

Forbudet mot innsidehandel jf.
Markedsmisbruksforordningen artikkel 8
nr. 1 jf. artikkel 14 bokstav a

En rettsdogmatisk analyse av kriteriet «utnytter»

Kandidatnummer: 78

Antall ord: 14 906



JUS399 Masteroppgave
Det juridiske fakultet

UNIVERSITETET I BERGEN

7. juni 2021

Innholdsfortegnelse

Innholdsfortegnelse.....	2
1 Innledning.....	4
1.1 Tema og rettslig plassering	4
1.2 Avgrensning	5
1.3 Metode og rettskildebilde	6
1.4 Videre fremstilling	8
2 Markedsmisbruksforordning (MAR)	9
2.1 MARs funksjon og formål	9
2.2 Fra direktiv til forordning og betydningen dette har for rettskildebildet	9
2.3 Gjennomføringen av MAR i Norge	10
3 Rettslig regulering av forbudet mot innsidehandel	12
3.1 Innsidehandelsforbudet i MAR artikkel 8 nr. 1 jf. artikkel 14.....	12
3.1.1 Rettslige utgangspunkter.....	12
3.1.2 Skille mellom primær og sekundærinnsidere	13
3.1.3 Sanksjonering av innsidehandel.....	13
3.2 Tidligere rettstilstand; innsidehandelsforbudet i verdipapirhandelloven § 3-3	14
4 Utnyttelseskriteriet materielle innhold	15
4.1 Innledning	15
4.2 En generell fortolkning av kriteriet «utnytter»	15
4.2.1 Ordlydens tolkningsbidrag.....	15
4.2.2 Tolkningsbidrag fra fortalen	16
4.2.3 Tolkningsbidrag gjennom praksis fra EU-domstolen	17
4.2.4 Legitim adferd jf. MAR artikkel 9.....	19
4.2.5 Delkonklusjon	20
4.3 Andre typetilfeller som ikke utgjør «utnyttelse»	20
4.3.1 Innledning	21
4.3.2 Kjøp/ salg der partene har samme innsideinformasjon.....	21
4.3.3 Handel som gjennomføres «motstrøms»	22
4.4 Oppstiller utnyttelseskriteriet et årsakskrav?	23
4.5 Særlig om ordreplasseringer	26
4.5.1 Innledning	26

4.5.2	Gjennomføring av ordre etter mottak av innsideinformasjon.....	27
4.5.3	Trekke/ kansellere ordre etter mottak innsideinformasjon	28
4.5.4	Hva menes med ordre som er «plassert»?.....	29
5	Utnyttelsespresumsjonen.....	31
5.1	Innledning	31
5.2	Rettslige utgangspunkter.....	31
5.3	Etableringen av utnyttelsespresumsjonen: Analyse av <i>Spector Photo</i>	32
5.3.1	Innledning	32
5.3.2	Kort om faktum og rettslige spørsmål	32
5.3.3	EU-domstolens vurderinger	33
5.3.4	EU-domstolens konklusjon.....	34
5.4	Når kommer utnyttelsespresumsjonen til anvendelse?	35
5.4.1	Omfatter presumsjonen både primær- og sekundærinnsidere?.....	35
5.4.2	Legitime adferd jf. artikkel 9 omfattes ikke av presumsjonen.....	37
5.5	Hvordan tilbakevise utnyttelsespresumsjonen?	37
5.5.1	Innledning	37
5.5.2	Bevisbyrden	37
5.5.3	Beviskrav	38
5.5.4	Bevisvurderingen	39
5.6	Setter menneskerettighetene skranker for anvendelsen av utnyttelsespresumsjonen på strafferettens område?	42
5.6.1	Er utnyttelsespresumsjonen i overenstemmelse med legalitetsprinsippets klarhetskrav?	42
5.6.2	Er utnyttelsespresumsjonen i overenstemmelse med uskyldspresumsjonen? .	44
6	Avsluttende refleksjoner	47
	Litteraturliste	49

1 Innledning

1.1 Tema og rettslig plassering

Temaet for oppgaven er forbudet mot innsidehandel av finansielle instrumenter etter Markedsmisbruksforordningen (EU) nr. 596/2014 (heretter «MAR») artikkel 8 nr. 1 jf. artikkel 14 bokstav a. Formålet med fremstillingen er å gi en rettsdogmatisk analyse av kriteriet «utnytter» jf. MAR artikkel 8 nr. 1 og tilknyttede rettsspørsmål.

Den 1. mars 2021 trådte EUs markedsmisbruksforordning, MAR, i kraft i Norge og vi fikk med dette en ny rettslig regulering av blant annet innsidereguleringene. Forbudet mot innsidehandel følger av MAR artikkel 14 bokstav a. Hva som utgjør innsidehandel er definert i MAR artikkel 8 nr. 1, som slår fast at innsidehandel anses å foreligge «når en person besitter innsideinformasjon og utnytter denne» på bestemte måter.

Innsidehandelsforbudet har som formål å sikre integritet i finansmarkedene og styrke vernet av investorene og deres tillit til markedene.¹ En konsekvens av redusert investortillit er at markedets evne til å fremskaffe egen- og fremmedkapital til verdipapirutstederne svekkes. Dette bidrar til at færre prosjekter realiseres, noe som igjen går utover den økonomiske veksten. Ut fra et samfunnsøkonomisk perspektiv er det derfor viktig å ha et adekvat regelverk og et håndhevingsapparat som gjør det mulig å effektivt sanksjonere og forebygge innsidehandel. I tillegg kommer hensynet til å beskytte investorer ut fra alminnelige rettferdighetsbetraktninger.

Det er vanskelig å si noe sikkert om forekomsten av innsidehandel i Norge. De empiriske vanskelighetene henger sammen med de håndhevingsmessige utfordringer som er forbundet med å avdekke innsidehandel.² Man kan likevel anta at jo mindre den opplevde risikoen for å "bli tatt" er, jo større vil forekomsten av innsidehandel være. Oslo Børs hadde på 1980- og 90-tallet et dårlig rykte og ble den gang ansett for å være en "innsidebørs".³ Utover 2000-tallet ble håndhevingsapparatet styrket i hele kontrollkjeden gjennom økt markedsovervåkning ved Oslo Børs, Kredittilsynet (nå Finanstilsynet) og Økokrim.⁴ Dette førte med seg en rekke fellende dommer utover 2000-tallet.⁵ I Norge har innsidehandel blitt sanksjonert strengt, og trolig

¹ Se bl.a. MAR artikkel 1; MAR, fortalen punkt 23 og 24.

² Sæbø (1995) s. 9.

³ Se f.eks. <https://www.dn.no/ulovlige-innsidere-lever-farligere/1-1-637787>.

⁴ Rapport om samarbeidet mellom Økokrim, Oslo Børs og Kredittilsynet (2007).

⁵ Se eksempelvis Rt. 2006 s. 1049; Rt. 2009 s. 22; Rt. 2014 s. 452 (Eltek); HR-2018-2177-U.

strengere enn det som har vært vanlig ellers i Europa.⁶ Strafferammen er 6 år, jf. verdipapirhandelloven⁷ § 21-15 første ledd, tilsvarende strafferammen for grovt tyveri, undersalg og bedrageri.⁸ Høyesterett har uttalt at «straffen ved innsidehandel av noe omfang normalt må utmåles til ubetinget fengsel».⁹

I fremstillingen vil det være vesentlig å identifisere hva som materielt sett menes med at en person «utnytter» innsideinformasjonen, slik det følger av definisjonen av innsidehandel i MAR artikkel 8 nr. 1. I denne sammenheng reiser det seg et spørsmål om hvorvidt kriteriet oppstiller et krav til at det må foreligge årsakssammenheng mellom kjennskap til innsideinformasjonen og transaksjonen, alternativt om besittelse av innsideinformasjon alene kan være tilstrekkelig til å konstatere «utnyttelse». Hvorvidt det foreligger et slikt årsakskrav har lenge vært et omdiskutert spørsmål i EU-rettslig innsideteori.¹⁰ Skepsisen mot å oppstille et slikt krav har trolig sin bakgrunn i en bekymring for at dette ville svekke innsidehandelsforbudets effektivitet, som følge av bevisutfordringer dette kunne føre med seg.

For å gi et dekkende bilde av innsidehandelsforbudets virkemåte og effektivitet, vil det i fremstillingen også fokuseres på utnyttelseskriteriets sammenheng med presumsjonen om utnyttelse av innsideinformasjon («utnyttelsespresumsjonen»), omtalt i fortalen til MAR. Presumsjonen skal sikre at innsideforbudets effektivitet ivaretas, gjennom at det oppstilles strenge bevisregler. Som fremstillingen vil vise, reiser bruken av presumsjonen en rekke utfordringer av mer teknisk karakter. I tillegg reiser presumsjonen spørsmål om hvilken stilling den har i møte med norsk strafferett, herunder om den vil kunne utgjøre et brudd på grunnleggende menneskerettigheter. Ved fremstillingen har jeg derfor funnet det hensiktsmessig å skille mellom en materiell side og en prosessuell side av utnyttelseskriteriet.

1.2 Avgrensning

Oppgavens problemstilling omhandler forbudet mot innsidehandel etter MAR. Problemstillinger som knytter seg til tidligere reguleringer av innsidehandelsforbudet vil ikke behandles, med mindre det er relevant for konteksten eller for å besvare oppgavens problemstilling.

⁶ Bergo (2018) s. 323; Arnesen (1994) s. 115-119.

⁷ Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel.

⁸ Se henholdsvis Lov 20. mai 2005 nr. 28 om straff (straffeloven) § 322, §§ 325 og 372.

⁹ Rt. 2006 s. 1049, avsnitt 19.

¹⁰ Se f.eks. Gerner-Beuerle (2019) s. 696-697; Klöhn (2010) s. 351-353; Kinander (2019) s. 1.

Ettersom overtredelse av forbudet mot innsidehandel kun er sanksjonert med formell straff i Norge, vil fremstillingen ta for seg de spørsmålene som reiser seg i en strafferettslig kontekst. Oppgaven avgrenses følgelig mot eventuelle andre analyser som måtte følge av at man forfølger overtredelser i en administrativ sammenheng.

Det vil av hensyn til oppgavens rammer ikke gjøres nærmere rede for definisjonen av «innsideinformasjon» etter MAR artikkel 7 eller definisjonen av «finansielle instrumenter» jf. EU-direktiv 2014/65/EU (heretter «MiFID II») Section C av Annex I jf. MAR artikkel 3 nr. 1 punkt 1. Disse koblingsordene vil derfor benyttes i fremstillingen, uten nærmere forklaring.

Det avgrenses mot problemstillinger som direkte knytter seg til Direktiv 2014/57/EU (heretter «MAD II») om strafferettslige sanksjoner for markedsmissbruk. Nevnte direktiv er ikke ansett som EØS-relevant og er dermed ikke gjennomført i norsk rett. Det vil foretas ytterligere avgrensninger underveis i framstillingen, der jeg finner det hensiktsmessig.

1.3 Metode og rettskildebilde

Analysen tar utgangspunkt i en rettsdogmatisk tilnærming.¹¹ Primærkilden for å besvare oppgavens problemstilling er MAR. Ettersom MAR er inntatt i EØS-avtalen og inkorporert i norsk rett vil analysen ta utgangspunkt i den EØS-rettslige metode.¹²

EØS-avtalens overordnede målsetting om å integrere EFTA-statene i EUs indre marked (homogenitetsmålsettingen) er en grunnforutsetning i EØS-rettslige metode. Dette innebærer at EØS-bestemmelser skal tolkes og anvendes slik at rettstilstanden blir den samme i EØS som i EU.¹³ Ettersom EU er en autonom rettsorden i forhold til medlemstatenes rettssystemer, er det klare utgangspunktet en selvstendig og ensartet fortolkning av EU-rettslige bestemmelser.¹⁴ Dette innebærer at bestemmelsene skal tolkes på samme måte, uavhengig av nasjonal begrepsbruk, nasjonal juridisk metode og nasjonal rettskultur.¹⁵

Ved tolkning av ord eller uttrykk i en EU-rettslig bestemmelse må det ses hen til om det finnes en legaldefinisjon i den aktuelle rettsakten, eventuelt i andre rettsakter.¹⁶ Begrep som er definert i en rettsakt skal tolkes autonomt og forstås likt i alle bestemmelsene i rettsakten, med mindre

¹¹ Om rettsdogmatikk, se Skoghøy (2018) s. 25-26.

¹² Om den «EØS-rettslige metode», se Fredriksen og Mathisen (2018) del VII.

¹³ Homogenitetsmålsettingen kommer bl.a. til uttrykk i EØS-avtalen artikkel 1 og ODA-avtalen artikkel 3 nr. 2.

¹⁴ Fredriksen og Mathisen (2018) s. 295.

¹⁵ Ibid. s. 295.

¹⁶ Ibid. s. 296.

det er særlige holdepunkter for noe annet.¹⁷ Dersom et ord eller uttrykk ikke er nærmere definert skal fortolkningen tas utgangspunkt i «its usual meaning in everyday language».¹⁸

Gjennom rettsaktens fortale oppfylles kravet i TFEU¹⁹ artikkel 296 annet ledd, om at rettsakter skal begrunnes.²⁰ I tillegg er det vanlig at fortalen gir anvisning på rettsaktens formål, begrepsavklaringer og presiseringer av enkeltbestemmelsenes nærmere innhold.²¹ Fortalen benyttes derfor ofte som et støttemoment ved fortolkningen av rettsakter. EU-domstolen har samtidig fremhevet at fortalen ikke er å anse som en bindende rettskilde i seg selv.²² Fortalen kan dermed ikke påberopes til støtte for å fravike bestemmelser i rettsakten eller til støtte for en tolkning som er i strid med bestemmelsers ordlyd.

I EU-rettens juridiske metode tillegges konteksten og formålsbetraktninger særlig stor vekt. EU-domstolen søker å tolke rettsakten slik at dens formål realiseres i størst mulig utstrekning, og anvender derfor en teleologisk tolkningsstil.²³ Der ordlyden gir mindre veiledning, vil formåls- og systembetraktninger derfor utgjøre tungtveiende tolkningsfaktorer.

EU-domstolen er den primære tolkeren av EU-retten. Domstolen har kompetanse til å gi prejudisielle avgjørelser, det vil si uttalelser i forbindelse med spørsmål fra medlemsstatenes nasjonale domstoler om hvordan EU-retten skal tolkes jf. TFEU artikkel 267. Disse er bindende for EU-medlemstatene nasjonale domstoler. EFTA-EØS-landenes nasjonale domstoler er påkrevd å tolke sine lover i tråd med EU-domstolens avgjørelser jf. EØS-avtalen artikkel 6.

EFTA-EØS-landenes nasjonale domstoler kan tilsvarende be EFTA-domstolen om å treffe prejudisielle avgjørelser om fortolkning av en bestemmelse i EØS-avtalen.²⁴ Disse uttalelsene er kun rådgivende, og ikke bindende for den nasjonale domstolen.²⁵

EU-domstolen bistås av åtte generaladvokater som gir begrunnede innstillinger til avgjørelser i saker for EU-domstolen.²⁶ Selv om innstillingene ikke anses som en selvstendig rettskilde gir

¹⁷ Se f.eks. *Chacón Navas* [GC] C-13/05, avsnitt 40.

¹⁸ Se f.eks. *Deckmyn* [GC] C-201/13, avsnitt 19.

¹⁹ Consolidated version of the Treaty on the Functioning of the European Union, 25. mars 1952, OJ C 326.

²⁰ Fredriksen og Mathisen (2018) s. 305.

²¹ *Ibid.* s. 305.

²² *Karen Millen Fashions* [C5] C-345/13, avsnitt 31.

²³ Fredriksen og Mathisen (2018) s. 308.

²⁴ EFTA-domstolens kompetanse til å besvare tolkningsspørsmål fra nasjonale domstoler følger av ODA-avtalen artikkel 34 og Lov 13. august 1915 om domstolene (domstolsloven) § 51a.

²⁵ Fredriksen og Mathisen (2018) s. 271.

²⁶ TFEU artikkel 252.

de ofte et verdifullt bakteppe for domstolenes avgjørelser, typisk ved at det gis utførlige redegjørelser av grunnlagsmateriale.

ESMA (Den europeiske verdipapir- og markedstilsynsmyndighet) gir retningslinjer («guidelines»)²⁷ om forståelsen og praktiseringen av MAR-regelverket, samt uformelle uttalelser i form av såkalte «Q&As» (Questions & Answers). Disse rettskildene er ikke direkte bindende, men kan utgjøre relevante tolkningsbidrag.²⁸

I de tilfeller MAR viderefører bestemmelser i tidligere regelverk eller kodifiserer en rettsstilstand, vil rettskilder som direkte knytter seg til det tidligere regelverket kunne være relevante ved fortolkningen av MAR.

Selv om nasjonale rettskilder ikke har direkte betydning for tolkning av EU-rettskilder, kan de likevel utgjøre relevante tolkningsbidrag der de gir ytterligere forklaringer, presiseringer, eller som eksempler på alternative løsninger. Det finnes eksempelvis en rekke norske forarbeidsuttalelser, som forsøker å klargjøre innholdet av bestemmelsene i MAR i tråd med EU-lovgivers vilje.

