verdipapirhandelloven (1997) § 2-1 (1) første punktum som følger:

«Tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk børs eller norsk autorisert markeds plass eller tilskyndelse til slike disposisjoner, må ikke foretas av noen som har opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.»

¹⁰ Lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel.

¹¹ Ot.prp. nr. 29 (1996–1997) punkt 4.2.1.1.

¹² Innst. O. nr. 111 (2000–2001) punkt 3.1.3.

2.2 Markedsmisbruksdirektivet (MAD)

Europaparlaments- og Rådsdirektiv 2003/6/EC (markedsmisbruksdirektivet eller «MAD»)¹³ ble vedtatt den 28. januar 2003. Markedsmisbruksdirektivet erstattet det tidligere Rådsdirektiv 89/592/EEC (innsidehandeldirektivet) som ble vedtatt den 13. november 1989. Innsidehandeldirektivet var et minimumsdirektiv, som innebærer at medlemsstatene kan vedta strengere regler mot innsidehandel enn det som følger av direktivet.¹⁴ Som følge av statenes nasjonale handlingsrom ved implementeringen av innsidehandeldirektivet, ble det stor variasjon med hensyn til reguleringen av innsidehandel i EU. Det ble fremhevet i MADs fortale avsnitt (11):

«The existing Community legal framework to protect market integrity is incomplete. Legal requirements vary from one Member State to another, leaving economic actors often uncertain over concepts, definitions and enforcement.»

Bakgrunnen for MAD var ønske om å harmonisere regelverket mot markedsmisbruk, og det ble fremhevet i direktivets fortale avsnitt (12) at

«[a] single Directive will ensure throughout the Community the same framework for allocation of responsibilities, enforcement and cooperation.»

Markedsmisbruksdirektivet var del av en omfattende handlingsplan for å skape et mer integrert europeisk finansmarked.¹⁵ Hensynene direktivet skulle ivareta var å sikre integriteten og tilliten til verdipapirmarkedene i EU, og således bidra til oppnåelsen av en velfungerende omsetning av finansielle instrumenter.¹⁶ I tråd med Norges folkerettslige forpliktelse ble MAD inntatt i EØS-avtalen ved EØS-komiteens beslutning nr. 38/2004 av 23. april 2004.¹⁷ Det dualistiske prinsipp innebærer at direktivets bestemmelser må implementeres i norsk rett, for at dette regelverket skal bli en del av den nasjonale retten.¹⁸ Først da vil EØS-lovgivningen kunne gi borgerne rettigheter og pålegge dem plikter.¹⁹

¹³ «MAD» er forkortels for Market Abuse Directive.

¹⁴ I Ot.prp. nr. 80 (2000–2001) punkt 3.1 uttales at det norske forbudet mot innsidehandel «oppfyller kravene i Rdir. 89/592/EØF ... og går noe lenger på enkelte punkter.»

¹⁵ Omtalt i EU som «Financial Services Action Plan».

¹⁶ Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) punkt 2.2.

¹⁷ EØS-avtalen vedlegg IX nytt punkt 29a.

¹⁸ Det dualistiske prinsipp går ut på at folkeretten og nasjonal rett er to selvstendige rettssystemer.

¹⁹ Sejersted (2011) s. 179.

MAD er et såkalt «rammedirektiv» som fastlegger hovedregler og prinsipper. Direktivet er utfyllt gjennom tre kommisjonsdirektiver. Kommisjonsdirektivene fastsetter detaljregler, og kan sammenlignes med forskrifter i norsk rett.²⁰ Det relevante direktivet for oppgavens problemstilling er kommisjonsdirektiv 2003/124/EC (første kommisjonsdirektiv).

Ved lov 4. mars 2005 nr. 11 ble det foretatt endringer i verdipapirhandelloven (1997) ved implementeringen av markedsmisbruksdirektivet og første kommisjonsdirektiv. Forarbeidene fra gjennomføringen er Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) og Innst. O. nr. 38 (2004–2005). Siden MAD er et fullharmoniseringsdirektiv, kan ikke Norge ha strengere eller lempeligere regler enn direktivets bestemmelser. Det ville vært i strid med vår folkerettslige forpliktelse etter EØS-avtalen. Dette innebærer at de norske reglene må gjennomføres og tolkes i samsvar med markedsmisbruksdirektivet, de utfyllende kommisjonsdirektivene og EU-domstolens praksis. Finansdepartementet kom til at

«en mest mulig fullstendig gjennomføring basert på direktivets ordbruk er å foretrekke fremfor å videreføre dagens bestemmelser i den språkdrakt de nå har. Det vises til at en slik løsning vil sikre gjennomføringen av de mer detaljerte reglene i det utfyllende direktivet, samtidig som den innebærer enkelte prosessøkonomiske fordeler og letter tilgjengeligheten for utenlandske investorer.»²¹

Gjennomføringen av MAD innebar at den lovtekniske metoden med «innsideinformasjon» som koblingsord ble introdusert i norsk rett. Tidligere fremgikk forbudet mot innsidehandel av verdipapirhandelloven, mens for eksempel utsteders løpende informasjonsplikt fremgikk av børsforskriften.²² Etter gjennomføringen av EU-direktivene ble begge regelsettene knyttet til legaldefinisjonen av innsideinformasjon i verdipapirhandelloven (1997) § 2-2. Finansdepartementet la imidlertid til grunn at en slik løsning ikke innebar noen *materiell endring* i det norske forbudet mot innsidehandel.²³

²⁰ Rt. 2012 s. 629 (Nettavisen) avsnitt (43).

²¹ Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) punkt 4.5.

²² Børsforskriften av 1994 § 5-2 slik den lød frem til endringen av 1. juli 2005 nr. 786.

²³ Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) punkt 4.5.

Definisjon av innsideinformasjon i vphl. § 3-2 er en videreføring av verdipapirhandelloven (1997) § 2-2, slik den lød etter implementeringen av markedsmisbruksdirektivet i 2005.²⁴

Vilkåret «presise opplysninger» i vphl. § 3-2 første ledd gjennomfører MAD art. 1 nr. 1, som oppstiller vilkåret om at informasjonen må være av «precise nature» for å kunne defineres som «inside information». I fortalen til første kommisjonsdirektiv avsnitt (3), antas at en utfyllende definisjon av «precise nature» bør skape en bedre rettssikkerhet for aktørene på verdipapirmarkedet.

Den nærmere definisjonen av «presise opplysninger» i vphl. § 3-2 annet ledd gjennomfører første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1, som lyder:

«[I]nformation shall be deemed to be of a precise nature if it indicates a set of circumstances which exists or may reasonably be expected to come into existence or an event which has occurred or may reasonably be expected to do so and if it is specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of that set of circumstances or event on the prices of financial instruments or related derivative financial instruments.»

Ved tolkningen av vphl. § 3-2 annet ledd kan standardene utarbeidet av The Committee of European Securities Regulators (CESR) tillegges en viss vekt. I juridisk litteratur er det lagt til grunn at den rettskildemessige betydningen av disse standardene etter norsk rett er begrenset, men varierende.²⁵ CESR var en komité bestående av medlemmer fra de ulike medlemslandene i EU.²⁶ CESR arbeidet for økt harmonisering av den europeiske verdipapirlovgivningen, og mer ensartet praktisering av eksisterende regelverk.²⁷ Komitéen utga rådgivende uttalelser og veiledninger vedrørende tolkningen av MAD og de utfyllende kommisjonsdirektivene. CESR har avsagt et «level 2-advice» (CESR/02-089d) før vedtakelsen av MAD, og en «level 3-guidance» (CESR/06-562) etter vedtakelsen av MAD.

²⁴ Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 33, under merknader til de enkelte bestemmelser, og Innst. O. nr. 70 (2006–2007) punkt 6.2.

²⁵ Bechmann (2002) s. 23.

²⁶ CESR ble 1. januar 2011 erstattet av The European Securities and Markets Authority (ESMA).

²⁷ Bechmann (2002) s. 22.

2.3 Markedsmisbruksforordningen (MAR)

Europaparlaments- og Rådsforordning (EU) nr. 596/2014 (markedsmisbruksforordningen eller «MAR»)²⁸ ble vedtatt den 16. april 2014. Det blir fremhevet i MARs fortale avsnitt (3) at markedsmisbruksdirektivet «completed and updated the Union's legal framework to protect market integrity.» Videre i avsnitt (3) gis det imidlertid en begrunnelse for behovet for en ny forordning om markedsmisbruk:

«However, given the legislative, market and technological developments since the entry into force of that Directive, which have resulted in considerable changes to the financial landscape, that Directive should now be replaced. A new legislative instrument is also needed to ensure that there are uniform rules and clarity of key concepts».

En *forordning* sikrer like og samtidige rettsregler i alle medlemslandene i EU, og har direkte virkning som nasjonal lov fra øyeblikket den trer i kraft. Dette innebærer at det ikke kreves noen ytterligere gjennomføring i de enkelte medlemsland for at forordningen skal bli del av den interne retten. Som fremhevet i MARs fortale avsnitt (5) vil

«[t]his Regulation ... require that all persons follow the same rules in all the Union.»

MAR trådte i kraft i EU den 3. juli 2016, og *erstattet* gjeldende regler om innsideinformasjon i markedsmisbruksdirektivet og de utfyllende kommisjonsdirektivene. Fra ikrafttredelsen av forordningen ble følgelig det gjeldende regelverket opphevet.

Forordninger har ikke direkte virkning som norsk lov, slik tilfellet er i EUs medlemsland, men skal «gjøres til del av avtalepartenes interne rettsorden», jf. EØS-avtalen art. 7. Med hensyn til forordninger er Norge folkerettslig forpliktet til å gjennomføre disse i norsk rett «som sådan», jf. bokstav a. Gjennomføringen skjer ved *inkorporasjon*.²⁹ Dette innebærer at lovgiver vedtar en lov som henviser til EØS-reglene som svarer til forordningen, og fastslår at disse skal gjelde som norsk rett.

²⁸ «MAR» er forkortels for Market Abuse Regulation.

²⁹ Sejersted (2011) s. 198.

Den 22. mai 2015 oppnevnte Regjeringen et lovutvalg (Verdipapirlovutvalget) for å komme med forslag til gjennomføringen av det nye regelverket på verdipapirirområdet i norsk rett. I mandatet del I nr. 4 heter det at utvalget skal

«utrede og utarbeide utkast til nødvendige endringer i lov og forskrift som kan gjennomføre kommende EØS-regler svarende til ... Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 596/2014 (MAR).»

Etter mandatet skulle utredningen fra Verdipapirlovutvalget ha vært levert til Finansdepartementet den 24. juni 2016. Som følge av at det nye regelverket er svært omfattende, ga departementet den 2. november 2016 tillatelse til at arbeidet knyttet til MAR utarbeides i løpet av våren 2017.³⁰ Gjennomføringen av MAR i norsk rett vil innebære at bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 3-2 annet ledd blir opphevet, og erstattet av regler som svarer til bestemmelsene i MAR. Det *materielle innholdet* i MAD art. 1 nr. 1, er videreført i MAR. Det er imidlertid foretatt visse presiseringer for å bringe definisjonen i samsvar med gjeldende rettsoppfatning, særlig på bakgrunn av EU-domstolens avgjørelse i Case C-19/11 (Daimler). Videreføringen av gjeldende rettstilstand innebærer at drøftelsene i oppgaven fortsatt vil ha relevans etter gjennomføringen av den nye forordningen i norsk rett, men hjemmelsgrunnlaget vil bli annerledes.

Markedsmisbruksforordningen har imidlertid betydning for norske aktører på verdipapirmarkedet allerede i dag, altså før gjennomføringen i norsk rett. Det følger av MAR art. 2 at forordningen har et videre nedslagsfelt enn MAD, og følgelig gjeldende bestemmelser i verdipapirhandelloven. Som følge av at MAR allerede har trådt i kraft i EU, vil norske utstedere med finansielle instrumenter utstedt på et europeisk marked omfattes av forordningen. Eksempelvis vil disposisjoner vedrørende finansielle instrumenter notert på Oslo Børs omfattes av MAR, dersom de også er notert på et annet regulert markedet i EU, selv om utstederen er norsk og den aktuelle disposisjonen foretas på Oslo Børs.³¹

Som følge av at gjeldende rettstilstand er videreført i MAR, og at forordningen har betydelig aktualitet for norske aktører på verdipapirmarkedet allerede i dag, vil bestemmelsene i MAR gjennomgående kommenteres i forlengelsen av de ulike drøftelsene knyttet til vphl. § 3-2 (2).

³⁰ NOU 2017: 1 punkt 1.1.

³¹ Eksempelet er inspirert av eksempel gitt i nyhetsbrev fra advokatfirmaet Thommessen (2016) s. 1–2.

3 FORMÅL OG HENSYN

3.1 Reguleringen av verdipapirmarkedet

Det overordnede formålet med reguleringen av verdipapirmarkedet er oppnåelsen av et *velfungerende marked* for omsetning av finansielle instrumenter.³² For å oppnå dette skal verdipapirhandelloven legge til rette for en «sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter», jf. vphl. § 1-1. Formuleringen har en klar kobling til fagøkonomiske uttrykk som brukes til å beskrive verdipapirmarkedets funksjon og virksomhet.³³

Et velfungerende verdipapirmarked er en forutsetning for at markedet kan fungere tilfredsstillende som finansieringskilde for næringslivet. Verdipapirmarkedets viktigste oppgave i samfunnsøkonomien er å formidle kapital, og sørge for at kapitalen kanaliseres dit den gir størst avkastning.³⁴ Reguleringen av verdipapirmarkedet skal derfor ivareta det som omtales som markedets *ressursallokeringsfunksjon*.³⁵ For at verdipapirmarkedet skal kunne utøve denne funksjonen på best mulig måte, må prisene på verdipapirene være så *riktige som mulig* sett ut i fra et samfunnsøkonomisk perspektiv.³⁶ I så henseende spiller markedets likviditet en sentral rolle. Et likvid verdipapirmarked forlanger at det til enhver tid er tilstrekkelig med aktører som ønsker å handle med finansielle instrumenter.

Fordelingen av kapital i verdipapirmarkedet skjer gjennom inngåelse av frivillige avtaler. Aktørene i markedet vil kun inngå avtaler som begge parter finner fordelaktige, ut i fra sine egne preferanser.³⁷ For at partene skal kunne avgjøre hvorvidt avtalen stiller dem bedre, må de ha tilstrekkelig informasjon om de finansielle instrumentene.³⁸ I forarbeidene til lovens formålsparagraf er det fremhevet at et verdipapirmarked kan sies å fungere «effektivt» når prisene reflekterer den underliggende økonomiske verdi bak det enkelte verdipapir.³⁹

³² Myklebust (2011) s. 55.

³³ NOU 1996: 2 punkt 2.1.

³⁴ NOU 1996: 2 punkt 2.4.1.

³⁵ Lau Hansen (2014) s. 15.

³⁶ Tilsvarende i Stordrange (2016) punkt 3.

³⁷ Eide (2008) s. 86.

³⁸ Lau Hansen (2014) s. 120.

³⁹ NOU 1996: 2 punkt 2.1.

For å oppnå dette i størst mulig grad må prisene reflektere mest mulig av den tilgjengelige informasjonen om foretakene, og andre forhold som har betydning for virksomheten.⁴⁰ Sammenhengen mellom informasjon og markedskurs er inngående drøftet i økonomisk teori, og kommet til uttrykk gjennom hypotesen om *markedseffisiens*.⁴¹ Den går i hovedsak ut på at verdipapirkursen i et effektivt marked reflekterer all tilgjengelig informasjon, og kursen tilpasses raskt ny informasjon som kommer til.⁴² I et effektivt marked kan derfor den enkelte investor stole på at verdipapirkursene er samfunnsøkonomisk «riktige».⁴³ Markedskursen er i seg selv en viktig informasjonsbærer. Den gir uttrykk for hvilke selskaper som drives på en god måte. Kursen bidrar til at de foretakene som er mest lønnsomme tiltrekker seg investorer, slik at virksomheten kan ekspandere, mens de foretakene som gir liten eller negativ inntjening hindres i å ekspandere.⁴⁴ Desto «riktigere» kursen er, desto bedre kan verdipapirmarkedet bidra til å fordele ressursene på en samfunnsøkonomisk ønskelig måte.

