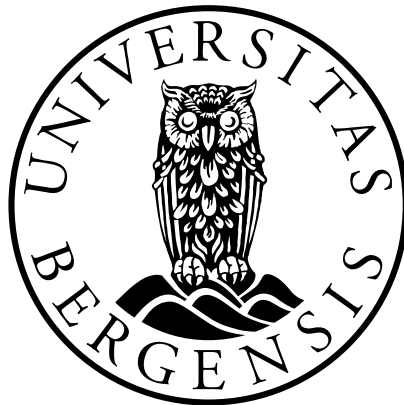


Definisjonen av innsideinformasjon etter MAR artikkel 7

*Med særlig fokus på presisjonsvilkåret og
kurspåvirkningsvilkåret*

Kandidatnummer: 178

Antall ord: 14986



JUS399 Masteroppgave
Det juridiske fakultet

UNIVERSITETET I BERGEN

10.05.2022

Innholdsfortegnelse

1	Tema og problemstilling	3
1.1	Introduksjon.....	3
1.2	Problemstilling.....	4
1.3	Aktualitet	5
1.4	Avgrensning.....	6
2	Børs- og verdipapirretten og dens rettskildelære.....	8
2.1	Generelt om børns- og verdipapirretten.....	8
2.2	Særlig om EU-rettens metodelære og tolkningen av MAR.....	8
2.2.1	Virkningen av overgangen fra direktivet MAD til forordningen MAR.....	8
2.2.2	Tolkningen av MAR.....	9
2.2.3	Tekstuell tolkning.....	10
2.2.4	Kontekstuell tolkning	11
2.2.5	Historisk tolkning	11
2.2.6	Teleologisk tolkning.....	12
2.2.7	EU-domstolens avgjørelser	12
3	Legislative hensyn	13
3.1	Introduksjon.....	13
3.2	Hensynet til verdipapirmarkedets integritet og allmennhetens tillit til markedet	13
3.3	Hensynet til markedsdeltakernes rettssikkerhet	14
4	Definisjonen av innsideinformasjon	16
4.1	Introduksjon.....	16
4.2	Kort om at informasjonen må relatere seg «direkte eller indirekte» til «en eller flere utstedere» eller «ett eller flere finansielle instrumenter»	17
4.2.1	Introduksjon	17
4.2.2	Informasjon som relaterer seg «direkte» til utsteder eller det finansielle instrumentet.....	18
4.2.3	Informasjon som relaterer seg «indirekte» til utsteder eller det finansielle instrumentet.....	18
4.3	Informasjonen må ikke være offentliggjort	19
4.3.1	Introduksjon	19
4.3.2	Informasjon som er offentliggjort av utsteder	19
4.3.3	Informasjon som er offentliggjort av andre enn utsteder	21

4.3.4	Observerbar informasjon	22
5	Presisjonsvilkåret	24
5.1	Introduksjon	24
5.1.1	Skillet mellom «begivenhet» og «omstendigheter»	25
5.1.2	Innholdet i begrepene «begivenhet» og «omstendigheter»	26
5.2	Eksistenskriteriet	26
5.2.1	Introduksjon	26
5.2.2	Begrepet «indikerer»	27
5.2.3	Omstendigheter eller begivenheter som «har inntruffet» eller «eksisterer»	27
5.2.4	Endelige omstendigheter og begivenheter	28
5.2.5	Mellomliggende omstendigheter eller begivenheter	29
5.2.6	Enkeltstående hendelser som mellomliggende steg i en prosess bestående av flere trinn	30
5.2.7	Omstendigheter eller begivenheter «som det er rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe»	32
5.2.8	Sannsynlighetskravet etter Daimler-dommen og RenoNorden-dommen	32
5.3	Spesifikasjonskriteriet	36
5.3.1	Introduksjon	36
5.3.2	Spesifikasjonskriteriets subjekt	37
5.3.3	Hvem er den «fornuftige investoren»?	37
5.3.4	Hva må være tilstrekkelig spesifikt?	38
5.3.5	Når er informasjon tilstrekkelig spesifikk?	39
5.3.6	Kort om «retningskriteriet» etter Lafonta-dommen	41
6	Kurspåvirkningsvilkåret	43
6.1	Introduksjon	43
6.2	Kurspåvirkningsvilkårets oppbygning	43
6.2.1	Forholdet mellom sannsynlighetskravet «likely» i artikkel 7.1 (a) og 7.4	44
6.3	Den fornuftige investor-testen	46
6.3.1	Gjeldende rett	46
6.3.2	Inneholder den fornuftige investor-testen i MAR et krav om kvantifiserbar kurspåvirkning?	47
6.3.3	Kravet til «significant» kurspåvirkning	50
7	Avslutning	53
7.1	Konkluderende bemerkninger	53