1.4 Videre fremstilling

For å sette problemstillingen i en rettslig kontekst, vil jeg i kapittel 2 gi en kort introduksjon av MAR og i kapittel 3 en generell introduksjon av forbudet mot innsidehandel etter dagens og tidligere regulering. I kapittel 4 vil det gjøres nærmere rede for det materielle innholdet av kriteriet «utnytter», herunder spørsmålet om kriteriet oppstiller årsakskrav. I kapittel 5 vil det redegjøres for den prosessuelle siden av utnyttelseskriteriet, og da mer presist spørsmål som knytter seg til utnyttelsespresumsjonen og tilbakevisningen av denne. I kapittel 6 vil jeg til slutt gi noen avsluttende bemerkninger.

²⁷ EUs medlemsstater må erklære om de vil følge, eventuelt forklare hvorfor de ikke vil følge, ESMA's guidelines jf. ESMA-forordningen (EU) No 1095/2010 artikkel 16.

²⁸ Se f.eks. Prop.77 L (2017–2018) s. 11.

2 Markedsmisbruksforordning (MAR)

2.1 MARs funksjon og formål

MAR er et omfattende regelverk som retter seg mot blant annet markedsplasser, utstedere av finansielle instrumenter, mellommennene i verdipapirhandelen og investorer. Sentralt er reglene om markedsadferd. Disse omfatter blant annet forbud mot innsidehandel og markedsmanipulasjon, samt regler om behandling av innsideinformasjon.

Hovedformålet til MAR er å bidra til velfungerende og trygge markeder innad i EU og økt investorbeskyttelse jf. blant annet formålsbestemmelsen i MAR artikkel 1. Virkeområdet for MAR knytter seg i hovedsak til finansielle instrumenter handlet på markedsplassene regulert etter MiFID II jf. MAR artikkel 2 og 3.

MAR må sies å danne et administrativt regime for oppfølging av markedsmisbruk.²⁹ Forordningen har regler om hvilken kompetanse nasjonale tilsynsmyndigheter skal ha, om samarbeid disse imellom og forholdet til ESMA. Videre oppstiller forordningen detaljerte krav til de administrative tiltak og sanksjoner som skal være tilgjengelig ved eventuelle brudd.

Selv om MAR er et administrativt regime, åpner forordningen opp for at medlemsstatene kan beslutte at de ikke skal fastsette regler om administrative sanksjoner for overtredelse av bestemmelsene, dersom det allerede var fastsatt strafferettslige sanksjoner i nasjonal lov på ikrafttredelsesdatoen for forordningen jf. MAR artikkel 30 nr. 1 annet ledd.³⁰ Dette har medført at flere medlemsland, deriblant Norge, kun har strafferettslige sanksjoner for flere typer overtredelser av MAR.³¹

2.2 Fra direktiv til forordning og betydningen dette har for rettskildet

MAR ble vedtatt i EU den 16. april 2014. Samme dag ble MAD II vedtatt, som er et direktiv med krav til EUs medlemsstater om å ha minimumsregler til strafferettslige sanksjoner for innsidehandel, markedsmanipulasjon og ulovlig spredning av innsideinformasjon. Med dette

²⁹ MAR kapittel 5.

³⁰ MAR, fortalen punkt 72; Se også NOU 2017:14 s. 95.

³¹ ESMA (2020) s. 9-10.

legger EU-lovgiver opp til et tosporet system hvor medlemslandene skal ha administrative sanksjoner for overtredelse av MAR og hvor strafferettslige sanksjoner skal være tilgjengelig for de mest alvorlige overtredelsene etter MAD II.

Regelverket i MAR trådte delvis i kraft i EU den 3. juli 2016.³² Forordningen opphever og erstatter EUs tidligere markedsmissbruksdirektiv 2003/6/EC (heretter «MAD») i sin helhet.³³ Fortalen til MAR viser til endringer i det finansielle landskapet, behovet for en mer enhetlig rettsutvikling og et sterkere sanksjonsregime som viktige drivkrefter for det nye regelverket.³⁴

Ettersom MAR er en forordning, har den umiddelbar virkning for EUs medlemsland jf. TFEU artikkel 288 annet ledd. Bruk av forordning som rettsaktype har blant annet som formål «å sikre at det finnes ensartede regler, klarhet i de viktigste begrepene og et felles regelverk».³⁵ Dette antas å bidra til en ensartet forståelse av regelverket ettersom bruk av forordning «hindrer at det innføres avvikende nasjonale krav som følge av innarbeidingen av et direktiv».³⁶ MAR skal derfor tolkes og praktiseres likt i alle EU-medlemslandene. Dette skiller seg fra rettsstilstanden under MAD³⁷ og dens forgjenger Insider Dealing Directive 89/592/EEC (heretter «IDD»), der medlemslandene i utgangspunktet sto fritt til å bestemme formen og midlene for gjennomføring jf. TFEU artikkel 288.

Med det som er sagt ovenfor, kan man si at MAR utgjør et mer rigid regime sammenlignet med dens forgjengere, da den i liten grad åpner for nasjonale tilpassinger. MAR bygger likevel på mye av det som fulgte av MAD. Blant annet er definisjonen av innsidehandel, som er et viktig koblingsord for en rekke plikter, materielt sett den samme. Det er derfor antatt at forbudet mot innsidehandel etter MAR i hovedsak har det samme innholdet som dens forgjenger i MAD.³⁸

2.3 Gjennomføringen av MAR i Norge

For å overholde sine EØS-rettslige forpliktelser, er Norge påkrevd å gjennomføre EØS-relevante forordninger i nasjonal rett ved inkorporasjon jf. EØS-avtalen artikkel 7 bokstav a.

³² MAR artikkel 39.

³³ MAR artikkel 37.

³⁴ MAR, fortalen punkt 3 og 4.

³⁵ MAR, fortalen punkt 3.

³⁶ MAR, fortalen punkt 5.

³⁷ Det er uklart hvorvidt MAD utgjorde et fullharmoniseringsdirektiv eller minimumsdirektiv. I Norge ble det antatt at definisjonene av «innsideinformasjon» og «markedsmanipulasjon» var fullharmoniserte, men at man ellers stilte seg nokså fritt jf. f.eks. Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 28. Norske myndigheter valgte derfor å videreføre store deler av regelverket man hadde Pre-MAD.

³⁸ Lau Hansen (2017) s. 226.

Kravet om inkorporasjonen forhindrer at det oppstår materielle ulikheter gjennom lovgivningsprosessene i EU- og EØS. MAR ble innlemmet i EØS-avtalen den 25. oktober 2019.³⁹ I september samme år ble forordningen vedtatt i statsråd og gjennomført i norsk rett ved inkorporasjon i verdipapirhandelloven § 3-1 første ledd.⁴⁰ Den 1. mars 2021 trådte forordningen i kraft i Norge. MAD II er ikke inntatt i EØS-avtalen eller gjennomført i norsk rett, ettersom samarbeid på justis- og politisektoren faller utenfor EØS-samarbeidet.⁴¹

³⁹ EØS-komiteens beslutning 259/2019 av 25. oktober 2019.

⁴⁰ Verdipapirhandelloven ble endret ved lov nr. 41/2019.

⁴¹ Om betydningen av MAD II for norsk rett uttaler verdipapirutvalget: «Ettersom de norske straffebudene går lenger enn MAD II både når det gjelder strafferammer og vilkår for straff, har utvalget ikke funnet grunn til å legge vesentlig vekt på minimumsdirektivet når de norske bestemmelsene vurderes.» jf. NOU 2017:14 s. 11-12.

3 Rettslig regulering av forbudet mot innsidehandel

3.1 Innsidehandelsforbudet i MAR artikkel 8 nr. 1 jf. artikkel 14

3.1.1 Rettslige utgangspunkter

Forbudet mot innsidehandel er i dag regulert i MAR artikkel 14, hvor det i bokstav a) heter at «en person skal ikke foreta innsidehandel». Legaldefinisjonen av innsidehandel følger av MAR artikkel 8 nr. 1, hvor det fremgår av første og annet punktum at:

Ved anvendelse av denne forordning anses innsidehandel å foreligge når en person besitter innsideinformasjon og utnytter denne ved direkte eller indirekte å erverve eller avhende, for egen eller tredjeparts regning, finansielle instrumenter som informasjonen vedrører. Utnyttelse av innsideinformasjon ved å trekke eller endre en ordre som ble plassert før personen var i besittelse av innsideinformasjonen om det finansielle instrumentet som ordren vedrører, skal også anses som innsidehandel.

I likhet med tidligere EU-rettslige reguleringer av innsidehandelsforbudet⁴², gjør bestemmelsen i MAR artikkel 8 nr. 1 det klart at to separate minstevilkår må være oppfylt for at innsidehandel skal foreligge; vedkommende må (i) besitte innsideinformasjon vedrørende finansielle instrumenter og (ii) utnytte denne informasjonen ved å handle på en bestemt måte.

Utnyttelse av innsideinformasjonen kan skje ved «erwerb eller avhending» av et finansielt instrument, eller «ved å trekke eller endre en ordre som ble plassert før personen var i besittelse av innsideinformasjon» som gjelder slike instrumenter jf. henholdsvis artikkel 8 nr. 1 første og annet punktum.⁴³ Med dette oppstiller MAR artikkel 8 nr. 1, sammenholdt med artikkel 14 bokstav a, to type forbud mot "innsidehandlinger" knyttet til finansielle instrumenter i form av et handelsforbud og et trekkeforbud jf. henholdsvis bestemmelsens første og annet punktum.

⁴² Se MAD artikkel 2 nr. 1 og IDD artikkel 2 nr. 1.

⁴³ Se også MAR, fortalet punkt 26.

Bestemmelsen i første punktum er en videreføring av ordlyden i det tidligere innsidehandelsforbudet i MAD artikkel 2 nr. 1, mens bestemmelsens annet punktum er ny.

Med mindre det uttrykkelig gis uttrykk for noe annet i fremstillingen, vil den videre analysen av utnyttelseskriteriet gjelde i relasjon til både første og annet punktum i artikkel 8 nr. 1.

3.1.2 Skille mellom primær og sekundærinnsidere

Bestemmelsen i MAR artikkel 8 nr. 1 får anvendelse på «primærinnsidere», det vil si de personkategorier oppramset i artikkel 8 nr. 4 første ledd bokstav a) til d). Bestemmelsen gjelder også «sekundærinnsidere», men her oppstilles det i tillegg subjektive vilkår om at innsideren «vet eller burde vite» at han besitter innsideinformasjon jf. artikkel 8 nr. 4 annet ledd.

Skille mellom primær- og sekundærinnsider⁴⁴ er med Norges strafferettslige innfallsvinkel ikke gjennomført i norsk rett. Verdipapirutvalget viser til at artikkel 8 nr. 4 synes å «oppstille et objektivt ansvar overfor visse personer [primærinnsidere] med hensyn til deres viten om at de besitter innsideinformasjon».⁴⁵ Utvalget antar videre at «forordningen ikke utelukker at det kan oppstilles subjektive vilkår i tråd med nasjonalstatens rettstradisjon».⁴⁶ Norske myndigheter har derfor oppstilt som vilkår for å straffe, at også primærinnsideren har opptrådt «forsettlig eller uaktsomt» med hensyn til om han forsto informasjonens karakter jf. verdipapirhandelloven § 21-15 første ledd.

3.1.3 Sanksjonering av innsidehandel

MAR pålegger nasjonale sanksjonsmyndigheter å ilegge hensiktsmessige administrative sanksjoner og tiltak ved overtredelse av innsidehandelsforbudet jf. artikkel 14 jf. artikkel 30 nr. 1 første ledd. Norske myndigheter har valgt å opprettholde formell straff som eneste sanksjon for overtredelse av forbudet, altså et rendyrket straffespor, slik MAR artikkel 30 nr. 1 annet ledd åpner for.⁴⁷

⁴⁴ Skillet mellom primær- og sekundærinnsider synes å være trukket med bakgrunn i innsiderens profesjonalitet. Primærinnsiderkretsen omfatter personer i ledende stillinger hos utsteder, aksjonærer eller obligasjonseiere i utsteder, personer som har mottatt informasjon i kraft av deres stilling eller profesjon jf. første ledd bokstav a)-c). Primærinnsiderkretsen omfatter også personer som har tilegnet seg innsideinformasjon på grunnlag av kriminelle aktiviteter, formodentlig ut ifra tankegangen om tyven vet hva var ute etter jf. første ledd bokstav d). Sekundærinnsiderkretsen omfatter personer som ikke er omfattet av primærinnsiderkretsen jf. annet ledd.

⁴⁵ Prop.96 LS (2018-19) s. 52.

⁴⁶ Ibid. s. 52.

⁴⁷ For andre overtredelser av MAR har norske myndigheter fastsatt både formell straff og administrative sanksjoner, se verdipapirhandelloven kapittel 21; Se punkt. 2.1.

3.2 Tidligere rettstilstand; innsidehandelsforbudet i verdipapirhandelloven § 3-3

Før MAR trådte i kraft i Norge, ble forbudet mot innsidehandel regulert av den tidligere bestemmelsen⁴⁸ i verdipapirhandelloven § 3-3, som gjennomførte MAD artikkel 2 nr. 1. Bestemmelsen i første ledd forbød «tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter eller tilskyndelse til slike disposisjoner [...] av noen som har innsideinformasjon». Bestemmelsen oppstilte tilsynelatende ikke noe krav om kausalitet mellom kunnskap om innsideinformasjonen og den etterfølgende transaksjonen.⁴⁹ Etter det tidligere lovverket antok man derfor at det var tilstrekkelig at insideren hadde innsideinformasjon på transaksjonstidspunktet for å bli rammet av innsidehandelsforbudet.⁵⁰

Etter verdipapirhandelloven § 3-3 annet ledd gjaldt forbudet i første ledd kun ved «misbruk av innsideinformasjon». Dette ble forstått som en alminnelig rettsstridsreservasjon.⁵¹ Norske domstoler synes imidlertid å ha vært forsiktig med å anvende reservasjonen utenfor de oppregnede tilfellene i forarbeidene, som klart nok ikke var å anse som «misbruk».⁵²

Ordlyden i verdipapirhandelloven § 3-3 første ledd forbød kun gjennomføring av transaksjoner («tegning, kjøp, salg eller bytte») og var derfor ikke til hinder for å endre/ kansellere allerede plasserte kjøps- eller salgsordrer på bakgrunn av innsideinformasjons innhold.⁵³ Samtidig forelå det en plikt til å trekke en ordre som var plassert, dersom investoren senere mottok innsideinformasjon som tilsa at han vil tjene på å gjennomføre ordren.⁵⁴ I regelen lå det derfor en symmetri ved at investor ikke kunne velge å trekke eller la ordren stå ut fra av hva han ville profilert på (såkalt cherry picking).⁵⁵

⁴⁸ Verdipapirhandelloven ble endret ved lov nr. 41/2019.

⁴⁹ Se Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 29; Kinander (2018) s. 49.

⁵⁰ Se f.eks. LB-2017-153037-3 (Funcom) punkt 6.

⁵¹ Se f.eks. NOU 2017:14 s. 35; Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 16 og 141.

⁵² Kinander (2018) s. 55, med henvisning til Rt. 2014 s. 452.

⁵³ NOU 2017:14 s. 35-36; Merk at definisjonen av innsidehandel i MAR artikkel 8 nr. 1 uttrykkelig er endret til å også omfatte kansellering og endring av innlagte ordre jf. annet ledd. MAD var ikke klar på hvorvidt det gjaldt et slikt trekkeforbud.

⁵⁴ Dette forutsatte at ordren gikk i informasjonens retning, f.eks. ved at man fikk positiv informasjon for kursen etter at kjøpsordren var plassert se f.eks. NOU 2017:14 s. 36; Ot.prp. nr. 29 (1996-97) s. 29.

⁵⁵ Tilsvarende symmetri er opprettholdt i MAR-regelverket, men da med en motsatt regel, se punkt. 4.5.3.

4 Utnyttelseskriteriet materielle innhold

4.1 Innledning

I denne delen av oppgaven vil jeg analysere det materielle innholdet av utnyttelseskriteriet jf. MAR artikkel 8 nr. 1. I punkt 4.2 vil jeg foreta en generell tolkning av kriteriet. Deretter vil jeg i punkt 4.3 forsøke å kartlegge ulike typetilfeller som ikke utgjør «utnyttelse» av innsideinformasjon og som følgelig ikke utgjør innsidehandel. I punkt 4.4 vil jeg drøfte hvorvidt utnyttelseskriteriet oppstiller et krav om årsakssammenheng mellom kjennskap til innsideinformasjon og den etterfølgende investeringsbeslutningen informasjonen relaterer seg til. I punkt 4.5 vil jeg ta for meg spørsmål som reiser seg i forbindelse med ordreplasseringer.

4.2 En generell fortolkning av kriteriet «utnytter»

4.2.1 Ordlydens tolkningsbidrag

Hva som menes med at en person «utnytter» innsideinformasjon etter MAR artikkel 8 nr. 1 er ikke nærmere definert i forordningsteksten. Det må derfor tas utgangspunkt i den alminnelige språklige forståelsen ved fortolkningen av kriteriet.