3.2 Reguleringen av innsideinformasjon

3.2.1 Tillit til markedet

På grunn av den betydning *informasjon* har for verdipapirmarkedet, utgjør reguleringen av innsideinformasjon en viktig del av den samlede reguleringen av dette markedet. Investorer handler med finansielle instrumenter på bakgrunn av den tilgjengelige informasjonen om verdipapirene, utstederforetaket og andre forhold som har betydning for kursen til det enkelte verdipapir. Kjennskap til informasjon som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet vil utgjøre en fordel for besitteren. Slik informasjon er ikke nødvendigvis reflektert i prisen på verdipapiret, og kan utnyttes til å unngå tap eller oppnå gevinster på bekostning av de andre aktørene i markedet. På sikt vil man kunne anta at frykten for at enkelte investorer utnytter informasjon på denne måten, ville svekket aktørenes tillit til verdipapirmarkedet.

I Rt. 2006 s. 1049 (Sense) avsnitt (16) legger Høyesterett til grunn at innsidehandel

⁴⁰ I Rt. 2006 s. 1049 (Sense) avsnitt (17) ble «korrekt kursfastsettelse» fremhevet av Oslo Børs som et «sentralt element i et velfungerende verdipapirmarked.»

⁴¹ Opphavet til hypotesen er den amerikanske økonomen Eugene Fama, og ble presentert i *Journal of Finance* i 1970 under navnet «Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work».

⁴² NOU 1996: 2 punkt 2.5.1.2.

⁴³ Bøhren (2012) s. 117.

⁴⁴ NOU 1996: 2 punkt 2.4.3.

«bidrar til å svekke denne tilliten og dermed til at verdipapirmarkedet fungerer dårligere. Dette vil igjen kunne svekke dette markedet som finansieringskilde for næringslivet.»

Det ble fremhevet i forarbeidene til verdipapirhandelloven (1997) at det internasjonalt er en utbredt oppfatning om at misbruk av innsideinformasjon vil undergrave tilliten til verdipapirmarkedet.⁴⁵ Denne tilliten er avgjørende for at markedet skal tiltrekke seg investorer. Dette bidrar til økt likviditet, og til at markedet kan fungere tilfredsstillende som finansieringskilde for næringslivet.⁴⁶ Et sentralt hensyn bak reguleringen av innsideinformasjon er følgelig å sikre tilliten til verdipapirmarkedet. Dette er fremhevet flere steder i de norske forarbeidene⁴⁷ og i fortalen til MAD og MAR.⁴⁸ Finansdepartementet har blant annet understreket at

«hensynet til at verdipapirmarkedet skal inneha den nødvendige tillit, ligger innenfor formålet om å legge forholdene til rette for en sikker og ordnet verdipapirhandel.»⁴⁹

For at markedet skal inneha den nødvendige tillit, må reguleringen sikre at kursrelevant informasjon er tilgjengelig for alle aktørene i markedet. En situasjon hvor informasjonen er ujevnt fordelt mellom aktørene, omtales som *informasjonsasymmetri*.⁵⁰ Et marked har den grunnleggende funksjon at det sammenfører handelsinteresserte parter, og forenkler inngåelsen av frivillige avtaler.⁵¹ Markedet tilrettelegger dermed for en samfunnsøkonomisk effektiv utnyttelse av ressursene. I 2001 ble Nobels minnepris i økonomi tildelt den amerikanske økonomen Georg Akerlof for sine studier av hvordan informasjonsasymmetri kan skade markedets funksjon. På verdipapirmarkedet kan manglende kjennskap til kursrelevant informasjon medføre usikkerhet for aktørene, som kan oppleves som en risiko.⁵² For å kompensere for denne risikoen tilbyr kjøperen en lavere pris enn han ellers ville ha gjort, dersom han var i besittelse av denne informasjon.

⁴⁵ NOU 1996: 2 punkt 2.5.1.4.

⁴⁶ NOU 1996: 2 punkt 4.4.1.

⁴⁷ For eksempel Ot.prp. nr. 72 (1990–1991) punkt 2.4.1 og NOU 1996: 2 punkt 2.5.1.4.

⁴⁸ Henholdsvis avsnitt (3) og avsnitt (24).

⁴⁹ Innst. O. nr. 83 (1996–1997) punkt 3.2.1.

⁵⁰ Lau Hansen (2014) s. 120.

⁵¹ Lau Hansen (2014) s. 15.

⁵² Lau Hansen (2014) s. 120.

Det er hovedsakelig to måter å løse problemet med asymmetrisk informasjonsfordeling på, og begge benyttes ved reguleringen av innsideinformasjon i verdipapirhandelloven. For det første pålegges utsteder en løpende informasjonsplikt. Ved å pålegge den informerte part å opplyse de øvrige aktørene om den kursrelevante informasjonen, utjevnes asymmetrien uten videre.⁵³ Det sentrale formålet med informasjonsplikten er således at markedet skal ha lik og samtidig tilgang til kurssensitiv informasjon.⁵⁴ Den andre løsningen på problemet er å forby innsidehandel. Ved å forby den informerte part å benytte informasjonsfortrinnet ved handel med finansielle instrumenter, fjernes usikkerheten for de andre, ikke-informerte, aktørene på markedet.⁵⁵

3.2.2 Rettferdighet

Det er vanskelig å måle hvorvidt tillit til markedet faktisk har betydning for investorenes deltakelse.⁵⁶ I juridisk litteratur er det hevdet at det finnes liten empirisk støtte for en slik sammenheng.⁵⁷ Hensynet til at verdipapirmarkedet skal inneha den nødvendige tillit henger uansett nært sammen med alminnelige betraktninger om rettferdighet. Som det fremgår av formålsparagrafen, skal loven skal legge til rette for en ordnet handel med finansielle instrumenter, jf. vphl. § 1-1. Det er lagt til grunn i forarbeidene at «ordnet handel» dekker kravet om at handelen skal tilfredsstillе alminnelige rettferdighetsnormer.⁵⁸ Et hensyn bak reguleringen av innsideinformasjon er derfor å sikre rettferdighet i verdipapirmarkedet.

Reguleringen av innsideinformasjon skal hindre at enkelte aktører utnytter informasjon som ikke er offentlig tilgjengelig, for å oppnå økonomiske fordeler på bekostning av de andre aktørene i verdipapirmarkedet. Slik adferd ville ikke bare svekket tilliten til markedet, men også oppleves som urettferdig og urimelig.⁵⁹ Det skyldes i all hovedsak at investorene som handler finansielle instrumenter med kjennskap til innsideinformasjon, ikke er underlagt den samme markedsrisikoen som de øvrige aktørene.

⁵³ Lau Hansen (2014) s. 121.

⁵⁴ Som fremhevet i LB-2014-106934 (Crayon).

⁵⁵ Lau Hansen (2014) s. 123.

⁵⁶ NOU 1996: 2 punkt 2.5.1.4.

⁵⁷ Sæbø (1995) uttaler på side 36 at «[d]et gis liten empirisk støtte for at innsidehandel svekker investorers tillit til markedet, og at dette medvirker til at investorene holder seg borte fra markedet.»

⁵⁸ NOU 1996: 2 punkt 2.1.

⁵⁹ I EU-domstolens avgjørelse i Case C-45/08 (Spector) avsnitt 52 er dette betegnet som «an unfair advantage».

I forarbeidene er det gitt et eksempel hvor misbruk av innsideinformasjon fremstår som særlig urettferdig overfor de øvrige aktørene i markedet: Ledelsen i et børsnotert selskap reduserer konsekvensene av sine egne feilaktige og uforsvarlige beslutninger, ved å selge sine aksjer før et forventet kursfall.⁶⁰ Som følge av at disse aktørene i kraft av sin stilling ofte har kjennskap til kursrelevant informasjon, vil deres utnyttelse av informasjonsfortrinnet fremstå meget urettferdig, og følgelig være særlig egnet til å svekke tilliten til markedet.

At reguleringen av innsideinformasjon skal ivareta hensynet til rettferdighet, har også fått tilslutning i rettspraksis og juridisk litteratur.⁶¹ I Rt. 2012 s. 761 (Q-Free) avsnitt (22) legger Høyesterett til grunn at

«[n]år det foreligger innsideinformasjon knyttet til et børsnotert selskap, utløses flere sett med regler som har til formål å sikre at markedet fungerer rettferdig».⁶²

3.2.3 Beskyttelse av markedsaktørene

Beskyttelse av aktørene på verdipapirmarkedet kan også anføres som et hensyn reguleringen av innsideinformasjon skal ivareta. På samme måte som at det er nær sammenheng mellom tillitshensynet og hensynet til rettferdighet, er det grunn til å anta at tilliten til markedet blir styrket dersom markedsaktørene beskyttes.⁶³ Enkelte uttalelser i forarbeidene tyder imidlertid på at beskyttelse av markedsaktørene var et mer fremtredende hensyn tidligere. I forarbeidene til verdipapirhandelloven (1985) legges det til grunn at den samfunnsmessige betydningen av verdipapirhandel tilsier at loven må legges til rette for et velfungerende verdipapirmarked, og videre at

«[d]et samme gjør hensynet til de parter som opptrer på verdipapirmarkedet, dvs. selskaper hvis verdipapirer markedsføres eller omsettes, investorene og fondsmeglerne og andre formidlere av handel i verdipapirer. Det er særlig grunn til å fremheve hensynet til den store gruppe private små-investorer som i senere år har gjort seg sterkt gjeldende på verdipapirmarkedet. Vernet av *forbrukerinteresser* blir således et vesentlig element i lovgivningen om verdipapirhandel.»⁶⁴

⁶⁰ NOU 1996: 2 punkt 2.5.1.4.

⁶¹ For eksempel Sæbø (1995) s. 39–40 og Reed (1996) s. 36.

⁶² Hensynet til rettferdighet er også fremhevet i underrettspraksis, for eksempel LB-2014-106934 (Crayon).

⁶³ Tilsvarende i Myklebust (2011) s. 45.

⁶⁴ NOU 1978: 42 punkt 6.2.

Da det i 2001 ble gjort endringer i verdipapirhandelloven (1997), som ledd i tiltak mot ulovlig innsidehandel, la Finansdepartementet til grunn at

«[s]elv om reglene om innsidehandel har vært, og til dels er, begrunnet i hensynet til å beskytte medkontrahenter og utstedere er formålet bredere ved at det er markedet som sådan som skal beskyttes.»⁶⁵

Uttalelsen taler for at beskyttelse av markedsaktørene fortsatt er et hensyn som søkes ivaretatt ved reguleringen av innsideinformasjon, som ledd i beskyttelsen av et velfungerende marked. Hensynet til beskyttelse av markedsaktørene har også fått tilslutning i europeisk litteratur.⁶⁶ I USA har imidlertid investorbekyttelse langt på vei vært hovedformålet med reguleringen av verdipapirmarkedet.⁶⁷

Misbruk av innsideinformasjon kan ramme *utstederforetaket* på flere forskjellige måter. For det første kan foretakets omdømme bli skadelidende når det blir offentlig kjent at personer med tilknytning til foretaket har misbrukt innsideinformasjon.⁶⁸ Tilsvarende er lagt til grunn i forarbeidene.⁶⁹ Disse sakene vekker ofte stor interesse i finansmiljøet, og blir stadig omtalt i riksmidlene. For det andre kan driften av foretakets virksomhet bli påvirket på en uheldig måte, fordi ledelsen ønsker å oppnå fordeler ved misbruk av innsideinformasjon.⁷⁰ For det tredje kan muligheten for misbruk i seg selv, gjøre det mer kostbart eller umulig for selskapet å få gjennomført prosjekter.⁷¹

Som en innvending mot at reguleringen skal beskytte *investorene*, er det hevdet at innsidehandel ikke fører til tap for investorene på verdipapirmarkedet.⁷² Når det gjelder den tilfeldige medkontrahent som inngår avtale med besitteren av innsideinformasjon, medfører påstanden antagelig riktighet i de fleste tilfeller. På markedet kobles kjøps- og salgsordre tilfeldig, og medkontrahenten fatter sin beslutning uavhengig av den andre parts deltakelse i markedet.

⁶⁵ Ot.prp. nr. 80 (2000–2001) punkt 3.5.

⁶⁶ Lau Hansen (2004) s. 195.

⁶⁷ Mydske (2006) punkt 2.

⁶⁸ Sæbø (1995) s. 46.

⁶⁹ NOU 1996: 2 punkt 2.5.1.4.

⁷⁰ Ibid.

⁷¹ Ibid.

⁷² Dette avsnittet bygger på fremstillingen i Sæbø (1995) s. 41–43.

Dersom besitteren av innsideinformasjon hadde latt være å handle på verdipapirmarkedet, ville medkontrahentens ordre normalt blitt koblet med en annen investors ordre, uten at medkontrahenten ville oppnådd gunstigere vilkår av den grunn. Når medkontrahenten handler til markedskurs, uavhengig av om enkelte markedsaktører har innsideinformasjon, kan det vanskelig gjøres gjeldende at hensynet til medkontrahenten tilsier regulering. Dette samsvarer ikke med det som ble lagt til grunn i de nevnte forarbeidene, hvor det uttales at forbudet mot innsidehandel «dels er» begrunnet i hensynet til å beskytte «medkontrahenter».⁷³ Anser man investorene i stedet som en gruppe medfører påstanden, om at innsidehandel ikke medfører tap for investorene, antagelig ikke riktighet. Den økonomiske fordel som investoren med innsideinformasjon oppnår i markedet, må nødvendigvis ha til motstykke et tilsvarende tap på bekostning av en eller flere andre investorer.

Påstanden må nok derfor ses i sammenheng med vanskelighetene ved å *identifisere* den eller de investorene som lider det økonomiske tapet.⁷⁴ Uansett er det ikke interessekonflikt mellom hensynet til å beskytte aktørene og hensynet til å beskytte selve markedet. Begge deler bidrar til å sikre et velfungerende marked for omsetning av finansielle instrumenter, noe alle aktørene på verdipapirmarkedet er tjent med.

3.2.4 Mothsyn

Det kan anføres noen hensyn som umiddelbart synes å tale mot regulering av innsideinformasjon på verdipapirmarkedet. Det er hevdet at dersom ledelsen i utstederforetaket kunne utnyttet tilgangen på innsideinformasjon ved handel med finansielle instrumenter, ville dette gitt et incentiv til å drive foretaket på en bedre måte.⁷⁵ Resonnementet er at desto bedre foretaket drives, desto bedre blir muligheten for ledelsen til å oppnå gevinster på verdipapirmarkedet. Denne fordelene hadde dermed blitt en belønning for god og effektiv drift av foretaket, på samme måte som bonuser og andre prestasjonsbaserte godtgjørelser.⁷⁶ Det kan følgelig anføres at hensynet til et mer effektivt næringsliv, kan tale mot å forby utnyttelsen av innsideinformasjon ved handel med finansielle instrumenter.

⁷³ Ot.prp. nr. 80 (2000–2001) punkt 3.5.

⁷⁴ Sæbø (1995) s. 44.

⁷⁵ Sæbø (1995) s. 52.

⁷⁶ Belønningssynspunktet er også nevnt i NOU 1996: 2 punkt 2.5.1.4.

Mot et slikt standpunkt kan det anføres flere motargumenter som begrunner hvorfor dette hensynet ikke har fått gjennomslag. For det første foreligger det andre incentiver for ledelsen til å drive selskapet på en god måte. Bonuser og prestasjonsbaserte godtgjørelser er allerede nevnt. Noen andre eksempler er godtgjørelse i form av naturalytelser, tildeling av aksjer eller tegningsretter, og gunstige pensjonsordninger.⁷⁷ For det andre er det ikke gitt at alle personene i ledelsen bidrar på samme måte ved driften av foretaket. Dette kunne resultere i at gevinsten ikke bare tilfalt dem som faktisk hadde bidratt på en god måte. Slike forhold kan skape uro og konflikter, og virke negativt for foretaket på lengre sikt. For det tredje ville ledelsen like gjerne kunne profittere på negative nyheter som på gode.⁷⁸ I slike tilfeller er det anførte belønningssynspunktet ikke like treffende.

