

Definisjonen av innsideinformasjon i  
verdipapirhandelloven § 3-2:

## Kurspåvirkningskravet og investortesten

Kandidatnummer: 66

Antall ord: 14552



JUS399 Masteroppgave  
Det juridiske fakultet

UNIVERSITETET I BERGEN

01.06.2017

# Innholdsfortegnelse

Innholdsfortegnelse .....	1
1 Innledning .....	3
1.1 Tema og aktualitet .....	3
1.2 Problemstilling og avgrensning .....	4
1.3 Rettskilder .....	5
1.4 Oppgavens oppbygning .....	7
2 Faglig og rettslig kontekst .....	9
2.1 Den beskyttelsesverdige interessen .....	9
2.2 Kursfastsetting .....	9
2.3 Definisjonen av innsideinformasjon .....	10
2.3.1 Verdipapirhandelloven § 3-2 første til tredje ledd .....	10
2.3.2 Virkningene av at det foreligger innsideinformasjon .....	11
2.3.3 Definisjonens virkeområde – særlig om informasjonsplikten og innsidehandelsforbudet .....	12
3 Kurspåvirkningskravet .....	14
3.1 Merkbart kurspåvirkningspotensiale .....	14
3.1.1 Innledning .....	14
3.1.2 Kurspåvirkningspotensiale .....	14
3.1.3 Merkbart .....	16
3.1.4 En videre diskusjon av merkbart kurspåvirkningspotensiale .....	17
3.2 Investortesten .....	19
3.2.1 Innledning .....	19
3.2.2 Investorbegrepet .....	20
3.2.3 Del av grunnlaget for en investeringsbeslutning .....	22
3.2.4 Sannsynlighetsovervekt .....	24
3.2.5 Rettslig standard .....	24
3.2.6 Utgangspunkter i investortesten – oppsummert .....	26
3.2.7 Investortestens kjerneområde .....	26
3.2.8 Konkret og skjønsmessig vurdering .....	28
3.2.9 Typen finansielt instrument – særlig om volatilitet .....	31
3.2.10 Betydningen av at opplysningen er presis .....	33

3.2.11	Investortesten på opplysninger om hendelser som er i utvikling .....	35
3.2.12	Retningskriterium i investortesten.....	42
3.2.13	Sikkerhetsventil i investortesten.....	44
4	Avslutning .....	47
4.1	Investortesten oppsummert.....	47
4.2	Avsluttende bemerkninger.....	48
	Litteraturregister .....	49
	Øvrige kildehenvisninger .....	50

# 1 Innledning

## 1.1 Tema og aktualitet

Oppgaven omhandler det rettslige begrepet *innsideinformasjon*, som er et koblingsord for flere plikt- og forbudsbestemmelser i verdipapirhandelloven. Temaet hører inn under finansmarkedsretten som blant annet omfatter børs- og verdipapirrett. Her finnes reguleringen av handel med verdipapirer, som i mange tilfeller er betinget av at det foreligger innsideinformasjon.

Begrunnelsen for det kan hentes i den store betydningen informasjon har for verdipapirhandel. Kursen på de finansielle instrumentene fastsettes i henhold til markedets forventninger til disse og deres muligheter for å gi avkastning. Informasjon om de finansielle instrumentene utgjør derfor en grunnkomponent i regulerte markeder, og er en vesentlig forutsetning for at markedet skal fungere. Investorene skal ha mulighet til å vurdere markedsforholdene i forkant av en handel, og i ettertid kunne kontrollere om handelen er foretatt på betingelser som svarer til disse markedsforholdene.<sup>1</sup> Gjennom mest mulig tilgjengelig informasjon skapes det beste grunnlaget for prising av instrumentene.<sup>2</sup>

For at markedet skal fungere effektivt må investorene ha tillit til at kursen reflekterer de reelle verdiene til de finansielle instrumentene. Dersom enkelte aktører har sentral informasjon om de bakenforliggende forholdene ved kursen, før resten av markedet, har vedkommende et stort konkurransefortrinn. Han kan skaffe seg en ekstraordinær gevinst eller unngå et ekstraordinært tap.<sup>3</sup> Uten tillit til at markedet fungerer effektivt og rettferdig, vil heller ikke aktørene finne det formålstjenlig å plassere sine midler i markedet. Når aktørene ikke vil investere i markedet blir det vanskeligere og dyrere å hente nødvendig kapital for å realisere det potensialet som ligger i selskapene. Det er derfor viktig å regulere handleadgangen til de som besitter sensitiv informasjon for å sikre markedets effektivitet som investeringskilde.

All kursrelevant informasjon kan imidlertid ikke karakteriseres som *innsideinformasjon*. Den rettslige karakteriseringen nødvendiggjør en avveining av flere hensyn. Hensynet til beskyttelse av markedet og aktørenes investeringer tilsier i utgangspunktet et vidt

---

<sup>1</sup> NOU 1996:2 pkt. 2.1.

<sup>2</sup> NOU 1996:2 pkt. 2.1.

<sup>3</sup> NOU 1996:2 pkt. 4.4.1.

innsideinformasjonsbegrep og en streng håndhevelse. En rigid håndhevelse av innsideinformasjonsbegrepet, hvor ”alt” er å anse som innsideinformasjon, vil imidlertid kunne virke mot sin hensikt. En konsekvens av en slik håndhevelse kan være at aktørene avstår fra å handle i frykt for at den informasjon de besitter nettopp er å anse som innsideinformasjon. En annen mulig konsekvens er at selskapene må offentliggjøre kursrelevant informasjon på et unødvendig tidlig tidspunkt. Disse betraktninger gir tolkningen en interessant vinkling.

I forlengelsen er det, med henblikk på de alvorlige virkningene som knyttes til begrepet innsideinformasjon, også andre faktorer som spiller inn ved tolkningen. Finner man at en person har handlet på innsideinformasjon, kan det i ytterste konsekvens bli tale om sanksjoner i form av bøter eller fengsel i inntil seks år.<sup>4</sup> Hvis et selskap anses å ha brutt de plikter loven stiller opp når selskapet har innsideinformasjon, kan det også bli tale om administrative sanksjoner for selskapet. Slike alvorlige konsekvenser tilfører en ytterligere dimensjon til begrepet, utover det at begrepet skal fungere effektivt og forhindre effektivitetstap. Denne dimensjonen er at legaldefinisjonen må tolkes og anvendes i henhold til de skranker Grunnloven oppstiller til straffebed.<sup>5</sup>

Atter en dimensjon tilføres ved at legaldefinisjonen er innført i norsk rett som ledd i gjennomføringen av EU-direktivet om innsidehandel og markedsmanipulasjon.<sup>6</sup> Det EU-rettslige aspektet gir tolkningen av begrepet en internasjonal dimensjon som får betydning i anvendelsen av begrepet i norsk rett.

## 1.2 Problemstilling og avgrensning

Ovennevnte betraktninger gjør temaet godt egnet for rettslig analyse, men som en konsekvens av den begrensede størrelsen på oppgaven, vil en analyse av begrepet i sin helhet medføre at ethvert element ikke kan drøftes tilstrekkelig grundig. Jeg har derfor valgt å avgrense oppgaven til ett av vilkårene i definisjonen av innsideinformasjon, jf. straks nedenfor. Noen utførlig behandling av de øvrige vilkårene vil ikke gis, utover der de kan si noe om problemstillingen. Dette inkluderer også en avgrensning mot definisjonen av

---

<sup>4</sup> Verdipapirhandelloven § 17-3, jf. § 3-3.

<sup>5</sup> Grunnloven § 113.

<sup>6</sup> Direktiv 2003/6/EF om innsidehandel og markedsmanipulering (MAD).

innsideinformasjon ved derivathandel.<sup>7</sup> De konkrete rettsvirkningene av at en opplysning er innsideinformasjon, vil heller ikke bli gjenstand for noen dyptgående analyse. Oppgaven avgrenses videre mot en gjennomgang av de subjektive sider ved bestemmelsen.

Den overordnede problemstillingen er det rettslige innholdet i kurspåvirkningskravet, herunder investortesten, som fremgår av verdipapirhandelloven § 3-2 første og tredje ledd. Summen av elementene i de to ledd omtales i det følgende som *kurspåvirkningskravet*, mens tredje ledd isolert omtales som *investortesten*. Disse to rettslige karakteriseringene vil være gjenstand for drøftelse i hoveddelen av oppgaven.

Problemstillingen er utfordrende i den forstand at vurderingen av investortesten på en konkret opplysning i stor grad er avhengig av økonomisk kompetanse og analyse. I mangel av slik kompetanse, og ikke minst av hensyn til tema og omfang, vil jeg begrense meg til å reise relevante spørsmål i denne sammenheng, og behandle de ulike synspunktene i et rettslig perspektiv, uten å søke å redegjøre økonomisk eller markedsmessig for disse.

### 1.3 Rettskilder

Problemstillingen er sparsommelig behandlet i forarbeidene og rettspraksis.

Verdipapirhandelloven av 2007 er i stor grad en videreføring av tidligere rett, og eldre forarbeider spiller derfor en stor rolle ved fastlegging av regelen. Det er kun et fåtall høyesterettsavgjørelser om temaet, og bare én av disse omhandler oppgavens hovedproblemstilling direkte. Underrettspraksis tilbyr et bredere utvalg, og vil derfor spille en sentral rolle ved fastlegging av regelen i denne avhandlingen. Til tross for at underrettspraksis har en mer begrenset rettskildemessig vekt enn høyesterettspraksis, tjener vurderingene til å belyse problemstillingene.<sup>8</sup>

Avgjørelser fattet av bransjespesifikke aktører får også stor betydning. Særlig børsklagenemndas avgjørelser og Oslo Børs' praksis spiller en viktig rolle som rettskildefaktorer på verdipapirhandelens område.<sup>9</sup> Disse avgjørelsene har status som forvaltningspraksis. Det avgjørende er ikke hva en avgjørelse gir inntrykk av, men tendensene disse samlet sett illustrerer.

---

<sup>7</sup> Se verdipapirhandelloven § 3-2 (4).

<sup>8</sup> Bergo (2014) s. 17.

<sup>9</sup> Myklebust (2011) s. 69 og 192.

Verdipapirretten er videre, som nevnt innledningsvis, sterkt preget av EU-retten. Definisjonen i § 3-2 første til tredje ledd er innført i norsk rett ved transformasjon av direktiv 2003/6/EF om innsidehandel og markedsmanipulering artikkel 1 nr. 1, samt første kommisjonsdirektiv 2003/124/EF artikkel 1. Direktivet (heretter MAD) er et rammedirektiv som er utfylt med tre tilhørende kommisjonsdirektiv og en tilhørende kommisjonsforordning. Av relevans for denne oppgaven er MAD og det første kommisjonsdirektiv. På denne bakgrunn er det nødvendig med noen innledende avklaringer.

EØS-avtalen forplikter Norge å gjennomføre relevant EU-rett i norsk rett, men som følge av det dualistiske prinsipp gjennomføres EU-retten i Norge ved særskilte rettsakter.<sup>10</sup> Når det gjelder intensiteten og formen på gjennomføringen skilles det mellom primær- og sekundærlovgivning. Sekundærlovgivning, som forordninger og direktiver, har til formål å harmonisere medlemslandenes lovgivning og legge til rette for like konkurransevilkår og markedstilgang for andre lands tilbydere av finansielle tjenester.<sup>11</sup>

Ved direktivgjennomføring er det opp til lovgiver å bestemme form og midler for gjennomføringen, mens forordninger skal gjennomføres etter sin ordlyd.<sup>12</sup>

Kommisjonsdirektiver er nivå 2-lovgivning som blir fastslått i samarbeid mellom Kommissjonen og en regelverkskomite for det aktuelle lovområdet. På verdipapiriområdet heter komiteen European Securities Committee (ESC). Denne er sammensatt av representanter fra medlemslandenes finansdepartementer og mottar innspill til arbeidet fra komiteer bestående av medlemslandenes tilsynsmyndigheter gjennom europeiske tilsynsorganer (EBA, EIOPA og ESMA).<sup>13</sup> Tilsynskomiteene utarbeider forslag til nivå 3 i regelverket, eksempelvis retningslinjer som skal vedtas av Kommissjonen. Disse retningslinjene kan sammenliknes med norske forskrifter.<sup>14</sup> I denne oppgaven vil det særlig vises til retningslinjer fra Committee of European Securities Regulators (heretter CESR), som er den europeiske verdipapirtilsynsmyndigheten. I 2011 ble CESR erstattet av European Securities and Markets Authority (heretter ESMA). ESMA har kun en rådgivende funksjon,

---

<sup>10</sup> Bergo (2014) s. 18.

<sup>11</sup> Myklebust (2011) s. 77.

<sup>12</sup> EØS-avtalen artikkel 7.

<sup>13</sup> Myklebust (2011) s. 80.

<sup>14</sup> Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) pkt. 2.1.3.

men tillegges stor vekt av nasjonale tilsynsmyndigheter og vil derfor ha stor vekt som illustrasjon på rettsstilstanden i EU.<sup>15</sup>

Etter vedtakelsen av en ny forordning for markedsmissbruk (heretter MAR) er MAD opphevet.<sup>16</sup> Forordningen er ikke vedtatt i norsk rett, men ventes inkorporert ved en henvisning til forordningen artikkel 7, der definisjonen av innsideinformasjon fremgår. Dette gjør at det kan stilles spørsmål til hvordan tolkningen av legaldefinisjonen i norsk rett skal foretas inntil forordningen vedtas for norsk retts vedkommende. Herunder er det særlig nødvendig med en avklaring knyttet til betydningen av EU-domstolens avgjørelser tilknyttet direktivet.

Artikkel 7 er ment å videreføre MAD med enkelte presiseringer i henhold til praksis fra EU-domstolen. MAD er fortsatt gjeldende rett i norsk rett som følge av henvisningen til denne i verdipapirhandelloven. EU-domstolens avgjørelser tilknyttet MAD er derfor fortsatt relevante for tolkningen.

Videre presumeres norsk rett å være i samsvar med Norges folkerettslige forpliktelser<sup>17</sup>, men dersom det er motstrid vil norsk rett gå foran som følge av det dualistiske prinsipp. En viktig konsekvens av dette er at norsk rett må fortolkes i lys av folkeretten.<sup>18</sup> Når det gjelder den konkrete vektingen av EU-rettskildene, vil det, så fremt det ikke er motstrid mellom norsk rett og EU-rett, kunne ses hen til disse rettskildene for utfylling av den norske bestemmelsen.

## 1.4 Oppgavens oppbygning

Kurspåvirkningskravet reiser en rekke tolkningsspørsmål av ulik vanskelighetsgrad. Noen av disse er avklarte og krever mindre utførlig behandling, mens andre fordrer en grundigere analyse. Den sistnevnte typen spørsmål fremstår særlig vanskelig fordi meningsinnholdet i stor grad er avhengig av andre fagområder enn det juridiske. Derfor vil jeg i kapittel 2 vie oppmerksomheten til den faglige konteksten problemstillingen står i. Deretter behandles den rettslige konteksten, herunder de øvrige vilkårene i innsideinformasjonsdefinisjonen, bestemmelsens virkeområde og virkningene av at det foreligger innsideinformasjon.