Fordi forbudet mot innsidehandel sanksjoneres med straff, kommer legalitetsprinsippet til anvendelse.⁵⁶ Kjernen i prinsippet er at myndighetene må ha rettslig grunnlag for inngrep i borgenes rettsstilling.⁵⁷ Prinsippet får betydning for lovtolkningen, ettersom det begrenser hvor fritt rettsanvenderen kan stå i relasjon til ordlyden.⁵⁸

Selve ordlyden av «utnytter» (engelsk: «uses») tilsier at vedkommende bruker innsideinformasjonen til å oppnå en fordel på bekostning av andre aktører. Ordlyden gir føringer på at MAR artikkel 8 nr. 1 ikke kan tolkes på en slik måte at enhver person som besitter innsideinformasjon og som foretar en transaksjon i verdipapirer som informasjonen knytter seg til, automatisk vil omfattes av bestemmelsen. Det er følgelig nærliggende å tolke

⁵⁶ Det strafferettslige legalitetsprinsipp er bl.a. nedfelt i Grunnloven § 96 første ledd, EMK artikkel 7 og FNs konvensjon om politiske og sivile rettigheter (ICCPR) artikkel 15.

⁵⁷ Se f.eks. Nygaard (2017) s. 63; Spørsmålet om hvorvidt MAR artikkel 8 nr. 1 er i overensstemmelse med legalitetsprinsippetets klarhetskrav er nærmere behandlet under punkt. 5.6.1.

⁵⁸ Se f.eks. *Coëme and others v Belgium [J]* 2000, no. 2492/96, 32547/96, 32548/96, 33209/96 and 33210/96) avsnitt 145; Se også Nygaard (2017) s. 240-241.

MAR artikkel 8 nr. 1 dithen at bestemmelsen kun rammer misbrukstilfeller, slik at innsidehandelsforbudet må leses med en rettstridsreservasjon.⁵⁹ Dette innebærer at lovgiver uttrykkelig har satt som vilkår at det ikke er meningen å ramme enhver handling som objektivt sett kan omfattes av ordlyden; det kreves i tillegg at disposisjonen er rettsstridig. Hvorvidt en handling er rettsstridig beror normalt på en avveining mellom de hensyn bestemmelsen skal verne og andre hensyn som det er grunn til å beskytte, dersom ikke bestemmelsen gir nærmere veiledning på dette spørsmålet.⁶⁰ Dette tyder på at utnyttelseskriteriet er en henvisning til en vurdering av hvorvidt den aktuelle investeringsbeslutning strider imot de interesser MAR artikkel 8 verner.

Det har også blitt tatt til orde for at formuleringen «utnytter» er en henvisning til et minstekrav om at den aktuelle investeringsbeslutningen må ha vært motivert av innsideinformasjonens innhold. Denne problemstillingen vil særskilt behandles under punkt 4.4.

4.2.2 Tolkningsbidrag fra fortalen

Det er nærmere omtalt i fortalen til MAR hva som er å anse som innsidehandel.⁶¹ Det avgjørende kjennetegnet ved innsidehandel er ifølge fortalen, punkt 23 første punktum, at det «oppnås en uberettiget fordel av innsideinformasjon, til ulempe for tredjeparter som ikke vet om denne informasjonen». Fortalen går ikke nærmere inn på hva som menes med «uberettiget fordel» (engelsk: «unfair advantage»), men ordlyden indikerer at gjerningspersonen oppnår et gode gjennom et misbruk. I teorien har termen blitt forstått som at det ikke er nødvendig å konstatere at den påståtte innsider har oppnådd en økonomisk fordel, det avgjørende er om et misbruk kan konstateres.⁶²

Av fortalens punktum 24 tredje punktum går det videre frem at «[s]pørsmålet om hvorvidt en person har overtrådt forbudet mot innsidehandel [...], bør vurderes på bakgrunn av [MARs] formål, som er å verne finansmarkedenes integritet og styrke investorenes tillit, noe som igjen er avhengig av forsikring om at investorene skal likebehandles og beskyttes mot misbruk av innsideinformasjon.». Det er også nærliggende å tolke dette sitatet dithen at det kun er misbruk av innsideinformasjon som er ment å omfattes av innsidehandelsforbudet.

⁵⁹ Se f.eks. NOU 2017: 14 s. 36; Finanstilsynet (2016) s. 1.

⁶⁰ Gröning, Husabø og Jacobsen (2016) s. 150-153.

⁶¹ Fortalen reflekterer her prinsipper reflektert i EU-domstolens avgjørelse i *Spector Photo [C5] C-45/08*.

⁶² Se f.eks. Lau Hansen (2017) s. 227.

Det kan ofte være vanskelig å påvise innsidehandel. Dette kan skyldes at det ikke direkte er iakttagbart hvem som besitter innsideinformasjon og transaksjonen vil i det ytre kunne fremtre som enhver annen handel.⁶³ I de tilfeller hvor besittelse faktisk kan påvises, vil myndighetenes bevisbyrde bli enda vanskeligere dersom de i tillegg måtte påvise et misbruk av innsideinformasjonen. For å sikre «finansmarkedenes integritet og investorens tillit» slik fortalen krever⁶⁴, kan det argumenteres for at utnyttelseskriteriet burde gis et større nedslagsfelt enn det ordlyden isolert sett gir uttrykk for. Et argument som taler mot å gi utnyttelseskriteriet et slikt innhold, er det faktum at EU-lovgiver har oppstilt strenge bevisregler i MARs fortale punkt 24 og 25, som tar sikte på å ivareta innsidehandelsforbudets effektivitet. Fortalen oppstiller en presumsjon for at den som er i besittelse av innsideinformasjon og som gjennomfører en investeringsbeslutning informasjonen knytter seg til, «utnytter» informasjonen. Presumsjonens nærmere innhold vil bli gjort rede for under kapittel 5 om den prosessuelle siden av utnyttelseskriteriet.

4.2.3 Tolkningsbidrag gjennom praksis fra EU-domstolen

Det finnes hittil ingen avgjørelser fra EU-domstolen, EFTA-domstolen eller nasjonale domstoler som direkte tar for seg innsidehandelsforbudet etter MAR artikkel 8 nr. 1. Det finnes imidlertid noen relevante avgjørelser fra EU-domstolen som behandler forbudet etter tidligere regelverk, og som vil gjennomgå i det følgende.

*Georgakis*⁶⁵

I *Georgakis*-avgjørelsen fra 2007, ble det avklart at det å besitte innsideinformasjon ikke i seg selv er tilstrekkelig for å konstatere innsidehandel under IDD. Saken gjaldt et tilfelle der flere familiemedlemmer handlet aksjer med hverandre for å styrke kursen til aksjer de selv eide. Ett av hovedspørsmålene for EU-domstolen var om transaksjoner som gjøres mellom to parter i besittelse av samme innsideinformasjon utgjør innsidehandel⁶⁶ etter den daværende regulering i IDD artikkel 2 nr. 1.

⁶³ Se f.eks. Sæbø (1995) s. 9.

⁶⁴ Se MAR, fortalen punkt 24 tredje punktum.

⁶⁵ *Georgakis* [C3] C-391/04.

⁶⁶ Innsidehandelsforbudet etter IDD artikkel 2 nr. 1 omfattet personer som «possesses inside information» og som har «taken advantage of that information with full knowledge of the facts».

Domstolen uttalte at formålet med forbudet mot innsidehandel er «to ensure equality between the contracting parties».⁶⁷ Fordi partene var i besittelse av den samme informasjonen, argumenterte domstolen med at ingen av partene var «in a position to derive an advantage over the others».⁶⁸ Fordi ingen av partene hadde oppnådd en fordel på bekostning av den andre, konkluderte EU-domstolen med at ingen av partene i saken begikk innsidehandel.⁶⁹

I juridisk teori har avgjørelsen blitt tolket dit hen at der kjøper og selger er i besittelse av samme innsideinformasjon, har ingen av partene begått innsidehandel.⁷⁰ *Georgakis* ble benyttet som rettskilde ved fortolkningen av innsidehandelsforbudet i MAD i den senere avgitte *Spector Photo*-avgjørelsen⁷¹, og det er derfor grunn til å tro at avgjørelsen også vil ha overføringsverdi ved fortolkningen av innsidehandelsforbudet etter MAR.

Spector Photo⁷²

Spector Photo fra 2009, gjaldt et selskap som hadde kjøpt tilbake egne aksjer for utdeling i forbindelse med et aksjeprogram for ansatte, samtidig som de planla oppkjøp og offentliggjøring av finansielle tall. Et av hovedspørsmålene for domstolen var om selskapet hadde «used» innsideinformasjonen jf. MAD artikkel 2 nr. 1, tilsvarende formuleringen «utnytter» i MAR artikkel 8 nr. 1.

På bakgrunn av effektivitetshensyn inntok Generaladvokaten⁷³ en nokså restriktiv holdning til «use»-kriteriet i sitt forslag til avgjørelse i saken. Generaladvokaten uttalte at MAD artikkel 8 nr. 1 «is [...] to be interpreted in principle as meaning that acting in full knowledge of inside information constitutes ‘use’ for the purposes of that provision».⁷⁴ Generaladvokaten synes derfor å legge til grunn at kriteriet mer eller mindre tar utgangspunkt i en ren besittelseslære.

EU-domstolen delte Generaladvokatens syn på at ivaretagelse av formålet til MAD krevde effektiv håndhevelse av innsidehandel.⁷⁵ Domstolen var imidlertid av den oppfatning at generaladvokatens forståelse i praksis kunne medføre en risiko for å utvide omfanget av

⁶⁷ *Georgakis* [C3] C-391/04, avsnitt 38.

⁶⁸ *Ibid.* avsnitt 39.

⁶⁹ *Ibid.* avsnitt 45.

⁷⁰ Se f.eks. Lau Hansen (2017) s. 227; Se også Bergan (2016) s. 177-178.

⁷¹ *Spector Photo* [C5] C-45/08, avsnitt 48.

⁷² *Spector Photo* [C5] C-45/08.

⁷³ Generaladvokatens forslag til avgjørelse i sak C-45/08.

⁷⁴ *Ibid.* avsnitt 61.

⁷⁵ *Spector Photo* [C5] C-45/08, avsnitt 37.

forbudet utover det som var hensiktsmessig og nødvendig for å oppnå direktivets formål.⁷⁶ Domstolen understrekte at det var «necessary to distinguish ‘uses of inside information’ which are capable of infringing [the interests protected by that directive] from those which are not»⁷⁷ og at «[o]nly usage which goes against [the purpose of the directive] constitutes prohibited insider dealing.»⁷⁸

EU-domstolen slo fast i *Spector Photo* at det kreves et «misuse» for å rammes av innsidehandelsforbudet etter MAD.⁷⁹ For å ivareta effektiviteten til forbudet, utledet domstolen samtidig en presumsjon for at innsideinformasjonen er «used» dersom en primærinnsider er i besittelse av innsideinformasjon og foretar en etterfølgende transaksjon informasjonen relaterer seg til.⁸⁰ Fordi fortalen⁸¹ til MAR langt på vei kodifiserer prinsippene i *Spector Photo*, må det antas at avgjørelsen har stor rettskildemessig vekt ved fortolkningen av forbudet mot innsidehandel etter MAR artikkel 8 nr. 1.⁸² Avgjørelsen er også av relevans for den prosessuelle siden av utnyttelseskriteriet, og jeg vil derfor foreta en grundigere analyse av denne i punkt 5.3.

4.2.4 Legitim adferd jf. MAR artikkel 9

For å fastlegge det materielle innholdet av utnyttelseskriteiret, vil det være hensiktsmessig å se hen til hvilke typetilfeller EU-lovgiver uttrykkelig har bestemt at ikke skal rammes av forbudet mot innsidehandel. I MAR artikkel 9 er det beskrevet en rekke typetilfeller som, i alle fall som et utgangspunkt, utgjør legitim adferd og som derfor ikke skal anses som utnyttelse av innsideinformasjon etter MAR artikkel 8 nr. 1. Artikkelen er ny i forhold til MAD, men gjengir til dels typetilfeller som var omtalt i MADs fortale og *Spector Photo*.⁸³

Begrunnelsen for at typetilfellene i MAR artikkel 9 ikke rammes av innsidehandelsforbudet, er at disposisjonene forfølger legitime interesser som ikke vil komme i konflikt med interessene MAR beskytter. Dette tydeliggjøres av artikkel 9 nr. 6, hvor det heter at det «[u]ten hensyn til nr. 1 – nr. 5 i denne artikkel kan en overtredelse av forbudet mot innsidehandel i artikkel 14

⁷⁶ Ibid. avsnitt 46.

⁷⁷ Ibid. avsnitt 46.

⁷⁸ Ibid. avsnitt 61.

⁷⁹ Ibid. avsnitt 61 og 62.

⁸⁰ Ibid. avsnitt 62.

⁸¹ Se MAR, fortalen punkt 23, 24 og 25.

⁸² Se f.eks. Prop.96 LS (2018-2019) s. 49-50; Lau Hansen (2017) s. 226.

⁸³ Prop.96 LS (2018-2019) s. 50.

likevel anses å ha funnet sted dersom myndighetene godtgjør at var en ikke-legitim grunn til handelsordrene, transaksjonene eller adferden.»⁸⁴

Typetilfellene beskrevet i artikkel 9 nr. 1 – nr. 4 omfatter typisk personer som i kraft av sin stilling eller posisjon har tilgang til innsideinformasjon. Eksempelvis vil en prisstiller eller en sentral motpart som besitter innsideinformasjon og som gjennomfører en handel på en «legitim måte som et ledd i den normale utøvelsen av vedkommendes funksjon», ikke ha utnyttet innsideinformasjonen jf. ifølge MAR artikkel 9 nr. 2. Begrunnelsen er at innsideinformasjonen ikke vil ha innvirket på transaksjonsbeslutningen, ettersom beslutningen forutsetningsvis fattes av oppdragsgiver, som ikke har kjennskap til innsideinformasjon.⁸⁵ Ifølge artikkel 9 nr. 5 utgjør heller ikke innsideinformasjonen relatert til egne investeringsbeslutninger «utnyttelse».

Bestemmelsene i MAR artikkel 9 tydeliggjør at ikke enhver person som er i besittelse av innsideinformasjon og som foretar en etterfølgende disposisjon som informasjonen knytter seg til, automatisk vil omfattes av innsidehandelsforbudet. Bestemmelsen sier ingenting om hvorvidt den utgjør en uttømmende regulering av adferd og disposisjoner som ikke utgjør «utnyttelse» etter artikkel 8 nr. 1. Systembetragtninger kan derfor støtte opp under at disposisjoner som ikke er oppramset i MAR artikkel 9, men som på tilsvarende måte forfølger legitime formål, ikke burde rammes av innsidehandelsforbudet.

4.2.5 Delkonklusjon

Basert på de tilgjengelige rettskildene, legges det til grunn at ikke enhver person som er i besittelse av innsideinformasjon og som foretar en etterfølgende disposisjon som informasjonen knytter seg til, automatisk vil omfattes av innsidehandelsforbudet i MAR artikkel 8 nr. 1. Det må i tillegg foretas en vurdering av om den aktuelle investeringsbeslutningen strider imot formålet til MAR. Det må med andre ord konstateres et misbruk. MAR artikkel 8 nr. 1 må derfor trolig leses med en rettstridsreservasjon som følge av formuleringen «utnytter».

4.3 Andre typetilfeller som ikke utgjør «utnyttelse»

⁸⁴ Det kan reises spørsmål om hvorvidt sikkerhetsventilen i MAR artikkel 9 nr. 6 har selvstendig betydning ved siden av typetilfellene oppregnet nr. 1-5.

⁸⁵ Begrunnelsen er at innsideinformasjonen ikke vil ha innvirket på transaksjonsbeslutningen, ettersom beslutningen forutsetningsvis fattes av oppdragsgiver, som ikke har kjennskap til innsideinformasjon jf. Sæbø (1995) s. 131.

4.3.1 Innledning

I forrige del av oppgaven fortok jeg en generell fortolkning av utnyttelseskriteriet i MAR artikkel 8 nr. 1. I denne delen av oppgaven vil jeg forsøke å identifisere typetilfeller, utover de tilfeller som anses som legitim adferd etter MAR artikkel 9, som, i alle fall som et utgangspunkt, ikke vil utgjøre «utnyttelse». Situasjoner hvor ordren ble plassert før innsideren kom i besittelse av innsideinformasjonen, vil behandles særskilt under punkt 4.5.

Utover de typesituasjoner som er opplistet i MAR artikkel 9, gir ikke EU-lovgiver noen konkrete eksempler på situasjoner som ikke er å anse som «utnyttelse» etter MAR artikkel 8 nr. 1. Det må derfor ses hen til øvrige rettskilder ved kartlegging av slike mulige typetilfeller. I denne sammenheng, vil det trolig være relevant å se hen til nasjonale rettskilder knyttet til misbrukskriteriet i den tidligere reguleringen i verdipapirhandelloven § 3-3 annet ledd. Bakgrunnen er at misbrukskriteriet i det vesentlige antas å ha det samme realitetsinnhold som utnyttelseskriteriet i MAR og derfor må antas å ramme de samme handlingene.⁸⁶

4.3.2 Kjøp/ salg der partene har samme innsideinformasjon

Det var tidligere antatt i norsk rett at misbruk ikke forelå «dersom vedkommende med innsideinformasjon fullt ut informerer motparten eller forsikrer seg om at motparten er informert».⁸⁷ Forarbeidsuttalelsene ble forstått dit hen at det ikke forelå innsidehandel der begge partene var kjent med innsideinformasjonens innhold. Typisk vil dette være situasjonen hvor to styremedlemmer som sitter på samme informasjon velger å inngå en handel hvor denne informasjonen er relevant.