Det ble vist til sammenhengen mellom informasjon og kursen på de finansielle instrumentene (punkt 3.1). På denne bakgrunn er det anført at innsidehandel vil bidra til at innsideinformasjonen reflekteres i verdipapirkursen.⁷⁹ Dette vil påvirke kursen slik at den kommer bedre i samsvar med den underliggende økonomiske verdi bak det enkelte verdipapir. Under en slik synsvinkel kan ulempene ved innsidehandel betraktes som en kostnad for å oppnå så «riktige» priser på verdipapirene som mulig.⁸⁰ Det kan hevdes at utnyttelse av innsideinformasjon derved ville medvirke til en ønsket kanalisering av den risikovillige kapitalen dit den gir størst avkastning.

Ved første øyekast kan følgelig fraværende regulering av innsideinformasjon, synes å ivareta formålet om en effektiv samfunnsøkonomisk utnyttelse av kapitalen. Mot et slikt standpunkt kan det imidlertid innvendes at «riktig» prising av verdipapirene oppnås raskere og mer effektivt *med* regulering av innsideinformasjon, ved at utstederforetaket pålegges en løpende informasjonsplikt.⁸¹

⁷⁷ I finansforetaksforskriften § 15-1 heter det at foretakene skal ha en «godtgjørelsesordning ... som skal bidra til å fremme og gi incentiver til god styring av og kontroll med foretakets risiko».

⁷⁸ Sæbø (1995) s. 53.

⁷⁹ Sæbø (1995) s. 55.

⁸⁰ NOU 1996: 2 punkt 2.5.1.4.

⁸¹ Sæbø (1995) s. 55.

4 VILKÅRET «PRESISE OPPLYSNINGER»

4.1 Introduksjon

Etter verdipapirhandelloven § 3-2 første ledd kan det foreligge innsideinformasjon dersom det foreligger «presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold». Først drøftes hva de presise opplysningene kan relatere seg til (punkt 4.2). Den nærmere definisjonen av «presise opplysninger» i vphl. § 3-2 annet ledd oppstiller et presisjonskrav til den aktuelle informasjonen. For det første må den utgjøre «opplysninger» (punkt 4.3). For det andre må opplysningene være «presise». Det siste innebærer at det gjelder visse krav til opplysningens materielle innhold (punkt 4.4), og visse krav til opplysningens objektive innhold (punkt 4.5).

Hensynene bak reguleringen av innsideinformasjon tilsier et presisjonskrav. Det svekker antagelig ikke tilliten til verdipapirmarkedet, eller fremstår som urettferdig overfor de andre aktørene, at enkelte investorer handler med finansielle instrumenter på bakgrunn av vage og helt generelle opplysninger. Dette gjelder like fullt om opplysningene ikke skulle være offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet. Slike opplysninger har ikke det samme misbrukspotensialet som *presise opplysninger*. Det skyldes at opplysningene ikke utgjør noen fordel for investorene, som kan utnyttes på bekostning av de øvrige aktørene på verdipapirmarkedet. Det er først når enkelte investorer har opplysninger som er *så konkrete og spesifikke* at det kan trekkes, ofte tilnærmet sikre, slutninger om at kursen vil påvirkes, at det fremstår som urettferdig ovenfor de øvrige aktørene. Det er denne urettferdigheten som på sikt kan føre til at tilliten til verdipapirmarkedet svekkes.

4.2 Opplysningens tilknytning

Etter vphl. § 3-2 annet ledd kan det foreligge innsideinformasjon hvis det foreligger «presise opplysninger» som relaterer seg til tre ulike forhold. For det første kan opplysningene relatere seg til «de finansielle instrumentene» i seg selv. Dette omfatter opplysninger som gjelder alle disposisjoner vedrørende de finansielle instrumentene.

Det kan for eksempel være opplysninger om at en betydelig aksjonær er i ferd med å selge sin aksjepost i selskapet, eller at det foreligger et oppkjøpstilbud av foretakets aksjer.⁸²

For det andre kan opplysningene relatere seg til «utstederen» av de finansielle instrumentene. Dette innebærer at alle opplysninger om utstederforetakets virksomhet i vid forstand faller inn under ordlyden. Det kan for eksempel være opplysninger om utskiftninger i ledelsen, inngåelse eller opphevelse av en betydningsfull kontrakt, eller at selskapet er i ferd med å begjæres konkurs.⁸³

For det tredje kan opplysningene relatere seg til «andre forhold». I forarbeidene er det lagt til grunn at vilkåret omfatter «all ... informasjon som kan være kursrelevant.»⁸⁴ Det samme er lagt til grunn i juridisk litteratur.⁸⁵ Opplysningene behøver følgelig ikke å relatere seg direkte til de finansielle instrumentene eller utstederen av disse, en indirekte tilknytning er tilstrekkelig. Det samme følger av ordlyden i MAD art. 1. nr. 1, hvor det fremgår at «inside information» omfatter

«information of a precise nature ... relating, directly or indirectly, to one or more issuers of financial instruments or to one or more financial instruments».

Dette er videreført i MAR art. 7 nr. 1 (a) med identisk ordlyd.

Opplysninger om «de finansielle instrumentene» eller «utstederen av disse» fremstår etter dette som de vanligste eksemplene på hvilke forhold opplysningene typisk vil relatere seg til. Opplysninger om «andre forhold» omfatter alle andre forhold, og kan for eksempel være opplysninger om nye rammevilkår for utstederforetaket eller opplysninger som berører en konkurrent.⁸⁶ Det kan diskuteres hvorvidt opplysninger om slike forhold i stedet bør kategoriseres som opplysninger om «utstederen» av de finansielle instrumentene, men grensedragningen er uten rettslig betydning.

⁸² Finanstilsynets veiledning (2014) s. 8.

⁸³ Ot.prp. nr. 72 (1990–1991) punkt 6.1.

⁸⁴ Innst. O. nr. 5 (1991–1992) s. 4.

⁸⁵ For eksempel Bergo (2014) s. 278.

⁸⁶ Finanstilsynets veiledning (2014) s. 7–8.

4.3 Kriteriet «opplysninger»

Etter vphl. § 3-2 annet ledd må informasjonen være «opplysninger» for å kunne defineres som «innsideinformasjon». Begrepet «opplysninger» gir i seg selv ikke særlig veiledning for tolkningen. Det fremgår imidlertid av rettspraksis at det må foreligge objektive holdepunkter for opplysningene.⁸⁷ I forarbeidene er det lagt til grunn at opplysningene må ha et konkret innhold.⁸⁸ Begge deler taler for at opplysningene objektivt sett må fremstå som noe annet enn rene antagelser. Markedsforventninger til hvordan kursen på de finansielle instrumentene vil utvikle seg, faller også utenfor kriteriet «opplysninger».⁸⁹

Det er lagt til grunn i forarbeidene⁹⁰ og rettspraksis⁹¹ at *rykter og spekulasjoner* ikke utgjør «opplysninger» i verdipapirhandellovens forstand. Hva som skiller rykter fra spekulasjoner er imidlertid ikke nærmere kommentert i kildene. I dagligtale brukes «spekulasjoner» vanligvis om funderinger og antagelser som baseres på usikker informasjon, mens «rykter» brukes om informasjon som ikke er verifiserbar fordi den har et ukjent opphav. Informasjonen baseres i disse tilfellene *ikke* på konkrete og objektive holdepunkter. Investoren som får kjennskap til et rykte, vet ikke om informasjonen stammer fra styrelederen i selskapet eller en helt annen.⁹² Opplysningens misbrukspotensial er dermed meget begrenset disse tilfellene, og hensynene bak reguleringen av innsideinformasjon gjør seg følgelig ikke gjeldende.

Det kan antagelig ikke oppstilles en kategorisk avgrensning mot all informasjon med et ukjent opphav, men momentet er ofte egnet til å skille rykter fra opplysninger.⁹³ Det skyldes at når opphavet er ukjent er det vanskelig å bedømme informasjonens *troverdighet*. Rykter og spekulasjoner kjennetegnes dermed av usikkerhet om troverdigheten, i motsetning til usikkerhet om meningsinnholdet.⁹⁴

⁸⁷ For eksempel RG 2013 s. 1426 (Bionor Pharma).

⁸⁸ Ot.prp. nr. 72 (1990–1991) punkt 6.1.

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

⁹⁰ For eksempel Ot.prp. nr. 29 (1996–1997) s. 26.

⁹¹ For eksempel RG 2004 s. 676 (Finansbanken) og RG 2013 s. 1426 (Bionor Pharma).

⁹² Det er typisk i situasjoner hvor informasjonen gis i form av tips at det må avgrenses mot «opplysninger».

⁹³ Bergan (2016) punkt 6.4.4.1. Motsatt i Farstad (2003) punkt 2.1, hvor det hevdes at det må «kunne stilles krav om ... en mulighet for å finne ut hvilken kilde informasjonen stammer fra.»

⁹⁴ Rykter spres nettopp fordi meningsinnholdet er klart og vekker oppsikt.

Kunnskap om et verserende rykte er sant eller usant kan derimot være en opplysning.⁹⁵ Dersom man for eksempel vet at et antatt oppkjøpstilbud ikke har rot i virkeligheten, kan disposisjoner foretatt før selskapet offisielt avkrefter ryktet være misbruk av innsideinformasjon, jf. vphl. § 3-3.⁹⁶ Besittelsen av slike opplysninger kan skyldes at vedkommende har fått meddelt opplysningene, eller at det er vedkommende selv som har startet ryktet.⁹⁷

Dersom handel på bakgrunn av rykter og spekulasjoner var forbudt, ville investorenes mulighet til å inngå gjensidig fordelaktige avtaler begrenses i for sterk grad. Dette ville redusert den effektive utnyttelsen av den risikovillige kapitalen i samfunnet, og hindret oppnåelsen av det overordnede formålet om et velfungerende verdipapirmarked. Dersom informasjon i form av rykter og spekulasjoner umiddelbart måtte offentliggjøres, ville det også blitt problematisk for utstederforetakene å overholde informasjonsplikten i vphl. § 5-2.

For å kunne anvende avgrensningen mot rykter og spekulasjoner er det nødvendig å skille mellom informasjonens *opphav* og informasjonens *kilde*. Informasjonens «opphav» er hvor eller hvem den opprinnelig stammer fra, mens informasjonens «kilde» er vedkommende som formidler eller meddeler informasjonen videre.

I Agder lagmannsrettsavgjørelse i LA-2006-42810 (Otrum) var eksempelvis opphavet til opplysningene en hotelldirektør, mens kilden til opplysningene var en betrodd tredjemann. Opphavet og kilden kan være samme person, men behøver ikke å være det. Når opphavet er ukjent må informasjonen anses som et rykte, selv om vedkommende som formidler den videre er en pålitelig kilde.

Skillet mellom informasjonens opphav og kilde viser at informasjonen opprinnelig kan være «opplysninger», men ved gjentatte videreformidlinger kan opphavet bli mer og mer usikkert. På et gitt tidspunkt kan usikkerheten om opphavet svekke informasjonens konkrete innhold, og medføre at troverdigheten blir så vanskelig å bedømme, at informasjonen objektivt sett må anses som rykter og spekulasjoner.⁹⁸

⁹⁵ Sæbø (1995) s. 153.

⁹⁶ Bechmann (2002) s. 86.

⁹⁷ Utbredelse av «rykter og nyheter» som personen visste eller burde ha visst var «falske, uriktige eller villedende» kan straffes som markedsmanipulasjon, jf. vphl. § 3-8 annet ledd nr. 3, jf. første ledd.

⁹⁸ Tilsvarende er lagt til grunn i LA-2006-42810 (Otrum).

Det forhold at opplysningene formidles fra en kilde til en annen, innebærer imidlertid ikke i seg selv at troverdigheten svekkes. Dette er bekreftet i Agder lagmannsrettsavgjørelse i LA-2006-42810 (Otrum), hvor det ble uttalt at «[o]pplysningen gikk her via ett ledd, men mistet ingen troverdighet på veien.» I Borgarting lagmannsrettsavgjørelse i LB-2013-08168 (Eltek) ble opplysningene formidlet fra A til B til C, uten at meningsinnholdet ble mindre troverdig av den grunn.

Begrepet «opplysninger» gir i seg selv ikke veiledning til hvorvidt opplysningene må være dokumenterte. Det er derimot lagt til grunn i forarbeidene⁹⁹ og rettspraksis¹⁰⁰ at det ikke er et krav om dokumenterte opplysninger. Manglende dokumentasjon er dermed ikke avgjørende for avgrensningen mot rykter og spekulasjoner. Dette er naturlig fordi hvorvidt innholdet i opplysningene er dokumentert, ikke er avgjørende for opplysningens potensial til å påvirke markedskursen til de finansielle instrumentene.

Begrepet «opplysninger» taler ikke for at meningsinnholdet må være korrekt.¹⁰¹ Uriktige opplysninger kan også påvirke markedskursen. Det kan for eksempel være konkrete og troverdige opplysninger som går ut på at flyselskapet Norwegian har inngått en lukrativ avtale med flyprodusenten Airbus om levering av nye fly. Forutsatt at de øvrige vilkårene i vphl. § 3-2 annet ledd var oppfylt, vil det være uten betydning at det i ettertid viser seg at det var Boeing som var part i avtalen. Investoren som kjøpte aksjer i Norwegian Air Shuttle ASA med kjennskap til de kursrelevante opplysningene, kan straffes for innsidehandel, selv om opplysningene viste seg å være uriktige.

4.4 Opplysningens materielle innhold

4.4.1 Omstendigheter eller begivenheter

For at det skal foreligge «presise opplysninger» må opplysningene indikere at «en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe», jf. vphl. § 3-2 annet ledd. Dette innebærer at opplysningene kan gjelde noe som har skjedd, eller noe som med en viss sannsynlighet kommer til å skje.

⁹⁹ Ot.prp. nr. 29 (1996–1997) punkt 4.2.1.2.

¹⁰⁰ For eksempel RG 2013 s. 1426 (Bionor Pharma).

¹⁰¹ Samme i Reed (1996) s. 125.

Ordlyden i den norske bestemmelsen er i samsvar med den utfyllende definisjonen av «precise nature» i første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1. Begrepet «omstendigheter» tilsvarer «set of circumstances», mens begrepet «begivenheter» tilsvarer «event». Denne ordlyden er videreført i MAR art. 7. nr. 2.

«Omstendigheter» et vidt begrep. En naturlig språklig forståelse taler for at en situasjon har funnet sted eller at en tilstand har vedvart over noe tid. Det kan for eksempel være at selskapet har foretatt et oppkjøp, at det er startet etterforskning mot ledelsen eller at selskapet er i ferd med å ansette ny administrerende direktør. «Begivenheter» er også et vidt begrep. En naturlig språklig forståelse taler for at hendelser eller episoder av kortere eller forbigående karakter omfattes. Det kan for eksempel være et møte mellom to personer på en restaurant, eller at styrelederen i et selskap sitter på flyet til Stockholm.

Den naturlige språklige forståelsen av begrepene «omstendigheter» og «begivenheter», taler for at det ikke skal oppstilles en *kvalitativ nedre grense* for hvilke faktiske forhold som faller inn under ordlyden. Hensynene bak reguleringen av innsideinformasjon tilsier heller ikke en slik nedre grense, fordi opplysninger om den minste omstendighet eller begivenhet i utgangspunktet kan misbrukes ved handel med finansielle instrumenter.