---

<sup>15</sup> Se Kredittilsynet 01.01.04 pkt. 1.3 om CESR.

<sup>16</sup> Forordning 596/2014 om markedsmissbruk.

<sup>17</sup> Ruud og Ulfstein (2011) s. 55.

<sup>18</sup> Ruud og Ulfstein (2011) s. 55.



I kapittel 3 presenteres de to grunnelementene i kurspåvirkningskravet. Jeg skal først behandle vilkåret ”egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart” og spørsmål som oppstår i tilknytning til dette. Deretter, i kapittel 3.2 behandles investortesten mer utførlig.

Avslutningsvis i kapittel 4 oppsummerer jeg de retningslinjer som følger av gjeldende rett i investortesten, før jeg vil komme med noen avsluttende bemerkninger.

## 2 Faglig og rettslig kontekst

### 2.1 Den beskyttelsesverdige interessen

Formålet med regulerte markeder er å innhente risikovillig kapital fra allmennheten for å kunne utnytte det økonomiske potensialet som ligger i selskapene. Uten tiltro til at markedet reflekterer en korrekt prisfastsetting, vil generering av kapital vanskeliggjøres. Streng regulering av handlinger egnet til å påvirke kursen er derfor nødvendig.<sup>19</sup>

### 2.2 Kursfastsetting

Hurtig tilgang til relevant informasjon er avgjørende for at markedet skal fungere effektivt og i tråd med formålet. Det er også avgjørende for en korrekt prising av de finansielle instrumentene.<sup>20</sup>

Aksjekursen representerer den sum markedets aktører er villige til å betale for de finansielle instrumentene, basert på troverdighet med hensyn til forventning om avkastning. Dette baserer seg igjen på en rekke parametere, som blant annet utstederselskapets likviditet, lønnsomhet, langtidsutsikter og ledelse, samt generelle faktorer som blant annet rentenivå.<sup>21</sup> Får en investor kunnskap om et av disse, som ingen andre har, har hun et konkurransefortrinn på bekostning av de øvrige aktørene.

Et begrep som ofte brukes for å forklare dette er *markedseffisiens*. Tanken er at et effektivt marked reflekterer all tilgjengelig informasjon om utstederselskapene og på den måten gir uttrykk for en riktig pris på de finansielle instrumentene.<sup>22</sup> Dette er imidlertid bare et utgangspunkt. I et fullt ut effektivt marked vil det ikke være noe å hente på å analysere og spekulere i markedet. Uten incentiver for å analysere og spekulere, vil heller ikke markedet fungere optimalt.<sup>23</sup> Det antas at markedet har en svak til semi-sterk form for markedseffisiens, hvor enkelte av investorene sitter med mer og bedre informasjon enn andre. Dette fører til at

---

<sup>19</sup> Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) punkt 1.1.

<sup>20</sup> Bergo (2014) s. 120.

<sup>21</sup> Bergo (2014) s. 120.

<sup>22</sup> Sæbø (1995) s. 29 med videre henvisninger.

<sup>23</sup> Sæbø (1995) s. 30.

noen investorer sitter med analyser og prognoser som ikke er reflektert i markedsprisene, og derfor er i besittelse av potensielt verdifull informasjon.

For noen selskaper fastsettes kursen nærmest utelukkende av reelle selskapstall, slik som regnskap og resultat. For andre selskaper er kursen mer forventningsbasert. Opplysninger om selskapene og de tilknyttede finansielle instrumentene vil derfor naturligvis kunne slå svært ulikt ut på kursen til de ulike selskapene. Opplysninger kan riktignok ikke direkte påvirke kursen, det er markedets reaksjoner på disse opplysninger som medfører kursendringen.<sup>24</sup> En investor må derfor vurdere hvorvidt den opplysningen hun har er priset inn i aksjen allerede – og hvis ikke, hvordan markedet vil reagere på den.

## 2.3 Definisjonen av innsideinformasjon

### 2.3.1 Verdipapirhandelloven § 3-2 første til tredje ledd

Det primære rettsgrunnlaget for definisjonen av innsideinformasjon er Lov om verdipapirhandel nr. 75 av 29.juni 2007 (verdipapirhandelloven) § 3-2. Her defineres innsideinformasjon som:

*”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.*

*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 kurspåvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene.*

*Med opplysninger som er egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, menes opplysninger som en fornuftig*

---

<sup>24</sup> Reed (1996) s. 166.

*investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning*<sup>25</sup>

Presisjonskravet er ment å avgrense mot rykter og spekulasjoner.<sup>26</sup> Kravet om at opplysningen ikke er ”offentlig tilgjengelig eller allment kjent”, har sin bakgrunn i at informasjon som er allment tilgjengelig nettopp ikke er *innsideinformasjon*. Dersom opplysningen er offentlig tilgjengelig eller allment kjent er dens verdi allerede diskontert i prisen på det finansielle instrumentet. Opplysningen vil derfor heller ikke ha noen påvirkning på kursen. Kravene i første ledd er kumulative, og opplysningen må ha alle de nevnte karakteristika for å være innsideinformasjon. Kravet om at opplysningen ikke er offentlig kjent har derfor liten selvstendig betydning ved siden av kravet om kurspåvirkning, selv om det i praksis ofte knytter seg bevismessige spørsmål til dette.

Opplysningene må videre relatere seg til ”de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold”.<sup>27</sup> Definisjonen er ment å omfatte all informasjon som er kursrelevant i lovens forstand.<sup>28</sup>

Bestemmelsen inneholder også en egen definisjon av innsideinformasjon for derivater.<sup>29</sup>

### 2.3.2 Virkningene av at det foreligger innsideinformasjon

Dersom en opplysning er å anse som innsideinformasjon utløses en rekke rettsvirkninger. Etter verdipapirhandelloven § 3-3 er det forbudt å misbruke innsideinformasjon ved tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter. Brudd på bestemmelsen er straffbart med fengsel i inntil seks år eller bøter.<sup>30</sup>

Den som er i besittelse av innsideinformasjon har taushetsplikt om opplysningene, og brudd på denne plikten kan medføre straff i inntil seks år eller bøter.<sup>31</sup>

Hvorvidt hendelser er å anse som innsideinformasjon er også avgjørende for om de børsnoterte selskapene må offentliggjøre opplysninger om dette. Denne informasjonsplikten reguleres i verdipapirhandelloven § 5-2 første ledd og omfatter det som er innsideinformasjon

---

<sup>25</sup> Vphl. § 3-2 1-3.ledd.

<sup>26</sup> Jf. NOU 1996:2 s. 57.

<sup>27</sup> Vphl. § 3-2 (1).

<sup>28</sup> NOU 1996:2 s. 56.

<sup>29</sup> Se vphl. § 3-2 (4).

<sup>30</sup> Jf. vphl. § 17-3 (1).

<sup>31</sup> Jf. vphl. § 3-4, jf. § 17-3 (1).

etter § 3-2 som ”direkte angår utsteder”. Brudd på informasjonsplikten kan medføre overtredelsesgebyr.<sup>32</sup> Utstederforetakene plikter også å føre lister over personer som er i besittelse av innsideinformasjonen.<sup>33</sup>

### 2.3.3 Definisjonens virkeområde – særlig om informasjonsplikten og innsidehandelsforbudet

Etter verdipapirhandelloven § 3-1 gjelder definisjonen av innsideinformasjon i § 3-2 for ”finansielle instrumenter” som ”er eller søkes regulert på regulerte markeder”.<sup>34</sup> Med ”regulerte markeder” siktes det til foretak som har tillatelse til å beslutte opptak til handel og som legger til rette for regelmessig omsetning av verdipapirer.<sup>35</sup> I Norge eksisterer det flere regulerte markeder, hvor et i tillegg har konsesjon som børs. Skillet mellom børs og regulert marked har ikke relevans for oppgavens problemstilling, og vil ikke bli omtalt nærmere.

Hva som menes med ”finansielle instrumenter” fremgår av verdipapirhandelloven § 2-2. Som redegjørelsen senere viser vil det i noen tilfeller være aktuelt å skille mellom disse finansielle instrumentene, men noen lengre gjennomgang av de ulike er ikke hensiktsmessig da det ikke belyser problemstillingen.<sup>36</sup>

I teorien har det vært stilt spørsmål ved om definisjonen av innsideinformasjon er lik for utstederforetakenes informasjonsplikt og forbudet mot innsidehandel.<sup>37</sup> EU-domstolen har avvist en slik differensiering i definisjonen.<sup>38</sup> I norsk rett tolkes ordlyden i vphl. § 3-2 slik at definisjonen gjelder både informasjonsplikten og forbudet mot innsidehandel.<sup>39</sup>

Informasjonsplikten gjelder ”innsideinformasjon som direkte angår utsteder, jf. § 3-2 første til tredje ledd”,<sup>40</sup> men det er i praksis og teori lagt til grunn at denne terminologiske begrensningen, ”direkte angår utsteder”, neppe har de helt store utslag i den praktiske anvendelsen av begrepet innsideinformasjon.<sup>41</sup>

---

<sup>32</sup> Se vphl. § 17-4.

<sup>33</sup> Jf. vphl. § 3-5.

<sup>34</sup> Jf. vphl. § 3-1 (1).

<sup>35</sup> Jf. vphl. § 3-2, jf. Børsloven § 3 (1).

<sup>36</sup> Se kap. 3.2.7

<sup>37</sup> Bergo (2014) s. 122.

<sup>38</sup> Sak C-19/11 (Daimler).

<sup>39</sup> Se til illustrasjon børsklagenemndens vedtak i sak OBKN-2013-1 (Intex).

<sup>40</sup> Jf. vphl. § 5-2 (1).

<sup>41</sup> Se Bergo (2014) s. 120 flg. for en grundig gjennomgang av disse spørsmål.

Etter min mening kan det være gode grunner til å oppstille to ulike definisjoner for informasjonsplikten og forbudet mot innsidehandel. De ulike hensyn som gjør seg gjeldende tilsier etter min mening en slik differensiering. Lovens løsning er imidlertid klar, og inntil eventuell lovendring vil definisjonen måtte hensynta de kryssende hensyn, selv om dette undertiden byr på visse problemer. Dette kommer jeg tilbake til.

For derivathandel gjelder det en egen definisjon av begrepet innsideinformasjon. Denne fremgår av vphl. § 3-2 fjerde ledd og har fått en annen utforming enn den *ordinære* definisjonen. I det følgende vil imidlertid definisjonen av innsideinformasjon for derivathandel forlates til fordel for kurspåvirkningskravet som følger av vphl. § 3-2 første og tredje ledd, ettersom førstnevnte har ytterst begrenset verdi som bidrag til de nærmere drøftelser av problemstillingen.

# 3 Kurspåvirkningskravet

## 3.1 Merkbart kurspåvirkningspotensiale

### 3.1.1 Innledning

Kurspåvirkningskravet fremgår som nevnt av verdipapirhandelloven § 3-2 første og tredje ledd. I denne delen av oppgaven skal jeg behandle den delen av kravet som fremgår av første ledd:

*”Med innsideinformasjon menes (...) opplysninger (...) som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart (...).”<sup>42</sup>*

I de to neste underkapitlene skal jeg drøfte ordlyden og fastlegge det nærmere meningsinnholdet ved å se til forarbeider, rettspraksis, samt EU-direktivet og kilder tilknyttet dette. I kapittel 3.1.4 behandles spørsmålet om hvordan kurspåvirkningskravet skal forstås når første og tredje ledd ses i sammenheng og hvilket utslag dette får på den konkrete rettsanvendelsen.

### 3.1.2 Kurspåvirkningspotensiale

Ordlyden ”opplysninger som er egnet til å påvirke kursen (...) merkbart” tilsier etter en naturlig språklig forståelse at opplysningen har potensiale til å virke inn på kursen. Enhver opplysning som sier noe om det finansielle instrumentet, eller tilknyttede finansielle instrumenter, vil i utgangspunktet kunne ha potensiale til å påvirke kursen. Det må likevel antas at enkelte opplysninger går upåaktet hen i markedet. Opplysninger om at et selskap som selger planker har solgt litt færre planker enn i fjor vil, som eksempel, trolig ikke påvirke kursen. Slike opplysninger må derfor anses å falle utenfor. Med en slik ordlyd er det imidlertid veldig mange typer opplysninger som faller innenfor. Så fremt opplysningene sier noe om forventningene til utstederforetaket eller de tilknyttede finansielle instrumentene, vil de i praksis være egnet til å påvirke kursen.

---

<sup>42</sup> For fullstendig gjengitt bestemmelse, se kap. 2.3.1.

Med ordlyden ”egnet til” kan det heller ikke innfortolkes noe krav om faktisk kursutslag. Det avgjørende er at opplysningen har *potensiale til å påvirke*, ikke at den faktisk gjør det. Denne forståelsen støttes av forarbeidsuttalelser der det fremgår at det avgjørende er om opplysningene ”etter en objektiv vurdering på tidspunktet for handelen er egnet til å påvirke kursen og ikke om de i ettertid faktisk gjorde det”.<sup>43</sup>

Tilsvarende tolkning støttes også av praksis fra Høyesterett og EU-domstolen, der det slås uttrykkelig fast at det ikke stilles krav om faktisk kursutslag.<sup>44</sup> Det følger også av uttalelser fra ESMA der vurderingen betegnes som *ex ante*.<sup>45</sup>

Bakgrunnen for at det ikke kreves faktisk kursutslag er at det ville medføre en urimelig begrensning på håndhevelsen av plikt- og forbudsbestemmelsene.<sup>46</sup> Det er heller ikke alle kurspåvirkende opplysninger som fører til et faktisk kursutslag når de blir offentliggjort. Til illustrasjon kan en opplysning ha kurspåvirkende potensiale selv om kursen faktisk ikke endres når opplysningen blir kjent. Dette vil eksempelvis kunne være tilfelle ved at markedets reaksjon uteblir på tross av en resultatøkning, fordi markedets forventninger til selskapet var enda høyere.<sup>47</sup> I andre tilfeller kan to opplysninger utjevne hverandre slik at kursen forblir uendret, selv om begge opplysningene i seg selv er kurspåvirkende.<sup>48</sup> Det avgjørende er like fullt hvorvidt opplysningene hadde kurspåvirkningspotensiale.