At slik handel ikke utgjør «utnyttelse» etter MAR artikkel 8 nr. 1 har støtte i den nevnte *Georgakis*-avgjørelsen⁸⁸, hvor EU-domstolen i et tilfelle slo fast at det ikke foreligger innsidehandel dersom begge partene er i besittelse av innsideinformasjon. Sæbø forklarer dette med at «[u]avhengig av om partene evaluerer informasjonen likt, vil partenes enighet om handelen på omforente vilkår måtte betraktes som et risikoavveiet, informert forhandlingsresultat og intet et «misbruk» av innsideinformasjon.»⁸⁹ Sagt på en annen måte kan partene ha ulike vurderinger og behov; kjøpende part vil kanskje mene at innsideinformasjonen er et sterkt kjøpsignal, men den selgende part har et akutt pengebehov

⁸⁶ Prop.96 LS (2018–2019) s. 55-56; Se også LB-2018-26726 punkt 4.5.

⁸⁷ Se f.eks. Ot.prp. nr. 72 (1990-1991) s. 31; NOU 1996:2 s. 61.

⁸⁸ *Georgakis* [C3] C-391/04, avsnitt 45.

⁸⁹ Sæbø (1995) s. 133.

og tviler på at begivenheten som innsideinformasjonen knytter seg til vil materialisere seg. Fordi ingen av partene vil oppnå en uberettiget fordel eller gjøre skade på de interesser MAR verner om, legges det til grunn at parter i besittelse av samme innsideinformasjon på transaksjonstidspunktet som hovedregel ikke «utnytter» innsideinformasjonen etter MAR artikkel 8 nr. 1.

4.3.3 Handel som gjennomføres «motstrøms»

Det å kansellere eller endre en plassert kjøps- eller salgsordre, dersom innsideinformasjonen vedkommende har mottatt er henholdsvis positiv eller negativ for det relevante finansielle instrument, har tradisjonelt ikke blitt ansett som misbruk etter norsk rett.⁹⁰ I innsidehandelsteorien omtales dette gjerne som at handelen gjennomføres «motstrøms».

Verdipapirutvalget legger til grunn at rettstridsreservasjonen i MAR artikkel 8 nr. 1 også må innebærer at «en investor som besitter informasjon som er positiv for kursen, kan trekke kjøpsordre, og at en investor som besitter negativ informasjon, kan trekke salgsordre».⁹¹ En slik forståelse synes rimelig, ettersom den aktuelle endringen/ kanselleringen vil være til ulempe for investoren selv, og slik sett ikke skader investortillitten.⁹² På bakgrunn av denne forståelsen har følgende scenarioer og løsninger blitt oppstilt i juridisk teori:⁹³

Type handling	Type innsideinformasjon	Reguleringen i MAR
Lagt inn kjøpsordre	Får positive nyheter om utsteder	Må kunne trekke ettersom det vil være til ugunst for investoren
Lagt inn kjøpsordre	Får negative nyheter om utsteder	Kan ikke trekke
Lagt inn salgsordre	Får positive nyheter om utsteder	Kan ikke trekke
Lagt inn salgsordre	Får negative nyheter om utsteder	Må kunne trekke ettersom det vil være til ugunst for investoren

⁹⁰ Se f.eks. Ot.prp. nr. 72 (1990–91) s. 30; NOU 2017: 14 s. 37.

⁹¹ Prop.96 LS (2018–2019) s. 52.

⁹² Sæbø (1995) s. 131.

⁹³ Bergan (2017) s. 31.

En annen beslektet situasjon, er der en person besitter innsideinformasjon som tilsier at kursen vil gå opp eller ned i fremtiden, men velger henholdsvis å selge eller kjøpe til gjeldende markedspris. I teorien har det blitt tatt til orde for at heller ikke slike disposisjoner utgjør innsidehandel, ettersom de ikke kan påvirke investortillitten negativt.⁹⁴ Fordi investoren ikke vil oppnå en uberettiget fordel⁹⁵, er det vanskelig å se at slike transaksjoner vil innebære en «utnyttelse» og dermed rammes av MAR artikkel 8 nr. 1 første punktum.

Det kan videre reises spørsmål om hvordan man skal håndtere situasjoner der en person besitter innsideinformasjon, men hvor det er umulig eller vanskelig å vite hvilken retning informasjonen er egnet til å påvirke kursen. Spørsmålet er hittil lite omtalt i rettskildene.⁹⁶ I teorien er det med henvisning til EU-domstolens avgjørelse *Lafonta*⁹⁷, blitt tatt til orde for at slik "nøytral" innsideinformasjon bør likestilles med innsideinformasjon som er gunstig for den aktuelle investoren.⁹⁸ Basert på den generelle fortolkningen av utnyttelseskriteriet⁹⁹, er jeg av den oppfatning at spørsmålet må bero på en konkret vurdering det enkelte tilfellet.

4.4 Oppstiller utnyttelseskriteriet et årsakskrav?

Et særspørsmål som gjør seg gjeldende ved tolkningen av MAR artikkel 8 nr. 1, og som har vært gjenstand for stor oppmerksomhet i teorien, er hvorvidt utnyttelseskriteriet oppstiller krav om årsakssammenheng.¹⁰⁰ Dette spørsmålet vil være tema i det følgende. Et krav om årsakssammenheng skal forstås som at investoren ikke ville handlet til samme kurs/tidspunkt dersom han ikke hadde vært kjent med innsideinformasjonen.¹⁰¹

Ordlyden til «utnytter» (engelsk: «uses») indikerer at den aktuelle investeringsbeslutningen må ha vært motivert av innsideinformasjonens innhold for å omfattes av forbudet mot innsidehandel, selv om dette ikke uttales uttrykkelig. Formålsbetraktninger støtter opp under en slik forståelse. I de tilfeller der en person er kjent med innsideinformasjonens innhold, men ikke

⁹⁴ Lau Hansen (2017) s. 228

⁹⁵ Se MAR, fortalen punkt 23.

⁹⁶ Prop.96 LS (2018–2019) s. 53; Se også Bergan (2017) s. 33.

⁹⁷ *Lafonta* [C5] C-628/13. EU-domstolen slo her fast opplysninger som ikke er mulig å vite om er positive eller negative for kursen, også omfattes av definisjonen til «inside information» etter MAD artikkel 1 nr. 1.

⁹⁸ Bergan (2017) s. 34-35.

⁹⁹ Se punkt. 4.2.

¹⁰⁰ Se f.eks. Gerner-Beuerle (2019) s. 696; Klöhn (2010) s. 351-353; Kinander (2019) s. 1. Bergo (2019) s. 461.

¹⁰¹ I norsk rett er den alminnelige oppfatningen at årsakskravet tar utgangspunkt i den såkalte betingelsesteorien jf. f.eks. Gröning, Husabø og Jacobsen (2016) s. 166-167. Også i de fleste andre land danner betingelsesteorien (*conditio sine qua non*-doktrinen) utgangspunktet for vurderingen av årsakssammenheng jf. bl.a. Hagstrøm og Stenvik (2019) s. 391.

er motivert av denne på handlingstidspunktet, kan vedkommendes handlinger vanskelig sies å undergrave investortilliten og markedsintegriteten. Årsaken er at investoren neppe vil oppnå en uberettiget fordel i forhold til tredjeparter som var ukjent med informasjonen, dersom personen ville gjennomført investeringsbeslutningen uavhengig av innsideinformasjonens innhold.¹⁰² Det synes derfor rimelig at innsidehandelsforbudet oppstiller et krav om årsakssammenheng mellom innsideinformasjonen og handlingen. En analyse av typetilfellene i artikkel 9 om legitim adferd støtter opp under en slik forståelse, ettersom disse har til felles at innsideinformasjonen ikke vil ha innvirkning på transaksjonsbeslutningen.¹⁰³

Selv om ordlyds- og formålsbetraktninger taler for at innsidehandelsforbudet oppstiller et årsakskrav, har det tradisjonelt foreligget en skepsis mot å oppstille et slikt krav. Dette synspunktet kan ha bakgrunn i at det ville blitt svært utfordrerne å sanksjonere og forebygge innsidehandel dersom påtalemyndighetene måtte påvise årsakssammenheng.¹⁰⁴ Årsaken er at det normalt er svært vanskelig for påtalemyndighetene å bevise utover enhver rimelig tvil, at gjerningspersonen var motivert av informasjonen. Eksempelvis vil en investor kunne anføre at han utelukkende baserte sin investeringsbeslutning på offentlig tilgjengelig informasjon, for eksempel i en investeringsanalyse, og ikke som følge av at han var kjent med innsideinformasjonens innhold. Problematikken kom på spissen under IDD-regime. Som følge av formuleringen «with full knowledge of the facts» i IDD artikkel 2 nr. 1, oppstilte flere av EUs medlemsland et krav om et mentalt element knyttet til innsiderens handlinger. Kravet ble forstått som at påtalemyndigheten både måtte påvise at innsideren (i) hadde dratt nytte av innsideinformasjonen, og at (ii) dette ble gjort med full forståelse av de faktiske forholdene informasjonen vedrører. Dette medførte at det ble det svært vanskelig for de respektive medlemslandenes sanksjonsmyndigheter å håndheve innsidehandelsreglene effektivt. For å sikre effektiv sanksjonering og forebygging av innsidehandel, kan det derfor argumenteres for at det ikke burde gjelde et krav om mental årsakssammenheng.

I sitt forslag til avgjørelse i *Spector Photo*, framholdt Generaladvokaten at «use»-kriteriet i MAD artikkel 2 nr. 1 ikke oppstilte årsakskrav.¹⁰⁵ Dette ble begrunnet med at: «[i]f it were required that the inside information had such a demonstrably causal influence on the action, this would not be consistent with the clearly expressed intention of the Community legislature

¹⁰² Gerner-Beuerle (2019) s. 696; Klöhn (2010) s. 360-361.

¹⁰³ Se punkt. 4.2.4.

¹⁰⁴ Se f.eks. Bergo (2019) s. 462; Sæbø (1995) s. 137.

¹⁰⁵ General advokatens forslag til avgjørelse i sak C-45/08, avsnitt 59.

to refrain from employing subjective elements.».¹⁰⁶ Generaladvokaten var samtidig klar på at forbudet ikke omfattet «situations where it is impossible for the knowledge of inside information to influence the action».¹⁰⁷ Det kan derfor argumenteres for at Generaladvokaten synes å legge til grunn et svært snevert årsakskrav.¹⁰⁸

EU-domstolen har ikke direkte gitt uttrykk for at innsidehandelsforbudet oppstiller et krav om årsakssammenheng. Den omtalte utnyttelsespresumsjonen, etablert av domstolen i *Spector Photo* og senere kodifisert i fortalen til MAR¹⁰⁹, kan imidlertid tas til inntekt for at et slikt krav vil være forenelig med effektiv håndheving av innsidehandelsforbudet. En slik presumsjon vil i praksis innebære at årsakssammenheng presumeres der vedkommende er i besittelse av innsideinformasjon. Presumsjonen er av en ren prosessuell karakter, men avhjelper langt på vei den bevisproblemstikken som tradisjonelt har vært knyttet til det å påvise kausalitet mellom kunnskap om innsideinformasjon og innsidehandlingen.

Norske forarbeidsuttalelser gitt i forbindelse med gjennomføringen av MAR, omtaler ikke direkte spørsmålet om hvorvidt innsidehandelsforbudet oppstiller et krav om årsakssammenheng. Ved implementeringen av MAD i 2004, ga Økokrim i sin høringsuttalelse uttrykk for at ordlyden i artikkel 2 nr. 1 «umiddelbart kan synes å indikere krav om årsakssammenheng jf. «using that information», men dette fremstår iallfall ikke som særlig klart».¹¹⁰ Finansdepartementet så imidlertid bort fra Økokrims uttalelse og la til grunn at det ikke kunne utledes et årsakskrav av innsidehandelsforbudet etter MAD. Departementet begrunnet dette med at EU-retten ikke var klar nok angående spørsmålet.¹¹¹ Kriteriet ble av derfor heller forstått som en henvisning til at den påståtte innsider må ha vært klar over, eller burde vært klar over, at informasjonen i hans eller hennes besittelse var innsideinformasjon.¹¹²

Årsakskravet har også vært gjenstand for diskusjon i den akademiske litteraturen. Kinander og Gerner-Beuerle av den oppfatning at det gjelder et krav om årsakssammenheng mellom innsideinformasjonen og transaksjonen for å rammes av innsidehandelsforbudet.¹¹³ De mener riktignok at medlemslandenes sanksjonsmyndigheter ikke må påvise denne

¹⁰⁶ Ibid. avsnitt 60.

¹⁰⁷ Ibid. avsnitt 62.

¹⁰⁸ Gerner-Beuerle (2019) s. 696: omtalt av Gerner-Beuerle som «a narrow version of a causality test».

¹⁰⁹ MAR, fortalen punkt 24 og 25.

¹¹⁰ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 26.

¹¹¹ Ibid. s. 29; Se også Kinander (2018) s. 52-33.

¹¹² Under MAD-regime var uansett synet at det ikke var noe i veien for å operere med en strengere forbudsregler jf. f.eks. Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 26.

¹¹³ Kinander (2018) s. 52; Gerner-Beuerle (2019) s. 696.

årsakssammenhengen, ettersom dette vil presumeres som følge av utnyttelsespresumsjonen utledet av *Spector Photo*. Kinander peker på at dette utgjør «en slags mellomløsning mellom det (for) høye kravet i IDD-regelverket og en ren besittelseslære».¹¹⁴ Også Knut Bergo og Magnus Schmaucher enige i at innsidehandelsforbudet oppstiller et krav om at innsideren må ha vært motivert av innsideinformasjonen for å rammes.¹¹⁵

Etter en gjennomgang av rettskildene, med særlig vekt på ordlyds- og formålsbetraktninger, er det nærliggende å tro at utnyttelseskriteiret i MAR artikkel 8 nr. 1 oppstiller et mentalt årsakskrav. For å ivareta innsidehandelsforbudets effektivitet, og som følge av utnyttelsespresumsjonen omtalt i MARs fortale, er det likevel ikke påkrevd at medlemslandenes sanksjonsmyndighetene må påvise slik årsakssammenheng mellom innsideinformasjonen og investeringsbeslutningen. Årsakssammenheng presumeres der vedkommende er i besittelse av innsideinformasjon.

Som fastslått i punkt 4.2 forutsetter utnyttelseskriteriet at den aktuelle disposisjonen strider imot formålet til MAR. Med dette kan det ikke legges til grunn at alle disposisjoner motivert av innsideinformasjonen automatisk er å anse som «utnyttelse» av informasjonen. Et eksempel på dette er handel mellom en kjøper og selger som har samme nivå av innsideinformasjon, slik beskrevet i punkt. 4.3.2. Selv om handelen vil være motivert av innsideinformasjonens innhold fra en eller begge parter, vil det trolig ikke foreligge en utnyttelsessituasjon. På bakgrunn av det overnevnte legges det til grunn at årsakskravet er en nødvendig, men ikke tilstrekkelig, betingelse for å konstatere «utnyttelse» etter MAR artikkel 8 nr. 1.

4.5 Særlig om ordreplasseringer

4.5.1 Innledning

En særlig problemstilling ved tolkningen av MAR artikkel 8 nr. 1, er hvordan forbudet mot innsidehandel skal praktiseres i situasjoner der en person har plassert en ordre, og deretter får innsideinformasjon før ordren er utført.¹¹⁶ Med dette oppstår spørsmålet om hva som menes med «ordreplassering». Problematikken vil behandles i det følgende.

¹¹⁴ Kinander (2018) s. 52.

¹¹⁵ Bergo (2019) s. 461-462; Schmauch (2018) s. 99.

¹¹⁶ <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2021/veiledning-om-forbudet-mot-innsidehandel-i-markedsmisbruksforordningen-ved-handtering-av/>.

4.5.2 Gjennomføring av ordre etter mottak av innsideinformasjon

Av MARs fortale, punkt 25, første punktum heter det at «[o]rdrer plassert før en person var i besittelse av innsideinformasjon, bør ikke anses som innsidehandel.». Med henvisning til fortalens punkt 25 første punktum, kan det reises spørsmål om transaksjoner inngått med innsideinformasjon, i tilfeller hvor ordren ble plassert uten innsideinformasjon, utgjør «utnyttelse» av innsideinformasjonen etter MAR artikkel 8 nr. 1.

Selve forordningsteksten omtaler ikke spørsmålet direkte. Ordlydens formulering «bør» i fortalepunkt 25, indikerer at ordre innlagt før man var i besittelse av innsideinformasjon i utgangspunktet ikke skal anses som «utnyttelse» av innsideinformasjonen. Samtidig er ikke fortalen klar på hvorvidt det kan utelukkes at hovedregelen i MAR artikkel 8 nr. 1 første punktum etter omstendighetene også vil kunne ramme transaksjoner inngått med innsideinformasjon, i tilfeller hvor ordren forut for transaksjonen ble lagt inn uten innsideinformasjon.