4.4.2 Historiske

Etter vphl. § 3-2 annet ledd kan opplysningene indikere at en eller flere omstendigheter eller begivenheter «har inntruffet». En naturlig språklig forståelse taler for at dette skal vurderes empirisk opp mot virkeligheten. Dette innebærer at omstendigheter eller begivenheter «har inntruffet», dersom de er konstaterbare basert på en bevismessig vurdering. En slik tolkning er i samsvar med tolkningen etter første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1, som lyder «a set of circumstances which exists or ... an event which has occurred». CESR har uttalt at hvorvidt en omstendighet eller begivenhet «exists or ... has occurred» skal forstås i betydning av om den er «true».¹⁰² CESR legger til grunn at en omstendighet eller begivenhet er sann «if it can be proven to have happened or to exist.»¹⁰³ Dette taler også for at en omstendighet eller begivenhet «har inntruffet», dersom den teoretisk sett kan bevises.¹⁰⁴

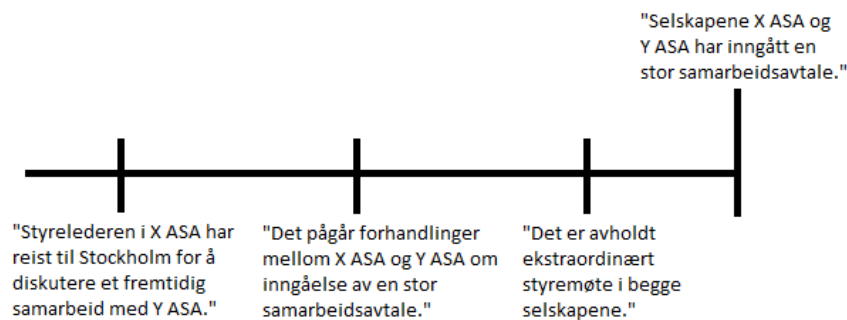
¹⁰² CESR/02-089d punkt 19.

¹⁰³ CESR/02-089d punkt 20.

¹⁰⁴ Det er imidlertid ikke noe krav om at det inntrufne må være dokumentert i den konkrete saken (punkt 4.3).

Det inntreer omstendigheter og begivenheter hele tiden. I ovennevnte punkt (4.4.1) ble det lagt til grunn at det ikke gjelder noen kvalitativ nedre grense for hvilke omstendigheter eller begivenheter som faller inn under ordlyden. En annen problemstilling er om det gjelder en *kvantitativ nedre grense* for hvilke omstendigheter eller begivenheter som «har inntruffet».

Spørsmålet oppstår ved trinnvise prosesser av en viss varighet. Den videre drøftelsen under dette punktet tar for seg følgende spørsmål: Kan det foreligge «presise opplysninger» etter vphl. § 3-2 annet ledd, selv om opplysningene gjelder omstendigheter eller begivenheter av mer *mellomliggende karakter* som inntreffer på veien frem mot mer endelige omstendigheter eller begivenheter. Det kan for eksempel være opplysninger om styremøter og gjennomførte reiser som har funnet sted på veien frem mot et endelig styrevedtak, eller opplysninger om pågående forhandlinger på veien frem mot en endelig avtaleinngåelse. Figuren illustrerer et eksempel.



Ordlyden i vphl. § 3-2 annet ledd viser til inntrufne «omstendigheter eller begivenheter» helt generelt. En naturlig språklig forståelse taler for at ethvert inntruffet forhold faller inn under ordlyden, uavhengig av om det kan *karakteriseres* som en mellomliggende eller mer endelig omstendighet eller begivenhet.

En slik tolkning støttes også av verdipapirhandellovens system. En av de legitime interessene som kan begrunne utsatt offentliggjøring av kursrelevant informasjon, er at opplysningene gjelder «pågående forhandlinger og tilhørende omstendigheter», jf. vphl. § 5-3 annet ledd nr. 1. Dette er typiske eksempler på mellomliggende steg i en trinnvis prosess. Det kan hevdes at denne bestemmelsen ville fremstått noe upraktisk dersom opplysninger om slike og andre mellomliggende forhold, *ikke* kunne utgjøre innsideinformasjon etter vphl. § 3-2 annet ledd i utgangspunktet.

I Case C-19/11 Markus Geltl v. Daimler AG (Daimler) tok EU-domstolen stilling til om det kan foreligge «precise information», selv om opplysningene gjelder omstendigheter eller begivenheter av mellomliggende karakter. Sakens bakgrunn var at Markus Geltl, og en rekke andre investorer, hadde reist sak i Tyskland mot Daimler AG med krav om erstatning for lidt tap som følge av at selskapet hadde forsømt sin informasjonsplikt. Det hadde pågått samtaler over en lengre periode i selskapet vedrørende et ønske fra en sentral person i ledelsen om å gå av, tre år før utløpet av oppnevningsperioden. Dette ble første gang tatt opp med styrelederen den 17. mai 2005, men avgangen ble ikke formelt godkjent av styret (Supervisory Board) før den 28. juli 2005. Offentliggjøringen av opplysningene, medførte at aksjekursen steg kraftig.

Investorene i saken hadde solgt aksjer i Daimler AG før offentliggjøringen. De påsto at det forelå «inside information» på et tidligere tidspunkt, enn ved den endelige godkjennelsen av avgangen fra Supervisory Board, som selskapet følgelig hadde en plikt til å offentliggjøre. Daimler AG ble frifunnet i førsteinstans (Regional Court, Stuttgart), fordi retten la til grunn at «the decisive price-relevant event is the Supervisory Board's decision of 28 July 2005.» Anke-domstolen i Tyskland (Federal Court of Justice) anmodet EU-domstolen om en rådgivende uttalelse for spørsmålet hvorvidt

«intermediate steps which already exists or have already occurred and which are connected with bringing about the future circumstance or event also [can] constitute precise information».¹⁰⁵

EU-domstolen la innledningsvis til grunn at

«[s]ince the terms ‘set of circumstances’ and ‘event’ are not defined in that directive, it is appropriate to look at their ordinary meaning.»¹⁰⁶

Domstolen kom videre til at en vanlig forståelse av begrepene i første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1 omfatter enhver omstendighet eller begivenhet, selv om den kan karakteriseres som et mellomliggende steg i en trinnvis prosess. Domstolen la også til grunn at denne forståelsen støttes av hensynene bak reguleringen. En innskrenkende tolkning, slik at bare de endelige omstendighetene eller begivenhetene faller inn under ordlyden, ville risikere at integriteten til

¹⁰⁵ Case C-19/11 Markus Geltl v. Daimler AG, avsnitt 23.

¹⁰⁶ Case C-19/11 Markus Geltl v. Daimler AG, avsnitt 30.

de europeiske finansmarkedene undergraves, og følgelig at tilliten til markedene svekkes. På denne bakgrunn konkluderte EU-domstolen med at

«information relating to an intermediate step which is part of a protracted process may be precise information.»¹⁰⁷

Uttalelsen er i samsvar med den oppfatning CESR la til grunn før den endelige avklaringen i Case C-19/11 (Daimler).¹⁰⁸

Rettstilstanden som legges til grunn i Case C-19/11 (Daimler) er kodifisert i MAR art. 7 nr. 2, som lyder:

«In this respect in the case of a protracted process that is intended to bring about, or that results in, particular circumstances of a particular event, those future circumstances or that future event, and also the intermediate steps of that process which are connected with bringing about or resulting in those future circumstances or that future event, may be deemed to be precise information.»

I MAR art. 7 nr. 3 er det videre presisert:

«An intermediate step in a protracted process shall be deemed to be inside information if, by itself, it satisfies the criteria of inside information as referred to in this Article.»

Etter EU-domstolens rådgivende uttalelse i Case C-19/11 (Daimler) kan det legges til grunn at etter vphl. § 3-2 annet ledd kan det foreligge «presise opplysninger», uavhengig av om de inntrufne omstendighetene eller begivenhetene kan karakteriseres som forhold av mellomliggende eller mer endelig karakter. Denne forståelsen er senere lagt til grunn i beslutning inntatt i Rt. 2014 s. 452 (Eltek) avsnitt (47), hvor Høyesteretts ankeutvalg kom til at det var korrekt rettsanvendelse når

«lagmannsretten har bygget på at opplysningene om status i forhandlingene er en opplysning om en begivenhet som "har inntruffet"».

¹⁰⁷ Case C-19/11 Markus Gelte v. Daimler AG, avsnitt 38.

¹⁰⁸ CESR/06-562 punkt 1.6.

4.4.3 Fremtidige

4.4.3.1 Sannsynlighetsgraden

Etter vphl. § 3-2 annet ledd kan det foreligge «presise opplysninger» dersom opplysningene indikerer at «en eller flere omstendigheter eller begivenheter ... med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe». På tilsvarende måte som for omstendigheter eller begivenheter som «har inntruffet», kan det foreligge «presise opplysninger» uavhengig av om de fremtidige forhold er av mellomliggende eller mer endelig karakter.¹⁰⁹

Ordlyden «kan ventes å ville inntreffe» viser kun at det er en forhåndsvurdering som skal foretas. Det er ikke noe vilkår at forholdene faktisk inntreffer. Ordlyden «med rimelig grunn» reiser imidlertid to tolknings spørsmål. Det første spørsmålet er *hvilken grad av sannsynlighet* som må foreligge for at de fremtidige omstendighetene eller begivenhetene vil inntreffe. Det andre spørsmålet er om sannsynlighetsgraden er *relativ* til den forventede kurspåvirkningen, slik at det stilles lavere krav til sannsynlighet dersom det forventede kursutslaget er stort og vice versa (punkt 4.4.3.2).

For spørsmålet om fastleggelsen av sannsynlighetsgraden gir ordlyden en viss veiledning. En naturlig språklig forståelse av «rimelig grunn» taler for at det ikke er tilstrekkelig med en teoretisk mulighet for at forholdet vil inntreffe. På den andre siden kan ordlyden tale for at det ikke kreves noe særlig mer enn en beskjeden grad av sannsynlighet. Etter min vurdering er det ikke nærliggende å tolke ordlyden slik at det kreves sannsynlighetsovervekt for at omstendighetene eller begivenhetene vil inntreffe.¹¹⁰ Ordlyden kan imidlertid ikke sies å utelukke en slik tolkning.

Uttrykket «rimelig grunn» er benyttet som beskrivelse av sannsynlighetsgrader i lov 22. mai 1981 nr. 25 om rettergangsmåten i straffesaker (straffeprosessloven eller strpl.). Med hjemmel i strpl. § 216 l kan politiet avlytte samtaler med samtykke fra en av samtalepartene, dersom noen med «rimelig grunn» mistenkes for en handling som kan medføre frihetsstraff.

¹⁰⁹ Case C-19/11 Markus Geltl v. Daimler AG, avsnittene 38 og 40.

¹¹⁰ Tilsvarende i Gravir (2005) punkt 3.1.

I forarbeidene til bestemmelsen er det lagt til grunn at «rimelig grunn» oppstiller et krav om lavere sannsynlighetsgrad enn uttrykket «skjellig grunn til mistanke».¹¹¹ I rettspraksis er det lagt til grunn at «skjellig grunn til mistanke» innebærer et krav om sannsynlighetsovervekt.¹¹²

Bruken av uttrykket «rimelig grunn» i vphl. § 3-2 annet ledd kan på denne bakgrunn tale for at det er tilsiktet å innebære lavere sannsynlighetsgrad enn sannsynlighetsovervekt.¹¹³ Spørsmålet om sannsynlighetsgraden er imidlertid ikke kommentert i forarbeidene til denne bestemmelsen i verdipapirhandelloven. Det foreligger derimot andre uttalelser som kan tale for at «rimelig grunn» skal forstås som et krav om lavere grad av sannsynlighet. Etter vphl. § 3-11 (1) første punktum har enkelte aktører en rapporteringsplikt hvis det foreligger «rimelig grunn til mistanke om innsidehandel». Finansdepartementet ga sin tilslutning til forslaget fra Kredittilsynet, som la til grunn at

«vilkåret om rimelig grunn ikke skal forstås strengt og at det neppe kan oppstilles krav om sannsynlighetsovervekt».¹¹⁴

Hensynet til forutberegnelighet kan tale for at uttrykket «rimelig grunn» tolkes likt i de ulike bestemmelsene i verdipapirhandelloven kapittel 3.

Ordlyden i vphl. § 3-2 annet ledd er i samsvar med ordlyden i første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1, som lyder

«may reasonably be expected to come into existence ... or which may reasonably be expected to occur.»

Uttrykket «may reasonably be expected» gir ikke ytterligere veiledning for spørsmålet om gjeldende sannsynlighetsgrad, utover det som kan utledes av uttrykket «rimelig grunn» i den norske bestemmelsen.

¹¹¹ Ot.prp. nr. 60 (2004–2005) punkt 10.6.

¹¹² For eksempel Rt. 1993 s. 1302 og Rt. 2011 s. 946 avsnitt (13).

¹¹³ Samme er hevdet i Berg (2014) punkt 2.1.

¹¹⁴ Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) punkt 14.5.

I Case C-19/11 (Daimler) tok EU-domstolen, riktignok kun i en viss grad, stilling til hvilken sannsynlighetsgrad uttrykket «may reasonably be expected» i første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1 innebærer.¹¹⁵ Dette var imidlertid ikke et av spørsmålene domstolen formelt ble forelagt i saken, og er således ikke en del av domstolens konklusjoner. Uttalelsene må følgelig anses som et obiter dictum, men premissene er like fullt av interesse for tolkningen av direktivet.¹¹⁶ EU-domstolen legger først til grunn at art. 1 nr. 1

«cannot be interpreted as requiring that proof be made out of a high probability of the circumstances or events in question coming into existence or occurring.»¹¹⁷

Dette må forstås som at det *ikke* kreves «høy grad av sannsynlighet» for at de fremtidige omstendighetene eller begivenhetene vil inntreffe. Domstolen kom til at en slik begrensning ville undergrave de grunnleggende hensynene til markedsintegritet og ivaretagelse av tillit til verdipapirmarkedet. På den andre siden tilsa forutberegnelighet for markedsaktørene at

«precise information is not to be considered as including information concerning circumstances and events the occurrence of which is implausible.»¹¹⁸

Uttrykket «implausible» må forstås dithen at opplysninger som omhandler omstendigheter eller begivenheter som det er «usannsynlig» at vil inntreffe, *ikke* faller inn under ordlyden i første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1. Begrepet «usannsynlig» kan imidlertid forstås på flere måter. Det kan for det første forstås som en marginal mulighet for at noe vil inntreffe, men vanlig begrepsbruk tilsier at noe er «usannsynlig» dersom det er under femti prosent sjanse for at forholdet vil inntreffe.¹¹⁹

I Case C-19/11 (Daimler) oppstiller EU-domstolen en skala med «usannsynlig» og «høy grad av sannsynlighet» som ytterpunkter. I lys av dette, presiserer domstolen i avsnitt 49 at «may reasonably be expected» skal forstås som omstendigheter eller begivenheter hvor det er

«a realistic prospect that they will come into existence or occur.»

¹¹⁵ Se punkt 4.4.2 for sakens faktum.

¹¹⁶ Samme i Bergo (2014) s. 280.

¹¹⁷ Case C-19/11 Markus Geltl v. Daimler AG, avsnitt 46.

¹¹⁸ Case C-19/11 Markus Geltl v. Daimler AG, avsnitt 48.

¹¹⁹ En slik begrepsbruk synes å benyttes i Bergo (2014) s. 279–283.

Uttrykket «a realistic prospect» taler for at vurderingstema er om det er «realistiske utsikter» for at omstendighetene eller begivenhetene vil inntreffe. Uttrykket er i norsk rett oversatt til «realistisk mulighet»¹²⁰ og «reell mulighet».¹²¹ EU-domstolen oppstiller med dette et nytt generelt kriterium, og bidrar således ikke i særlig grad til rettsavklaring. Vurderingstema «a realistic prospect» besvarer ikke uttrykkelig hvorvidt «may reasonably be expected» innebærer et *minstekrav* om sannsynlighetsovervekt, noe lavere enn sannsynlighetsovervekt eller sterk grad av sannsynlighetsovervekt.