Det faktiske utslaget opplysningen får på markedet er imidlertid ikke helt uten betydning i vurderingen. I Nettavisen-saken la Høyesterett til grunn at etterfølgende omstendigheter, som faktisk kursutslag, kan være et ”etterprøvingmoment i en samlet vurdering”.<sup>49</sup> Dette legges også til grunn av ESMA der det uttales:

*”This does not preclude the fact that the actual impact on prices might be relevant as an indicator for the investigation of a possible infraction.”*<sup>50</sup>

Uttalelsene fra Høyesterett og ESMA må ses i sammenheng med at kurspåvirkningsvilkåret er betinget av at en fornuftig investor ville tillagt opplysningen vekt, jf. straks nedenfor. I

---

<sup>43</sup> Ot.prp.nr. 80 (2000-2001) s. 9.

<sup>44</sup> Se Rt. 2012 s. 629 avsnitt 40 og sak C-45/08 (Spector) premiss 69.

<sup>45</sup> CESR/02-089d pkt. 26.

<sup>46</sup> Erdal (2012) s. 98.

<sup>47</sup> Reed (1996) s. 182.

<sup>48</sup> Erdal (2012) s. 98.

<sup>49</sup> Rt. 2012 s. 629 avsnitt 40.

<sup>50</sup> CESR/02-089d pkt. 26.



forlengelsen slik at den virkning opplysningen faktisk fikk på kursen etter at den ble offentliggjort, er et moment i investortesten.

At opplysningen må være ”egnet til å påvirke kursen” innebærer altså et krav om at den har potensiale til å virke inn på kursen, og ikke at den faktisk gjør det. Deretter stilles det krav om at opplysningen må ha potensiale til å påvirke kursen ”merkbart”.<sup>51</sup>

### 3.1.3 Merkbart

Ordlyden ”merkbart” tilsier at det må være tale om kurspåvirkningspotensiale av en viss grad. Det kan ikke være tilstrekkelig om kursen knapt påvirkes, men det kan likevel heller ikke innfortolkes særlig strenge krav til påvirkningen.

Ettersom forbudet mot innsidehandel, med tilhørende legaldefinisjon i § 3-2, er innført i norsk rett som ledd i implementeringen av MAD, vil det ved tolkningen av den norske ordlyden være relevant å se hen til direktivets formulering. I den engelske språkversjonen anvendes uttrykket ”significant effect”.<sup>52</sup> I følge Compact Oxford English Dictionary er ”significant” synonymt med ”extensive or important enough to merit attention”<sup>53</sup>, som kan oversettes til ”viktig nok til å fange oppmerksomhet”. Direktivet synes derfor å stille nokså tilsvarende krav som den norske legaldefinisjonen.

Denne forståelsen av ordlyden til direktivet, eller snarere oversettingen av ordlyden, er omstridt i teorien. Blant annet Bergo tar til ordet for at ”significant” bedre kan oversettes til ”vesentlig” eller ”betydelig”.<sup>54</sup> Ettersom direktivet er en nivå 2-regulering er det opp til de nasjonale myndigheter å avgjøre hvordan gjennomføringen av direktivet skal gjøres i nasjonal rett, herunder kan det også fastsettes strengere regler enn direktivet legger opp til.<sup>55</sup>

Det nærmere innholdet i ”merkbart” er for øvrig av sekundær betydning på dette tolkningsstadiet.<sup>56</sup> Det fremgår nemlig av verdipapirhandelloven § 3-2 tredje ledd at det med egnet til å påvirke kursen merkbart, ”menes opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning”. Det kan altså stilles spørsmål til hvorvidt legaldefinisjonen i tredje ledd skal forstås som et supplement

---

<sup>51</sup> Jf. vphl. § 3-2 (1).

<sup>52</sup> Direktiv 2003/6 EF art. 1 nr. 1

<sup>53</sup> <http://oxforddictionaries.com/definition/significant>.

<sup>54</sup> Bergo (2014) s. 278

<sup>55</sup> Se kap. 1.3.

<sup>56</sup> Bergo (2014) s. 278

til merkbarhetskravet i første ledd, eller som en presisering. Etter sistnevnte tolkning må innholdet i ”egnet til å påvirke kursen (...) merkbart” fastlegges nærmere av tredje ledd, og noen inngående drøftelse av hvorvidt ”significant” og ”merkbart” samsvarer, er ikke nødvendig. Førstnevnte tolkning av bestemmelsen innebærer derimot at vurderingen av opplysningens kurspåvirkning består av to ledd; hvorvidt opplysningen er egnet til å påvirke merkbart, og hvorvidt en fornuftig investor ville tillagt den vekt. Dette vil drøftes i det følgende.

### 3.1.4 En videre diskusjon av merkbart kurspåvirkningspotensiale

Med lovens ord ”menes” indikeres det at ”opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning”, er en presisering av ”egnet til å påvirke kursen (...) merkbart” i første ledd.

I praksis og teori ble det imidlertid stilt spørsmål om hvorvidt innføringen av ”merkbart” i loven, skulle forstås som en erstatning for det tidligere vesentlighetskravet, som ble fjernet ved en lovendring i 2001.<sup>57</sup> Vesentlighetskravet ble tidligere praktisert slik at det måtte mellom 2 og 10 % kurspåvirkningspotensiale til før det var tilstrekkelig for å konstatere kurspåvirkning etter loven.

Ved innføringen av ”merkbart”-kravet, uttalte imidlertid departementet at det ikke var meningen å oppstille et vesentlighetskrav i tillegg til at opplysningen må være av en slik karakter at en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte den som del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.<sup>58</sup> Dette tilsier at betegnelsen ”merkbart” ikke var ment å ha et selvstendig innhold i tillegg til investortesten.

I forlengelsen følger det av Kredittilsynets høringsnotat, som lå til grunn for endringen i verdipapirhandelloven, at det med kravet til merkbart ”er ment å avskjære de rent teoretiske muligheter og betyr at opplysningen må være av en viss viktighet for bedømmelsen av verdien på de finansielle instrumentene som investeringsobjekt”.<sup>59</sup>

---

<sup>57</sup> Se eksempelvis Rt. 2012 s.629.

<sup>58</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 27-28.

<sup>59</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 28, jf. Ot.prp.nr.80 (2000-2001) s. 14.

Spørsmålet ble vurdert i Nettavisen-saken i to instanser, før det ble endelig avgjort i Høyesterett.<sup>60</sup> Saken gjaldt hvorvidt opplysninger om at en artikkel skulle publiseres, var innsideinformasjon. Artikkelen handlet om Det Norske Oljeselskaps utvinningsavtale i Irak og om hvorvidt denne ville opprettholdes av sentralmyndighetene i Bagdad.

På spørsmålet om kurspåvirkning la tingretten til grunn at den mulige kurspåvirkningen artikkelen kunne ha på DNO-kursen ville være vanskelig å tallfeste, men at effekten på kursen uansett ville være klart lavere enn kravet til merkbar kurspåvirkning.<sup>61</sup> Uttalelsen gir uttrykk for at retten tolket bestemmelsen slik at det stilles krav om kvantifiserbar kurspåvirkning.

Lagmannsretten kom til motsatt resultat og la til grunn at kurspåvirkningskravet ikke krever et bestemt tallfestet kurspåvirkningspotensiale.<sup>62</sup> Høyesterett sluttet seg til lagmannsrettens vurdering. Førstvoterende uttalte her, med tilslutning fra de øvrige dommerne, at kriteriet merkbart ikke har selvstendig betydning som kvalifikasjonskrav. I forlengelsen uttalte hun at investortesten er uttømmende og at det ikke skal kreves noen kvantifiserbar kurspåvirkningseffekt i tillegg.<sup>63</sup> Dommen fra Høyesterett er ikke overprøvd i senere avgjørelser og er således et prejudikat for gjeldende rett.

Tilsvarende standpunkt ble lagt til grunn i Spector-saken, som omhandlet tegning av aksjeopsjoner i selskapet Spector Photo Group og hvorvidt selskapsinterne opplysninger utgjorde innsideinformasjon.<sup>64</sup> EU-domstolen tolket i den forbindelse første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 2 og uttalte:

*”(...) the expression 'inside information' as defined of Article 1 (1) of Directive 2003/6, is characterised, in particular, by the fact that, if that information were made public, it 'would be likely to have a significant effect on the price of [the] financial instruments [concerned] or on the price of the related derivative financial instruments', that concept having itself been defined in Article 1 (2) of Directive 2003/6 as being 'information which a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decisions'”.*<sup>65</sup>

---

<sup>60</sup> Rt. 2012 s. 629 (Nettavisen).

<sup>61</sup> TOSLO-2008-184013

<sup>62</sup> LB-2009-196723

<sup>63</sup> Rt. 2012 s. 629 avsnitt 39.

<sup>64</sup> Sak C-45/08 (Spector).

<sup>65</sup> Sak C-45/08 (Spector) avsnitt 68.

Som redegjort for innledningsvis har ikke EU-domstolens avgjørelser direkte virkning i norsk rett, men vil være et tungtveiende tolkningsbidrag.<sup>66</sup> Både presumsjonsprinsippet og hensynet til utenlandsk børs konkurranse tilsier videre at norsk rett skal etterstrebe å etterleve den praksis som EU-domstolen legger opp til.<sup>67</sup> Dette vises også ved at Høyesterett viser til den siterte uttalelsen fra Spector-saken i Nettavisen-saken.<sup>68</sup>

Etter dette skal altså bestemmelsen forstås slik at det i vurderingen av om en opplysning er ”egnet til å påvirke kursen (...) merkbart”, skal vurderes om en fornuftig investor sannsynligvis ville lagt vekt på opplysningen.<sup>69</sup> Det er de opplysninger som gjør at en fornuftig investor reagerer, som har det kurspåvirkningspotensialet loven krever.

Gjeldende rett synes etter Nettavisen-saken å være i tråd med både lovgivers tilsiktede redusering av kurspåvirkningskravet og reelle hensyn.<sup>70</sup> Vilkåret må være egnet til å fange opp ulike typer opplysninger, som det er god grunn til å regulere bruken av, men som det er vanskelig å fange opp i en generalisert tallfestet norm. En tallfesting av kravet vil videre kunne medføre en unaturlig høy terskel, sammenliknet med de opplysninger markedet er tjent med at man regulerer. Eksempelvis vil kurspåvirkning på 1 % i visse tilfeller være egnet til å gi betydelig gevinst, alt avhengig av den konkrete risikoprofilen og porteføljen til den aktuelle investoren.

På denne bakgrunn synes det derfor fornuftig at løsningen er slik at man vurderer opplysningen i lys av den mer dynamiske investortesten, som vil være gjenstand for drøftelse i det følgende. Vilkåret i første ledd, ”egnet til å påvirke kursen (...) merkbart” vil danne en ramme for investortesten, men er altså ikke det springende punkt for om en opplysning innehar de nødvendige kvalifikasjoner.

## 3.2 Investortesten

### 3.2.1 Innledning

I dette kapitlet skal jeg behandle investortesten og presentere de retningslinjer denne oppstiller for den konkrete rettsanvendelsen. Den ytterste rammen for vurderingen er hvorvidt

---

<sup>66</sup> Se kap.1.3.

<sup>67</sup> bl.a. NOU 1996:2 s. 31.

<sup>68</sup> Se rt. 2012 s. 629 avsnitt 48.

<sup>69</sup> Se hhv. vphl. § 3-2 første og tredje ledd.

<sup>70</sup> Ot.prp.nr.80 (2000-2001) s. 22.

opplysningen har merkbart kurspåvirkningspotensiale. I den konkrete vurderingen, og i de nærmere grensdragninger, må opplysningen vurderes i lys av ordlyden i § 3-2 tredje ledd:

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

I de to første underkapitlene vil jeg blant annet drøfte hvorvidt investortesten er et uttrykk for en rettslig standard og se nærmere på de opplysninger som er i kjernen av investortesten. Perspektivet vil være av mer deskriptiv karakter. Deretter skal jeg behandle de mer kompliserte spørsmålene; som investortestens anvendelse på volatile<sup>71</sup> aksjer, hvordan investortesten skal anvendes på opplysninger som gjelder hendelser som er i utvikling og hvorvidt det må innfortolkes et retningskriterium i investortesten.

### 3.2.2 Investorbegrepet

Lovens ord ”investor” forstås som enhver som handler med finansielle instrumenter. Det stilles ingen begrensninger med tanke på hva slags typer investorer som omfattes. Altså omfattes både investorer som på yrkesmessig basis handler på børsen, og de som handler på hobbybasis.

Ordlyden ”fornuftig” gir videre en forståelse av rasjonelle eller gjennomtenkte handlinger. På området for verdipapirhandel, må begrepet ”fornuftig” videre forstås slik at det er tale om vurderinger av hva som gir mest mulig avkastning og minst mulig risiko, ettersom dette må anses som det mest fremtredende motiv for investorer som handler på børsen.

Også Høyesterett tar til ordet for et slikt avkastningssynspunkt, der det uttales at en fornuftig investor legger vekt på opplysninger som sannsynligvis vil utløse en gevinst.<sup>72</sup> Et tilsvarende avkastningssynspunkt følger også av ESMA sine retningslinjer, der det uttales at:

*”A piece of information allows a conclusion to be drawn about its impact on prices, either when it would enable a reasonable investor to take an investment decision*

---

<sup>71</sup> Se kap. 3.2.9.

<sup>72</sup> Rt. 2012 s. 629 avsnitt 57.

*without (or at a very low) risk (I) or when it is likely to be exploited immediately on the market (II).*”<sup>73</sup>

Det avgjørende er altså at denne investoren, på bakgrunn av informasjonen, kan foreta en investeringsbeslutning til lav eller ingen risiko, eller når den kan utnyttes direkte i markedet. ESMA er satt sammen av EU-medlemslandenes tilsynsmyndigheter og gir derfor et godt bilde på hvordan direktivet bør praktiseres.<sup>74</sup> Selv om disse retningslinjene ikke er en autoritativ rettskilde i norsk rett, vil de i dette tilfellet tjene som støtte for det som fremgår av ordlyden.

Til ytterligere illustrasjon på at et avkastningsstandpunkt er rådende, uttalte tingretten i Acta-dommen<sup>75</sup> at ”standarden må tolkes i sin rette kontekst, der det alminnelige markedsmessige rasjone for en investor er hvorvidt man kan oppnå en økonomisk fortjeneste ved en forhåndsdisposisjon.”<sup>76</sup> Underrettspraksis har ikke tung rettskildemessig vekt, men tjener som illustrasjon på rettstilstanden, særlig i tilfeller hvor det er begrenset veiledning i autoritative rettskilder.<sup>77</sup>

Utgangspunktet i investortesten er følgelig hvorvidt opplysningene kan bidra til å bedømme utstederselskapets fremtidige inntjeningssevne og risikoen forbundet med investeringen.<sup>78</sup> I lys av lovens formål må det sentrale poeng videre være om det foreligger opplysninger som gir den enkelte investor en fordel på de øvrige markedsaktørenes bekostning.<sup>79</sup>

Som redegjort for innledningsvis er formålet med verdipapirhandelloven å ivareta et effektivt marked.<sup>80</sup> En nødvendig forlengelse av dette er at aktørene på verdipapirmarkedet har like forutsetninger for å handle med noterte finansielle instrumenter. Den ideelle målsetting er derfor at alle har lik informasjon, til samme tid. En investor som handler på bakgrunn av innsideinformasjon besitter et konkurransefortrinn på bekostning av de øvrige aktørene. Kurspåvirkningskravet må tolkes i tråd med disse betraktninger og det synes derfor hensiktsmessig å vurdere opplysningen i lys av dennes evne til å si noe om forventet avkastning og risiko.