Dersom en ordre er plassert før insider besitter innsideinformasjonen vil handelen, i alle fall som et utgangspunkt, ikke være motivert av innsideinformasjonen. Dette grunner i at vedkommende på tidspunktet for ordreplasseringen ikke var kjent med innsideinformasjonens innhold. Sæbø argumenterer med at den påståtte insider i et slikt tilfelle ikke kan endre partenes rettigheter eller plikter ved å gjennomføre ordren, og at det derfor ikke foreligger et markedsmisbrukspotensial ved et slikt tilfelle.¹¹⁷

Det finnes meg bekjent ingen EU-rettslige kilder som direkte omtaler spørsmålet, men en del veiledning finnes i norske forarbeidsuttalelser. Verdipapirutvalget i NOU 2017:14 tolker fortalen til MAR dithen at det er utelukket at den etterfølgende transaksjonen som gjennomfører ordren kan være å anse som «utnyttelse» av innsideinformasjonen.¹¹⁸ Utvalget legger til grunn at artikkel 8 nr. 1 annet punktum ikke kan tolkes som et tillegg til første punktum, men snarere som en uttømmende regulering av innsidehandel ved forutgående plassering av innsidehandelsforbudet.

Økokrim er av en annen oppfatning, og mener at reglen i artikkel 8 nr. 1 første punktum etter omstendighetene, også vil kunne ramme transaksjoner som er inngått med innsideinformasjon i de tilfeller hvor ordren forut for transaksjonen ble lagt inn uten innsideinformasjon.¹¹⁹ Også

¹¹⁷ Sæbø (1995) s. 181.

¹¹⁸ NOU 2017:14 s. 36; Se også Prop.96 LS (2018-2019) s. 57.

¹¹⁹ Prop.96 LS (2018-2019) s. 57.

for slike transaksjoner skal det ifølge Økokrim, gjøres en konkret vurdering etter artikkel 8 nr. 1 første punktum av om innsideinformasjonen «utnyttes» ved å la transaksjonen gjennomføres. Finansdepartementet understreker at effektivitets- og omgåelsesbetraktninger, vil kunne slå ut betydelig ulikt ved ulike former for ordrer og plasseringer, typer finansielle instrumenter og kombinasjoner av slike.¹²⁰ På denne bakgrunn tar også departementet avstand fra en så absolutt regel som utvalget legger opp til, men gir ellers lite veiledning på spørsmålet.

Finanstilsynet gir i sin veiledning¹²¹ uttrykk for at det i normalsituasjonene ikke vil være tale om «utnyttelse» av innsideinformasjon ved å erverve eller avhende et finansielt instrument der transaksjonen er kommet i stand som følge av en ordre plassert før investoren er kommet i besittelse av innsideinformasjonen.¹²² Samtidig utelukker ikke tilsynet at det under spesielle omstendigheter kan forekomme handelstransaksjoner som på bakgrunn av de bærende formålene, likevel kan sies å innebære en «utnyttelse» av innsideinformasjon i strid med forbudet mot innsidehandel, men uten å komme med noen konkrete eksempler.¹²³

Dersom det mentale årsakskravet legges til grunn¹²⁴, er det vanskelig å se hvordan innsideinformasjonen kan ha blitt «utnyttet» etter MAR artikkel 8 nr. 1 første punktum i tilfeller der vedkommende har kommet i besittelse av innsideinformasjonen etter ordren er plassert. Fordi det kan være vanskelig å anskue alle mulig tilfeller, kan det være hensiktsmessig å ha en sikkerhetsventil, slik Økokrim og Finanstilsynet legger opp til.¹²⁵

4.5.3 Trekke/ kansellere ordre etter mottak innsideinformasjon

Det å trekke eller endre en ordre, der man har kommet i besittelse av innsideinformasjonen etter ordreinnleggelsen, kan etter omstendighetene utgjøre «utnyttelse» av innsideinformasjonen jf. MAR artikkel 8 nr. 1 annet punktum.¹²⁶ Ordlyden er ny i forhold til det tidligere innsidehandelsforbudet i MAD.¹²⁷

Regelen må sees i sammenheng med utgangspunktet om at en ordre kan gjennomføres dersom den ble plassert før man fikk innsideinformasjon. Dersom innsideregulverket ikke også hadde

¹²⁰ Ibid. s. 57.

¹²¹ Finanstilsynet (2021).

¹²² Ibid. s. 3.

¹²³ Ibid. s. 4-5.

¹²⁴ Se punkt 4.4.

¹²⁵ Slike sikkerhetsventiler er en systematikk som benyttes i MAR, se f.eks. MAR artikkel 9 nr. 6.

¹²⁶ Det forutsettes at handelen ikke foretas motstrøms, se punkt. 4.3.3.

¹²⁷ Etter den tidligere verdipapirhandelloven § 3-3 hadde investoren mulighet kansellere en allerede innlagt kjøps- eller salgsordre som følge av innsideinformasjon, se punkt. 3.2.

oppstilt et trekkeforbud, kunne en person som mottok innsideinformasjonen etter at ordren er plassert, valgt mellom å trekke/ endre ordren eller la den stå avhengig hva som ga best resultat («cherry picking»)¹²⁸ Innsideren ville da systematisk "vinne" overfor andre investorer som ikke hadde denne innsideinformasjonen.

4.5.4 Hva menes med ordre som er «plassert»?

Ovenfor har jeg vist at det er knyttet rettsvirkninger til plasseringstidpunktet. Følgelig må det avklares når dette skjæringspunktet inntreffer.

Ordlyden av «plassert [ordrer]» kan tilsi at ordren må ha nådd megler, samt alle betingelsene for at han eller hun kan utføre den, er oppfylt. Det finnes så vidt meg bekjent, ingen EU-rettslige kilder som direkte omtaler spørsmålet.

Finanstilsynet har tatt opp spørsmålet i sin veiledning og legger til grunn at en ordre anses «plassert» der vedkommende «har gjort alt som er nødvendig for at en transaksjon skal komme i stand, altså der ingen ytterligere involveringer er nødvendig fra personens side (ordren er "eksekverbar")».¹²⁹ Videre, understreker Finanstilsynets at ordresituasjoner er ulike, og at det ikke er mulig å gi en uttømmende oversikt over alle ulike ordresituasjoner.¹³⁰ Ifølge Finanstilsynet vil man derfor alltid måtte gjøre en konkret vurdering av omstendighetene. Dokumentasjon av ordreplassing og eventuell etterfølgende kommunikasjon vil være vesentlig i denne vurderingen. Det beskrives også enkelte typetilfeller for når ordreplassing foreligger. Eksempelvis anser Finanstilsynet at en ordreplassing skjer når ordren sendes elektronisk fra investor, forutsatt at ingen ytterligere involvering er nødvendig for at handelen skal komme i stand.¹³¹

En annen mulig tolkning, når det gjelder finansielle instrumenter som handles på markedsplasser, er at ordren ikke bare må ha innkommet til megler, men også må være lagt i ordreboken på markedsplassen. Dette vil trolig skape best notoritet, ettersom kunde og megler ikke i ettertid vil kunne manipulere en ordre som kun er inngitt til megler. Dette ville medført

¹²⁸ Merk at reglen var motsatt, men tilsvarende symmetrisk, under innsidehandelsforbudet i den tidligere bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 3-3, se punkt. 3.2.

¹²⁹ Finanstilsynet (2021) s. 3.

¹³⁰ Ibid. s. 3.

¹³¹ Ibid. s. 4.

at presumsjonen om «utnyttelse»¹³² vil ha inntrådt tidligere, noe som antas å ha ville resultert i at investor avbryter handelen.

I det følgende legges Finanstilsynets forståelse til grunn, slik at ordren anses inngitt når alle betingelsene for å kunne utføre den er oppfylt. Dette betyr at dersom gjerningsperson mottar innsideinformasjon før ordren er plassert hos megler eller direkte lagt inn elektronisk, faller disposisjonen utenfor de tilfellene som «[...] ikke [bør] anses som innsidehandel» jf. MARs fortale punkt 25 første punktum. En annen side av dette er at det vil være lov å trekke en ordre, selv om den er forberedt internt, så fram den ikke ennå er «plassert» hos megler. Det vil derimot være en presumsjon for «utnyttelse», hvis ordren blir plassert hos megleren etter at man har kommet i besittelse av innsideinformasjon. Denne presumsjonen vil det gjøres nærmere rede for i det neste kapittelet.

¹³² Se punkt 4.2.3 ovenfor og kapittel 5 nedenfor.

5 Utnyttelsespresumsjonen

5.1 Innledning

I denne delen vil jeg ta for meg den såkalte utnyttelsespresumsjonen, omtalt i fortalen til MAR.¹³³ Presumsjonen utgjør som nevnt en ren prosessuell regel. Som redegjørelsen vil vise, har presumsjonen likevel stor betydning for gjennomslaget av utnyttelseskriteriet og dermed også den praktiske anvendelsen av bestemmelsen i MAR artikkel 8 nr. 1.

I punkt 5.2 vil jeg presentere utnyttelsespresumsjonens rettslige utgangspunkter. I punkt 5.3 vil jeg analysere *Spector Photo*, hvor presumsjonen for første gang ble etablert av EU-domstolen. I punkt 5.4 vil det gjøres rede for når presumsjonen kommer til anvendelse, før jeg i punkt 5.5 vil jeg ta for meg bevissspørsmål som oppstår i forbindelse med tilbakevisning av presumsjonen. Til slutt vil jeg, under punkt 5.6, behandle hvorvidt menneskerettighetene setter skanker for anvendelsen av utnyttelsespresumsjonen på strafferettens område.

Under punkt 1.2 avgrenset jeg oppgaven til å kun behandle utnyttelseskriteriet i relasjon til strafferettslig sanksjonering av innsidehandelsforbudet. Av denne grunn vil jeg kun behandle bevissspørsmål som oppstår ved tilbakevisning av presumsjonen opp mot straffeprosessens regler. En annen følge av denne avgrensningen er at jeg vil ta utgangspunkt i det strafferettslige legalitetsprinsipp ved drøftelsen av om presumsjonen er i overensstemmelse med lovskravet.

5.2 Rettslige utgangspunkter

Ordlyden til MAR artikkel 8 nr. 1 gir ikke direkte uttrykk for en presumsjon for utnyttelse av innsideinformasjon. Presumsjonen er nærmere omtalt i MARs fortale.

I fortalen til MAR punkt 24 første punktum går det frem at «[d]ersom en [...] person som er i besittelse av innsideinformasjon, erverver eller avhender [...] finansielle instrumenter som informasjonen vedrører, bør det antas at vedkommende har utnyttet denne informasjonen». Sitatet er en henvisning til en presumsjon for at en person som handler finansielle instrumenter mens han er i besittelse av innsideinformasjon som vedrører disse instrumentene, utnytter informasjonen.¹³⁴ Videre heter det i fortalepunkt 24 annet punktum at «[d]enne antagelsen

¹³³ MAR, fortalen punkt 24 og 25.

¹³⁴ Sammenlignes med MAR, fortalen punkt 25 siste punktum.

påvirker ikke retten til forsvar.». Denne formuleringen forstås slik at presumsjonen kan tilbakevises dersom det godgjøres at vedkommende ikke har utnyttet innsideinformasjonen da den aktuelle disposisjonen ble utført.¹³⁵ For hva som materielt sett ligger i begrepet «utnyttet» vises det til hva som er sagt under kapittel 4.

Fortalepunktet 25 andre punktum gir uttrykk for at utnyttelsespresumsjonen gjelder tilsvarende der en person har kommet i besittelse av innsideinformasjon etter plasseringen av en ordre, og trekker eller endrer ordren som er relatert til informasjonen.

5.3 Etableringen av utnyttelsespresumsjonen: Analyse av *Spector Photo*

5.3.1 Innledning

EU-domstolen etablerte for første gang en presumsjon for «utnyttelse» eller «use», i *Spector Photo*.¹³⁶ Som nevnt bygger fortalen til MAR på prinsippene som ble stadfestet i dommen. Avgjørelsen må derfor antas å være av stor rettslig relevans ved fortolkningen av innsidehandelsforbudet i MAR artikkel 8 nr. 1. I det videre vil jeg analysere dommen, for å forsøke å belyse de bakenforliggende hensyn domstolen bygger presumsjonen på.

5.3.2 Kort om faktum og rettslige spørsmål

Det belgiske selskapet Spector Photo Group NV hadde kjøpt tilbake egne aksjer for utdeling i forbindelse med et aksjeprogram for ansatte, samtidig som de planla oppkjøp og offentliggjøring av finansielle tall. Belgiske tilsynsmyndigheter mente at kjøpene utgjorde ulovlig innsidehandel og bøtela selskapet og en av selskapets ledere. Spørsmål omkring dette ble fremmet for EU-domstolen til prejudisiell avgjørelse av den nasjonale domstolen.¹³⁷

Et av hovedspørsmålene for EU-domstolen var fortolkningen av kriteriet «use of inside information» jf. MAD artikkel 2 nr. 1.¹³⁸ Mer konkret, måtte domstolen ta stilling til om det var tilstrekkelig å være i besittelse av innsideinformasjon for å omfattes av innsidehandelsforbudet, eller om det i tillegg var nødvendig å konstatere at vedkommende har foretatt den aktuelle

¹³⁵ Se også MAR fortalen 25, siste punktum.

¹³⁶ *Spector Photo* [C5] C-45/08.

¹³⁷ Ibid. avsnitt 23.

¹³⁸ Ibid. avsnitt 30.

transaksjonen «with full knowledge of the facts».¹³⁹ Domstolens formulering «with full knowledge of the facts», er en referanse til et krav om at innsideren både (i) må ha vært motivert av innsideinformasjonens innhold og at (ii) dette har blitt gjort med full forståelse av de faktiske forholdene informasjonen vedrører.¹⁴⁰

5.3.3 EU-domstolens vurderinger

I sine premisser viste EU-domstolen til at MAD artikkel 2 nr. 1 definerer innsidehandel objektivt, uten å oppstille et krav om at transaksjonen må være gjennomført «with full knowledge of the facts».¹⁴¹ Et slikt subjektivt krav fulgte av definisjonen i IDD artikkel 2. nr. 1, men formuleringen ble ikke videreført i MAD.¹⁴² Formålet med å ta ut passasjen var ifølge domstolen å rette opp i visse uhensiktmessigheter som hadde oppstått under IDD-regimet. Flere medlemsland hadde som følge av formuleringen oppstilt et krav om et mentalt element knyttet til innsiderens handlinger, noe som igjen hadde ført til store bevisutfordringer for nasjonale sanksjonsmyndigheter.¹⁴³

At definisjonen i MAD ikke uttrykkelig inneholder et krav til et mentalt element, var ifølge domstolen todelt. For det første ble dette forklart med innsidehandels særlige karakter «which enables a presumption of that mental element once the constituent elements referred to in that provision are present».¹⁴⁴ Domstolen viste til at en primærinnsider, i kraft av sin stilling, vil ha tilgang til innsideinformasjon. Videre pekte domstolen på at inngåelsen av en markedstransaksjon, unngåelig vil være et resultat av en rekke beslutninger truffet på en kompleks bakgrunn. Dette kan, i prinsippet, gjøre det mulig å utelukke at den som foretar transaksjonen, har kunnet foreta denne uten å ha vært klar over sine handlinger. Domstolen mente at ettersom en slik markedstransaksjon er foretatt av en person i besittelse av innsideinformasjon, må denne informasjonen i prinsippet anses for å ha inngått i vedkommendes beslutningsprosess.

At MAD ikke uttrykkelig inneholder krav til et subjektivt element, ble for det andre begrunnet i MADs formål, som er å sikre integriteten til fellesskapets finansmarkeder og å øke investorens

¹³⁹ Ibid. avsnitt 30.

¹⁴⁰ Ibid. avsnitt 32.

¹⁴¹ Ibid. avsnitt 31 og 32.

¹⁴² Ibid. avsnitt 33.

¹⁴³ Ibid. avsnitt 34; Se også punkt 4.4.