At det ikke kreves «høy grad av sannsynlighet» for at omstendighetene eller begivenhetene vil inntreffe, er ikke kontroversielt. I motsatt fall kunne investorer lovlig utnyttet kursrelevant informasjon ved å hevde at det strenge sannsynlighetskravet ikke var oppfylt. Hensynene til rettferdighet og tillit til markedet tilsier dermed at det ikke kreves høy grad av sannsynlighet.

På den andre siden tilsier avgrensningen mot de «usannsynlige» forhold at EU-domstolen, i det minste, krever at det må foreligge sannsynlighetsovervekt for at forholdene vil inntreffe. Dersom avsnitt 46–49 i Case C-19/11 (Daimler) leses i sammenheng, taler de beste grunner for at den ytterligere presiseringen av at det må foreligge «a realistic prospect», innebærer at det kreves *noe mer* enn sannsynlighetsovervekt.¹²² Dersom uttrykket i motsatt fall var ment å innebære et krav om sannsynlighetsovervekt eller lavere grad av sannsynlighet, ville uttrykket ikke gitt ytterligere veiledning utover det som allerede følger av EU-domstolens avgrensning mot de «usannsynlige» omstendighetene eller begivenhetene.

Disse betraktningene forutsetter riktignok at «usannsynlig» forstås som en avgrensning mot alle forhold som inntreffer med mindre enn femti prosent sannsynlighet. Hvorvidt EU-domstolen benytter begrepet «implausible» på denne måten, eller som en avgrensning mot forhold hvor det foreligger en marginal mulighet for at de vil inntreffe, gir ikke premissene i dommen grunnlag for å fastslå med sikkerhet.

¹²⁰ LB-2014-106934 (Crayon).

¹²¹ RG 2013 s. 1426 (Bionor Pharma).

¹²² Samme i Bergo (2014) s. 283.

Spørsmålet om hvilken sannsynlighetsgrad som må foreligge etter første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1, blir således ikke uttrykkelig fastlagt med Case C-19/11 (Daimler).¹²³ Domstolens uttalelser i saken har imidlertid skapt en uklarhet omkring sannsynlighetskravet i norsk rett.

Børsklagenemndens sak 1/2013 (Intex Resources ASA) gjaldt illeggelse av et overtredelsesgebyr for brudd på informasjonsplikten i vphl. § 5-2. Klagenemnden uttaler:

«Hvilket sannsynlighetskrav som ligger i kravet til «realistisk mulighet» er som sagt ikke klart. Tradisjonell norsk forståelse av dette begrepet har vært at det kreves mindre enn sannsynlighetsovervekt. Daimler-saken antyder at kravet til sannsynlighet må stilles noe høyere enn det.»

Klagenemnden konkluderte med følgende:

«Selskapene må foreta en vurdering av kursrelevansen av de fremtidige begivenheter som fremstår å ha sannsynlighetsovervekt».

I Borgarting lagmannsrettsavgjørelse inntatt i RG 2013 s. 1426 (Bionor Pharma) var fem personer tiltalt for ulovlig innsidehandel. Alle de fem ble frikjent i lagmannsretten på grunnlag av at det ikke forelå innsideinformasjon på tidspunktet for de omstridte handlene. Saken omhandlet selskapet Bionor Pharma ASA, som utvikler helseprodukter og arbeider med vaksiner mot ulike typer virusrelaterte sykdommer. Selskapets fremste produkt var en HIV-vaksine. Det ble gjennomført omfattende studier av vaksinens virkning, og den første konklusjonen var at resultatet var negativt. Selskapet sendte ut børsmelding om dette den 1. oktober 2010, hvor det også fremgikk at selskapet avbrøt utviklingen av HIV-vaksinen. Dette medførte at aksjekursen sank med 81,4 prosent. Kort tid etter ble det satt i gang nye undersøkelser av prøveresultatene. Den 18. november 2010 offentliggjorde Bionor Pharma at selskapets beslutning om å stanse utvikling av HIV-vaksinen var reversert. I børsmeldingen fremgikk det både at det var gjort positive funn i resultatene av HIV-vaksinen, og at disse resultatene ble anerkjent internasjonalt. Børsmeldingen førte til at aksjekursen steg 198,5 prosent fra 17. november til 18. november 2010.

¹²³ I tysk litteratur er det hevdet at uttalelsene i Case C-19/11 (Daimler) sett under ett, «may be understood» som et krav om alminnelig sannsynlighetsovervekt, se Krause og Brellocks (2013) punkt 5.

Det var ikke tvilsomt at opplysningene om at selskapet hadde besluttet å reversere stansingen av den videre utviklingen av HIV-vaksinene, var «presise opplysninger» i lovens forstand. Det tvilsomme spørsmålet var på hvilket tidspunkt i prosessen, frem mot selskapets endelige beslutning, det med «rimelig grunn» kunne ventes å inntreffe kursrelevante forhold, jf. vphl. § 3-2 annet ledd. Lagmannsretten gjennomgår premissene i Case C-19/11 (Daimler), og legger først til grunn at

«det ikke kan kreves ... stor sannsynlighet for at den aktuelle begivenhet skal inntre. På den annen side, hvis det ikke er sannsynlig at begivenheten vil inntre, foreligger det heller ikke «precise» opplysninger. Det er ifølge EF-domstolen tilstrekkelig at det er en realistisk mulighet («realistic prospect») for at en omstendighet kan inntre.»

Lagmannsretten tolker disse uttalelsene slik at det må foretas en

«samlet bedømmelse av alle de forhold som allerede foreligger, hvor vurderingstemaet er om det basert på disse forhold er en reell mulighet for at begivenheten skal inntre.»

Utover at det må foreligge en «reell mulighet», gis det ikke noen nærmere angivelse av hvilken grad av sannsynlighet som kreves. Det problematiske med premissene i RG 2013 s. 1426 (Bionor Pharma) er at lagmannsretten synes å overse avgrensningen EU-domstolen foretar i Case C-19/11 (Daimler) mot de «usannsynlige» faktiske forhold, og utelukkende forholder seg til vurderingstema «a realistic prospect».¹²⁴ I Oslo tingretts dom i TOSLO-2014-40539 har premissene i RG 2013 s. 1426 (Bionor Pharma) blitt vektlagt som at «rimelig grunn» innebærer et krav om lavere sannsynlighetsgrad enn sannsynlighetsovervekt. Det samme legger Borgarting lagmannsrett til grunn i LB-2014-106934 (Crayon), hvor retten uttaler følgende:

«Det er tilstrekkelig at opplysningene indikerer at noe skjer, uten at det er et krav om sannsynlighetsovervekt for at de potensielt kurspåvirkende omstendighetene vil inntreffe. En realistisk mulighet er nok.»¹²⁵

¹²⁴ Det samme er påpekt i Berge (2014) s. 283 og Bergan (2016) punkt 6.3.4.3.

¹²⁵ I tingrettens dom (TOSLO-2013-121748 (Crayon)) viser retten til Case C-19/11 (Daimler) og RG 2013 s. 1426 (Bionor Pharma), og uttaler i avsnitt (46) at «det er sikker rett at det ikke kreves sannsynlighetsovervekt.»

Oslo tingretts dom i TOSLO-2014-108244 (Vestrum)¹²⁶ er så langt den siste avgjørelsen hvor retten har tatt stilling til hvilken sannsynlighetsgrad som kreves etter vphl. § 3-2 annet ledd. Avgjørelsen knytter seg til samme faktum som Børsklagenemndens avgjørelse i sak 1/2013 (Intex Resources ASA). Retten var enig med klagenemnden i at «rimelig grunn» må tolkes slik at «det må være mer sannsynlig at den fremtidige (positive kursrelevante) begivenheten vil inntre, enn at den ikke vil inntre.» Videre viste retten til at

«Børsklagenemnden er det ekspertorgan som er satt til å behandle klager over børsens vedtak, og som gjennom avgjørelser har meislet ut den ønskede praksis på sentrale børsrettslige felter. Her, som ellers i forvaltningsretten, er det rettskildemessig relevant å legge vekt på avgjørelser fra det spesialorgan som er satt til å forvalte rettsområdet.»¹²⁷

Tingretten viste også til at en slik forståelse er best i overenstemmelse med EU-domstolens uttalelser i Case C-19/11 (Daimler), at tolkningen har støtte i juridisk teori, og at et krav om sannsynlighetsovervekt harmonerer best med klarhetskravet i strafferetten.

Mot det siste argumentet kan det innvendes at de krav Grunnloven § 96 og EMK art. 7 oppstiller om klar lovhjemmel på strafferettens område, tilsier at rettssubjektene må kunne forutberegne sin rettsstilling ved å se hen til ordlyden i vphl. § 3-2 annet ledd.¹²⁸ Som vist til over, kan en naturlig språklig forståelse av «rimelig grunn» tale for at det gjelder et krav om noe lavere grad av sannsynlighet enn alminnelig sannsynlighetsovervekt.¹²⁹

Reelle hensyn trekker i ulik retning. På den ene siden kan hensynene bak reguleringen av innsideinformasjon tale for et krav om lavere sannsynlighetsgrad enn sannsynlighetsovervekt. Dersom terskelen settes ved sannsynlighetsovervekt kunne investorer utnyttet kursrelevant informasjon om forhold som med en betydelig grad av sannsynlighet kunne ventes å ville inntreffe, men hvor det ikke kunne hevdes at de *mest sannsynlig* ville inntreffe.

¹²⁶ Dom i ankesaken (16-019016AST-BORG/02) er ikke avsagt på tidspunktet for innlevering av oppgaven.

¹²⁷ Eckhoff (2001) s. 233: «Hvor tungt praksis veier, avhenger bl.a. av hvor fast, utbredt og varig den er. En viss betydning har det også om praksis skriver seg fra organer som domstolene anser for å ha særlig kyndighet på vedkommende felt.»

¹²⁸ I Rt. 2012 s. 752 (Helikopter) avsnitt (26) legger retten til grunn at straffebestemmelsen må være «så klar at det i de fleste tilfeller ikke vil være tvil om hvorvidt en handling rammes av regelen».

¹²⁹ Motsatt i Bergan (2016) punkt 6.3.4.3 hvor klarhetskravet tas til inntekt for et krav om sannsynlighetsovervekt.

I lys av forbudet mot innsidehandel kan derfor hensynet til rettferdighet og tillit til markedet, tilsa at det kreves noe lavere grad av sannsynlighet enn sannsynlighetsovervekt. Hvor stor praktisk betydning forskjellen ville hatt, fremstår imidlertid som usikkert. Det er grunn til å anta at kursrelevant informasjon, som regel, utnyttes nærmest med *visshet* om at de aktuelle forholdene vil inntreffe. I slike tilfeller er det uten betydning om minstekravet til sannsynlighet er sannsynlighetsovervekt eller noe lavere. Det kan også hevdes at den praktiske realiteten i seg selv, tilsier at terskelen settes ved sannsynlighetsovervekt.

På den andre siden kan hensynet til forutberegnelighet tale for at ordlyden «rimelig grunn» i vphl. § 3-2 annet ledd tolkes som et krav om sannsynlighetsovervekt, verken mer eller mindre. Dette ville gi en enkel og praktiserbar regel for aktørene på verdipapirmarkedet. I lys av informasjonsplikten taler hensynet til utstederne for at det må foreligge alminnelig sannsynlighetsovervekt for de fremtidige kursrelevante forhold. For det første ville det blitt kostbart dersom utstederen måtte offentliggjøre opplysninger om fremtidige forhold som mest sannsynlig ikke ville inntreffe. For det andre ville dette vært uheldig for investorene og de øvrige aktørene, fordi det ville blitt vanskeligere å skille ut den virkelig betydningsfulle informasjonen.

På bakgrunn av det ovennevnte rettskildebildet, er det vanskelig å trekke noen overbevisende konklusjoner om gjeldende rett. Det hadde vært ønskelig med en endelig avklaring ved vedtakelsen av MAR. Ordlyden «may reasonably be expected» i første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1, er videreført i MAR art. 7. nr. 2. Kravet om «a realistic prospect» er gjentatt i MARs fortale avsnitt (16), men uten en nærmere presisering av hvilken sannsynlighetsgrad som kreves.

Etter min vurdering må «rimelig grunn» i vphl. § 3-2 annet ledd tolkes slik at det gjelder et krav om *alminnelig sannsynlighetsovervekt* for at de fremtidige omstendighetene eller begivenheten vil inntreffe. Selv om den norske ordlyden kan tale for en noe lavere grad av sannsynlighet må ordlyden, som følge av vår folkerettslige forpliktelse etter EØS-avtalen, tolkes i samsvar med den bakenforliggende EU-retten.

Et krav om sannsynlighetsovervekt samsvarer best med EU-domstolens avgrensning i Case C-19/11 (Daimler) mot de «usannsynlige» fremtidige forhold.¹³⁰ Innvendingen som går ut på at Borgarting lagmannsrett i RG 2013 s. 1426 (Bionor Pharma) har oversett denne viktige avgrensningen, kan tale for at avgjørelsen bør tillegges noe mindre vekt enn den ellers ville gjort. Det samme må følgelig gjelde for de senere rettsavgjørelsene som legger vekt på uttalelsene i dommen. Børsklagenemndens avgjørelse i sak 1/2013 (Intex Resources ASA) taler også for et krav om sannsynlighetsovervekt. En slik tolkning har også støtte i juridisk litteratur.¹³¹ Den praktiske realiteten og forutberegnelighet for rettsanvenderen, kan også tale for et krav om alminnelig sannsynlighetsovervekt. Det må imidlertid konstateres at tolknings-spørsmålet er uavklart etter gjeldende rett.

4.4.3.2 Relativt eller generelt sannsynlighetskrav?

Uavhengig av hvilken sannsynlighetsgrad som legges til grunn, er det neste spørsmålet om det gjelder ulike krav til sannsynlighetsgraden, avhengig av om det forventede kursutslaget er stort eller lite. En naturlig språklig forståelse av «med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe» taler for at sannsynlighetskravet ikke er relativt. Ordlyden gir ikke holdepunkter for den motsatte forståelsen. Denne problemstillingen er ikke kommentert i forarbeidene fra gjennomføringen av EU-direktivene, og synes heller ikke å ha kommet på spissen i norsk rettspraksis.

Ordlyden «may reasonably be expected» i første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1 taler for, på samme måte som den norske bestemmelsen, at sannsynlighetskravet ikke er relativt til den forventede kurspåvirkningen.

Hvorvidt ordlyden i kommisjonsdirektivet skal forstås på denne måten var ett av spørsmålene EU-domstolen formelt ble forelagt i Case C-19/11 (Daimler).¹³²

¹³⁰ I Rt. 2005 s. 1601 (Gule Sider) la Høyesterett til grunn at «praksis fra EU-domstolen etter 2.mai 1992 er ikke formelt bindende for Norge i henhold til EØS-avtalen, men slik senere praksis tillegges likevel meget stor vekt ved anvendelsen av den norske lovbestemmelsen.»

¹³¹ For eksempel Berg (2014) punkt 5.

¹³² Case C-19/11 Markus Geltd v. Daimler AG, avsnitt 23.

Innledningsvis viser domstolen til at bestemmelsen i første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1 har fått noe ulik utforming i de ulike EU-landene.¹³³ EU-domstolen påpeker imidlertid følgende:

«According to settled case-law, firstly, the wording used in one language version of a provision of European Union law cannot serve as the sole basis for the interpretation of that provision, or be made to override the other language versions in that regard. Secondly, the various language versions of a text of European Union law must be given a uniform interpretation».¹³⁴

Etter EU-domstolens oppfatning var det ingen av de ulike språkversjonene som skulle tilsi et relativt sannsynlighetskrav. Videre la domstolen til grunn at

«the specific criteria set out in those two paragraphs are minimum conditions which must each be satisfied in order for information to be held to be ‘inside’ information».¹³⁵

En tolkning som innebærer at sannsynlighetskravet er relativt til kursutslaget, ville medført en gjensidig avhengighet mellom vilkåret «presise opplysninger» og vilkåret «egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene ... merkbart», som ikke var tiltenkt. Denne forståelsen er senere presisert i Case C-628/13 (Lafonta), hvor EU-domstolen uttrykkelig legger til grunn at de to vilkårene «are mutually independent».¹³⁶ På denne bakgrunn kom EU-domstolen i Case C-19/11 (Daimler) til at sannsynlighetskravet i første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1 er det samme, uavhengig av størrelsen på det forventede kursutslaget.