---

<sup>73</sup> CESR/02-089d pkt. 20.

<sup>74</sup> Se innledende om ESMA's vekt i kap. 1.3.

<sup>75</sup> TSTAV-2011-52571 (Acta). Saken handlet blant annet om hvorvidt en hovedaksjonær i Acta Holding ASA hadde brutt meldeplikten om handler han foretok som primærinnsider.

<sup>76</sup> TSTAV-2011-128794 pkt. 4.1.3, lagmannsretten viser i LG-2013-52571-2 til tingrettens redegjørelse av §3-2.

<sup>77</sup> Bergo (2014) s. 17.

<sup>78</sup> Reed (1996) s. 167.

<sup>79</sup> Erdal (2012) s. 114

<sup>80</sup> Vphl. § 1-1.

På bakgrunn av ovennevnte betraktninger tas det i teorien til ordet for at det avgjørende er opplysningens misbrukspotensiale.<sup>81</sup> Det kan imidlertid argumenteres for at en slik begrensning på vurderingen fremstår noe unyansert. Enhver opplysning som sier noe av relevans for kursen på et finansielt instrument vil i en eller annen forstand ha et misbrukspotensiale. Et slikt perspektiv synes derfor ikke å tilføre noe ytterligere til rettsanvendelsen.

På den andre siden må definisjonen av innsideinformasjon tilpasses de ulike adferdsbestemmelsene i verdipapirhandelloven. Det er ikke inntatt noen eksplisitt misbruksreservasjon i de øvrige, og det kan derfor stilles spørsmål til hvorvidt det likevel bør inntas et fokus mot misbrukspotensialet i investortesten, selv om vurderingen ikke nødvendigvis bør begrenses til dette.

Lovens formål tilsier også at opplysningens misbrukspotensiale skal få betydning i investortesten, all den tid det er misbruk av markedet man med reguleringen av verdipapirhandel har ønsket å komme til livs.<sup>82</sup>

Som gjennomgangen i kapittel 3.2.10 også viser vil opplysningens misbrukspotensiale kunne ha avgjørende betydning i spørsmålet om *når* noe er å anse som innsideinformasjon. Dette kommer jeg tilbake til, men for nå er det hensiktsmessig å legge til grunn at opplysningens misbrukspotensiale, i likhet med konkurransesynspunktet, vil være et moment av betydning i investortesten.

I tråd med formålene bak bestemmelsen må det altså tas utgangspunkt i om *investoren* som besitter den aktuelle opplysningen, har et konkurransefortrinn på bekostning av de øvrige aktørene, herunder om opplysningen er av en slik karakter at den kan misbrukes i markedet. Investoren menes her som et mål på markedet, altså summen av alle aktørene og deres forventninger og disposisjoner.<sup>83</sup> Dette kommer jeg også nærmere inn på senere i oppgaven. Først er det hensiktsmessig å se nærmere på legaldefinisjonens øvrige elementer, ”del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning” og ”sannsynligvis”.

### 3.2.3 Del av grunnlaget for en investeringsbeslutning

---

<sup>81</sup> Erdal (2012) s. 114

<sup>82</sup> Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) s. 9.

<sup>83</sup> Se kap. 2.2

Det nærmere vurderingstemaet i investortesten er om en fornuftig investor ”sannsynligvis” vil ”benytte [opplysningen] som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning”.<sup>84</sup>

Ordlyden ”del av” gir utvetydig uttrykk for at det ikke må påvises at opplysningen alene resulterer i en investeringsbeslutning.<sup>85</sup> Det er altså tilstrekkelig at opplysningen, sammen med øvrige tilgjengelige opplysninger, danner grunnlaget for en beslutning. Eksempelvis kan det være nok at en investor får kunnskap om en pågående oppkjøpsforhandling av et datterselskap, selv om denne informasjonen ikke nødvendigvis er av bekreftende karakter, dersom hun også vet at morselskapet lider store tap som følge av datterselskapets uheldige resultater. Summen av disse opplysningene kan være nok til at en investor anser opplysningen om forhandlingene som lovende for sin aksjeoposisjon i selskapet, og dermed avstår fra å selge seg ut selv om resultatene uteblir. Dette eksempelet forutsetter naturligvis at de øvrige vilkårene er oppfylt, men grovt sett kan enhver opplysning, av stor eller liten art, så fremt den er viktig nok til at den vil påvirke kursen, være omfattet av en investors beslutningsgrunnlag.

Den reelle begrensningen i hva som anses som innsideinformasjon ligger altså ikke på dette punkt. At kravet ikke er strengere medfører at forbudet er enklere å håndtere i praksis. Det må bare sannsynliggjøres at den konkrete opplysningen er egnet til å påvirke markedets forventninger. En slik tolkning støttes for øvrig av det overordnede hensynet bak reguleringen av verdipapirhandel, som er å sikre effektiv håndhevelse av atferdsreglene for å ivareta tilliten til at markedet fungerer nøytralt og effektivt.<sup>86</sup>

Det kan imidlertid stilles spørsmål ved hvorvidt en slik løsning er den mest hensiktsmessige. Dersom en investor kommer over en *svak* opplysning som er egnet til å påvirke kursen etter at hun har lagt inn en ordre om salg/kjøp, men før transaksjonen har gått gjennom, må investoren avbestille ordren for ikke å havne i en situasjon hvor hun gjør seg skyldig i innsidehandel, på tross av at vedkommende allerede hadde foretatt investeringsbeslutningen. Dette er fordi opplysningen, som hun senere kom over, objektivt sett er innsideinformasjon ettersom den har nok kurspåvirkningspotensiale til at en fornuftig investor ville tillagt den vekt. I dette henseendet kan helt fornuftige handler hindres av at man ikke innfortolker en sikkerhetsmargin.

---

<sup>84</sup> jf. vphl. § 3-2 (3).

<sup>85</sup> jf. også Rt. 2012 s. 629 avsnitt 57.

<sup>86</sup> jf. bl.a. ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 12.



I forlengelsen kan det stilles spørsmål til hvorvidt investoren overhodet har et konkurransefortrinn ved å besitte informasjonen, dersom beslutningen allerede var tatt da hun ble kjent med omstendighetene. Som nevnt innledningsvis bør det være det uberettigede konkurransefortrinnet som gjør at handler med innsideinformasjon skal hindres.

Eksempelet må riktignok modifieres av at misbruksreservasjonen i forbudet mot innsidehandel trolig ville avhjulpet investoren. Lovens løsning er for øvrig klar på dette punktet og har sterk legislativ forankring i rettskildene.

### 3.2.4 Sannsynlighetsovervekt

Med ordlyden ”sannsynligvis vil benytte” forstås det videre et krav om sannsynlighetsovervekt. Altså slik at det må være mer sannsynlig at markedet vil reagere på opplysningen, enn at det ikke gjør det.

I Nettavisen-saken la Høyesterett til grunn at det er ”nok at investoren sannsynligvis vil bruke opplysningene som del av sitt beslutningsgrunnlag, dersom han ser at den sannsynligvis vil utløse en gevinst”.<sup>87</sup> Uttalelsen gir etter min mening støtte for et krav om sannsynlighetsovervekt.

Også ESMA gir anvisning på et slikt krav, der det uttales at ”the mere possibility is not enough, as on the other hand a degree of probability close to certainty is not necessary either”.<sup>88</sup>

Sannsynlighetsvurderingen må ivareta effektivitetshensynet ettersom en for lav sannsynlighetsgrad vil kunne legge bånd på markedsaktørers adgang til å handle, mens for strenge krav kan føre til bevis- og håndhevelsesproblemer.<sup>89</sup> Et krav om sannsynlighetsovervekt vil ivareta investoren eller utstederselskapets rettssikkerhet, samtidig som man ikke er tvunget over i strafferettens strenge beviskrav på dette punkt.

### 3.2.5 Rettslig standard

Ordlyden ”opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning” gir uttrykk for en *bonus pater familias*-

---

<sup>87</sup> Rt. 2012 s. 629 avsnitt 57.

<sup>88</sup> CESR/02-089d pkt. 23.

<sup>89</sup> Reed (1996) s. 168. Se også Bergo (2014) s. 121.

bedømmelse, altså en rettslig standard hvor begrepets konkrete innhold er avhengig av tolkning utenfor selve lovteksten.<sup>90</sup> En rettslig standard angir rammene for en skjønnsmessig anvendelse av loven, tilpasset normer for det konkrete tilfellet og tiden spørsmålet oppstår i.<sup>91</sup>

Bruk av rettslige standarder er en utbredt lovgivningsteknikk i norsk rett, også på finansmarkedsrettens område. Uttrykket ”god forretningsskikk” fra forbudet mot urimelige forretningsmetoder kan tjene som eksempel.<sup>92</sup> I dette henseendet kan det derfor ikke anses unormalt at legaldefinisjonen inneholder en slik rettslig standard.

Noe som imidlertid gjør dette mer betenkelig, er at bestemmelsen i § 3-2 er del av den objektive gjerningsbeskrivelsen av innsidehandel i § 3-3. Brudd på sistnevnte bestemmelse kan medføre bøter eller fengsel i inntil seks år.<sup>93</sup>

På strafferettens område er rettslige standarder mindre utbredt, men likevel ikke helt utenkelig. Den rettslige standarden ”utilbørlig” i straffelovens korrupsjonsbestemmelse,<sup>94</sup> og uttrykket ”kjønnslige skildringer som virker støtende” i straffelovens bestemmelse om pornografi, er illustrerende.<sup>95</sup>

Forarbeidene til 2007-loven behandler ikke eksplisitt hvorvidt investortesten er en rettslig standard.<sup>96</sup> Fraværet av behandling kan tale for at en slik forståelse ikke er tilsiktet.

Av tidligere forarbeider fremgår det at det må tas utgangspunkt i en ”konkret, skjønnsmessig vurdering som blant annet vil avhenge av hva slags kurssvingninger som er normale for denne type verdipapir”.<sup>97</sup> Videre at ”et kursutslag på et par prosent [vil] være vesentlig [for enkelte typer verdipapirer], mens kursen på andre verdipapirer fluktuerer mye mer, slik at kursutslaget må være større før det kan regnes som vesentlig”.<sup>98</sup>

Uttalelsene kan etter min mening tas til inntekt for at forståelsen av ”fornuftig investor” som en rettslig standard er tilsiktet. Dette illustreres særlig av at det må gjøres en ”konkret, skjønnsmessig vurdering” og at størrelsen på kursutslaget varierer avhengig av typen aksje.

---

<sup>90</sup> Nygaard (2004) s. 190-191.

<sup>91</sup> Nygaard (2004) s. 190-191.

<sup>92</sup> Se vphl. § 3-9 annet ledd, jf. ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 105.

<sup>93</sup> Jf. vphl. § 17-3 (1).

<sup>94</sup> Straffeloven § 387.

<sup>95</sup> Straffeloven § 317 annet ledd.

<sup>96</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007).

<sup>97</sup> Jf. ot.prp.nr. 80 (2000-2001) s. 10.

<sup>98</sup> Jf. ot.prp.nr. 72 (1990-1991) s. 67.

I Høyesteretts avgjørelse i Nettavisen-saken legges det uten nærmere vurdering til grunn at investortesten utgjør en ”objektivisert rettslig standard”.<sup>99</sup> Også EU-domstolen kan forstås dithen, der den i Spector-dommen uttaler at vurderingen må tilpasses den konkrete situasjonen og det konkrete finansielle instrumentet.<sup>100</sup> Uttalelsen indikerer at direktivets angivelse av investortesten skal fungere som en rettslig standard.<sup>101</sup>

På denne bakgrunn synes både ordlyd, forarbeider og rettspraksis å tilsi at ”fornuftig investor” skal anvendes som en rettslig standard tilpasset det konkrete tilfellet. Effektivitets- og håndhevelsessyn underbygger videre en slik tolkning av bestemmelsen. Denne må ha en rekkevidde som favner over et vidt spenn av opplysninger og typetilfeller, og det synes derfor hensiktsmessig med en dynamisk standard som evner å fange opp alle disse.

### 3.2.6 Utgangspunkter i investortesten – oppsummert

Investortesten er betegnelsen på vurderingen av hvorvidt det er sannsynlighetsovervekt for at den konkrete opplysningen ville blitt vektlagt av en fornuftig investor. En fornuftig investor må videre forstås som en som er opptatt av opplysninger som sier noe om forventet avkastning og risiko ved de finansielle instrumentene. Derfra kan det slutes at det avgjørende i investortesten er om markedet ville tillagt opplysningen vekt, ettersom avkastning og risiko blant annet beror på hvordan de øvrige aktørene forholder seg. Den nærmere vurderingen må gjøres konkret og skjønnsmessig ut fra karakteren av den aktuelle opplysningen.

Spørsmålet blir da hvordan den konkrete skjønnsmessige vurderingen skal foretas og hvilke momenter som inngår i denne. Dette vil være gjenstand for drøftelse i det følgende.

### 3.2.7 Investortestens kjerneområde

Ordlyden gir ikke videre veiledning, og må utfylles med de øvrige rettskildene. I forarbeidene uttales det at ”enkelte omstendigheter er av slik karakter at de typisk vil være informasjon som er egnet til å påvirke kursen vesentlig.”<sup>102</sup> Slike opplysninger vil typisk være informasjon om fusjoner, oppkjøp og inngåelse av store kontrakter.<sup>103</sup>

---

<sup>99</sup> Se Rt. 2012 s. 629 avsnitt 57.

<sup>100</sup> EU-domstolens avgjørelse i sak C-45/08. 23. desember 2009 (Spector Photo Group og Van Raemdonck)

<sup>101</sup> Første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 2.

<sup>102</sup> NOU 1996:2 s. 56.

<sup>103</sup> NOU 1996:2 s. 56.