¹⁴⁴ Ibid. avsnitt 36.

tillit til disse markedene.¹⁴⁵ Med utgangspunktet i dette, mente domstolen at en effektiv gjennomføring av innsidehandelsforbudet hviler på «a simple structure in which subjective grounds of defence are limited, not only to enable sanctions to be imposed but also to prevent effectively infringements of that prohibition».¹⁴⁶

På bakgrunn av de overnevnte drøftelser, la domstolen til grunn at når det samlede objektive gjerningsinnhold er oppfylt, det vil si når innsideren besitter innsideinformasjon og foretar en markedstransaksjon, så er det mulig å «assume an intention» hos den som utfører transaksjonen.¹⁴⁷ Ifølge domstolen var det hensynet til å sikre et effektivt og enhetlig system for å ivareta formålene bak regelverket, som var bakgrunnen for at EU-lovgiver har kunnet fastsette en objektiv definisjon av gjerningsinnholdet i innsidehandelsforbudet.¹⁴⁸ Domstolen var samtidig klar på at innsidehandelsforbudet ikke kunne forstås som et objektivt ansvar, der enhver som besitter innsideinformasjon og handler med denne automatisk vil rammes.¹⁴⁹ Forbudet skal ikke rekke lenger enn det som er hensiktsmessig og nødvendig for å oppfylle formålene med direktivet.¹⁵⁰

5.3.4 EU-domstolens konklusjon

EU-domstolen konkluderte med at det gjelder en presumsjon for at en primærinnsider som er i besittelse av innsideinformasjon og som foretar en markedstransaksjon relatert til de finansielle instrumentene informasjonen vedrører «use[s]» informasjonen.¹⁵¹ Basert på domstolens premisser¹⁵², er det nærliggende å tro at presumsjonen både dekker den omstendighet at innsideren må ha vært motivert av innsideinformasjonens innhold (heretter «del A av presumsjonen») og at dette har blitt gjort med full forståelse av de faktiske forholdene informasjonen vedrører (heretter «del B» av presumsjonen). Domstolen understreker at den mistenkte innsider har mulighet til å tilbakevise presumsjonen, og at dette må vurderes i lys av direktivets formål og innsidehandels særlige karakter.

¹⁴⁵ Ibid. avsnitt 37.

¹⁴⁶ Ibid. avsnitt 37.

¹⁴⁷ Ibid. avsnitt 38.; Se også avsnitt 54.

¹⁴⁸ Ibid. avsnitt 45.

¹⁴⁹ Ibid. avsnitt 45.

¹⁵⁰ Ibid. avsnitt 45 og 46; Se også avsnitt 55.

¹⁵¹ Ibid. avsnitt 61.

¹⁵² Ibid. avsnitt 31 og 32, hvor domstolen forstår «with full knowledge of the facts» som et todelt krav; se også punkt. 5.3.1.

5.4 Når kommer utnyttelsespresumsjonen til anvendelse?

5.4.1 Omfatter presumsjonen både primær- og sekundærinnsidere?

Spector Photo gjelder fortolkning av innsidehandelsforbudet der gjerningspersonen er en primærinnsider.¹⁵³ Selv om domstolen ikke eksplisitt gir uttrykk for det, tyder mye på at presumsjonen under MAD-regime kun omfattet primærinnsidere.¹⁵⁴ Dette reiser spørsmål om hvorvidt utnyttelsespresumsjonen i MAR er utvidet til å både gjelde primærinnsidere og sekundærinnsidere. Ved behandling av dette spørsmålet, har jeg funnet det hensiktsmessig behandle presumsjonens del A (presumsjonen for at innsideren har vært motivert av innsideinformasjon) og del B (presumsjonen for at handlingen er foretatt med full forståelse av de faktiske forholdene informasjonen vedrører) hver for seg.

Presumsjonens del A

Ordlyden av «person» i MAR artikkel 8 nr. 1 første punktum tilsier at innsidehandelsforbudet omfatter enhver. Ifølge MAR artikkel 8 nr. 4 første ledd a) – d) og annet ledd omfatter bestemmelsene i artikkel 8 henholdsvis både primær- og sekundærinnsidere. Fortalen, som direkte omtaler presumsjonsregelen, begrenser ikke presumsjonens anvendelsesområde til å kun dekke enkelte investorgrupper. På bakgrunn av forordningsteksten, synes virkeområdet til presumsjonens del A å ha blitt utvidet til å omfatte både primær- og sekundærinnsidere. Hensynet til effektiviteten av innsidehandelsforbudet støtter opp under en slik forståelse.

I *Spector Photo* ble etableringen «use»-presumsjonen delvis begrunnet i innsidehandels særlige karakteristika.¹⁵⁵ EU-domstolen understrekte i denne sammenheng at primærinnsidere «by nature may have access to inside information on a daily basis and are aware of the confidential nature of the information that they receive».¹⁵⁶ Fordi sekundærinnsidere normalt ikke har tilsvarende profesjonalitet og tilknytning til innsideinformasjonen, kan det argumenteres for at denne investorgruppen ikke bør være omfattet av utnyttelsespresumsjonen.

Hvilke investeringsgrupper MAR-presumsjonen omfatter har blitt behandlet i juridisk teori. Lau Hansen argumenterer for at domstolen foretok en generell fortolkning av «use»-kriteriet i

¹⁵³ Se bl.a. *Spector Photo* [C5] C-45/08, avsnitt 30, 31, 32, 34, 36 og 61; Se også Kinander (2019) s. 7.

¹⁵⁴ Se f.eks. Kinander (2019) s. 6-12.

¹⁵⁵ *Spector Photo* [C5] C-45/08, avsnitt 36.

¹⁵⁶ *Ibid.* avsnitt 34.

Spector-dommen og skillet mellom primær- og sekundærinnsidere synes irrelevant. Lau Hansen mener det derfor ikke er noen grunn for at presumsjonen ikke skal omfatte begge investorgupper.¹⁵⁷ Klöhn er mer tilbakeholden, og argumenterer for at det foreligger en faktisk presumsjon for at enhver person i besittelse av innsideinformasjon har «used» innsideinformasjonen, og at presumsjon derfor burde kunne gjelde både primær- og sekundærinnsidere.¹⁵⁸

Til tross for at det er primærinnsidere som normalt har den nærmeste tilknytningen til innsideinformasjonen, slik EU-domstolen adresserte i *Spector Photo*, skiller ikke ordlyden i MAR mellom investorgruppene. Som juridisk teori viser til, synes det sentrale å være hvorvidt den aktuelle personen var i besittelse innsideinformasjon, uavhengig av om vedkommende karakteriseres som en primær- eller sekundærinnsider. På denne bakgrunn fremstår det som mest nærliggende å konkludere med at Del A av utnyttelsespresumsjonen omfatter både primær- og sekundærinnsidere

Presumsjonens del B

Når det gjelder sekundærinnsidere, oppstiller MAR egne subjektive krav til sekundærinnsider i MAR artikkel 8 nr. 4 annet ledd, hvor vurderingstemaet er om sekundærinnsidere «vet eller burde vite» at de var i besittelse av innsideinformasjon. Presumsjonens del B synes derfor bare å gjelde primærinnsidere. Reelle hensyn taler også for en slik forståelse, ettersom formodningen om at primærinnsidere forstår informasjonens karakter, ikke nødvendigvis gjør seg gjeldende for sekundærinnsidere. Det legges derfor til grunn at presumsjonens del B bare gjelder primærinnsidere.

I norsk rett kommer skillet mellom primær- og sekundærinnsidere som nevnt ikke på spissen¹⁵⁹, ettersom lovgiver har oppstilt vilkår om «forsett eller uaktsomhet» for begge grupper når det gjelder spørsmålet om innsider forsto informasjonens karakter jf. verdipapirhandelloven § 21-15 første ledd. Det kan imidlertid synes som om norske myndigheter ved gjennomføringen av MAR ikke har vært oppmerksom på at utnyttelsespresumsjonen også dekker primærinnsiderens subjektive forståelse om informasjonens karakter. Følgelig vil primærinnsideren gjennom en

¹⁵⁷ Lau Hansen (2017) s. 240-249; Kinander henviser til Lau Hansen i Kinander (2019) s. 6.

¹⁵⁸ Klöhn (2010) s. 362; Kinander henviser til Klöhn i Kinander (2019) s. 9.

¹⁵⁹ Se punkt 3.1.2.

"riktig" implementering, ha hatt mulighet til å tilbakevise at han ikke kunne klandres for å ikke kjenne til informasjonens karakter.

5.4.2 Legitime adferd jf. artikkel 9 omfattes ikke av presumsjonen

Typetilfellene oppramset i MAR artikkel 9 om legitim adferd utgjør et unntak fra utnyttelsespresumsjonen reflektert i MAR artikkel 8 nr. 1. Dette kan leses ut av artikkel 9 nr. 6, som gir uttrykk for at det er påtalemyndighetene som eventuelt må påvise at det likevel ikke var en «legitim grunn» til ordren, transaksjonen eller adferden.¹⁶⁰ At presumsjonsreglen ikke kommer til anvendelse overfor slike disposisjoner synes rimelig, ettersom disse i utgangspunktet forfølger legitime interesser.

5.5 Hvordan tilbakevise utnyttelsespresumsjonen?

5.5.1 Innledning

Fortalen til MAR punkt 24 og 25 forstås dithen at utnyttelsespresumsjonen kan tilbakevises, dersom den påståtte innsider kan godtgjøre at han eller hun ikke utnyttet innsideinformasjonen da den aktuelle investeringsbeslutningen ble gjennomført. I denne delen av oppgaven vil jeg ta for meg enkelte bevissspørsmål som reiser seg i forbindelse med tilbakevisningen av presumsjonen.

5.5.2 Bevisbyrden

Hvorvidt utnyttelsespresumsjonen skal betraktes som en legalpresumsjon eller faktisk presumsjon, vil kunne ha betydning for hvem av partene som har bevisbyrden for ulike forhold.¹⁶¹ En legalpresumsjon innebærer at det ved lov er bestemt at retten under nærmere angitte betingelser (y) skal legge et bestemt faktum (x) til grunn, såfremt ikke noe annet blir sannsynliggjort.¹⁶² Dette skiller seg fra faktiske presumsjoner som bygger på alminnelig erfaringssetninger av typen «ingen røyk uten ild», og hvor det presumerende faktum ikke gis noen større bevisverdi enn det ville hatt ved en fri bevisvurdering¹⁶³

¹⁶⁰ Se også Prop.96 LS (2018-2019) s. 55.

¹⁶¹ Se f.eks. Jerkø (2017) s. 168.

¹⁶² Skoghøy (2017) s. 903.

¹⁶³ Jerkø (2017) s. 157.

I henhold til MARs fortale, presumeres innsideren å ha utnyttet innsideinformasjonen dersom vedkommende besitter innsideinformasjon og foretar en innsidehandling. Fortalen understreker videre at presumsjonen kan tilbakevises. Det er nærliggende å lese dette som en legalpresumsjon som gir uttrykk for en faktisk presumsjon.¹⁶⁴

Hovedregelen er at påtalemyndighetene har bevisbyrden i straffesaker.¹⁶⁵ Fortalen til MAR gir imidlertid anvisning på at det er den som har vært i besittelse av innsideinformasjon og foretatt en innsidehandling, som må godtgjøre at innsideinformasjonen ikke ble utnyttet. Bevisbyrden er dermed plassert hos den påståtte innsider ved tilbakevisning av presumsjonen.¹⁶⁶

Med det som er sagt ovenfor, er det påtalemyndighetene som må bevise at tiltalte besitter innsideinformasjon og erverver/avhender finansielle instrumenter eller trekker endrer ordren. Med henvisning til de tidligere uttalelsene knyttet til den norske gjennomføringen av MAR¹⁶⁷ må påtalemyndighetene også påvise at den påståtte innsideren forsto eller burde forstå at han eller hun var i besittelse av innsideinformasjon (subjektiv skyld) jf. verdipapirhandelloven § 21-15 første ledd. Dersom påtalemyndighetene klarer å bevise at disse vilkårene er oppfylt, presumeres «utnyttelse» å foreligge. Dersom presumsjonen inntreffer, vil det være den påståtte innsider som har bevisbyrden for at innsideinformasjonen ikke er «utnyttet».

5.5.3 Beviskrav

Når man plasserer bevisbyrden på den påståtte innsider, reiser det seg videre et spørsmål om hvilket beviskrav som skal legges til grunn ved tilbakevisning av presumsjonen. Med beviskrav menes det kravet til bevisets styrke som må foreligge for at et gitt faktum kan anses bevist.¹⁶⁸

Hvilket beviskrav som skal legges til grunn i en bestemt kontekst beror på konsekvenshensyn.¹⁶⁹ Fordi straff er den mest inngripende formen for myndighetsutøvelse, skal som hovedregel «enhver rimelig tvil skal komme tiltalte til gode» når det gjelder

¹⁶⁴ I slike tilfeller vil legalpresumsjonen kunne ha begrenset praktisk betydning. Fordi ikke alle faktiske presumsjoner gir uttrykk for allmenne oppfatninger, vil legalpresumsjonen kunne få selvstendig betydning dersom dommeren presumerer annerledes jf. Jerkø (2017) s. 171.

¹⁶⁵ Grunnloven § 96 annet ledd; Aall (2015) s. 466; Øyen (2019) s. 468.

¹⁶⁶ Det er ikke uvanlig at bestemmelser som inneholder legalpresumsjoner, oppfattes slik at de snur bevisbyrden Skoghøy (2017) s. 904.

¹⁶⁷ Se punkt. 5.4.1.

¹⁶⁸ Prop.62 L (2015–2016) s. 122.

¹⁶⁹ Øyen (2019) s. 467.

skyldspørsmålet.¹⁷⁰ Dette strenge beviskravet i strafferetten er begrunnet i den grunnleggende rettstanken om at uriktig domfellelse er langt verre enn en uriktig frifinnelse.¹⁷¹

Utnyttelsespresumsjonen innebærer at bevisbyrden blir plassert hos den påståtte innsider. Ved en omvendt bevisbyrde, gjør ikke de samme hensyn seg gjeldene som når påtalemyndighetene har bevisbyrden for skyldspørsmålet. Når man snur bevisbyrden over på tiltalte, bør det følgelig åpnes for at det alminnelige beviskravet ikke kan legges til grunn ved tilbakevisning av utnyttelsespresumsjonen.

Utnyttelsespresumsjonen i MAR er blant annet begrunnet i at det er vanskelig for sanksjonsmyndighetene å påvise at tiltalte har utnyttet innsideinformasjonen. Dette skyldes som nevnt at det blant annet er vanskelig å påvise gjerningspersonens motiv på gjerningstidspunktet.¹⁷² På den annen side kan det også være vanskelig for den påståtte innsider å tilbakevise at informasjonen ikke er utnyttet. Dette trekker i retning av et lempeligere beviskrav. Er beviskravet derimot for lempelig, kan utnyttelsespresumsjonen miste sin realitet. Tiltalte bør ikke kunne unngå straff ved vise til enhver teoretisk mulighet for at han eller hun ikke har utnyttet innsideinformasjonen.

For å ivareta hensynet til innsidehandelsforbudets effektivitet, og samtidig ivareta den påståtte innsiders rettsikkerhet ved å gi vedkommende en realistisk mulighet til å bevise sin uskyld, synes det balansert å legge til grunn «alminnelig sannsynlighetsovervekt» som beviskrav ved tilbakevisning av utnyttelsespresumsjonen.

5.5.4 Bevisvurderingen

I norsk straffeprosess er prinsippet om fri bevisvurdering et grunnleggende utgangspunkt. Dette innebærer at retten i utgangspunktet står fritt til å vurdere vekten av partenes argumenter og relevansen av disse.¹⁷³

Hverken forordningsteksten i MAR eller fortalen gir veiledning på hvilke bevis tiltalte kan legge frem ved tilbakevisning presumsjonen. I *Spector Photo* gir EU-domstolen uttrykk for at «subjective grounds of defense are limited, not only to enable sanctions to be imposed but also

¹⁷⁰ Grunnloven § 96 annet ledd; Aall (2015) s. 466; Øyen (2019) s. 468.

¹⁷¹ Øyen (2019) s. 467.

¹⁷² Se punkt 4.4.

¹⁷³ Øyen (2019) s. 473.

to prevent effectively infringements of that prohibition».¹⁷⁴ På grunnlag av EU-domstolens uttalelse, har det vært reist spørsmål om adgangen til å vektlegge subjektive elementer i bevisvurderingen. Et subjektivt forhold kan eksempelvis bestå i at en investor anfører at han hadde tatt investeringsbeslutning før han kom i besittelse av innsideinformasjonen, og skiller seg fra forhold som er mer ytre konstaterbare, som eksempelvis kan være at vedkommende har handlet motstrøms.

Finansdepartementet forstår det slik, at subjektive forutsetninger for investeringsbeslutningen vil være irrelevante ved tilbakevisning av presumsjonen på bakgrunn av effektivitetsbetraktninger.¹⁷⁵ I følge departementet vil det eksempelvis ikke være relevant å vise til at vedkommende hadde bestemt seg for å foreta handelen innen han eller hun kom i besittelse av innsideinformasjonen, eller at innsideinformasjonen for øvrig ikke utgjorde en forutsetning for vedkommendes beslutning om å foreta handelen.¹⁷⁶ Dette vil ifølge departementet ikke påvirkes av at overtredelser av bestemmelsen er belagt med straff og krav til uaktsomhet eller forsett for fysiske personer.

Selv om EU-domstolen har gitt uttrykk for at muligheten til å forsvare seg på subjektivt grunnlag er begrenset, har ikke domstolen prinsipielt avvist at den påståtte insideren kan forsvare seg på et slikt grunnlag. Sett i lys av at innsidehandelsforbudet ifølge EU-domstolen ikke skal rekke lenger enn det som er hensiktsmessig og nødvendig for å oppfylle formålene med direktivet¹⁷⁷, er det trolig en adgang for retten til å vektlegge subjektive forhold i bevisvurderingen. En annen sak er det at hensynet til innsidehandelsforbudets effektivitet tilsier at det skal svært mye til for å tilbakevise presumsjonen ved å fremlegge bevis som utelukkende baserer seg på slike forhold. Det antas derfor at gjerningspersonen vil ha vanskeligheter med å nå frem ved å anføre at man hadde bestemt seg for å gjennomføre ordren før man var kommet i besittelse av innsideinformasjonen, eller at investeringsbeslutning utelukkende baserte seg på offentlig tilgjengelig informasjon.