Som følge av vår folkerettslige forpliktelse etter EØS-avtalen må denne forståelsen legges til grunn ved tolkningen av den norske bestemmelsen. Etter dette er sannsynlighetskravet i vphl. § 3-2 annet ledd generelt, og følgelig ikke relativt til den forventede kurspåvirkningen på de finansielle instrumentene.

¹³³ Som vist til i punkt 2.2, kan dette unngås ved å bruke forordninger i stedet for direktiver.

¹³⁴ Case C-19/11 Markus Geltl v. Daimler AG, avsnitt 43.

¹³⁵ Case C-19/11 Markus Geltl v. Daimler AG, avsnitt 53.

¹³⁶ Case C-628/13 Jean-Bernard Lafonta v. Autorité des marchés financiers, avsnitt 28.

4.5 Opplysningens objektive innhold

4.5.1 Meningsinnholdet

Etter vphl. § 3-2 annet ledd må opplysningene være «tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene».

Uttrykket «tilstrekkelig spesifikke» tilsier at det er opplysningens *meningsinnhold* som må ha en viss presisjonsgrad. Med begrepet «meningsinnhold» menes selve budskapet som fremgår av opplysningene. En slik tolkning støttes av Rt. 2012 s. 629 (Nettavisen), hvor Høyesterett i avsnitt (57) sluttet seg til lagmannsrettens uttalelse, om at den konkrete vurderingen av om opplysningene er tilstrekkelig spesifikke «vil måtte baseres på innholdet i de opplysningene som retten har funnet bevis for». Dette var også den rådende oppfatningen i litteraturen før gjennomføringen av MAD.¹³⁷

En naturlig språklig forståelse av «tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning» tilsier at meningsinnholdet må ha en viss klarhet og nøyaktighet.¹³⁸ På den ene siden taler ordlyden for at meningsinnholdet ikke kan være for generelt eller uspesifisert. En slik tolkning støttes av uttalelser fra EU-domstolen i Case C-628/13 (Lafonta). Første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1, lyder

«if it is specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of that set of circumstances or event on the prices of financial instruments».

Etter en språklig tolkning la EU-domstolen til grunn:

«Consequently, the only information excluded from the concept of ‘inside information’ by virtue of that provision is information that is *vague or general*, from which it is impossible to draw a conclusion as regards its possible effect on the prices of the financial instruments concerned.»¹³⁹ (min utheving)

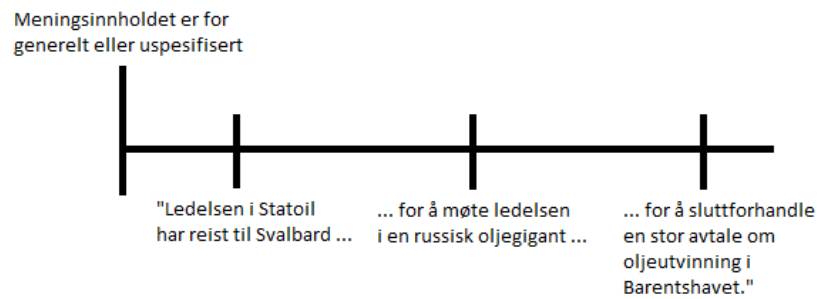
¹³⁷ For eksempel Reed (1996) s. 123.

¹³⁸ Tilsvarende i Svedberg (2007) punkt 3.3.3.

¹³⁹ Case C-628/13 Jean-Bernard Lafonta v. Autorité des marchés financiers, avsnitt 31.

Eksempelvis vil opplysningen «det har skjedd noe på Svalbard som kan få betydning for norsk oljenæring om mange år», ikke være tilstrekkelig klar og nøyaktig til at investoren kan trekke en slutning om mulig kurspåvirkning. Dette er like fullt tilfellet, selv om opplysningen har et konkret innhold og fremstår som troverdig.

På en tenkt skala for meningsinnholdets klarhet og nøyaktighet kan en slik opplysning anses som det ene ytterpunktet. Et eller annet sted på skalaen blir meningsinnholdet så klart og nøyaktig, at opplysningene er «tilstrekkelig spesifikke» til at den fornuftige investor kan trekke slutninger om en mulig påvirkning av omstendighetene eller begivenhetene på kursen. Figuren illustrerer eksempelet.



Selv om opplysningene på den ene siden ikke kan være for generelle eller uspesifiserte, tilsier en naturlig språklig forståelse av «tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning» at meningsinnholdet ikke behøver å være detaljert eller eksakt. Det samme er lagt til grunn i forarbeidene¹⁴⁰ og rettspraksis.¹⁴¹ Dette kan anses som det andre ytterpunktet på en tenkt skala for meningsinnholdets klarhet og nøyaktighet. Det nærmere innholdet i begrepene «detaljert» og «eksakt» er ikke kommentert i kildene, utover at forarbeidene viser til eksempelet som gjengis nedenfor.

At meningsinnholdet ikke behøver å være detaljert eller eksakt, tilsier etter min vurdering at *mindre betydningsfulle detaljer* ikke må fremgå uttrykkelig, for at opplysningene kan oppfylle vilkåret i vphl. § 3-2 annet ledd.

¹⁴⁰ I NOU 1996: 2 punkt 4.4.2.1 presiseres at det ikke behøver å være «detaljerte opplysninger», og i Innst. O. nr. 83 (1996–1997) punkt 4.2.1.2 presiseres at det ikke behøver å være «eksakte opplysninger».

¹⁴¹ For eksempel RG 2013 s. 1426 (Bionor Pharma).

Det kan for eksempel dreie seg om et bestemt tallmaterialet. Dersom direktøren i et børsnotert selskap opplyser at årsresultatet til selskapet blir bedre enn det markedet forventer, kan dette være en «tilstrekkelig spesifikk» opplysning til at investoren kan trekke en slutning om mulig kurspåvirkning, selv om resultatet ikke angis eksakt.¹⁴² Figuren illustrerer eksempelet.



Det er grunn til å anta at markedskursen vil reagere positivt dersom årsresultat er bedre enn forventet, selv om resultatet ikke angis eksakt i norske kroner. Tilsvarende vil man kunne anta at markedskursen vil reagere negativt, dersom årsresultatet er svakere enn forventet. Et annet eksempel kan være en opplysning om at selskapet skal lansere produkter i et nytt marked. En slik opplysning kan være «tilstrekkelig spesifikk for å trekke en slutning» om mulig kurspåvirkning, selv om den eksakte lanseringsdatoen ikke fremgår.

Misbrukspotensialet til opplysningene i disse to eksemplene er således ikke avhengig av at meningsinnholdet er detaljert eller eksakt. Hensynet til rettferdighet og tillit til markedet taler derfor for at opplysningene ikke behøver å ha et detaljert eller eksakt meningsinnhold, for å kunne defineres som «innsideinformasjon». CESR har gitt et eksempel på når opplysningene utvilsomt må anses som tilstrekkelig detaljerte:

«[W]hen the information is such as to allow the reasonable investor to take an investment decision without (or at very low) risk.»¹⁴³

Dette må forstås som at investoren kan handle finansielle instrumenter med liten eller ingen risiko. I et slikt tilfelle vil opplysningens misbrukspotensial være særlig stort.

¹⁴² Eksempelet er hentet fra Innst. O. nr. 83 (1996–1997) punkt 4.2.1.2.

¹⁴³ CESR/06-562 punkt 1.8.

Eksempelet til CESR kan være et nyttig utgangspunkt for vurderingen, men illustrerer *ikke* den nedre grense for hvilken presisjonsgrad som kreves for å oppfylle vilkåret i vphl. § 3-2 annet ledd. Investoren vil kunne trekke slutninger om potensiell kurspåvirkning, uten at det nødvendigvis kan gjøres risikofrie investeringsbeslutninger på bakgrunn av opplysningen.¹⁴⁴

Et illustrerende eksempel fra rettspraksis, som viser at opplysningene ikke behøver å være detaljerte eller eksakte, er Borgarting lagmannsrettsavgjørelse i LB-2013-08168 (Eltek). Saken gjaldt overdragelse av Nera Networks AS, fra Eltek ASA til et britisk selskap. Retten kom til at opplysningene som omhandlet salget av Nera var «tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning» om kurspåvirkning, selv om det

«eventuelt ikke var opplyst kva konkret vederlag som ville bli betalt av kjøparen.»

Det konkrete vederlaget var i denne saken en opplysning som ikke var avgjørende for opplysningens misbrukspotensial i markedet. Den tiltalte kunne trekke slutninger om mulig kurspåvirkning, uavhengig av om det eksakte vederlaget fremgikk av opplysningene.¹⁴⁵

CESR har gitt et annet eksempel på et tilfelle hvor opplysningen kan være «tilstrekkelig spesifikk for å trekke en slutning» om kurspåvirkning, selv om den ikke fremstår detaljert eller eksakt:

«[A] piece of information could be considered as precise even if it refers to matters or events that could be alternatives.»¹⁴⁶

Eksempelet taler for at opplysningene ikke behøver å være detaljerte eller eksakte i den forstand at de må knytte seg til akkurat én bestemt omstendighet eller begivenhet. Etter vphl. § 3-2 annet ledd kan opplysningene følgelig være «tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning» om kurspåvirkning, selv om meningsinnholdet knytter seg til *alternative* faktiske forhold. CESR illustrerer dette ved å vise til følgende eksempel:

¹⁴⁴ Bergan (2016) punkt 6.4.4.1.

¹⁴⁵ Et lignende eksempel er gitt i CESR/06-562 punkt 1.7.

¹⁴⁶ CESR/06-562 punkt 1.7.

«[T]he fact that a company was proposing to launch a takeover bid for one or other of two companies could be considered as precise [information] even though the bidding company had not finally decided which would be its target».¹⁴⁷

For at det skal foreligge «presise opplysninger» etter vphl. § 3-2 annet ledd er det tilstrekkelig at opplysningene «indikerer» at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe. En naturlig språklig forståelse av begrepet «indikerer», taler for at opplysningene ikke behøver å være fullstendige. At det ikke er krav om slike opplysninger er lagt til grunn i Finanstilsynets veiledning.¹⁴⁸ Det er nokså opplagt at opplysninger som ikke er fullstendige, i betydningen komplette eller uttømmende, kan misbrukes ved handel med finansielle instrumenter.

Borgarting lagmannsrettsavgjørelse inntatt i RG 2004 s. 676 (Finansbanken) kan tjene som et illustrerende eksempel. Saken gjaldt en aksjonær i Finansbanken som hadde fått opplysninger om at en stor industriell aktør vurderte oppkjøp av banken. Disse opplysningene ble meddelt ham i en privat telefonsamtale fra en kjent finansrådgiver, som representerte den aktuelle oppkjøper. På bakgrunn av disse opplysningene gjennomførte aksjonæren et kjøp av 200.000 aksjer i Finansbanken. Spørsmålet for retten var om opplysningene han ble meddelt utgjorde innsideinformasjon. Under den konkrete drøftelsen av presisjonsgraden til opplysningene, legger lagmannsretten til grunn at opplysningene var

«konkrete i den forstand at det framkom at en transaksjon ville kunne komme til å skje, at en stor industriell aktør sto bak, og at dette ville skje innen kort tid».

For lagmannsretten var det ikke avgjørende at opplysningene fremsto som ufullstendige, i den forstand at det *ikke* fremgikk av opplysningene

«hvem som skulle stå bak den eventuelle transaksjonen, hva slags transaksjon det dreide seg om (f eks oppkjøp eller fusjon) eller nærmere vilkår for øvrig for transaksjonen.»

¹⁴⁷ CESR/06-562 punkt 1.7.

¹⁴⁸ Finanstilsynets veiledning (2014) s. 8.

Avgjørelsen i LB-2014-106934 (Crayon) kan tale for at det gjelder enda lempeligere krav til opplysningens fullstendighet, enn det som fremgår av Borgarting lagmannsrettsavgjørelse inntatt i RG 2004 s. 676 (Finansbanken). Styrelederen i den norske avdelingen av konsernet hadde sendt en møteinnkallelse via e-post til alle ansatte som også var aksjonærer i selskapet. På bakgrunn av dette kjøpte de to tiltalte i saken aksjer i selskapet. Spørsmålet for retten var om de tiltalte hadde innsideinformasjon etter å ha lest e-posten. Før retten foretar den konkrete drøftelsen, uttales at «teksten som sådan» er et moment i en samlet bevisvurderingen. I den konkrete drøftelsen av e-postens innhold, legger lagmannsretten til grunn at teksten beskrev et negativt bilde av den generelle økonomiske situasjonen på selskapets område, og at det som skjer med selskapet står i kontrast til dette. Retten viser til at

«[t]eksten innleder med at finanskrisen "er over oss", og at "Euroen vet ingen hva skjer med". Deretter gis det uttrykk for at børsen er "like attraktiv som Cruella deVille", før det i neste setning heter at "[o]pp i alt dette skjer det store ting med X ASA.»

Lagmannsretten sluttet seg til tingretten, som la til grunn at

«uttalelsen, riktignok på en noe subtil måte, får frem at det som skjer må anses for å være positivt for aksjekursen til selskapet».

Etter lagmannsrettens syn

«må ordlyden - lest i sammenheng - utvilsomt forstås som om at noe som vil være positivt for aksjen i X er i ferd med å skje for selskapet.»

Opplysningene var ikke fullstendige, fordi det ikke var kjent *hva* som var i ferd med å skje, men lagmannsretten kom til at

«det ikke [er] noe krav om at opplysningene må vise til hva som er i ferd med å skje. Det er tilstrekkelig at opplysningene indikerer at noe skjer».

4.5.2 Momenter ved formidlingen

4.5.2.1 Utgangspunkt

Ordlyden i vphl. § 3-2 annet ledd er taus med henhold til om momenter ved formidlingen av opplysningene kan tillegges vekt ved tolkningen. Relevansen av slike momenter er ikke kommentert i forarbeidene. Hvorvidt slike momenter kan tillegges vekt, må forankres i andre rettskildefaktorer. Reelle hensyn taler for at alle momenter som er egnet til å kaste lys over meningsinnholdets troverdighet og konkrete innhold, må anses relevante i vurderingen av om opplysningene er «tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning» om mulig kurspåvirkning.

Aktuelle momenter kan for eksempel være hvem som er opplysningens *kilde*, hvem som er *mottaker*, og i hvilken *form* eller *kontekst* opplysningene er meddelt. Det kan imidlertid ikke oppstilles noen uttømmende liste for hvilke momenter som vil kunne tillegges vekt i vurderingen. Det avgjørende er om momentene samlet eller hver for seg gjør opplysningens meningsinnhold tilstrekkelig konkret og troverdig, slik at en fornuftig investor kan trekke en slutning om mulig kurspåvirkning.¹⁴⁹ I Oslo tingretts dom TOSLO-2013-121748 (Crayon) avsnitt (44) uttales at «det har naturlig nok betydning om opplysningene fremstår troverdige.»

CESR har lagt til grunn at hvorvidt opplysningene er av «precise nature» avhenger av «what the information is and the surrounding context».¹⁵⁰ Dette taler for at momenter ved selve formidlingen, også kan tillegges vekt ved tolkningen.

4.5.2.2 Opplysningens kilde

I Finanstilsynets veiledning er det lagt til grunn at kildens nærhet til opplysningene må vektlegges i vurderingen av om opplysningene er «tilstrekkelig spesifikke».¹⁵¹ Med «nærhet» menes en eller annen form for tilknytning til opplysningene, for eksempel i form av stilling, verv eller andre relasjoner. Hvem som er opplysningens kilde vil dermed kunne ha betydning.