Uttalelsen kan tolkes dithen at enkelte opplysninger nærmest presumeres å inneha et kurspåvirkningspotensiale. Som det også fremgår av utsagnet var det tidligere et krav om at kurspåvirkningen måtte være ”vesentlig”, og uttalelsen må modifiseres noe av at den er gitt til en lovbestemmelse med en annen ordlyd. Lovteksten, slik den er utformet i dag, stiller imidlertid lavere krav om kurspåvirkning og uttalelsen kan derfor ikke uten videre avfeies.<sup>104</sup> Foruten det faktum at kravet til ”vesentlig” kurspåvirkning er fjernet, er loven av 2007 en videreføring av tidligere rett.<sup>105</sup>

Tilsvarende uttalelser fremgår av Finanstilsynets rundskriv. Her uttales det at vurderingen ofte vil baseres på hvilken betydning den aktuelle opplysningen erfaringsmessig har på kursen dersom den blir kjent i markedet.<sup>106</sup>

Illustrerende er oppkjøpsprosesser der salgsobjektet er et børsnotert selskap. For å gjennomføre et vellykket oppkjøp bør kjøperne skaffe seg minimum 90 % av aksjene. Bakgrunnen for dette er at de da kan benytte seg av allmennaksjelovens bestemmelse for å innløse de resterende 10 % av aksjene.<sup>107</sup> Tilbudet bør altså ideelt være bedre enn aksjonærene kan få ved vanlig omsetning av aksjene. Det vanlige er derfor at det legges til en oppkjøpspremie på rundt 20 % på børskursen. Informasjon om et forestående oppkjøp har på denne bakgrunn en stor verdi for markedet. I tillegg til å gi økonomisk avkastning, kan oppkjøpsinformasjonen bidra til å skape stor omsetning, som igjen kan ha en påvirkning på prisen til de posisjoner man har skaffet seg forut for offentliggjøringen.<sup>108</sup>

I forbindelse med Transoceans oppkjøp av Aker Drilling ble administrerende direktør i sistnevnte selskap dømt for innsidehandel med obligasjoner. Saken gikk helt til Høyesterett, der spørsmålet var hvorvidt forbudet mot innsidehandel rammer handel med obligasjoner.<sup>109</sup> Dommen er derfor ikke direkte relevant for oppgavens tema. Av interesse er det imidlertid at tiltalte erkjente at oppkjøpsplanene kunne ha kurspåvirkende effekt, og at verken lagmannsretten eller Høyesterett gikk nærmere inn på dette. På tross av at Aker Drilling allerede før oppkjøpsplanene var et stabilt og likvid selskap, ble det lagt til grunn uten nærmere vurdering at kravet til kurspåvirkningspotensiale var oppfylt.

---

<sup>104</sup> Jf. Ot.prp.nr.80 (2000-2001) s. 21.

<sup>105</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007) i merknadene til § 3-2.

<sup>106</sup> RFT-2011-28 s. 4.

<sup>107</sup> Se allmennaksjeloven § 4-25 (6).

<sup>108</sup> Skjelbred (2009) s. 133.

<sup>109</sup> Rt. 2013 s. 946 (Aker Drilling).

Inngåelsen av store kontrakter vil videre kunne gi selskapet større inntjening og sikre vekst, som er omstendigheter som bidrar til å øke forventningene til selskapet og de tilknyttede finansielle instrumentene, og derfor kan resultere i betydelige kursstigninger.

Disse nevnte opplysningene er i kjernen av innsideinformasjonsdefinisjonen og det vil trolig ha formodning mot seg at de ikke vil vektlegges av en investor. Det interessante er imidlertid de ulike grensetilfellene. Dette vil jeg se nærmere på i de følgende kapitlene.

### 3.2.8 Konkret og skjønnsmessig vurdering

Som redegjort for må det gjøres en konkret og skjønnsmessig vurdering av den aktuelle opplysningen i lys av alle markedsvariabler.<sup>110</sup> I dette underpunktet skal jeg presentere noen generelle momenter som vil kunne være førende for vurderingen uavhengig av typen instrument og typen opplysning.

Som nevnt bør utgangspunktet i vurderingen være om opplysningen er egnet til å si noe om forventet avkastning og risiko, om den gir investoren som er i besittelse av den et konkurransefortrinn, samt om den har et misbrukspotensiale.<sup>111</sup> Investortesten er i forlengelsen et mål på markedets reaksjon på gitte begivenheter og ikke den enkelte investorens vurdering av opplysningen i lys av markedssituasjonen.<sup>112</sup>

Dette utgangspunktet innebærer at opplysninger som generelt må anses som uviktige, ikke vil vektlegges når de offentliggjøres for markedet, og i forlengelsen heller ikke være egnet til å påvirke kursen. Et eksempel på dette er selskapet som får et krav mot seg tilsvarende en liten del av selskapets totale omsetning. Selv om markedets forventninger til selskapet i utgangspunktet kan svekkes av opplysningen, er det neppe en opplysning som kan være egnet til å si noe om forventet avkastning og risiko ved de finansielle instrumentene tilknyttet selskapet. I forlengelsen vil opplysningen neppe gi utslag på kursen til de tilknyttede finansielle instrumentene.

Dette er imidlertid bare et utgangspunkt. Det avgjørende er om opplysningen, sett i sammenheng med øvrig tilgjengelig informasjon om selskapet, kan si noe om forventet avkastning og risiko. Dersom opplysningen om kravet mot selskapet ses i sammenheng med

---

<sup>110</sup> Veiledning fra Finanstilsynet av 25.04.2014 pkt. 3.3.2.

<sup>111</sup> Se kap. 3.2.2.

<sup>112</sup> jf. også rt. 2012 s. 629.

at selskapet allerede er sterkt presset økonomisk, kan investoren resonnerer på forholdsvis trygg grunn at selskapet innen kort tid vil trenge en kapitalforhøyelse, og bruke opplysningen til å komme seg ut av selskapet før en emisjon blir nødvendig og sånn sett unngå å tape på de potensielle konsekvensene dette medfører for aksjekursen. I et tilfelle som det foreliggende, der et krav mot selskapet er egnet til å vippe det av pinnen, vil det riktignok neppe være noen hemmelighet for markedet at selskapet sliter, men investoren som kjenner til kravet kan på et potensielt tidligere tidspunkt enn resten av markedet gjøre seg opp en mening av akkurat hvor ille tingenes tilstand er.

Situasjonen kan imidlertid være en ganske annen dersom det er ukjent for markedet at selskapet sliter. I vurderingen av den konkrete opplysningens kurspåvirkningspotensiale kan det derfor legges vekt på hvordan utstederselskapet tidligere har kommunisert med markedet. I et tilfelle hvor selskapet har publisert en positivt lydende børsmelding er markedets forventninger sannsynligvis diskontert i prisen, slik at kursen allerede er forholdsmessig høy. En hendelse som tilsier at det motsatte resultatet er tilfelle vil derfor potensielt kunne ha betydelig påvirkning på kursen.

Til sammenlikning vil det, som illustrert i ovennevnte eksempel, dersom selskapet har offentliggjort for markedet at det sliter, neppe få de helt store utslagene om det inntreffer noe som konklusivt sier at ting går dårlig. Ettersom markedet og kursen allerede er justert i henhold til den tidligere kommunikasjonen, vil opplysninger som bekrefter de negative spådommene trolig ikke være egnet til å gi de helt store utslag på kursen. Det utelukker ikke at det også i slike tilfeller kan være tale om innsideinformasjon, men det vil lettere kunne konstateres potensiale for kurspåvirkning i de tilfellene der de nye opplysningene avviker fra tidligere kommunikasjon med markedet.

Dette momentet var i den eldre børsforskriften en del av informasjonsplikten til utstederforetakene, som lød som følgende:

*”(...) selskapet skal uoppfordret og umiddelbart gi børsen opplysninger, herunder om endringer i forhold som tidligere er meddelt børsen, som må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer (...).”<sup>113</sup>*

I dag reguleres informasjonsplikten av verdipapirhandelloven § 5-2 første ledd som henviser til § 3-2. Informasjonsplikten er dermed betydelig utvidet sammenliknet med ovennevnte

---

<sup>113</sup> Børsforskriften (opphevet) § 5-2.

bestemmelse.<sup>114</sup> Det er imidlertid illustrerende at informasjonsplikten berodde på tidligere kommunisert informasjon til markedet.

Praksis fra Oslo Børs viser at momentet også får betydning i investortesten i dag. I børsstyrets vedtak, vedrørende Sandnes Sparebank, var spørsmålet om banken hadde overtrådt sine løpende forpliktelser ved å ikke rettidig offentliggjøre informasjon relatert til to hendelser, som endret forutsetningene for bankens tapsberegninger, og som medførte betydelige økte nedskrivninger sammenliknet med hva som var offentliggjort i kvartalsrapporten.<sup>115</sup>

I vurderingen av om innsideinformasjon forelå, og på hvilket tidspunkt, tok Børsen utgangspunkt i at banken tidligere hadde kommunisert til markedet at ting så lovende ut. Så store nedskrivninger som deretter ble aktuelt, hadde derfor stort kurspåvirkningspotensiale:

*”På denne bakgrunn hadde banken gjennom sin kommunikasjon med markedet bidratt til å fremheve en positiv utvikling og det er rimelig å anta at dette bidro til å heve kurspåvirkningspotensialet ved etterfølgende endringer i vurderingen av de tapsutsatte engasjementene. (...) Dette må særlig anses relevant sett opp mot bankens tidligere kommunikasjon til markedet.”*

Dersom markedet er uvitende om selskapets reelle situasjon vil det altså lettere kunne konstateres at en ny opplysning har påvirkningspotensiale på kursen til de tilknyttede finansielle instrumentene. Et tilsvarende moment tas det til ordet for i ESMA's råd til kommisjonen. Her følger det at det i investortesten kan legges vekt på ”the relevance of the information regarding the main determinants of the financial instrument’s price”.<sup>116</sup> Dette forstås slik at det må legges vekt på i hvilken grad informasjonen er bestemmende for instrumentets pris. Selskapet i eksempelet over vil kanskje ha behov for en kapitalforhøyelse, for å svare for sine løpende forpliktelser, som vil virke direkte inn på prisen på det tilknyttede finansielle instrumentet. Opplysningene som leder an til denne konklusjonen vil derfor klart være noe som en fornuftig investor vil tillegge vekt.

I et motsetningsforhold står de tilfellene der opplysningen knytter seg til noe som ikke direkte angår prisen på de finansielle instrumentene, men som knytter seg til selskapet mer generelt. Eksempelvis opplysninger om at selskapet må nedbemanne en rekke ansatte. I vurderingen av

---

<sup>114</sup> Jf. også Bergo (2014) s. 121.

<sup>115</sup> OBS-2016-1 (Sandnes Sparebank).

<sup>116</sup> CESR/02-089d pkt. 25.

om disse opplysningene er tilstrekkelig kurspåvirkende, gir ESMA uttrykk for en vurdering av ”the anticipated magnitude of the referred matter or event in light of the totality of the company’s activity”.<sup>117</sup>

Vurderingen av opplysningens kurspåvirkningspotensiale må altså tilpasses utstederselskapets størrelse og aktivitet. Kurssensitive begivenheter kan slå svært ulikt ut på kursen til de ulike utstederselskapet. Opplysninger om nedbemanning kan for et mindre riggselskap indikere svært dårlige fremtidsutsikter, sammenliknet med tilsvarende nyheter for et større selskap som Statoil. I førstnevnte selskap vil man lettere kunne konstatere kurspåvirkning, enn i sistnevnte. Selskapets størrelse og det markedet selskapet opererer i, vil altså være vektige momenter i vurderingen.

I forlengelsen må vurderingen tilpasses det konkrete finansielle instrumentet. I Høyesteretts avgjørelse, inntatt i Rt. 2013 s. 946, uttales det at:

*”Gevinstpotensialet ved innsidehandel med obligasjoner vil kunne være betydelig. Men selskapsspesifikke opplysninger vil typisk være mindre egnet til å påvirke kursen på obligasjoner enn på aksjer”.*<sup>118</sup>

Anken for Høyesterett gjaldt straffutmålingen for innsidehandel med obligasjoner, og er således ikke direkte relevant for spørsmålet. Det som imidlertid kan trekkes ut, er at Høyesterett synes å legge vekt på at kurspåvirkningspotensiale er nyansert ut fra typen finansielt instrument. Hvis det er snakk om obligasjoner skal det mer til før kurspåvirkning konstateres.

Dette illustrerer betydningen av hvilket finansielt instrument opplysningen knytter seg til. I forlengelsen slik at det må skilles mellom obligasjoner og aksjer, men også innad i grupperingen aksjer kan det måtte nyanseres nærmere. Dette vil jeg se nærmere på i det følgende.

### 3.2.9 Typen finansielt instrument – særlig om volatilitet

Enkelte finansielle instrumenter omtales ofte som ”volatile”, hvilket er et mål på risikoen forbundet med instrumentet. Dette kan eksempelvis være tilfelle der utstederforetakene ikke

---

<sup>117</sup> CESR/02-089d pkt. 25.

<sup>118</sup> Rt. 2013 s. 946 (Aker Drilling) avsnitt 14.



har like stor dekning fra meglerhusene, og hvor forhold rundt selskapet i større grad er ukjent for markedet. Selskapsspesifikk informasjon kan i slike tilfeller være mindre tilgjengelig, og i mindre grad diskontert i prisen på de finansielle instrumentene. Det kan derfor være større sjanser for å komme over opplysninger av verdi.<sup>119</sup> En annen mulig forklaring på aksjens volatilitet kan være at kursen er mer forventningsbasert enn basert på fundamentale verdier i selskapet, og at markedet derfor reagerer mer på andre typer opplysninger enn de rent regnskapsmessige.<sup>120</sup> Hva som gjør kursen volatil er imidlertid av sekundær betydning, og synes best overlatt til økonomer eller andre med markedsspesifikk kompetanse.

Det viktige for de volatile instrumentene, er at selv den minste begivenhet kan ha stor påvirkning på kursen. Hvordan dette må innløsjes i investortesten krever derfor en nærmere vurdering.

Det må her tas utgangspunkt i ordlyden ”som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.”<sup>121</sup> Ettersom potensialet for avkastning gjerne er større for de mer volatile instrumentene, kan det stilles spørsmål til hvorvidt ordlyden gir uttrykk for en lavere terskel før det er tilstrekkelig kurspåvirkning for volatile instrumenter, fordi markedets reaksjon på begivenheter er avhengig av potensialet for gevinst.

På den andre siden kan ikke vurderingen løsrives fra det faktum at disse instrumentene gjerne er tilknyttet en betydelig høyere risiko, enn de mer stabile instrumentene. Kursen på de finansielle instrumentene reflekterer markedets samlede forventninger til avkastning og risiko, og høy grad av risiko må derfor antas å nyansere utslaget.

Utover disse betraktninger gir ordlyden ikke holdepunkter for at det skal innfortolkes en høyere terskel før kurspåvirkningen anses tilstrekkelig for volatile instrumenter.

Forarbeidsuttalelser kan imidlertid tale for en slik tolkning:

*”For enkelte typer verdipapirer vil et kursutslag på et par prosent kunne være vesentlig, mens kursen på andre verdipapirer vanligvis fluktuerer mye mer, slik at utslaget må være større før det kan regnes som vesentlig.”<sup>122</sup>*

---

<sup>119</sup> Se teorien om markedseffisiens i kap. 2.2.

<sup>120</sup> Se kapittel 2.2.

<sup>121</sup> Vphl. § 3-2 (3).

<sup>122</sup> Ot.prp.nr.72 (1990-1991) s. 67.