Videre er det vanskelig å si med sikkerhet om noen tilbakevisningsgrunner vil være lettere å akseptere enn andre. Det har eksempelvis blitt reist spørsmål i ESMA Q&A¹⁷⁸ om hvorvidt

¹⁷⁴ *Spector Photo* [C5] C-45/08, avsnitt 37.

¹⁷⁵ Prop.96 LS (2018–2019) s. 55-56.

¹⁷⁶ *Ibid.* s. 55.

¹⁷⁷ *Spector Photo* [C5] C-45/08, avsnitt 45 og 46.

¹⁷⁸ ESMA (2019).

såkalte «blanket order cancellation policy's» kan gå klar av forbudet mot å trekke ordre i MARs artikkel 8 (1). Spørsmålet har blitt formulert på følgende måte i Q&A:

Is a policy pursuant to which, after becoming in possession of inside information, the person should immediately and without the exercise of discretion cancel all orders relating to that information (“blanket order cancellation policy”) compliant with the insider dealing prohibition under MAR?¹⁷⁹

En større institusjonell investor kan ha interesse i konsekvent å ikke gjennomføre ordre når den kommer i besittelse av innsideinformasjon. Dette for å ikke skape tvil, for eksempel med hensyn til om innsideinformasjonen ble mottatt før eller etter ordreinngivelse. Denne tvilen alene kan gå utover foretakets renommé. ESMA besvar spørsmålet i Q&A på følgende måte:

[...] it cannot be concluded that a blanket order cancellation policy per se constitutes insider dealing. It follows that where a firm decides to adopt a blanket cancellation policy for its proprietary trading, the fact that the cancellation may or may not constitute insider dealing will have to be assessed on case-by-case basis, by determining whether or not the cancellation was indeed performed without using the inside information.¹⁸⁰

Det ligger i svaret fra ESMA at de mener at forholdene må vurderes konkret opp mot spørsmålet om «utnyttelse» og spørsmålet om man kan godtgjøre at investor ikke var motivert av innsideinformasjonen. Man kan dermed anta at det ikke vil være tilstrekkelig å vise til at det var opprettet en «trekkerutine»; man må i tillegg godtgjøre at denne er fulgt over tid, både der man har tjent på trekkingen og der man har tapt.

En lignende situasjon den beskrevet i Q&A, er der et større konsern som har en «trading desk» og som utfører ordre for konsernselskapene, følger en fast rutine om at ordre plassert på trading desken er «låst» for endringer.¹⁸¹ Spørsmålet blir da hvordan domstolene skal vurdere situasjonen hvis konsernselskapet som innga ordren senere, men før ordren er «plassert» hos megler, kommer i en innsideposisjon. Hvis ordren til konsernselskapet blir plassert hos megler mens selskapet var i besittelse av innsideinformasjon, vil utnyttelsespresumsjonen inntre. Det kan da reises spørsmål ved om selskapet kan fri seg ved å anføre at den konsekvent gjennomfører ordrer som er lagt til trading desken internt, uavhengig av hva slags

¹⁷⁹ Ibid. s. 10.

¹⁸⁰ Ibid. s. 11.

¹⁸¹ Trolig kan ikke slike «internplasseringer» anses å være en «plasse[ring]» i artikkel 8 nr. 1 forstand, se punkt 4.5.4.

innsideinformasjon selskapet mottar etter at ordren har blitt sendt til trading desken.¹⁸² Antageligvis må dette løses etter en konkret vurdering, på samme måte som det EMSA angir for såkalte «blanket order cancellation policy».

5.6 Setter menneskerettighetene skranker for anvendelsen av utnyttelsespresumsjonen på strafferettens område?

5.6.1 Er utnyttelsespresumsjonen i overensstemmelse med legalitetsprinsippets klarhetskrav?

Utnyttelsespresumsjonen følger ikke direkte av ordlyden til MAR artikkel 8 nr. 1, men er nærmere utdypet i forordningens fortale.¹⁸³ Det er dermed grunn til å stille spørsmål om en slik utforming av et straffesanksjonert forbud tilfredstiller legalitetsprinsippets klarhetskrav.¹⁸⁴

Det strafferettslige legalitetsprinsippet er et viktig rettsstatsprinsipp, som blant annet er forankret i Grunnloven § 96 første ledd, Den Europeiske menneskerettighetskonvensjonen (EMK) artikkel 7 nr. 1, og FNs konvensjon om sivile og politiske rettigheter (ICCPR) artikkel 15.¹⁸⁵ Det vil av hensynet til en hensiktsmessig avgrensning av oppgaven kun behandles hvorvidt presumsjonen er forenelig med lovskravet nedfelt i EMK.

Det følger av EMK artikkel 7 nr. 1 at «[n]o one shall be held guilty of any criminal offence on account of any act or omission which did not constitute a criminal offence under national or international law at the time when it was committed.». Praksis fra EMD fastslår at det ikke er

¹⁸² I fravær av en slik fast gjennomføringsrutine, ville konsernselskapet kunne avbryte ordre som er levert internt, men ikke plassert hos megler, i situasjoner der selskapet mottar innsideinformasjon som gjør det ugunstig å gjennomføre ordren. Selskapet kunne samtidig latt trading desken «plassere» ordre dersom selskapet mottok positiv innsideinformasjon etter den var levert internt, og begrunne dette med at innsideinformasjonen ikke har virket inn på investeringsbeslutningen. Dette ville medført en "cherry picking"-situasjon og et asymmetrisk forhold, noe som ville vært uholdbart.

¹⁸³ Se MAR, fortalen punkt 24 og 25.

¹⁸⁴ Respekt for menneskerettighetene er en forutsetning og målsetning for lovligheten av EU-rettsakter jf. f.eks. *Kadi* [GC] C-402/05, avsnitt 284; Norge er også forpliktet til å sikre og respektere menneskerettighetene jf. Grunnloven § 92.

¹⁸⁵ Tolkningen og anvendelsen av disse bestemmelsene sammenfaller trolig, i tråd med de felles interesser de søker å beskytte. Dette understøttes av Grunnloven § 92 som gir konstitusjonell forankring til å trekke inn EMK og andre bindende menneskerettighetskonvensjoner ved fortolkningen av menneskerettighetene i Grunnloven jf. bl.a. Innst. 186 S (2013–2014) s. 20 og Rt. 2015 s. 93 (Maria) avsnitt 57. Grunnloven § 92 er imidlertid ikke inkorporasjonsbestemmelse som gir bindende menneskerettighetskonvensjoner grunnlovs trinnhøyde jf. HR-2016-2554-P (Holship) avsnitt 70.

normens formelle status som er avgjørende for hvorvidt den strider mot lovskravet¹⁸⁶, men om den tilfredsstillende kvalitative krav til forutberegnelighet ved å være (i) tilgjengelig og (ii) så presis som mulig.¹⁸⁷ Det springende punktet blir om bestemmelsen i MAR artikkel 8 nr. 1 er tilstrekkelig presist formulert.¹⁸⁸

Om presisjonskravet har EMD uttalt følgende; «a norm cannot be regarded as a "law" unless it is formulated with sufficient precision to enable the citizen to regulate his conduct» og at borgerne må ha muligheten «to foresee, to a degree that is reasonable in the circumstances, the consequences which a given action may entail».¹⁸⁹ Dette har blitt forstått dithen at jo større inngrepet anses for å være, desto strengere klarhetskrav har EMD stilt til lovgrunnlaget.¹⁹⁰

Ordlyden i MAR artikkel 8 nr. 1 gir som nevnt ikke direkte uttrykk for en presumsjon om «utnyttelse», men utelukker heller ikke en slik forståelse. Bestemmelsen må derfor anses vag på dette punkt. EMD har gått nokså langt i å akseptere vage inngrepshjemler. I *The Sunday Times v United Kingdom* uttalte EMD følgende: «[...] whilst certainty is highly desirable, it may bring in its train excessive rigidity and the law must be able to keep pace with changing circumstances».¹⁹¹ På denne bakgrunn viste domstolen til at «many laws are inevitably couched in terms which, to a greater or lesser extent, are vague and whose interpretation and application are questions of practice».¹⁹²

Selv om terskelen for å konstatere brudd på EMK på bakgrunn av en bestemmelses vaghet synes høy, må lovbestemmelser være utformet på en måte som gjør det mulig for borgerne å forutse sin rettsstilling og innrette seg deretter.¹⁹³ Selv om utnyttelsespresumsjonen ikke direkte påvirker innsidehandelsforbudets materielle innhold, har presumsjonen stor betydning for den praktiske anvendelsen av MAR artikkel 8 nr. 1. Det kan på denne bakgrunn argumenteres for at utnyttelsespresumsjonen burde gått klare frem av selve forordningsteksten, og at bestemmelsen slik sett ikke overholder det presisjonsnivået EMK krever.

¹⁸⁶ Norsk forfatning er strengere på dette punktet enn EMK, ettersom Grunnloven § 96 første ledd krever formell norsk lov for å oppfylle lovskravet.

¹⁸⁷ Se f.eks. *The Sunday Times v United Kingdom* [P], no. 6538/74, avsnitt 49; Se også Aall (2015) s. 127.

¹⁸⁸ MAR er gjennomført i norsk lov gjennom inkorporasjon i verdipapirhandelloven § 3-1, og forutsettes derfor å oppfylle tilgjengelighetskravet.

¹⁸⁹ *The Sunday Times v United Kingdom* [P], no. 6538/74, avsnitt 49. Saken gjaldt direkte inngrep i yttringsfriheten jf. artikkel 10, men vurderingen antas å være tilsvarende ved vurdering av det strafferettslige lovskravet etter EMK artikkel 7 nr. 1 jf. f.eks. *Kafkaris v. Cyprus* [GC] 2008, no. 9644/09, avsnitt 76.

¹⁹⁰ Se bl.a. Aall (2015) s. 123.

¹⁹¹ *The Sunday Times v United Kingdom* [P], no. 6538/74 avsnitt 49.

¹⁹² *Ibid.* avsnitt 49.

¹⁹³ Se bl.a. Aall (2015) s. 135

På en annen side bygger bestemmelsen, herunder utnyttelsespresumsjonen, på prinsipper som ble etablert av EU-domstolen før vedtagelsen av MAR.¹⁹⁴ Videre har borgerne mulighet til å gjøre seg kjent med presumsjonsreglen gjennom forordningens fortale.¹⁹⁵ Dette må ses i lys av at det er vanlig og akseptert at EU-rettsakters nærmere innhold presiseres i rettsaktens fortale.¹⁹⁶

Så vidt meg bekjent er spørsmålet om hvorvidt MAR artikkel 8 nr. 1 strider mot lovskravet, lite omtalte i rettskildene. Tatt i betraktning at EMD har gått nokså langt i å akseptere vage lovhjemler, er det likevel nærliggende å tro at MAR artikkel 8 nr. 1 oppfyller presisjonskravet etter EMK artikkel 7 nr. 1.

5.6.2 Er utnyttelsespresumsjonen i overenstemmelse med uskyldspresumsjonen?

Utnyttelsespresumsjonen som reflekteres i MAR artikkel 8 nr. 1, gir uttrykk for en skyldspresumsjon, hvor den påståtte innsider har bevisbyrden. Dette reiser spørsmål om en slik skyldpresumsjon er forenelig med uskyldpresumsjonen.

Uskyldspresumsjonen er et grunnleggende rettsstatsprinsipp om at man er uskyldig inntil man er dømt. Prinsippet er blant annet forankret i Grunnloven § 96 andre ledd, EMK artikkel 6 nr. 2 og ICCPR artikkel 14 nr. 2. Av hensyn til en hensiktsmessig avgrensning av oppgaven vil jeg kun behandle problemstillingen opp mot uskyldspresumsjonen etter EMK.¹⁹⁷

Det følger av EMD artikkel 6 nr. 2 at «[e]veryone charged with a criminal offence shall be presumed innocent until proved guilty according to law.». Det er sikker rett at rettighetene i artikkel 6 nr. 2 strekker seg lenger enn det som isolert fremgår av ordlyden.¹⁹⁸ Det har blant annet vært antatt at bestemmelsen stiller visse krav til bevisbyrde og bevisenes styrke ved ileggelse av straff.¹⁹⁹ Videre har det vært antatt at uskyldspresumsjonen også kan stille

¹⁹⁴ *Spector Photo* [C5] C-45/08. EU-domstolen drøftet ikke hvorvidt «use»-presumsjonen var i strid med lovskravet i EMK eller andre menneskerettighetskonvensjoner.

¹⁹⁵ Se MAR, fortalen 24 og 25.

¹⁹⁶ Fredriksen og Mathisen (2018) s. 305.

¹⁹⁷ Høyesterett har uttalt at innholdet og rekkevidden av Grunnloven § 96 annet ledd må fastlegges i lys av de internasjonale parallellene i EMK og ICCPR jf. Rt. 2014 s. 1292 avsnitt 14. Man kan anta at anvendelsen og tolkningen av disse bestemmelsene i stor grad sammenfaller på bakgrunn av de felles interesser de søker å beskytte, se Grunnloven § 92.

¹⁹⁸ Prop.62 L (2015–2016) s. 31.

¹⁹⁹ Ibid.; se også Aall s. 466-469.

materielle krav til hvordan straffebestemmelsene utformes. Av disse årsakene kan det tenkes en grense for bruk av skyldpresumsjoner og objektive straffbarhetsbetingelser.

Hensynet bak uskyldpresumsjonen tilsier at anvendelse av skyldpresumsjoner og objektive straffevilkår er uforenlig med EMK. EMD har likevel akseptert bruk av skyldpresumsjoner hvor dette fremstår naturlig, men har vært klar på at dette ikke gjelder uforbeholdent.²⁰⁰ *Salabiaku v France*²⁰¹ (heretter *Salabiaku*) er ansett som det grunnleggende prejudikat innen adgangen til å presumere skyld på strafferettens område. Saken gjaldt hvorvidt en presumsjon for straffeansvar ved besittelse av narkotika etter den franske tolloven, var forenelig med uskyldpresumsjonen i EMK. EMD understrekte følgende i sine premisser: «[p]resumptions of fact or of law operate in every legal system.» og «[c]learly, the Convention does not prohibit such presumptions in principle.»²⁰² Medlemstatene må likevel «remain within certain limits in this respect as regards criminal law.» På strafferettens område gjelder dette desto mer, da statene er forpliktet til å handle innenfor «reasonable limits which take into account the importance of what is at stake and maintain the right of defence».²⁰³

EMD konstaterte ingen krenkelse av uskyldpresumsjonen i *Salabiaku*.²⁰⁴ I sine premisser fremhevet EMD at franske domstoler «were careful to avoid resorting automatically to the presumption» og at domstolen utøvet sin makt «on the basis of the evidence adduced by the parties before [them]».²⁰⁵ EMD viste også til at de nasjonale domstolene vektla «element of intent». Ettersom den franske tolloven ble tolket innskrenkende, da tiltalte kunne hevde sin uskyld ved å motbevise presumsjonen, mente domstolen at man ikke sto ovenfor et rent objektivt straffeansvar.²⁰⁶

Jørgen Aall leser EMD i *Salabiaku* som at det må foreligge en reell mulighet for tiltalte å motbevise sin skyld.²⁰⁷ Basert på premissene til EMD kan det i tillegg det synes å måtte

²⁰⁰ Se f.eks. *Salabiaku v France* [J] 1998, no. 10519/83; *Pham Hoang v France* [J] 1992, no. 66/1991/318/390; Se også Aall (2015) s. 467-468.

²⁰¹ *Salabiaku v France* [J] 1998, no. 10519/83.

²⁰² Ibid. avsnitt 28.

²⁰³ Ibid.; Man kan merke seg at en presumsjon om «utnyttelse», tilsvarende den omtalt i MARs fortale, ikke er inntatt i MAD II.

²⁰⁴ Ibid. avsnitt 30.

²⁰⁵ Ibid. avsnitt 30.

²⁰⁶ Ibid. avsnitt 30.

²⁰⁷ Aall (2015) s. 468.

foreligge ytterligere elementer, som øvrige bevis eller intensjon fra tiltalte. Erik Magnus Boe tolker avgjørelsen dithen at det må foretas en proporsjonalitetsvurdering.²⁰⁸

I *Spector Photo* vurderte EU-domstolen hvorvidt en presumsjon for «use» ville være i strid med uskyldspresumsjonen i EMK.²⁰⁹ På bakgrunn av hvordan EMD håndterte skyldpresumsjoner og objektive straffevilkår i sin praksis, konkluderte EU-domstolen med at «use»-presumsjonen ikke ville utgjøre en krenkelse på EMK artikkel 6 nr. 2, ettersom presumsjonen kunne tilbakevises og retten til å forsvare seg var i behold.²¹⁰

I likhet med presumsjonen etablert i *Spector Photo*, kan presumsjonen reflektert i MAR artikkel 8 nr. 1 tilbakevises. Dette fremgår uttrykkelig av punkt 24 og 25 i fortalen til MAR, hvor det heter at presumsjonen «ikke påvirker retten til forsvar» og «kan [...] bli tilbakevist».²¹¹ Det må derfor antas at uskyldspresumsjonen i MAR artikkel 8 nr. 1 ikke strider mot uskyldspresumsjonen etter EMK artikkel 6 nr. 2. Dette forutsetter at sanksjonsmyndighetene i EU/ EØS-medlemslandene ved praktiseringen av innsidehandelsforbudet, holder seg innenfor de grenser EMD har skissert, slik at den påståtte innsider har en reell mulighet til å tilbakevise presumsjonen om «utnyttelse».