1 Tema og problemstilling

1.1 Introduksjon

For aktører i næringslivet er det viktig å ha tilgang på kapital for å sikre økonomisk vekst og for å drive selskaper på en økonomisk bærekraftig måte. Ved innhenting av kapital retter mange selskaper seg mot egenkapitalmarkedene hvor de utsteder aksjer som investorer kan investere i, og dermed finansiere den som etterspør kapital. Egenkapitalmarkedet har i de senere år blitt en stadig viktigere finansieringskilde for næringslivet, og bidrar til økonomisk vekst både nasjonalt og internasjonalt. I 2020 og 2021 ble til sammen 122 nye selskaper notert på markedsplassene Oslo Børs, Euronext Expand og Euronext Growth.¹ Til sammenligning ble det notert 15 nye selskaper i 2019.² Andelen privatpersoner som eier aksjer og egenkapitalbevis på Oslo Børs har økt med over 40 prosent, fra omlag 380 000 personer i 2019 til 544 403 i utgangen av 2021.³ Privatpersoner eier aksjer for til sammen 174,4 milliarder kroner.⁴ I tillegg kommer aksjer eid av selskaper.

I tråd med at aktiviteten i markedet stiger, øker også behovet for at markedets tillit og integritet ivaretas. Markedene er derfor regulert av strenge og komplekse regelverk som blant annet skal hindre at *innsideinformasjon* misbrukes. En utfordring med verdipapirmarkedene er at visse markedsaktører, eksempelvis primærinnsidere i selskaper, har tilgang på kurspåvirkende informasjon som ikke er allmenn tilgjengelig. Dette forenklete eksempelet bidrar som en overordnet introduksjon til konseptet innsideinformasjon. Som masteroppgaven skal belyse, krever den juridiske definisjonen av innsideinformasjon en dypere analyse for å forstå den retts tekniske kompleksiteten bak regelverket om markedsmissbruk, og innsidedefinisjonens innhold.

¹ Pareto, «Årets børsnoteringer: Disse aksjene gikk på børs i 2021.»

² Aksjenorge, «Rekordmange børsnykommere.»

³ Aksjenorge, «Rekordmange aksjonærer.»

⁴ Aksjenorge, «Nordmenn og aksjer. Årsrapport, inkl. 4. kvartal 2021.» s. 2.

1.2 Problemstilling

Masteroppgavens problemstilling er når én opplysning alene, eller flere opplysninger til sammen, utgjør innsideinformasjon etter markedsmisbruksforordningen (MAR) artikkel 7.⁵ Temaet for masteroppgaven er de fire kvalifikasjonsvilkårene i innsidedefinisjonen i MAR artikkel 7.1 (a), med særlig fokus på det såkalte *presisjonsvilkåret* og *kurspåvirkningsvilkåret*.⁶

MAR er det juridiske rammeverket som regulerer misbruk av innsideinformasjon. Begrepet «innsideinformasjon» er legaldefinert i MAR artikkel 7.1 (a) som oppstiller fire kumulative vilkår som må være oppfylt for at en opplysning skal utgjøre innsideinformasjon for aksjer og andre finansielle instrumenter.⁷