Departementet begrunner ikke nærmere hvorfor det skal mer til for fluktuerende kurser, enn for stabile kurser, før påvirkningen anses vesentlig. Uttalelsen er ikke fulgt opp i senere forarbeider etter lovendringen av 2001. Det er derfor usikkert om et tilsvarende standpunkt vil være uttrykk for lovgiverviljen i dag.

I rettspraksis vektlegges aksjens volatilitet som moment i investortesten, men det synes ikke å legges opp til en høyere terskel for opplysninger som omhandler volatile instrumenter.<sup>123</sup>

Hensett til utstederforetakenes informasjonsplikt, kan en slik praktisering av investortesten, der det skal mer til for å konstatere tilstrekkelig kurspåvirkningspotensiale for opplysninger som omhandler volatile instrumenter, synes fornuftig. Begrunnelsen for dette er at utstederforetakene på et unødig tidlig tidspunkt må informere markedet om hendelser, dersom terskelen er den samme som for de mer stabile instrumentene. På hendelser som ikke har inntruffet enda, men som er i en utvikling, vil dette kunne virke unødvendig strengt, og i ytterste konsekvens hemmende for fornuftig konfidensialitet.<sup>124</sup>

På den andre siden vil utstederforetakene, dersom det er legitime grunner til det og markedet ikke villedes, kunne utsette offentlighet etter verdipapirhandellovens regler om dette.

I forlengelsen vil avkastningssynspunktet, som redegjort for innledningsvis i dette kapitlet, tale mot en slik generalisering. Potensialet for avkastning vil jo nettopp kunne være betraktelig. Investorens konkurransefortrinn er dermed like fullt til stede, selv om det måtte oppstå på et tidligere tidspunkt for enkelte typer finansielle instrumenter.

En generalisering der det skal mer til for å konstatere kurspåvirkningspotensiale for volatile aksjer, vil videre enkelt kunne utnyttes i markedet. Formålet med atferdsreglene er nettopp å forhindre slikt misbruk og å effektivt kunne kontrollere at slikt ikke forekommer. På denne bakgrunn synes det fornuftig å etterlate den konkrete vurderingen til domstolene, fremfor å innfortolke en generelt høyere terskel for volatile instrumenter.

### 3.2.10 Betydningen av at opplysningen er presis

Et neste spørsmål som må behandles er betydningen av at/om opplysningen er presis, i investortesten. Etter ordlyden ”som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del

---

<sup>123</sup> Se eksempelvis LB-2011-133290 s. 10. Se også Rt. 2013 s. 1197.

<sup>124</sup> Se kap. 3.2.10.

av grunnlaget for sin investeringsbeslutning”, må det anses utvilsomt at opplysningens karakter som presis og troverdig vil være et viktig moment.

Som et eksempel vil det kunne ha to ulike utfall på kursen avhengig av hvem opplysningen kommer fra. En børsmelding fra Statoil om at selskapet har påbegynt oppkjøpsforhandlinger med Hydro, vil naturligvis mottas med større oppmerksomhet i markedet enn dersom en 17 år gammel gutt har hørt tilsvarende opplysninger på fotballtrening og forteller om det rundt middagsbordet etterpå.

Dette viser også rettspraksis. Til illustrasjon uttaler tingretten, i Crayon-saken, at ”[d]et er klart at en investor i et slikt tilfelle vil basere en beslutning om å investere på disse opplysningene, blant annet fordi de fremstår som troverdige og sikre”.<sup>125</sup> Opplysningene i saken knyttet seg til en epost sendt fra en i ledelsen til alle ansatte med aksjer i selskapet. Innholdet i eposten var tydelig positivt, selv om det ikke eksplisitt anga hva som var i ferd med å skje. Tingretten anså likevel opplysningen som innsideinformasjon ettersom den var presis og troverdig. Dommer fra underrettspraksis har ikke tung rettskildemessig vekt, men vil her tjene som illustrasjon.

Det følger også av ESMA's råd til kommisjonen at ”the reliability of the source” er et moment av betydning i investortesten.<sup>126</sup>

Rettskildene gir imidlertid ikke noe svar på hvorvidt det er en nødvendig forutsetning for konstatering av kurspåvirkningspotensiale, at opplysningen er presis. En fornuftig investor kan eksempelvis i visse tilfeller anse rykter og spekulasjoner som tilstrekkelige til å påvirke *støyhandlere* slik at kursen på det finansielle instrumentet blir omsatt i stort omfang. Dersom hans investeringsstrategi er basert på omsetning, og ikke nødvendigvis kursstigning/-fall, vil han kunne basere en investeringsbeslutning på ryktene nettopp fordi slike opplysninger har en effekt på det aktuelle finansielle instrumentet.

Videre kan det i gitte tilfeller være lønnsomt å foreta risikofylte transaksjoner fordi dette passer den enkeltes investeringsportefølje. Til illustrasjon kan en investor selge aksjer han ikke eier, for å kjøpe disse tilbake på et senere tidspunkt, mot at vedkommende bærer risikoen for kursstigning. Denne strategien kalles å ”shorte” og gir gevinst dersom kursen i mellomtiden synker ettersom han da kan kjøpe instrumentet tilbake til en lavere pris. Svært

---

<sup>125</sup> TOSLO-2013-121748.

<sup>126</sup> CESR/02-089d pkt. 25.

forenklet vil kursen synke dersom flere vil selge enn kjøpe, noe som ofte er tilfellet dersom det finansielle instrumentet er forbundet med høy risiko.

Det kan altså tenkes tilfeller hvor det må anses sannsynlig at rykter og spekulasjoner tillegges vekt av en fornuftig investor. Eksemplene er kanskje i ytterkant av det praktiske, og forutsetter at det aktuelle finansielle instrumentet befinner seg på et marked som er svært sensitivt for støyhandlere. Det er likevel ikke helt utenkelig, og den konkrete vurderingen må hensynta alle de ulike investeringsstrategiene.

Ordlyden ”opplysninger” gir imidlertid uttrykk for en nedre grense som stenger for rykter og spekulasjoner, da disse neppe kan sies å ha karakter av å være en *opplysning*. Tilsvarende forståelse støttes av forarbeidene.<sup>127</sup> Ettersom definisjonen av innsideinformasjon er del av det objektive gjerningsinnholdet i straffebudet mot innsideinformasjon, bør bestemmelsen videre forstås etter sin ordlyd.<sup>128</sup>

Selv om rykter rent faktisk kan være egnet til å påvirke kursen merkbart slik at en fornuftig investor ville tillagt de vekt i sin investeringsbeslutning, kan de ikke anses som ”opplysninger” og faller derfor utenfor definisjonen av innsideinformasjon.

Opplysningens karakter som presis vil like fullt være et moment i investortesten, jf. innledningsvis. Dette viser seg særlig der spørsmålet om innsideinformasjon knytter seg til opplysninger om hendelser som er i utvikling.

### 3.2.11 Investortesten på opplysninger om hendelser som er i utvikling

I den praktiske håndteringen av nevnte spørsmål glir vurderingen av opplysningens presisjon sammen i vurderingen av kurspåvirkningspotensiale.<sup>129</sup> Ettersom vilkårene er kumulative, er det imidlertid viktig å være ekstra årvåken i vurderingene.

I legaldefinisjonen av ”presise opplysninger” siktes det til to ulike omstendigheter der en opplysning kan være tilstrekkelig presis; tilfellene der opplysningen gjelder noe som ”har inntruffet”, og der opplysningene gjelder noe som ”med rimelig grunn kan ventes å inntreffe”

---

<sup>127</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 27/pkt. 4.5.

<sup>128</sup> Vphl. § 17-3 (1), jf. § 3-3.

<sup>129</sup> Se henholdsvis annet og tredje ledd i § 3-2.

og som er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om ”den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen”.<sup>130</sup>

Med ordlyden ”har inntruffet” kan det virke nærliggende at hendelsen må ha materialisert seg. Dette medfører ikke riktighet. Det avgjørende for om opplysningen gjelder noe som ”har inntruffet” er ikke om det foreligger styrebeslutning eller annen konkluderende avgjørelse, men om det aktuelle steget i utviklingen i seg selv vil være ”egnet til å påvirke kursen”.<sup>131</sup> Til illustrasjon kan opplysninger om at et selskap er i en prosess med å fremforhandle en større kontrakt, selv om kontrakten ennå ikke er signert, være opplysninger om noe som ”har inntrådt”.<sup>132</sup>

Det er bare hendelser som ikke ”har inntrådt”, som fordrer en slik vurdering som jeg i det følgende skal omtale.<sup>133</sup> Det er i disse tilfellene spørsmålet om opplysningens karakter som innsideinformasjon, blir særlig komplisert. Det første som må konstateres er altså om opplysningene om utviklingen er å anse som opplysninger om noe som ”har inntrådt”. Dersom det er tilfellet, blir det spørsmål om opplysningen er ”egnet til å påvirke kursen (...) merkbart” på *vanlig* vis som gjennomgått tidligere i kapittel 3.<sup>134</sup>

Sondringen mellom hendelser som har inntrådt og ikke enda har inntrådt faller på siden av problemstillingen. Det forutsettes derfor i det følgende at opplysningene som foreligger ikke er opplysninger om noe som ”har inntrådt”.<sup>135</sup>

For å illustrere den konkrete anvendelsen av investortesten på opplysninger om noe som er i utvikling, er det hensiktsmessig å eksemplifisere med oppkjøpsforhandlinger. Oppkjøpsprosesser kan på ethvert steg fra start til slutt potensielt være svært kurspåvirkende, men på grunn av forutsetningen i avsnittet over vil eksempelet kun gjelde de tidligste stadier før man kan anse at opplysningene gjelder noe som har inntrådt.

Etter ordlyden ”som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning”, synes utgangspunktet å være at opplysninger om pågående oppkjøpsforhandlinger har kurspåvirkningspotensiale, dersom oppkjøpet i seg selv kan forventes å ha et stort kurspåvirkningspotensiale om det materialiserer seg. Grunnen til det er

---

<sup>130</sup> Vphl. § 3-2 (2).

<sup>131</sup> Jf. RFT-2011-28 pkt. 3.3.2.

<sup>132</sup> jf. vphl. § 3-2 (2).

<sup>133</sup> Rt. 2014 s. 452 (Eltek).

<sup>134</sup> jf. rt. 2014 s. 452 (Eltek)

<sup>135</sup> Vphl. § 3-2 (2).

at en investor er opptatt av avkastning på sine posisjoner, og avkastning får hun først når hendelsen materialiserer seg og blir kjent for markedet.

Det må imidlertid nyanseres av at en investor ikke uten videre kan antas å legge vekt på dette, dersom det ikke er sannsynlig at oppkjøpet vil bli noe av. Før forhandlingene har kommet et stykke på vei, er det en betydelig risiko for at det ikke vil gå i orden og det vil derfor ikke nødvendigvis være slik at en fornuftig investor uten videre legger vekt på det i sin investeringsbeslutning. Ordlyden synes derfor å gi føringer på at kurspåvirkningseffekten henger sammen med sannsynligheten for at den aktuelle begivenheten vil inntre. Hvordan disse henger sammen er, etter ordlyden, imidlertid ikke helt klart.

Både investortesten og vurderingen av opplysningens presisjon på opplysninger om noe som er i utvikling, har vært gjenstand for diskusjon i praksis og teori, og synes ikke å være helt avklart. Forarbeidene gir ikke noe klart svar på spørsmålet, men i NOU 1996:2 ble det lagt til grunn at "[e]r informasjonen i seg selv kurssensitiv må forbudet komme til anvendelse, med mindre den objektivt fremstår som rene rykter og spekulasjoner." Uttalelsen kan tas til inntekt for at det avgjørende for om opplysningen er å anse som innsideinformasjon, er om den er kurssensitiv.

I retningslinjene fra Finanstilsynet tas det videre til orde for at spørsmålet om kurspåvirkning beror på en "konkret vurdering" der utgangspunktet vil være om offentliggjøring av opplysningen i seg selv vil være egnet til å påvirke kursen. Momenter til vurderingen er:

*"sannsynligheten for at prosessen vil ende med positivt resultat for utstederselskapet, begivenhetens betydning for utstederselskapet (for eksempel kontraktens størrelse) og markedets forventninger."*<sup>136</sup>

Det kan på denne bakgrunn stilles spørsmål om hvorvidt det kreves lavere sannsynlighet for at en hendelse vil inntreffe i tilfeller der hendelsen har sterkt kurspåvirkningspotensiale.

Grunnen til dette er at markedet priser inn enhver grad av sannsynlighet for at en positiv eller negativ hendelse vil inntreffe og at kurspåvirkningspotensialet i så måte ikke nødvendigvis er betinget av sannsynligheten for at hendelsen vil inntreffe.

Spørsmålet kom på spissen i Daimler-dommen i relasjon til presisjonskravet i § 3-2 annet ledd.<sup>137</sup> En tysk investor reiste krav mot selskapet Daimler for å ha brutt informasjonsplikten

---

<sup>136</sup> RFT-2011-28 pkt. 3.3.2.

ved å ikke offentliggjøre informasjon om at styrelederen skulle gå av. I forkant av behandlingen for EU-domstolen, kom generaladvokaten med forslag til avgjørelse som bygget på at kravet til sannsynlighet i vurderingen av om opplysningen er ”presis” måtte variere med den potensielle effekten informasjonen kan ha på aksjekursen. EU-domstolen avviste generaladvokatens forslag og la til grunn at de to vilkårene må tolkes uavhengig av hverandre, og at begge må være oppfylt før vilkåret om presise opplysninger er oppfylt.<sup>138</sup>

Dommen er prinsipielt viktig av to grunner; for det første fordi en opplysning om en begivenhet som det ikke er tilstrekkelig sannsynlighet for at vil inntreffe, ikke vil kunne *reddes* av å være svært egnet til å påvirke kursen.

For det annet innebærer uttalelsen at det må foretas to selvstendige vurderinger av opplysningens kurspåvirkningspotensiale; Først i vurderingen av om opplysningen er tilstrekkelig spesifikk til å si noe om mulig kurspåvirkning. Deretter i vurderingen av om en fornuftig investor sannsynligvis ville legge vekt på den.

At kravet til sannsynlighet, i presisjonsvurderingen, ikke lempes av at opplysningen har stort kurspåvirkningspotensiale synes etter min mening å være fornuftig. I motsatt tilfelle ville sannsynlighetsvurderingen vært helt overflødig på volatile aksjer, ettersom selv den minste begivenhet vil gi utslag på kursen.<sup>139</sup>

Det innebærer imidlertid også at en investor kan handle med kurssensitiv informasjon helt til det med ”rimelig grunn” kan ventes at hendelsen vil inntre. Han kan dermed, før markedet er informert om mulighetene for at hendelsen vil inntre, handle med stort potensiale for gevinst, til ingen risiko overhodet. Et eksempel på dette er Intex-dommen som nylig ble avsagt i Borgarting lagmannsrett. Dette kommer jeg straks tilbake til.