²⁰⁸ Boe (2010) s. 415.

²⁰⁹ *Spector Photo* [C5] C-45/08, avsnitt 39-44.

²¹⁰ Ibid. avsnitt 43, 44 og 45, med henvisninger til *Salabiaku v France* [J] 1998, no. 10519/83 og *Pham Hoang v France* [J] 1992, no. 66/1991/318/390.

²¹¹ Se MAR, fortalen punkt 24 annet punktum og punkt 25 tredje punktum.

6 Avsluttende refleksjoner

MAR trådte i kraft i norsk rett den 1. mars i 2021. Bestemmelsene i verdipapirhandelloven som gjennomførte forgjengeren, MAD, ble samtidig opphevet. Ved å gå fra direktiv til forordning oppnår man EU-lovgivers målsetning om en langt mer homogen rettstilstand i EU og EØS.

Tema for oppgaven har vært å kartlegge innholdet av kriteriet «utnytter» i forbudet mot innsidehandel etter MAR artikkel 8 nr. 1 jf. artikkel 14, samt vise kriteriets sammenheng med utnyttelsespresumsjonen omtalt i forordningens fortale. Selv om problemstillingen er snever, har opplegget aktualisert en rekke utfordrende problemstillinger.

Gjennomgangen har vist at fastleggingen av innholdet i utnyttelseskriteriet må gjøres lys av formålet bak forordningen, som er å styrke investortillitten og skape en "level playing field". Likevel kan effektivitetshensyn ikke strekkes så langt at innsidehandelsforbudet gis et anvendelsesområde som går lenger enn den legislative begrunnelsen tilsier. Det kan med dette utledes et minstekrav om at det må foreligge en mental årsakssammenheng mellom innsideinformasjonens innhold og den etterfølgende investeringsbeslutningen informasjonen relaterer seg til, for å kunne rammes av forbudet. Det er imidlertid ikke nødvendig for de nasjonale sanksjonsmyndighetene å påvise at gjerningspersonens handlinger strider imot formålet til MAR. Bakgrunnen for dette er at når en person besitter innsideinformasjon (og etter den norske gjennomføringen, er kjent eller burde være kjent med informasjonens karakter) og deretter foretar en transaksjon, foreligger det etter fortalen til MAR en presumsjon for «utnyttelse». Ettersom dette er en presumsjon, har den påståtte innsider mulighet til å tilbakevise at innsideinformasjonen ikke er «utnyttet» i strid med formålet til MAR. Etter min oppfatning gir innholdet i reguleringen, slik den her forstås, en effektiv regel for å kunne håndheve og forbygge innsidehandel, samtidig som den ivaretar rettsikkerheten til den påståtte innsider.

Fastleggingen av utnyttelseskriteriet og den tilhørende utnyttelsespresumsjon og dens tilbakevisningsmuligheter, vil antageligvis reise en del spørsmål fremover som må avklares av domstolene. Mens det var begrenset forsvarsmuligheter for anklagede under den tidligere misbruksreservasjonen i verdipapirhandelloven § 3-3 annet ledd, åpner utnyttelseskriteriet opp for en bredere adgang til å tilbakevise at informasjonen er «utnyttet». Dette vil følgelig skape prosess, og trolig da også foreleggelsessaker for Efta- og EU-domstolene. Det vil bli interessant å se hvordan norske domstoler fremover vil praktisere utnyttelseskriteiret, herunder

utnyttelsespresumsjonen i en så alvorlig strafferettslig kontekst som innsidehandel er i Norge. En slik skyldpresumsjon er ganske unikt i norsk strafferett. Det som er helt sikkert er at domstolene i større grad enn tidligere, vil måtte ta hensyn til den internasjonale dimensjon ved fastlegging av disse normene.

Litteraturliste

Norske lover

Lov 17. mai 1814 Kongeriket Norges Grunnlov (Grunnloven)

Lov 13. august 1915 om domstolene (domstolsloven)

Lov 20. mai 2005 nr. 28 om straff (straffeloven)

Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven)

Lov 21. juni 2019 nr. 41 om endringer i verdipapirhandelloven mv. (prospekt, markedsmisbruk, tilsyn og sanksjoner).

Forarbeider

NOU 1996:2

NOU 1996:2 Verdipapirhandel

NOU 2017:14

NOU 2017:14 Nye regler om markedsmisbruk –
sanksjoner og straff Gjennomføring av
markedsmisbruksforordningen og gjennomgang av
verdipapirhandellovens regler om sanksjoner og straff

Ot.prp. nr. 72 (1990-1991)

Ot.prp. nr. 72 (1990–1991) Om lov om endringer i lov
14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel samt
endringer i enkelte andre lover. (Innsideregler og
emisjonskontroll mv)

Ot.prp. nr. 29 (1996–97)

Ot.prp. nr. 29 (1996–1997) Om lov om
verdipapirhandel

Ot.prp. nr. 12 (2004-2005)	Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv)
Prop.62 L (2015–2016)	Prop.62 L (2015–2016) Endringer i forvaltningsloven mv. (administrative sanksjoner mv.)
Prop.77 L (2017–2018)	Prop.77 L (2017–2018) Endringer i verdipapirhandelloven og oppheving av børsloven mv. (MiFID II og MiFIR)
Prop.96 LS (2018-19)	Prop.96 LS (2018–2019) Endringer i verdipapirhandelloven mv. (prospekt, markedsmisbruk, tilsyn og sanksjoner) og samtykke til deltakelse i en beslutning i EØS-komiteen om innlemmelse av forordning (EU) nr. 596/2014 og (EU) 2017/1129
Innst. 186 S (2013–2014)	Innst.186 S (2013–2014) Innstilling fra kontroll- og konstitusjonskomiteen om grunnlovsforslag fra Per-Kristian Foss, Martin Kolberg, Marit Nybakk, Jette F. Christensen, Anders Anundsen, Hallgeir H Langeland, Per Olaf Lundteigen, Geir Jørgen Bekkevold og Trine Skei Grande om grunnlovfesting av sivile og politiske menneskerettigheter, med unntak av romertall X og romertall XXIV

Traktater, regionale avtaler o.l.

EMK	Convention for the Protection of Human Rights and Fundamental Freedoms, Roma, 4. November 1950
-----	--

ICCPR	International Covenant on Civil and Political Rights, 16 December 1966, 999 UNTS 171
ODA-avtalen	Agreement between the EFTA states on the establishment of a surveillance authority, 2. May 1992, OJ L 344
EØS-avtalen	The EEA Agreement - Agreement on the European Economic Area (consolidated 14. December 2019), 2. May 1992, OJ L 1
TFEU	Treaty on the Functioning of the European Union – TFEU (consolidated 7. june 2016), 25. March 1952, OJ C 326

EU-rettsakter

Markedsmisbruksdirektivet av 2003 (MAD)	Europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/6/EF av 28. januar 2003 om innsidehandel og markedsmanipulasjon (markedsmisbruk)
Markedsmisbruksdirektivet av 2014 (MAD II)	Europaparlaments- og rådsdirektiv 2014/57 / EU av 16. april 2014 om strafferettslige sanksjoner for markedsmisbruk (markedsmisbruksdirektivet)
Markedsmisbruksforordningen (MAR)	Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 596/2014 av 16. april 2014 om markedsmisbruk (markedsmisbruksforordningen) og om oppheving av europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/6/EF og kommisjonsdirektiv 2003/124/EF, 2003/125/EF og 2004/72/EF

MiFID II
Europaparlaments- og rådsdirektiv 2014/65/EU av 15. mai 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om endring av direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EF

ESMA-forordningen
Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 1095/2010 av 24. november 2010 om opprettelse av en europeisk tilsynsmyndighet (Den europeiske verdipapir- og markedstilsynsmyndighet - European Securities and Markets Authority), om endring av beslutning nr. 716/2009/EF og om opphevelse av kommisjonsbeslutning 2009/77/EF

Norske rettsavgjørelser

Rt. 2006 s. 1049

Rt. 2009 s. 22

Rt. 2014 s. 452 *Eltek*

Rt. 2014 s. 1292

Rt. 2015 s. 93 *Maria*

HR-2016-2554-P *Holship*

HR-2018-2177-U

LB-2017-153037-3 *Funcom*

LB-2018-26726

Avgjørelser fra EU-domstolen

Dom av 11. Juli 2006 [GC] *Chacón Navas*, C-13/05, ECLI:EU:C:2006:456

Dom av 10. mai 2007 [C3] *Georgakis*, C-391/04, ECLI:EU:C:2007:272

Dom av 3. september 2008 [GC] *Kadi Al Barakaat International Foundation v Council and Commission*, C-402/05, ECLI:EU:C:2008:461

Dom av 23. desember 2009 [C5], *Spector Photo Group and Van Raemdonck*, C-45/08, ECLI:EU:C:2009:806

Dom av 3. september 2014 [GC], *Deckmyn and Vrijheidsfonds*, C-201/13, ECLI:EU:C:2014:2132

Dom av 19. juni 2014 [C5], *Karen Millen Fashions*, C-345/13, ECLI:EU:C:2014:2013

Dom av 11. mars 2015 [C5], *Lafonta*, C-628/13, ECLI:EU:C:2015:162

Generaladvokatens forslag til avgjørelser

Generaladvokat Juliane Kokotts forslag til avgjørelse i sak C-45/08, *Spector Photo Group and Van Raemdonck*, framsatt 10. September 2009, ECLI:EU:C:2009:534

Avgjørelser fra den europeiske menneskerettighetsdomstolen (EMD)

The Sunday Times v. United Kingdom [P] 1980, no. 6538/74, ECLI:CE:ECHR:1980:1106JUD000653874

Pham Hoang v France [J] 1992, no. 66/1991/318/390,
ECLI:CE:ECHR:1992:0925JUD001319187

Salabiaku v France [J] 1998, no. 10519/83, ECLI:CE:ECHR:1988:1007JUD001051983

Coëme and others v Belgium [J] 2000, no. 2492/96, 32547/96, 32548/96, 33209/96 and
33210/96), ECLI:CE:ECHR:2000:0622JUD003249296

Kafkaris v. Cyprus [GC] 2008, no. 9644/09, ECLI:CE:ECHR:2021:0511JUD004456111

Beslutninger fra EØS-komiteen

EØS-komiteens beslutning 259/2019 av 25. oktober 2019 om endring av EØS-avtalens
vedlegg IX (Finansielle tjenester)

Litteratur

Bøker

- | | |
|---------------------------------------|---|
| Boe (2010) | Boe, Erik, <i>Innføring i juss</i> , 3. utg., Universitetsforlaget
2010 |
| Fredriksen og Mathisen (2018) | Fredriksen, Halvard Haukeland og Gjermund
Mathisen, <i>EØS-rett</i> , 3. utg., Fagbokforlaget 2018. |
| Gröning, Husabø og Jacobsen
(2016) | Gröning, Linda, Jørn Jacobsen, Erling Johannes
Husabø, <i>Frihet, forbrytelse og straff en systematisk
fremstilling av norsk strafferett</i> , Fagbokforlaget 2016 |
| Hagstrøm og Stenvik (2019) | Hagstrøm, Viggo og Are Stenvik, <i>Erstatningsrett</i> , 2.
utg., Universitetsforlaget 2019 |

- Jerkø (2017) Jerkø, Markus, *Bevisvurderingens rettslige rammer: Bevistema, bevisbyrde, beviskrav*, Universitetsforlaget 2017
- Nygaard (2017) Nygaard, Nils, *Rettsgrunnlag og Standpunkt*, 2. utg. Universitetsforlaget 2017
- Schmauch (2018) Schmauch, Magnus, *EU:s marknadsmisbruksförordning m.m.: en kommentar*, Norstedts Juridik AB 2018
- Skoghøy (2017) Skoghøy, Jens Edvind A., *Tvisteløsning*, 3. utg., Universitetsforlaget 2017
- Skoghøy (2018) Skoghøy, Jens Edvind A., *Rett og retts-anvendelse*, Universitetsforlaget 2018
- Sæbø (1995) Rune, Sæbø, *Innsidehandel med verdipapir*, Fagbokforlaget 1995
- Øyen (2019) Øyen, Ørnulf, *Straffeprosess*, 2. utg., Fagbokforlaget 2017

Artikler

- Arnesen (1994) Arnesen, Finn, «Er reglene om innsidehandel for strenge?», *Lov og rett* 1994, side 115-119

- Bergan (2016) Bergan, Morten Emil, «Definisjonen av innsideinformasjon i lys av obligasjoners særtrekk», *Tidsskrift for forretningsjus* 2016, side 152-249
- Bergan (2017) Bergan, Morten Emil «Markedsmisbruksforordningen og dens betydning for Norge og andre tredjeland», *Tidsskrift for forretningsjus* 2017, side 3-49
- Bergo (2018) Bero, Knut «Sanksjonering av markedsmisbruk – tid for reformer», *Lov og rett* 2018, side 323-324
- Bergo (2019) Bergo, Knut, «Lov om juridisk metode», *Lov og rett* 2019, side 461-462
- Gerner-Beuerle (2019) Gerner-Beuerle, Carsten «Article 8 Inside dealing», i Lehmann, Matthias og Christoph Kumpan, *European Financial Services Law: Article-by-Article Commentary*, Nomos Verlag 2019, side 692-705
- Kinander (2016) Kinander, Morten, «Bruk og misbruk. Særlig om ordrebehandling og misbruksreservasjonen i innsidehandelsretten», *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret (NTS)* 2016 side 53-65
- Kinander (2018) Morten, Kinander, «Fra direktiv til forordning: Endringer i norsk innsiderett ved overgang fra MAD til MAR?», *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret (NTS)* 2018, side 49-56
- Kinander (2019) Kinander, Morten, «Ten Years After: The Spector Presumption of Insider Dealing in MAD, MAR and MAD II», *Capital Markets Law Journal* (2019) s. 1-20

Klöhn (2010) Klöhn, Lars, «The European Insider Trading Regulation after the ECJ's Spector Photo Group-Decision», *European Company and Financial Law Review (ECFR)* 2010, s. 347-361

Lau Hansen (2017) Hansen, Jesper Lau, «Article 8: Inside dealing», i Ventoruzzo, Marco og Sebastian Mock, *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide*, Oxford University Press 2017, side 208-253

Publikasjoner, rapporter o.l.

ESMA (2019) European Securities and Markets Authority (ESMA), *Questions and Answers: On the Market Abuse Regulation (MAR)*, ESMA70-145-111, publisert 29. mars 2019. Tilgjengelig på:
<https://www.esma.europa.eu/document/qa-market-abuse-regulation>

ESMA (2020) European Securities and Markets Authority (ESMA), *Report on administrative and criminal sanctions and other administrative measures imposed under the Market Abuse Regulation in 2019*, ESMA70-156-3537, publisert 16. desember 2020. Tilgjengelig på:
<https://www.esma.europa.eu/document/annual-report-mar-administrative-and-criminal-sanctions-2020>

Finanstilsynet (2016) Finanstilsynet, *Høringsnotat vedrørende endring av verdipapirhandelloven om misbruk av innsideinformasjon*, publisert 9. desember 2016. Tilgjengelig på:
<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing->

[vedrorende-endring-av-verdipapirhandelloven--3-3-om-misbruk-av-innsideinformasjon/id2523453/?expand=horingsnotater](https://www.innsidre.no/vedrorende-endring-av-verdipapirhandelloven--3-3-om-misbruk-av-innsideinformasjon/id2523453/?expand=horingsnotater)

Finanstilsynet (2021)

Finanstilsynet, *Veiledning om forbudet mot innsidehandel i markedsmisbruksforordningen ved håndtering av ordresituasjoner*, publisert 2. februar 2021. Tilgjengelig på:

<https://www.finanstilsynet.no/contentassets/aa9cf8448d044a94bad48da9d482accb/forbud-mot-innsidehandel--handtering-av-ordresituasjoner.pdf>

Rapport om samarbeidet mellom Økokrim, Oslo Børs og Kredittilsynet (2007)

Evalueringsutvalget (EOS-utvalget), *Rapport om samarbeidet mellom Økokrim, Oslo Børs og Kredittilsynet*, publisert 22. juni 2007. Tilgjengelig på:

<https://evalueringsportalen.no/evaluering/rapport-om-samarbeidet-mellom-okokrim-oslo-bors-og-kredittilsynet>

Nettsteder

<https://www.dn.no/ulovlige-innsidere-lever-farligere/1-1-637787> (hentet 25. mai 2020)

<https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2021/veiledning-om-forbudet-mot-innsidehandel-i-markedsmisbruksforordningen-ved-handtering-av/> (hentet 25. mai 2020)