Innsidedefinisjonen fungerer som et koblingsbegrep. Når innsideinformasjon foreligger oppstår det umiddelbart forbud for investorer, og påbud for meglere og utstedere. Blant annet fastslår MAR artikkel 17 en løpende informasjonsplikt for utstedere, meglere pålegges en rapporteringsplikt om mistenkelige handler etter artikkel 16.2, mens investorer ilegges et rådgivnings- og handelsforbud i artikkel 14. Den som besitter innsideinformasjon kan heller ikke spre den til uvedkommende jf. artikkel 14. Etter MAR er det ingen grenser for hvilke opplysninger som *kan* utgjøre innsideinformasjon, det avgjørende er om vilkårene i innsidedefinisjonen er oppfylt.

Ulovlig handel basert på innsideinformasjon kalles *innsidehandel*, og er forbundet med straffeansvar.⁸ Innsidedefinisjonen har dermed en side mot strafferetten. Legalitetsprinsippet i Grunnloven § 96 gjør seg derfor gjeldende, herunder klarhetskravet om at «det må fremgå tydelig i loven hvilke handlinger eller unnlatelser som kan føre til en sanksjon ved overtredelse».⁹ Det potensielle straffeansvaret ved ulovlig innsidehandel medfører at legalitetsprinsippet er et relevant tolkningsprinsipp ved analysen av innsidedefinisjonen, og begrenser hvor utvidet ordlyden kan tolkes. Dersom EU-domstolen i fremtiden utvikler innholdet i innsidedefinisjonen i strid med legalitetsprinsippet, vil norske domstoler være

⁵ Regulation (EU) No 596/2014.

⁶ Se om presisjonsvilkåret og kurspåvirkningsvilkåret i punkt 4.1.

⁷ Se punkt 4 for analysen av innsidedefinisjonen.

⁸ Vphl. § 21-15 (1) og MAR artikkel 8.

⁹ NOU 2003: 15 punkt 12.3.1.

avskåret fra å kunne anvende definisjonen til skade for privatpersoner.¹⁰ Grunnloven er ikke tilsidesatt av EØS-avtalen.

Mest sentralt for den videre fremstillingen er de fire vilkårene i innsidedefinisjonen i MAR artikkel 7 nr. 1 (a). Innsidedefinisjonen må tolkes i lys av det relevante regelsett den retter seg mot, og de hensyn reglene søker å ivareta.¹¹ Følgelig vil analysen og tolkningen av vilkårene i definisjonen knyttes opp mot plikt- og forbudsreglene, primært innsidehandelforbudet og den løpende informasjonsplikten.¹²

Masteroppgaven skal redegjøre for gjeldende rett *de lege lata*, slik den følger av norsk rett og EU-retten. EU-retten er internasjonal, og det er derfor tatt utgangspunkt i den offisielle engelske språkversjonen av MAR. Der rettsutviklingen i EUs medlemstater har utviklet seg i en annen retning enn dagens rettstilstand i Norge, vil masteroppgaven belyse hvorvidt norsk rett er i samsvar med rettstilstanden i EU.

1.3 Aktualitet

Fra 2016 har MAR vært det gjeldende regelverket om innsideinformasjon i EU. MAR trådte i kraft i Norge 1. mars 2021, og er gjort til norsk rett gjennom inkorporasjonsbestemmelsen i verdipapirhandelloven (vphl.) § 3-1 (1).¹³ MAR erstattet markedsmisbruksdirektivet (MAD) og kommisjonens gjennomføringsdirektiv (første kommisjonsdirektiv) fra 2003.¹⁴ Direktivene var fullharmoniseringsdirektiver, noe som innebar at direktivene måtte ha samme innhold i alle land som var omfattet, og tolkes med utgangspunkt i de EU-rettslige kildene.¹⁵ Direktivene ble gjennomført i norsk rett ved transformasjon i verdipapirhandelloven og ble tolket etter norsk rettskildelære, med direktivene som en viktig tolkningsfaktor. Definisjonen av innsideinformasjon fulgte tidligere av vphl. § 3-2, men følger nå direkte av MAR i dens respektive artikkel 7. Overgangen fra direktivet MAD til forordningen MAR medførte at tolkningen av innsidedefinisjonen er blitt underlagt den EU-rettslige tolkningslæren.