Først er det hensiktsmessig å knytte noen bemerkninger til dette med ”rimelig grunn”.<sup>140</sup> Ordlyden taler etter en naturlig forståelse for at det må foreligge gode grunner til å tro at hendelsen vil inntreffe, men at det ikke nødvendigvis må påvises med sannsynlighetsovervekt.

---

<sup>137</sup> Sak C-19/11 av 28.juni 2012 (*Daimler*).

<sup>138</sup> Sak C-19/11 (*Daimler*) avsnitt 50 flg.

<sup>139</sup> Berg (2014) s. 48.

<sup>140</sup> Vphl. § 3-2 (2).

Denne forståelsen henter støtte i teorien, der Svedberg tar til ordet for at det må foreligge en ”viss sannsynlighet for at forholdet skal inntreffe”, men at ordlyden ikke kan forstås slik at det kreves ”sannsynlighetsovervekt for at forholdet faktisk vil materialisere seg”.<sup>141</sup>

I den nevnte Daimler-dommen uttaler domstolen at det med ”may reasonably be expected” ikke kan kreves at hendelsen med høy grad av sannsynlighet vil inntreffe, men at uttrykket også avgrenser mot forhold det er usannsynlig at vil inntreffe.<sup>142</sup> Deretter uttales det:

*”It follows that, in using the terms ”may reasonably be expected”, (...) refers to future circumstances or events from which it appears, on the basis of an overall assessment of the factors existing at the relevant time, that there is a realistic prospect that they will come into existence or occur.”*

Uttalelsen taler etter min mening for at vurderingen beror på hvorvidt det er en realistisk mulighet, men at det ikke er nødvendig å påvise med sannsynlighetsovervekt, at hendelsene vil inntreffe. Tolkningen av Daimler-dommen henter riktignok ikke entydig støtte i praksis.<sup>143</sup> Heller ikke teorien er helt entydig med tanke på dette.<sup>144</sup>

Spørsmålet synes uansett ikke å være helt avklart for norsk retts vedkommende, selv om de siste avgjørelser fra underrettspraksis kan tjene som illustrasjon på at et krav om sannsynlighetsovervekt praktiseres.<sup>145</sup> I den nylig avsagte Intex-dommen fra lagmannsretten vurderes dette spørsmålet, og det er lov å håpe på en anke til Høyesterett slik at spørsmålet kan avklares endelig.<sup>146</sup>

For investortestens vedkommende vil et slikt sannsynlighetskrav under presisjonskravet innebære, at selv svært kurspåvirkende opplysninger, likevel ikke faller innenfor lovens definisjon nettopp fordi de med for lav sannsynlighet kan ventes å inntreffe.

I nevnte Intex-dommen var spørsmålet når opplysninger om en forhandlingsprosess tilknyttet en MOU<sup>147</sup> var å anse som innsideinformasjon. Lagmannsretten behandlet særlig vilkåret om ”presise opplysninger” i annet ledd, og synes ikke å vie så stor oppmerksomhet mot investortesten. Sakens faktum er likevel illustrerende:

---

<sup>141</sup> Svedberg (2007) s. 23.

<sup>142</sup> Sak C-19/11 (Daimler) avsnitt 47 og 48.

<sup>143</sup> Se blant annet OBKN-2013-1 og LB-2012-197664 (Bionor)

<sup>144</sup> Se blant annet Berg (2014) s. 52.

<sup>145</sup> Se eksempelvis LB-2016-19016 (Intex). Dommen er ikke rettskraftig.

<sup>146</sup> LB-2016-19016 (Intex).

<sup>147</sup> MOU=Memorandum of Understanding (intensjonsavtale på norsk).



Intex ASA var i forhandlinger av en MOU tilknyttet et mulig forestående salg av en nikkelgruve på Filippinene. Det var ubestridt at inngåelsen av MOUen ville være en svært kurssensitiv begivenhet ettersom selskapet i lang tid hadde forsøkt å få en slik kontrakt på plass, og denne ville være avgjørende for selskapets muligheter for å bli kvitt den kostbare og lite innbringende gruve.

For lagmannsretten var spørsmålet hvorvidt opplysninger om MOUen var innsideinformasjon 23. eller 26. desember. På det førstnevnte tidspunktet fikk tiltalte en epost der det stod at partene hadde oppnådd en gjensidig forståelse, med et forslag om dato for signering. Den 26. desember sendte tiltalte selv en epost til en annen i ledelsen hvor han uttalte at signering var sannsynlig.

Lagmannsretten kom til at opplysningene som forelå før 26. desember ikke var ”presise” fordi det ikke var sannsynlighetsovervekt for at hendelsen (signeringen av MOUen) ville inntreffe.<sup>148</sup> Hvilket tidspunkt som ble lagt til grunn i den konkrete saken, ville trolig være av begrenset betydning for straffutmålingen. Det illustrerer imidlertid, etter min mening, godt faren med å anlegge et krav om sannsynlighetsovervekt i presisjonskravet.

En konsekvens, hensett betraktningene innledningsvis om at markedet priser enhver grad av sannsynlighet, er nemlig at investorer som besitter slike opplysninger som tiltalte i Intex-saken gjorde 23. desember, kan investere i utstederforetaket med betydelig potensiale for gevinst, til lav eller ingen risiko ettersom markedet er ukjent med hendelsene. For investoren som gjør fortjeneste dersom hendelsen faktisk inntreffer, spiller det liten rolle at sannsynligheten for dette var lav på transaksjonstidspunktet, så lenge risikoen for tap er fraværende. Misbrukspotensialet ved slike risikofrie handler er etter min mening i høyeste grad til stede, og opplysningene bør av denne grunn være omfattet av definisjonen av innsideinformasjon.

Svedberg argumenterer for den samme løsning, i konteksten ”rimelig grunn”, og tar til ordet for at det avgjørende for om regulering av opplysningene inntreer, er misbrukspotensialet ved kurssensitiv informasjon, og ikke hvorvidt den konkrete hendelsen vil inntreffe eller ikke.<sup>149</sup>

I samme retning trekker etter min mening rettferdighetshensyn; en investor som har sittet på aksjene i lang tid i håp om at en avtale skal gå gjennom slik at kursen stiger, kan til slutt ha

---

<sup>148</sup> LB-2016-19016 (Intex) s. 27.

<sup>149</sup> Svedberg (2007) s. 23.

gitt opp og solgt til en annen investor, sistnevnte som er vel vitende om potensialet for gevinst og fraværet av risiko, til en lavere pris enn han sannsynligvis hadde godtatt dersom hans forventninger til en avtale fortsatt hadde vært til stede.

I et slikt tilfelle representerer aksjekursen også et betydelig misforhold mellom markedets forventninger og de reelle verdier bak kursen, og å tillate slik handel bryter derfor med den grunnleggende forutsetningen om at kursen i størst mulig grad skal reflektere tilgjengelig informasjon om selskapenes reelle verdier.<sup>150</sup>

En for lav sannsynlighetsgrad vil på den andre siden medføre at selskaper må offentliggjøre intern informasjon på et unødvendig tidlig tidspunkt. I et tilfelle som den ovennevnte vil offentliggjøring av at selskapene har kommet til en gjensidig forståelse, kunne virke hemmende for inngåelsen av avtalen. Sannsynligheten for at kjøper vil verdsette hemmelighold til endelig avtale er inngått må i slike tilfeller anses å være stor.

Et krav om offentliggjøring på et for tidlig tidspunkt kan videre i visse tilfeller også være ødeleggende for den gitte begivenhet. Til illustrasjon vil offentliggjøring av oppkjøpsplaner kunne drive kursen på de tilknyttede aksjene kunstig oppover, og potensielt kunne stå i veien for et vellykket oppkjøp.<sup>151</sup>

De sistnevnte argumenter må imidlertid nyanseres av adgangen til å utsette offentlighet der legitime grunner taler for det, og markedet ikke villedes av hemmeligholdet.<sup>152</sup> Etter min forståelse synes denne adgangen å bøte på problemet med for tidlig offentliggjøring, og derfor i liten grad være talende for et krav om sannsynlighetsovervekt. Det er imidlertid argumentert godt for det motsatte i teorien.<sup>153</sup>

Spørsmålet om anvendelsen av investortesten på opplysninger om hendelser som er i utvikling er altså ikke helt enkelt. En rekke kryssende hensyn gjør seg gjeldende og spørsmålet viser seg å være ytterst markedsteknisk. En endelig avklaring fra Høyesterett synes derfor nødvendig.

For den konkrete anvendelsen i investortesten må det imidlertid vurderes hvorvidt det aktuelle steget i prosessen i seg selv kan være egnet til å påvirke kursen. Sannsynligheten for at den

---

<sup>150</sup> Se kap. 2.1.2

<sup>151</sup> Se kap. 3.2.7 s.26.

<sup>152</sup> Se vphl. § 5-3.

<sup>153</sup> Se bl.a. Bergo (2014) s. 120 flg.

aktuelle hendelsen vil inntre er etter min mening ikke avgjørende, selv om det selvfølgelig vil ha formodning mot seg at markedet ikke vil prise inn en høy grad av sannsynlighet, og at det derfor er tale om større potensiale for kurspåvirkning.

Denne nærmere vurderingen beror, som redegjort for i de forestående kapitler, på hvorvidt opplysningen er egnet til å si noe om de forventninger som allerede foreligger i markedet sammenliknet med de forventninger man har med kjennskap til de nye opplysninger. Dersom informasjonen er ”value added” til de forventningene som er diskontert i prisen, vil det være en sterk presumsjon for at informasjonen vil ha kurspåvirkningspotensiale når den blir kjent i markedet, uavhengig av om det er høy eller lav grad av sannsynlighet for at den aktuelle hendelse vil inntreffe.

### 3.2.12 Retningskriterium i investortesten

Et neste spørsmål som reiser seg er hvorvidt det skal innfortolkes et retningskriterium i investortesten, slik at opplysningen må angi retningen på den mulige kurspåvirkningen for at den skal anses å ha tilstrekkelig kurspåvirkningspotensiale.<sup>154</sup> Spørsmålet kommer på spissen for opplysninger som omhandler en kurssensitiv begivenhet, men som ikke angir hvilket utfall begivenheten vil komme til å få på kursen. Et typisk eksempel på dette er opplysninger om at et utstederforetak skal avsette sin daglige leder. Dette kan være positivt eller negativt avhengig av en rekke andre faktorer. Opplysningen angir altså ikke hvorvidt kursen vil stige eller synke når markedet blir kjent med sparkingen, men at den er kursrelevant må legges til grunn.

Innsideinformasjonsdefinisjonen er, som nevnt, en del av det objektive gjerningsinnholdet i forbudet mot innsidehandel.<sup>155</sup> Legalitetsprinsippet tilsier her med styrke at lovbestemmelsen skal forstås etter sin ordlyd og det må derfor tas utgangspunkt i denne.

Etter sin ordlyd gir bestemmelsen uttrykk for at det avgjørende er hvorvidt det er sannsynlighetsovervekt for at opplysningen har potensiale til å gi utslag på kursen.<sup>156</sup>

Hvorvidt det med dette gis uttrykk for et retningskriterium, fremstår etter min mening ikke helt klart.

---

<sup>154</sup> Vphl. § 3-2 (1) og (3).

<sup>155</sup> Vphl. § 3-3 (1).

<sup>156</sup> Vphl. § 3-2 (1) og (3), jf. kap. 3.1 og 3.2.

På den ene siden må det som utgangspunkt anses mer sannsynlig at en opplysning vil tillegges vekt dersom den angir hvorvidt begivenheten vil slå negativt eller positivt ut på kursen, ettersom det gjerne er avgjørende for en beslutning om salg eller kjøp av instrumentene tilknyttet selskapet.

På den andre siden stilles det bare krav om at opplysningen må være ”del av grunnlaget” for investeringsbeslutningen. Dette kan tilsi at selv opplysninger som ikke sier noe konkret om retningen kursen vil påvirkes i, likevel kan være egnet til å si noe om forventet avkastning/risiko. Illustrerende er at avisene spår et spillselskap en lovende fremtid som følge av en kommende lansering av et nytt spill, og investoren samtidig får opplysninger om at selskapets eneste samarbeidspartner er på randen av konkurs. Dette gir ham et mer helhetlig bilde. Hvordan samarbeidspartnerens uheldige finanser vil slå ut for selskapet, er neppe helt tydelig for investoren. Det kan både innebære at selskapet mister en viktig samarbeidspartner i den forstand at det skjer en produksjonsstopp, eller så kan det medføre at selskapet endelig får innkrevd sine utestående fakturaer mot samarbeidspartneren gjennom konkursbehandlingen. Hvordan det vil påvirke selskapet er derfor ikke nødvendigvis helt klart, ei heller hvilket utslag det vil få på kursen på de finansielle instrumentene tilknyttet selskapet. Kursutslaget avhenger jo blant annet av de forventninger markedet har til selskapet. Hvis forventningene allerede er høye, som de jo gjerne er etter lovende spådommer, kan kursen likevel ende opp nokså uforandret. Når dette kombineres med en potensielt betent sak om en samarbeidspartner, kan investoren som er forberedt på dette i større grad forutberegne den samlede effekten på markedet og foreta en mindre risikofylt investering.

Ordlyden gir altså ikke noe helt entydig svar på hvorvidt opplysningen må angi hvilken retning kursen vil påvirkes av begivenheten.

Spørsmålet ble behandlet i en nylig avsagt dom fra EU-domstolen<sup>157</sup> som omhandlet hvorvidt Lafonta, styreformannen i et fransk investeringsselskap, var i besittelse av innsideinformasjon ettersom han kjente til at selskapet holdt på med et oppkjøp. Her fastslo domstolen, at det i kravet om at opplysningen må være presis, ikke kan kreves at opplysningen sier noe om i hvilken retning kursen vil påvirkes.<sup>158</sup>

*”I denne henseende bemærkes, at i lighed med artikel 1, stk 1, i direktiv 2003/124 kræver dette direktivs artikel 1, stk 2, imidlertid ikke, at denne viden gør det muligt at*

---

<sup>157</sup> Sak C-628/13 (*Lafonta*)

<sup>158</sup> Sak C-628/13 (*Lafonta*).

*fastslå, i hvilken retning kursen på de pågående finansielle instrumenter vil ændre sig. En given viden vil således kunne benyttes af en fornuftig investor som en del af grundlaget for dennes investeringsbeslutninger og dermed opfylde betingelsen (...), selv om denne viden ikke gør det muligt at forudse, at kursen på de pågående finansielle instrumenter vil ændre sig i en bestemt retning.”<sup>159</sup>*

Domstolen uttaler seg ikke direkte om det, i tilknytning til investortesten, må stilles krav om at opplysningen sier noe om retningen på kursutslaget. Uttalelsen knytter seg imidlertid til kravet om at opplysningen må være tilstrekkelig presis til å si noe om mulig kurspåvirkning.<sup>160</sup> Det er derfor nærliggende å forstå uttalelsen slik at den også får betydning for investortesten etter tredje ledd, som knytter seg til kurspåvirkningskravet.