¹⁴⁹ Bergan (2016) punkt 6.4.4.1.

¹⁵⁰ CESR/06-562 punkt 1.5.

¹⁵¹ Finanstilsynets veiledning (2014) s. 8.

Det skyldes at desto nærmere tilknytning kilden har til opplysningene, desto mer konkrete og troverdige vil opplysningene fremstå for mottakeren. Opplysningens kilde er også fremhevet som et relevant moment i juridisk litteratur.¹⁵²

I Borgarting lagmannsrettsavgjørelse inntatt i RG 2004 s. 676 (Finansbanken) var kilden til opplysningene, om det nært forestående oppkjøpet av Finansbanken, en person som utga seg for å representere den aktuelle oppkjøper. Lagmannsretten la til grunn at det

«må ... legges vekt på at opplysningene kom fra en person som utga seg for å representere – og som faktisk representerte – den industrielle aktøren som var i ferd med å kunne gjøre en transaksjon med banken, noe som bidro til å gjøre at opplysningene framsto som mer konkrete».

Retten kom til at

«[d]ette forsterkes ytterligere av at opplysningene kom fra en kjent finansmegler og finansrådgiver».

I denne saken bidro både kildens nære tilknytning til opplysningene og kildens renommé til, at mottakeren nærmest med sikkerhet kunne legge til grunn at opplysningene var korrekte. Misbrukspotensialet til opplysningene var dermed betydelig.

En nyere avgjørelse hvor Borgarting lagmannsrett også vektlegger kildens nære tilknytning til opplysningene, er LB-2014-106934 (Crayon). Spørsmålet i saken var om møteinnkallelsen som ble sendt på e-post til alle ansatte som også var aksjonærer i selskapet utgjorde innsideinformasjon. Innledningsvis legger retten til grunn at «hvem som var avsender ... må inngå i en samlet bevisvurdering.»¹⁵³ I den konkrete drøftelsen av vilkåret «presise opplysninger», legger retten vekt på at

«e-posten ble sendt av C som da var styreleder i den norske avdelingen av konsernet».

¹⁵² For eksempel Reed (1996) s. 127.

¹⁵³ Samme i LF-2005-152787, hvor lagmannsretten sluttet seg til tingretten som la til grunn, for den rettslige vurderingen av om opplysningene er presise «har det bl.a. betydning hvem som var avgiver ... av informasjonen.»

Vervet som styreleder innebærer at vedkommende har kjennskap til forhold som har stor betydning for selskapet, og følgelig aksjekursen. Kildens nære tilknytning til opplysningene gjorde at opplysningene fremsto som mer troverdige, enn om de hadde blitt formidlet av en utenforstående. Dette vil ofte være tilfellet når det er tale om kursrelevant informasjon som relaterer seg til «utstederen», jf. vphl. § 3-2 første ledd. I disse tilfellene vil personer med tilknytning til selskapet som regel være en pålitelig kilde.¹⁵⁴

I LB-2011-133290 (Paretomegler)¹⁵⁵ ble en aksjemegler i Pareto Securities ASA dømt for innsidehandel i to ulike saksforhold. For det første misbrakte han innsideinformasjon om at Nettavisen var i ferd med å publisere en artikkel om negative forhold i Irak for Det Norske Oljeselskap ASA (DNO). For det andre misbrakte han innsideinformasjon om pågående, eller nært forestående, forhandlinger om overdragelse av en betydelig andel aksjer i selskapet Sinvest ASA. I det første saksforholdet var kilden til opplysningene en journalist i Nettavisen med kjennskap til artikkelen. Retten pekte på at

«A var meddelt av B at artikkelen ville komme om svært kort tid, og at den av B var karakterisert som "oppsiktsvekkende".»

Kildens nærhet til opplysningene gjorde at opplysningene fremsto som troverdige, og etter en samlet vurdering kom retten til at «opplysningene som var meddelt ham av B» var «tilstrekkelig spesifikke» etter vphl. § 3-2 annet ledd. I det andre saksforholdet, som gjaldt opplysninger om forhandlinger vedrørende overdragelse av aksjer i Sinvest ASA, fant retten det bevist at den tiltalte hadde mottatt opplysningene fra «Flatebø og/eller Kris Jacobsen». Disse to personene var aksjemeklere i samme firma som den tiltalte, og hadde eieren av den aktuelle aksjeposten i Sinvest ASA som kunde. Retten legger til grunn at den tiltalte betraktet begge meklerne

«å stå nær en pålitelig kilde til belysning av større disposisjoner vedrørende Sinvest».

¹⁵⁴ Tilsvarende i Stordrange (2016) punkt 3.

¹⁵⁵ Ankene over lovanvendelsen og bevisvurderingen ble nektet fremmet i Rt. 2013 s. 874 (Paretomegler), mens anken over straffeutmålingen ble avgjort ved dom inntatt i Rt. 2013 s. 1197 (Paretomegler straff).

Uttalelsen synes å vise at kildens nærhet til opplysningene vektlegges av lagmannsretten i den konkrete vurderingen etter vphl. § 3-2 annet ledd. Flatebø og Jacobsen var kolleger av tiltalte, og han visste at de hadde gode kontakter og inngående kunnskap om forhold vedrørende aksjene i Sinvest ASA. Dette gjorde at opplysningene fremsto som mer konkrete og troverdige, enn om noen uten denne tilknytningen var kilden til opplysningene.

Borgarting lagmannsrettsavgjørelse i LB-2013-08168 (Eltek)¹⁵⁶ taler for at kildens nære tilknytning til opplysningene kan tillegges vekt, selv om *navnet* på kilden eller kildens kilde ikke er kjent for mottakeren. Saken gjaldt et norsk allmennaksjeselskap, Eltek ASA, som i 2006 kjøpte opp Nera Networks AS. Etter at oppkjøpet var gjennomført gikk driften av Nera med tap. På denne bakgrunn ble det i flere offentlige analyser lagt til grunn at verdien til Eltek antagelig ville være høyere uten Nera. Dette utløste spekulasjoner om at Eltek vurderte å selge selskapet. De tiltalte i saken var tre personer som hadde informasjon om pågående forhandlinger mellom Eltek og Ceragon, et britisk selskap, om overdragelse av Nera. Tiltalt B hadde fått opplysningene fra en forretningskontakt, C, som igjen hadde fått opplysningene fra en kamerat, A. Under drøftelsen av vilkåret «presise opplysninger» legger lagmannsretten til grunn at selv om B

«ikkje kjente namnet til A, er det ikkje grunnlag for noko anna rettsleg vurdering knytt til B. Dette fordi B visste at kjelda til opplysninga var ein person med tilknytning til Nera.»

For retten var det uten betydning at den tiltalte ikke kjente navnet på det som var kildens kilde. Det var tilstrekkelig at vedkommende, på grunn av sin nære tilknytning til det aktuelle selskapet og følgelig de kursrelevante opplysningene, fremsto som en pålitelig kilde.

Agder lagmannsrettsavgjørelse i LA-2006-42810 (Otrum)¹⁵⁷ taler for at hvem som er kilden til opplysningene også kan vektlegges, selv om kilden *ikke* har nærhet til opplysningene eller at en eventuell nærhet ikke kan konstateres. Den tiltalte i saken hadde fått opplysninger om at et allmennaksjeselskap som leverte interaktive TV-systemer, hadde inngått en rammeavtale med en hotellkjede verdt opp mot 300 millioner kroner.

¹⁵⁶ I Rt. 2014 s. 452 (Eltek) ble ankene over saksbehandlingen, lovanvendelsen og straffeutmålingen nektet fremmet.

¹⁵⁷ I Rt. 2007 s. 275 (Otrum) ble anken over straffeutmålingen forkastet.

Det fremgikk uttrykkelig av opplysningene at det var hotelldirektøren selv som hadde lekket informasjonen. Med denne kunnskapen kjøpte den tiltalte aksjer i allmennaksjeselskapet, både i eget navn og via selskaper hvor han hadde eierinteresser. I denne saken var tiltaltes kilde uidentifisert for retten, noe som innebar at det ikke var mulig å fastslå hvorvidt kilden hadde tilknytning til opplysningene. Når det gjelder den tiltaltes kilde, legger lagmannsretten imidlertid vekt på at opplysningene

«ble formidlet til ham av en person han kjente godt og som han stolte på.»

Retten la vekt på at *tillitsforholdet* mellom kilden og tiltalte gjorde at sistnevnte, nærmest med sikkerhet, kunne legges til grunn at opplysningene var korrekte. Retten kom til

«at «kilden» ikke er navngitt, setter ikke spørsmål ved opplysningenes troverdighet.»

Avgjørelsen viser at så lenge opplysningene fremstår troverdige, er det ikke avgjørende om kilden har tilknytning til opplysningene, eller om en eventuell tilknytning ikke kan fastslås.

4.5.2.3 *Opplysningens mottaker*

I LB-2014-106934 (Crayon) legger Borgarting lagmannsrett til grunn at «hvem som var mottaker» av opplysningene er et moment som må inngå i den konkrete vurderingen etter vphl. § 3-2 annet ledd.¹⁵⁸

Begrunnelsen for at opplysningens mottaker har betydning er todelt. For det første kan mottakeren ha en tilknytning til det aktuelle selskapet som gir særlige forutsetninger for å vurdere opplysningens troverdighet.¹⁵⁹ For det andre kan selve kretsen av mottakere gjøre at meningsinnholdet fremstår mer konkret.

Det siste var tilfellet i LB-2014-106934 (Crayon), hvor e-posten med møteinnkallelsen bare ble sendt til ansatte som også var aksjonærer i selskapet. Lagmannsretten la til grunn at en

¹⁵⁸ Samme i LF-2005-152787, hvor lagmannsretten sluttet seg til tingretten som la til grunn, for den rettslige vurderingen av om opplysningene er presise «har det bl.a. betydning hvem som var ... mottaker av informasjonen.»

¹⁵⁹ Reed (1996) s. 129.

«[e]-post som utelukkende sendes til ansatte med eierinteresser, gir etter lagmannsrettens syn et tydelig signal om at det som er i emning har betydning for nettopp denne gruppen av ansatte og ikke for samtlige ansatte i selskapet.»

På denne bakgrunn var det grunn til å tro at det som skulle behandles på møte hadde betydning for aksjekursen til selskapet. I denne avgjørelsen la altså retten vekt på at selve *avgrensningen* av hvem som var mottakere, medførte at opplysningene fremsto som konkrete og betydningsfulle. Dette bidro til at misbrukspotensialet til opplysningene ble forsterket.

4.5.3 Retningskrav

Etter vphl. § 3-2 annet ledd må opplysningene være «tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene». Spørsmålet som skal drøftes under dette punktet er følgende: Skal ordlyden tolkes slik at opplysningene må være så konkrete, klare og nøyaktige at en fornuftig investor skal kunne trekke slutninger om *hvilken retning* kursen vil påvirkes, dersom opplysningene blir offentlig tilgjengelig.

Ordlyden «den mulige påvirkningen», viser bare at det er tale om en forhåndsvurdering.¹⁶⁰ En naturlig språklig forståelse av «for å trekke en slutning om ... påvirkningen» gir ikke særlig veiledning for tolkningen. Umiddelbart kan det fremstå som selvsagt at investoren må kunne forutse om markedskursen vil stige eller synke. I motsatt fall ville opplysningene vanskelig kunne utnyttes ved handel med finansielle instrumenter. En slik forståelse er lagt til grunn i juridisk litteratur.¹⁶¹

På den ene siden kan ordlyden «for å trekke en slutning» tale for at retningen på kursutslaget må kunne utledes av opplysningene. På den andre siden kan ordlyden «om påvirkningen» tale for at det er *påvirkningen* i seg selv, investoren må kunne trekke slutninger om. Spørsmålet er ikke uttrykkelig omtalt i forarbeidene, men enkelte uttalelser synes imidlertid å forutsette et retningskrav.¹⁶²

¹⁶⁰ Rt. 2012 s. 629 (Nettavisen): «Loven oppstiller heller ikke som vilkår at kursen til de finansielle instrumentene faktisk påvirkes. Vurderingen skal skje ex ante, dvs. i forkant av den aktuelle handlingen.»

¹⁶¹ For eksempel Bergo (2014) s. 285: «Dette «retningskriteriet» betyr at det ikke er nok å vite at «noe er på gang» dersom man ikke vet tilstrekkelig til å kunne trekke en slutning om hvordan markedet ... vil reagere.»

¹⁶² For eksempel Ot.prp. nr. 72 (1990–1991) punkt 2.4.2.4.

I LB-2011-133290 (Paretomegler) drøfter Borgarting lagmannsrett flere steder spørsmålet om nyhetsartikkelen Nettavisen var i ferd med å publisere, avslørte positive eller negative forhold i Irak for Det norske Oljeselskap ASA (DNO). Drøftelsene kan tale for at retten forutsetter at vphl. § 3-2 annet ledd må tolkes slik, at den bestemte retningen på kursutslaget må kunne utledes av opplysningene.

Spørsmålet ble avklart ved avgjørelsen i Case C-628/13 (Lafonta), avsagt den 11. mars 2015. EU-domstolen kom til at første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1, *ikke* innebærer at investoren må kunne trekke slutninger om kurspåvirkning i en bestemt retning. Avgjørelsen gjaldt brudd på informasjonsplikten, men som følge av at definisjonen av innsideinformasjon er felles for de ulike regelsettene, har konklusjonen like fullt betydning for forbudet mot innsidehandel.¹⁶³

Saken gjaldt de fremtidige planene til Wendel, et fransk equity-fond, om å overta 17,6 % av aksjene i det franske industrikonsernet Saint-Gobain. Styrelederen i Wendel var på dette tidspunktet Jean-Bernard Lafonta. Det franske finanstillsynet («AMF») mente at disse planene var av en slik karakter at de utgjorde «inside information», som Wendel følgelig hadde plikt til å offentliggjøre umiddelbart. AMF fant at beslutningen om å investere i Saint-Gobain ble fattet senest den 21. juni 2007. Disse planene ble imidlertid ikke offentliggjort før Wendel begynte å kjøpe aksjer i september 2007. På denne bakgrunn ble Wendel og Lafonta ilagt et gebyr på 1.5 millioner Euro for brudd på den løpende informasjonsplikten. Lafonta brakte saken inn for EU-domstolen. Han hevdet at informasjonen ikke var «specific enough» før Wendel faktisk begynte å kjøpe aksjer i Saint-Gobain, fordi før dette tidspunktet var det umulig å trekke slutninger vedrørende om kursen på Wendel-aksjen ville stige eller synke.

Etter ordlyden i første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1 må informasjonen være

«specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of that set of circumstances or event on the prices of the financial instruments».

Domstolen legger først til grunn at en naturlig språklig forståelse av ordlyden taler for at det ikke gjelder noe retningskrav for å anse opplysningene som «specific enough to enable a conclusion to be drawn».

¹⁶³ Se presisering i punkt 1.3.

Domstolen kom til at en slik tolkning støttes både av sammenhengen mellom nr. 1 og nr. 2 i første kommisjonsdirektiv art 1, og hensynene bak MAD. Videre fremheves:

«The increased complexity of the financial markets makes it particularly difficult to evaluate accurately the direction of a change in the prices of those instruments».¹⁶⁴

En tolkning som innebærer at den bestemte retningen på kurspåvirkningen må kunne utledes av opplysningene, ville etter domstolens oppfatning medføre at

«the holder of that information could use an uncertainty in that regard as a pretext for refraining from making certain information public and thus profit from that information to detriment of the other actors on the market.»¹⁶⁵

På denne bakgrunn konkluderte EU-domstolen med at

«it need not be possible to infer from that information ... that, once it is made public, its potential effect on the prices of the financial instruments concerned will be in a particular direction.»¹⁶⁶

Denne konklusjonen må også legges til grunn ved tolkningen av MAR, fordi ordlyden i første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1 er videreført uten endringer i MAR art. 7 nr. 2.