¹⁰ Bergo (2021) s. 55.

¹¹ Se punkt 2.2 om EU-rettens rettskildelære.

¹² MAR artikkel 8 og 17.

¹³ Lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 nr. 75.

¹⁴ Directive 2003/6/EC og Commission Directive 2003/124/EF.

¹⁵ HR-2022-695-A avsnitt 47.

På bakgrunn av at innsidedefinisjonen nylig er endret og er underlagt en annen tolkningslære enn tidligere, anses masteroppgavens tema å være aktuelt. Selv om ordlyden og innholdet i definisjonen i stor grad er en videreføring av rettstilstanden før MAR, medfører overgangen fra direktiv til forordning potensielle metodiske problemstillinger som kan ha betydning for tolkningen av innsidedefinisjonen i norsk rett.¹⁶

Innsidedefinisjonen ble nylig aktualisert i «RenoNorden-saken», der Høyesterett avklarte beviskravet for fremtidige opplysninger under det såkalte *eksistenskriteriet* i innsidedefinisjonen.¹⁷ Det nærmere innholdet i dommen og dens betydning for markedsdeltakerne er behandlet i masteroppgaven.¹⁸

1.4 Avgrensning

Masteroppgaven tar utgangspunkt i innsidedefinisjonens betydning og anvendelsesområde i norsk børs- og verdipapirrett. Innsidedefinisjonens anvendelsesområde strekker seg like langt som MARs virkeområde. MARs virkeområde er angitt i MAR artikkel 2.1 (1) og (2), men omfatter mer enn det er rom for i masteroppgaven. Oppgaven avgrenses derfor mot virkeområdene opplistet i artikkel 2.1 (1) (c) og artikkel 2.1 (1) (d). Videre avgrenses det mot virkeområdene opplistet i artikkel 2 (2) bokstav (a) til (c).

Masteroppgaven behandler kun innsidedefinisjonen for virkeområdene i artikkel 2.1 (1) bokstavene (a) og (b). Disse omfatter:

«(a) financial instruments admitted to trading on a regulated market or for which a request for admission to trading on a regulated market has been made;»

«(b) financial instruments traded on an MTF, admitted to trading on an MTF or for which a request for admission to trading on an MTF has been made;»

Etter artikkel 2.1 (1) (a) gjelder MAR for finansielle instrumenter som kan handles på et «regulated market». Videre omfattes «multilateral trading facilities (MTF)» jf. artikkel 2.1 (1) (b). I Norge er det to handelsplattformer som anses som regulert marked, dette er Oslo Børs og Euronext Expand. Det er også én multilateral handelsfasilitet, nemlig Euronext Growth.

¹⁶ Se punkt 2.2.1 om virkningen av overgangen fra direktiv til forordning.

¹⁷ HR-2022-695-A.

¹⁸ Se punkt 5.2.8.

Følgelig avgrenses det mot innsidedefinisjonens betydning for handel på andre handelsplattformer enn Oslo Børs, Euronext Expand og Euronext Growth.