En slik tolkning har etter min mening gode grunner for seg. Visse handelsstrategier er nettopp utformet for å være uavhengig av om kursen beveger seg i en bestemt retning. Som et eksempel kan nevnes strategier som er avhengige av omsetning. Med denne strategien kan alle opplysninger, så fremt de vil være egnet til å skape *blest* rundt selskapet, medføre større omsetning med tilsvarende gevinst for investorene som har innrettet sin strategi etter dette.

Dette underbygges av at innsidehandelsdefinisjonen også gjelder for informasjonsplikten, hvor det neppe vil ha betydning om opplysningene angir hvilken retning kursen kan påvirkes, så fremt det er kursrelevant informasjon. På denne bakgrunn bør det derfor ikke stilles noe retningskriterium i investortesten.

Både EU-retten og reelle hensyn taler samlet for at det ikke skal innfortolkes et retningskriterium i investortesten. Det vil imidlertid være et moment av betydning om opplysningen sier noe om retningen på kurspåvirkningen.

### 3.2.13 Sikkerhetsventil i investortesten

Etter denne gjennomgangen synes det å skulle lite til for å konstatere at en opplysning har kurspåvirkningspotensiale. Etter min mening gir ordlyden ”merkbar” uttrykk for en lav terskel i seg selv, og gjennomgangen av investortesten illustrerer at heller ikke denne angir særlig strenge kvalifikasjonskrav. Her vil jeg særlig fremheve det som ble gjennomgått i de to siste kapitler som talende for standpunktet.

---

<sup>159</sup> Se sak C-628/13 avsnitt 33 og 34.

<sup>160</sup> Se annet alternativ i vphl. § 3-2 (2).

Tidligere var det, som nevnt, et krav om ”vesentlig” kursutslag, men dette ble fjernet og den tilhørende senkningen av terskelen er eksplisitt tilsiktet av lovgiver.<sup>161</sup> På tross av at loven ikke stiller noe tilsvarende krav om kursutslag som tidligere, kan det argumenteres for at det bør innfortolkes en slags sikkerhetsventil i investortesten.<sup>162</sup> For de særegne tilfeller, hvor det er tale om opplysninger med marginal kurspåvirkningseffekt, som likevel i visse tilfeller vil være kurspåvirkende nok, er det stor forskjell på hva en uprofesjonell og profesjonell investor forstår som kurspåvirkende. Kravet skal forstås objektivt og uavhengig av hvem som eventuelt står tiltalt, men for å unngå at ordlyden virker uklar og lite forutberegnelig for de mer uerfarne investorene, kan det diskuteres om det bør innfortolkes en sikkerhetsmargin hvor ikke all kurspåvirkning anses tilstrekkelig.

Reed tok til ordet for en slik tolkning av verdipapirhandelloven fra 1985, der det var krav om ”vesentlig” kurspåvirkning.<sup>163</sup> Han argumenterte for at vesentlighetskravet var nødvendig for å sikre forutberegnelighet for den fornuftige investor, med den begrunnelse at markedsaktørene ikke var pålagt å disponere i forhold til en sikkerhetssone, og at det reelt måtte være en mulighet til å bedømme om opplysningen er egnet til å påvirke kursen innenfor den begrensede tid de har tid rådighet.<sup>164</sup>

Dette poenget er etter min mening fortsatt gjeldende til en viss grad. Det kan riktignok ikke forankres i ordlyden ”vesentlig”, men i de grunnleggende hensyn som verdipapirhandelloven er tuftet på, hensynet til et effektivt verdipapirmarked. Markedet vil ikke virke effektivt dersom dets aktører ikke forstår hva som er innsideinformasjon.

I forlengelsen er det ikke effektivt dersom fornuftige handler hindres av en for vid definisjon, eller utstederselskapene pålegges en for omfattende meldeplikt til børsen. Selv om reglene om utsatt offentlighet, til en viss grad bøter på det siste problemet, er det tid- og ressurskrevende om slike vurderinger må gjøres på et for tidlig stadium og med en for hyppig intensitet. Disse betraktninger bør innpasses i investortesten slik at den evner å ivareta alle de hensyn som gjør seg gjeldende.

Det er imidlertid ikke grunn til å trekke dette for langt. Verdipapirhandel- og børsloven har en rekke løsninger som fungerer som supplement til de strenge atferdsreglene. Disse

---

<sup>161</sup> Se de innledende punkter i kapittel 3.

<sup>162</sup> Vphl. (1985) § 1-8 (1) 1.pkt.

<sup>163</sup> Reed (1996) s. 174.

<sup>164</sup> Reed (1996) s. 185.

løsningene gjør at selv en opplysning som anses som innsideinformasjon, ikke nødvendigvis utløser de mest omfattende rettsvirkninger.

Som eksempel på slike løsninger kan det nevnes at forbudet mot innsidehandel har en misbruksreservasjon og at loven gir unntak i meldeplikten for tilfeller som faller innenfor reglene om utsatt offentlighet.<sup>165</sup>

I forlengelsen er det vanskelig å se for seg handler med noe som kvalitativt er å anse som kurspåvirkende, som likevel fremstår fornuftige eller ønskelige. Til dette er hensynet til tillit til at markedet fungerer rettferdig og at ingen handler på hemmelig kurssensitiv informasjon, for tungtveiende. Som en redning for de mest urimelige tilfellene vil også de subjektive skyldkrav fungere.

---

<sup>165</sup> Se vphl. §§ 3-3 og 5-3.

# 4 Avslutning

## 4.1 Investortesten oppsummert

Investortesten er komplisert og det er utfordrende å angi generelle retningslinjer for alle tenkelige opplysninger og situasjoner. At loven er utformet som en rettslig standard synes derfor hensiktsmessig. Gjennomgangen viser at vurderingen i investortesten skal være objektiv, men tilpasset det aktuelle finansielle instrumentet og den konkrete markedssituasjonen. Den enkelte investors oppfatning og anvendelse av opplysningen er ikke av betydning.

At det skal legges til grunn et avkastningssynspunkt i investortesten, innebærer videre at det ikke skilles mellom kursfall og kursoppgang. Som gjennomgått finnes det ulike investeringsstrategier som er tilpasset markedene til de aktuelle finansielle instrumentene og sånn sett tar høyde for ulike kursutfall. En fornuftig investor opererer i dette landskapet og investortesten må tilpasses deretter.

Av andre momenter til investortesten kan det ses hen til om opplysningen har karakter av å være presis og om kilden til opplysningen er troverdig. Et fullstendig fravær av presisjon og troverdighet behøver imidlertid ikke å medføre mangel på kurspåvirkningspotensiale, men opplysningen vil trolig prises tilsvarende lavt i markedet og muligens slite med å overstige kvalifikasjonskravet som ligger i ordlyden ”merkbart” i § 3-2 første ledd. Opplysningen må videre ses i sammenheng med alle markedsvariabler, både den generelle markedssituasjonen, men også mer spesielle variabler, som utstederselskapets posisjon og likviditet.

Hva angår opplysninger om hendelser som er i ferd med å inntreffe og på hvilket tidspunkt opplysningene er innsideinformasjon, må aktørene foreta en løpende vurdering der sannsynligheten for at hendelsen vil inntre vil være et moment. Det er imidlertid viktig å bemerke at selv en lav grad av sannsynlighet for at hendelsen vil inntre, vil kunne være nok til at en fornuftig investor ville tillagt opplysningen vekt ettersom enhver grad av sannsynlighet prises i markedet.

Gjennomgangen viser også at det ikke stilles krav om at opplysningen må angi hvilken retning kursen vil påvirkes, så fremt den kan brukes til å generere gevinst for besitteren av opplysningen.



## 4.2 Avsluttende bemerkninger

Fastleggingen av innholdet i investortesten er betinget av en dyptgående analyse av så vel norske som utenlandske rettskilder. Undertegnede har i stor grad forsøkt å fastlegge regelen ved hjelp av "lett tilgjengelige" rettskilder. Dette valget har ikke vært tilfeldig.

Innsidehandelsdefinisjonen er tilknyttet alvorlige rettsvirkninger og i henhold til de krav Grunnloven og EMK oppstiller, må bestemmelsens innhold fremstå noenlunde klart for den menige borger. Straffebestemmelser trenger naturligvis ikke å være utformet på en slik måte at enhver person forstår alle ytterpunktene i bestemmelsen, men i det hovedsakelige må gjerningsinnholdet fremstå forståelig og tilgjengelig.

Det viser seg imidlertid at en generalisert regulering av innsideinformasjon ikke enkelt lar seg gjøre, i alle fall ikke dersom man ønsker å favne om alle de ulike typetilfellene som kan oppstå ved verdipapirhandel. I forlengelsen ser man en utagerende teknologisk utvikling, noe som også har den konsekvens at stadig nye investeringsstrategier utvikles. Det som for fem år siden var i grenseland mellom innsideinformasjon og legitim informasjon, kan i dag være midt i kjernen av bestemmelsens rekkevidde nettopp fordi det nå eksisterer strategier som er tilpasset disse grensetilfellene.

En investor som befinner seg i en situasjon der han ikke vet om han besitter innsideinformasjon, bør falle tilbake på en vurdering av hvorvidt informasjonen gir ham et konkurransefortrinn og om eventuell etterfølgende handel vil representere et misbruk. Dette vil gjerne være tilfellet dersom den eksisterende kursen ikke representerer utstederforetakets posisjon tatt i betraktning den informasjon han besitter. Tilsier hans kunnskap at kursen er for lav, vil det gjerne være tale om et misbruk om han benytter informasjonen til å gjøre profitt. Etter min mening løper man en risiko for å være i grenseland allerede der man stiller seg spørsmålet. Kursrelevante opplysninger som ikke er offentliggjort skal og bør behandles med varsomhet.

# Litteraturregister

## Bøker

- Bergo (2014) Knut Bergo, *Børs- og verdipapirrett*, Cappelen Damm Akademisk, 4. utgave, Oslo 2014
- Myklebust (2011) Trude Myklebust, *Innføring i finansmarkedsrett*, Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS, Bergen 2011
- Nygaard (2004) Nils Nygaard, *Rettsgrunnlag og standpunkt*, Universitetsforlaget, 2. utgave, Bergen 2004
- Reed (1996) Bjørn Gabriel Reed, *Straffbar innsidehandel*, Ad Notam Gyldendal, Oslo 1996
- Ruud og Ulfstein (2011) Morten Ruud og Geir Ulfstein, *Innføring i folkerett*, Universitetsforlaget, 4. utgave, Oslo 2011
- Sæbø (1995) Rune Sæbø, *Innsidehandel med verdipapir*, Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke, Bergen 1995

## Tidsskrift

- Berg (2014) Fredrik Berg, *Innsidedefinisjonen – kravene til presis informasjon og krav til sannsynlighet*, Tidsskrift for forretningsjus nr. 2 2014 s. 42-56
- Erdal (2012) Trine Erdal, *Kurspåvirkningsvilkåret og ”fornuftig investor”-testen i definisjonen av innsideinformasjon i verdipapirhandelloven § 3-2*, Tidsskrift for forretningsjus 2012 s. 85-116
- Skjelbred (2009) Thomas Skjelbred, *Fra ØKOKRIM: Utviklingen i rettspraksis for verdipapirkriminalitet 2006-2009*, Tidsskrift for strafferett 2009 s. 130-144
- Svedberg (2007) Johan Svedberg, *Begrepet innsideinformasjon*, Tidsskrift for forretningsjus nr. 2 2007 s. 116-162

# Øvrige kildehenvisninger

## Lover

Straffeloven	Lov om straff nr. 28 av 20.mai 2005
Verdipapirhandeloven	Lov om verdipapirhandel nr. 75 av 29. juni 2007
Børsloven	Lov om regulerte markeder nr. 74 av 29. juni 2007
Allmennaksjeloven	Lov om allmennaksjeselskaper nr. 45 av 13. juni 1997
EØS-avtalen	Lov om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtalen om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) nr. 109 av 27. november 1992
Verdipapirhandeloven (1985)	Lov om verdipapirhandel nr. 61 av 14. juni 1985 (opphevet)
Grunnloven	Kongeriket Noregs grunnlov av 17.mai 1814

## Forskrifter

Børsforskriften (opphevet)	Børsforskriften nr. 30 av 17.januar 1994
----------------------------	--

## EU-lovgivning

MAR	Europaparlamentets- og rådsforordning (EU) nr. 596/2014 av 16.april 2014 om markedsmisbruk
MAD	Europaparlamentets- og rådsdirektiv 2003/6/EF om innsidehandel og markedsmanipulering
Første kommisjonsdirektiv	Kommisjonsdirektiv 2003/124/EF av 22.12.2003
CESR/02-089d	CESR's advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive

## Forarbeider

Ot.prp.nr. 34 (2006-2007)	Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)
Ot.prp.nr. 12 (2004-2005)	Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.)
Ot.prp.nr. 80 (2000-2001)	Om lov om endringer i lov 9.juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (tiltak mot ulovlig innsidehandel mv.)
NOU 1996:2	Verdipapirhandel
Ot.prp.nr. 72 (1990-1991)	Om lov om endringer i lov av 14.juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel samt endringer i enkelte andre lover (Innsideregler og emisjonskontroll mv.)

### **Rundskriv fra Finanstilsynet**

Veiledning fra Finanstilsynet av 25.04.2014 (med oppdateringer av 18.08.2015)

RFT- 2011-28 Rundskriv fra Finanstilsynet 11.04.2011 nr. 28

### **Rettspraksis**

#### *Høyesterett*

Rt. 2014 s. 452 (Eltek)

Rt. 2013 s. 1197

Rt. 2013 s. 946

Rt. 2012 s. 629 (Nettavisen)

Rt. 2001 s. 1303

#### *Lagmannsretten*

LB-2016-19016 (Intex)

LB-2014-106934 (Crayon)

LG-2013-52571-2 (Acta)

LB-2012-197664 / RG-2013-1426 (Bionor)

LB-2011-133290

LB-2009-19673 (Nettavisen)

*Tingretten*

TOSLO-2013-121748 (Crayon)

TSTAV-2011-128794 (Acta)

TOSLO-2008-184013 (Nettavisen)

### **Praksis fra EU-domstolen**

EU-domstolens avgjørelse av 11. mars 2015 i sak C-628/13 *Lafonta v. Autorite des marches financiers*

EU-domstolens avgjørelse av 28. juni 2012 i sak C-19/11 *Marcus Gelzl v Daimler AG*

EU-domstolens avgjørelse av 23. desember 2009 i sak C-45/08 *Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck v. Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen*

### **Praksis fra børsklagenemnda**

OBKN-2013-1 (Intex)

### **Praksis fra Oslo Børs**

OBS-2016-1 (Sandnes Sparebank)

### **Nettsider**

<http://oxforddictionaries.com/definition/significant>.