Verdipapirhandelloven § 3-2 annet ledd må tolkes i samsvar med EU-domstolens forståelse av første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1 i Case C-628/13 (Lafonta). Det kan derfor legges til grunn at opplysningene kan være «tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning» om mulig kurspåvirkning, selv om investoren ikke kan trekke slutninger om kurspåvirkning i en bestemt retning. Det er tilstrekkelig at opplysningene er så konkrete, klare og nøyaktige at investoren kan trekke slutninger om at kursen på de finansielle instrumentene *vil påvirkes*, dersom opplysningene blir offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

¹⁶⁴ Case C-628/13 Jean-Bernard Lafonta v. Autorité des marchés financiers, avsnitt 36.

¹⁶⁵ Ibid.

¹⁶⁶ Case C-628/13 Jean-Bernard Lafonta v. Autorité des marchés financiers, avsnitt 38.

5 AVSLUTNING

5.1 Oppsummering de lege lata

Siktemålet med oppgaven har vært å kartlegge gjeldende rett vedrørende forståelsen av vilkåret «presise opplysninger» i verdipapirhandelloven § 3-2 annet ledd. Problemstillingen jeg har søkt å besvare er hvor presise opplysningene må være for å oppfylle dette vilkåret. Dette kan ikke besvares helt eksplisitt, men skal sammenfattes så konsist det lar seg gjøre.

Det kan foreligge «presise opplysninger» uavhengig av om opplysningene har en direkte eller indirekte tilknytning til utstederforetaket. Informasjonen må ha et konkret innhold. Dette innebærer at informasjon som objektivt sett har preg av rykter, spekulasjoner eller markedsforventninger ikke oppfyller vilkåret. Opplysningene behøver verken å være korrekte eller dokumenterte.

Opplysningene kan gjelde konstaterbare omstendigheter eller begivenheter, eller fremtidige omstendigheter eller begivenheter. Det kan være tale om en situasjon eller tilstand som har vedvart over noe tid, eller andre hendelser og episoder av kortere eller forbigående karakter. I en trinnvis prosess kan opplysninger om enhver omstendighet eller begivenhet som inntreffer på veien, utgjøre «presise opplysninger». Det må foreligge en «realistisk mulighet» for at de fremtidige forholdene vil inntreffe. Hvilken sannsynlighetsgrad som må foreligge er fortsatt uavklart etter gjeldende rett, men rettskildebildet kan tale for et krav om alminnelig sannsynlighetsovervekt. Sannsynlighetskravet er ikke relativt til størrelsen på det forventede kursutslaget.

Meningsinnholdet i opplysningene behøver ikke å være detaljert eller eksakt, men kan på den andre siden ikke være for generelt eller uspesifisert. Opplysningene behøver ikke å være fullstendige. Momenter ved selve formidlingen av opplysningene er relevante i den konkrete vurderingen som må foretas. Hvem som er kilden til opplysningene, er særlig egnet til å kaste lys over meningsinnholdets troverdighet og konkrete innhold. Det kan foreligge «presise opplysninger» selv om en fornuftig investor ikke kan trekke slutninger om kurspåvirkning i en bestemt retning.

5.2 Rettspolitiske synspunkter

Oppgaven har vist at det fortsatt foreligger et uavklart spørsmål vedrørende tolkningen av vilkåret «presise opplysninger» i vphl. § 3-2 annet ledd. Det kan ikke fastslås med sikkerhet hvilken grad av sannsynlighet som må foreligge for at en fremtidig omstendighet eller begivenhet kan ventes å ville inntreffe. Denne usikkerheten er uheldig for aktørene på verdipapirmarkedet, særlig i lys av risikoen for straff ved overtredelse av forbudene og påbudene i verdipapirhandelloven. Den ønskelige klargjøringen, som vedtakelsen av MAR kunne medført, lar vente på seg. La oss håpe at EU-domstolen formelt blir forelagt dette spørsmålet, slik at markedsaktørene får en klarere regel å forholde seg til, enn den som kan utledes av dagens rettskildebilde. Avklaringen i Case C-19/11 (Daimler), om at det kan foreligge «presise opplysninger» også når de gjelder mellomliggende forhold i en trinnvis prosess, reduserer imidlertid den praktiske betydningen av å måtte fastslå sannsynligheten for de rent fremtidige forhold.

EU-domstolens avgjørelse i Case C-628/13 (Lafonta) innebar en klargjøring av vilkåret «presise opplysninger» for utstederforetakene, men samtidig reduserer avgjørelsen i en viss grad klarheten for investorene på verdipapirmarkedet. For *utstederforetakene* vil plikten til å offentliggjøre kursrelevant informasjon inntre på et tidligere tidspunkt, enn det som har vært den rådende oppfatningen i norsk rett. Når foretaket for eksempel befinner seg i en fusjonsprosess kan dette, i lys av avklaringen i Case C-19/11 (Daimler), medføre et økt behov for å benytte muligheten til utsatt offentliggjøring av kursrelevant informasjon. En slik praksis kan være uheldig i et større perspektiv. Det skyldes at informasjon som ikke offentliggjøres, *fortsatt* kan misbrukes ved handel med finansielle instrumenter.

For *investorene* vil forbudet mot innsidehandel inntre før retningen på kursutslaget kan utledes. Dette illustrerer uheldigheten med en felles definisjon av innsideinformasjon, både for informasjonsplikten og forbudet mot innsidehandel. EU-domstolens konklusjon i Case C-628/13 (Lafonta) innebærer at tidspunktet for når investorene må unnlate å handle, fremskyndes i forhold til tidligere. En så snever tolkning av vilkåret «presise opplysninger» kan dermed redusere likviditeten, og følgelig effektiviteten i markedet. En slik utvikling er ikke ønskelig dersom verdipapirmarkedet fortsatt skal bidra til å kanalisere kapitalen dit den gir størst avkastning, og fylle sin rolle som en sentral finansieringskilde for næringslivet.

6 KILDEREGISTER

Norske lover og forskrifter

1814	Lov 17. mai 1814 om Kongeriket Norges Grunnlov (Grunnloven)
1981	Lov 22. mai 1981 nr. 25 om rettergangsmåten i straffesaker (straffeprosessloven)
1985	Lov 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven)
1991	Lov 8. november 1991 nr. 75 om endringer i lov av 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel samt endringer i enkelte andre lover. (Innsideregler og emisjonskontroll m.v.)
1992	Lov 27. november 1992 nr. 109 om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) m.v. (EØS-loven)
1996	Lov 7. juni 1996 nr. 25 om endringer i lov av 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel
1997	Lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven)
2001	Lov 15. juni 2001 nr. 43 om endringer i lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (tiltak mot ulovlig innsidehandel mv.)
2005	Lov 4. mars 2005 nr. 11 om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmissbruksdirektivet mv.)
2007	Lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder (børsloven)
2007	Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven)
1997	Forskrift 17. januar 1994 nr. 30 (børsforskrift)
2016	Forskrift 9. desember 2016 nr. 1502 om finansforetak og finanskonsern (finansforetaksforskriften)

Forordninger og direktiver

Rådsdirektiv 89/592/EEC (innsidehandeldirektivet)	Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing
---	--

Europaparlaments- og Rådsdirektiv 2003/6/EC (MAD)	Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation
Kommisjonsdirektiv 2003/124/EC (første kommisjonsdirektiv)	Commission Directive 2003/125/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the fair presentation of investment recommendations and the disclosure of conflicts of interest
Europaparlaments- og Rådsforordning (EU) nr. 596/2014 (MAR)	Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC

Konvensjoner

EMK	The European Convention on Human Rights, Roma 4. november 1950.
-----	---

Norske forarbeider

NOU 1978: 42	Verdipapirhandel
Ot.prp. nr. 72 (1990–1991)	Om lov om endringer i lov 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel samt endringer i enkelte andre lover. (Innsideregler og emisjonskontroll m.v.)
Innst. O. nr. 5 (1991–1992)	Innstilling fra finanskomiteen om lov om endringer i lov av 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel samt endringer i enkelte andre lover. (Innsideregler og emisjonskontroll m.v.)
Ot.prp. nr. 15 (1995–1996)	Om lov om endringer i lov 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel mv.
Innst. O. nr. 48 (1995–1996)	Innstilling fra finanskomiteen om lov om endringer i lov av 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel m.v.
NOU 1996: 2	Verdipapirhandel
Ot.prp. nr. 29 (1996–1997)	Om lov om verdipapirhandel

Innst. O. nr. 83 (1996–1997)	Innstilling fra finanskomiteen om lov om verdipapirhandel
Ot.prp. nr. 80 (2000–2001)	Om lov om endringer i lov 9. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (tiltak mot ulovlig innsidehandel mv.)
Innst. O. nr. 111 (2000–2001)	Innstilling fra finanskomiteen om lov om endringer i lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (tiltak mot ulovlig innsidehandel mv.)
Ot.prp. nr. 12 (2004–2005)	Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.)
Innst. O. nr. 38 (2004–2005)	Innstilling fra finanskomiteen om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.)
Ot.prp. nr. 60 (2004–2005)	Om lov om endringer i straffeprosessloven og politiloven (romavlytting og bruk av tvangsmidler for å forhindre alvorlig kriminalitet)
Ot.prp. nr. 34 (2006–2007)	Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)
Innst. O. nr. 70 (2006–2007)	Innstilling fra finanskomiteen om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)
NOU 2017: 1	Markeder for finansielle instrumenter – Gjennomføring av MiFID II og MiFIR

Høyesterettsavgjørelser

Rt. 1993 s. 1302
Rt. 2005 s. 1601 (Gule Sider)
Rt. 2006 s. 1049 (Sense)
Rt. 2007 s. 275 (Otrum)
Rt. 2011 s. 946
Rt. 2012 s. 629 (Nettavisen)
Rt. 2012 s. 752 (Helikopter)
Rt. 2012 s. 761 (Q-Free)

Rt. 2013 s. 874 (Paretomegler)
Rt. 2013 s. 1197 (Paretomegler straff)
Rt. 2014 s. 452 (Eltek)

Underrettsavgjørelser og børspraksis

RG 2004 s. 676 (Finansbanken)	Borgarting lagmannsretts dom av 16. februar 2004
LF-2005-152787	Frostating lagmannsretts dom av 6. mars 2006
LA-2006-42810 (Otrum)	Agder lagmannsretts dom av 15. september 2006
LB-2011-133290 (Paretomegler)	Borgarting lagmannsretts dom av 19. desember 2012
RG 2013 s. 1426 (Bionor Pharma)	Borgarting lagmannsretts dom av 30. oktober 2013
LB-2013-80168 (Eltek)	Borgarting lagmannsretts dom av 14. februar 2014
LB-2014-106934 (Crayon)	Borgarting lagmannsretts dom av 10. februar 2015
TOSLO-2013-121748 (Crayon)	Oslo tingretts dom av 6. mai 2014
TOSLO-2014-40539	Oslo tingretts dom av 19. august 2014
TOSLO-2014-108244 (Vestrum)	Oslo tingretts dom av 3. desember 2015 [Ikke rettskraftig, dom i ankesaken (16-019016AST-BORG/02) er ikke avsagt.]
Børsklagenemnden sak 1/2013 (Intex Resources ASA)	

Praksis fra EU-domstolen

Case C-45/08 (Spector)	C-45/08 Spector Photo Group NV and Chris Van Raemdonck v. Comissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA) ECLI:EU:C:2009:806
Case C-19/11 (Daimler)	C-19/11 Markus Geltl v. Daimler AG ECLI:EU:C:2012:397
Case C-628/13 (Lafonta)	C-628/13 Jean-Bernard Lafonta v. Autorité des marchés financiers ECLI:EU:C:2015:162

Dokumenter fra CESR (nå ESMA)

CESR/02-089d (Level 2-advice)	CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive. December 2002
CESR/06-562b (Level 3-guidance)	Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market. Juli 2007

Dokumenter fra Finanstilsynet

Finanstilsynet (2014)	Finanstilsynet, Rundskriv om lov om verdipapirhandel – enkelte kommentarer til kapittel 3 og 4, 25. april 2014 (oppdatert 18. august 2015)
--------------------------	--

Litteratur

Bechmann (2002)	Bechmann, Tor, Knut Bergo, Jan Bjørnsen, Per Andre Sæhle m.fl., <i>Verdipapirhandelloven: Kommentanutgave</i> , 2002
Berg (2014)	Berg, Fredrik, «Innsidedefinisjonen – kravene til presis informasjon og krav til sannsynlighet», <i>Tidsskrift for forretningsjus</i> , 02/2014, side 42–56
Bergan (2016)	Bergan, Morten Emil Eriksrud, «Definisjonen av innsideinformasjon i lys av obligasjoners særtrekk», <i>Tidsskrift for forretningsjus</i> , 02–03/2016, side 152–249
Bergo (2014)	Bergo, Knut, <i>Børs- og verdipapirrett</i> , 4. utgave, 2014
Bøhren (2012)	Bøhren, Øyvind, og Dag Michalsen, <i>Finansiell økonomi: Teori og praksis</i> , 4. utgave, 2012
Christie (2005)	Christie, Lars Knem, «Verdipapirrett og børsnotering – en oversikt», <i>Praktisk økonomi og finans</i> , 04/2005, side 53–64
Eckhoff (2001)	Eckhoff, Torstein, <i>Rettskildelære</i> . 5. utgave ved Jan E. Helgesen, 2001, 4. opplag, 2010
Eide (2008)	Eide, Erling og Endre Stavang, <i>Rettsøkonomi</i> , 2008

Farstad (2003)	Farstad, Tanya, «Straffbar innsidehandel», <i>Lov og Rett</i> , 04–05/2003, side 279–289
Gravir (2005)	Gravir, Gaute S., «Implementeringen av Eus markedsmisbruksdirektiv», <i>Tidsskrift for forretningsjus</i> , 01/2005, side 96–116
Krause (2013)	Krause, Hartmut, Michael Brellocks, «Insider trading and the disclosure of inside information after <i>Geltl v Daimler</i> – A comparative analysis of the ECJ decision in the <i>Geltl v Daimler</i> case with a view to the future European Market Abuse Regulation», <i>Capital Markets Law Journal</i> , Vol. 8, No. 3, 2013, side 283–299 http://cmlj.oxfordjournals.org/content/8/3/283
Lau Hansen (2004)	Lau Hansen, Jesper, «MAD in a Hurry: The Swift and Promising Adoption of the EU Market Abuse Directive», <i>European Business Law Review</i> , Vol. 15, No. 2, 2004, side 183–221
Lau Hansen (2014)	Lau Hansen, Jesper, <i>Introduksjon til selskabsretten og kapitalmarkedsretten</i> , 1. utgave, 1. opplag, 2014
Mydske (2006)	Mydske, Tore, «Amerikansk verdipapirlovgivning sett med norske øyne», <i>Tidsskrift for forretningsjus</i> , 02/2006, side 70–106
Myklebust (2011)	Myklebust, Trude, <i>Innføring i finansmarkedsrett</i> , 1. utgave, 2011
Reed (1996)	Reed, Bjørn Gabriel, <i>Straffbar innsidehandel: Verdipapirhandelens bestemmelser om misbruk av fortrolig informasjon</i> , 1996
Sejersted (2011)	Sejersted, Fredrik, Finn Arnesen, Ole-Andreas Rognstad, Olav Kolstad m.fl., <i>EØS-rett</i> , 3. utgave, 2011
Stordrange (2016)	Stordrange, Caroline Bang, «Markedsmisbruksforordningens nye regler om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon», <i>Lov og Rett</i> , 02/2016, side 82–111
Svedberg (2007)	Svedberg, Johan, «Begrepet innsideinformasjon», <i>Tidsskrift for forretningsjus</i> , 02/2007, side 116–162
Sæbø (1995)	Sæbø, Rune, <i>Innsidehandel med verdipapir</i> , 1995
Thommessen (2016)	Thommessen, «Newsletter: From MAD to MAR - implications of the new EU Market Abuse Regulation for Norwegian issuers and investment firms», 2016 https://www.thommessen.no/en/news/newsletter-from-mad-to-mar/