Begrepsparet «financial instruments» er ikke definert i MAR. Ved anvendelsen av MAR skal definisjonen av «financial instruments» som følger av vedlegg 1 til verdipapirmarkedsdirektivet (MiFID II) artikkel 4.1 nr. 15 benyttes jf. MAR artikkel 3.1 nr. 1.¹⁹ For norsk retts vedkommende må det tas utgangspunkt i definisjonen av «finansielle instrumenter» i vphl. § 2-2 som implementerer MiFID II og verdipapirmarkedetsforordningen (MiFiR) i norsk rett, og lister opp de finansielle instrumentene som omfattes.²⁰ Definisjonen i vphl. § 2-2 (1) svarer i innhold til definisjonen i vedlegg 1 til verdipapirmarkedsdirektivet.²¹

Etter vphl. § 2-2 (1) nr. 1, jf. § 2-4 (1) nr. 1 omfattes «aksjer». Aksjer utgjør den største andelen av handler på norske kapitalmarkeder, og vil være vurderingsobjektet i masteroppgaven.²² Det avgrenses mot å analysere innsidedefinisjonen mot andre finansielle instrumenter. Videre avgrenses det mot den særskilte reguleringen av innsideinformasjon for varederivater, utslippskvoter og auksjonsprodukter i artikkel 7.1 (b) og (c).

På det strafferettslige området suppleres MAR av markedsmisbruksdirektivet om strafferettslige sanksjoner (MAD II). MAD II oppstiller minstekrav til strafferettslige sanksjoner ved overtredelse av reglene i MAR.²³ MAD II er ikke inntatt i EØS-avtalen, og ettersom masteroppgaven retter seg mot kvalifikasjonsvilkårene i innsideinformasjonsbestemmelsen, vil straffeansvaret ikke bli behandlet.

¹⁹ Directive 2014/65/EU.

²⁰ Regulation (EU) No 600/2014.

²¹ NOU 2017:1 s. 31-32.

²² NOU 2017:1 s. 45.

²³ Directive 2014/57/EU.

2 Børs- og verdipapirretten og dens rettskildelære

2.1 Generelt om børs- og verdipapirretten

Børs- og verdipapirretten oppstiller rettsregler for «handel med finansielle instrumenter, oppgjør, og registrering av slik handel».²⁴ For å sikre effektiv og sikker handel med finansielle instrumenter på tillitsfulle markedsplasser oppstiller regelverket rammebetingelser for markedsdeltakerne, herunder regelverket om innsideinformasjon og markedsmisbruk. Brudd på rammebetingelsene kan føre til administrative forvaltnings sanksjoner samt straffesanksjoner i form av høye bøter og fengsel for misbrukeren.²⁵

Regelverket i børs- og verdipapirretten er todelt, og består av nasjonale rettskilder og regler fra EU som er gjort til norsk rett som følge av Norges forpliktelser etter EØS-avtalen.²⁶ Etter EU-rettslig terminologi kalles EU-rettslig lovgivning for rettsakter.²⁷ De norske reglene skal tolkes etter norsk metodelære, mens rettsaktene skal tolkes etter EU-rettens metodelære.²⁸ Rettsanvenderen må derfor være særlig bevisst ved valget av juridisk metodelære.

2.2 Særlig om EU-rettens metodelære og tolkningen av MAR

2.2.1 Virkningen av overgangen fra direktivet MAD til forordningen MAR

EØS-avtalens artikkel 7 (1) (b) fastslår at det er opp til «avtalepartenes myndigheter å bestemme formen for og midlene for gjennomføringen» av direktiver, såkalt *transformasjon*.²⁹ I praksis

²⁴ Bergo (2021) s. 17.

²⁵ Jf. vphl. §§ 21-1 og 21-15.

²⁶ EØS-avtalen artikkel 7.

²⁷ Fredriksen (2022) s. 42.

²⁸ Fredriksen (2022) s. 329.

²⁹ Fredriksen (2022) s. 400-401.

blir direktiver gjennomført ved at nye lover eller forskrifter vedtas, eller ved at direktivbestemmelsene innlemmes i eksisterende norske lover eller forskrifter med nødvendige tilpasninger. Dermed er det den norske lovteksten som utgjør utgangspunktet for tolkningen av bestemmelsen, mens direktivet den har til hensikt å gjennomføre er en viktig tolkningsfaktor.

Forordninger skal derimot gjøres til del av EØS-statens interne rettsorden «som sådan» jf. EØS-avtalens artikkel 7 (1) (a). Gjennomføringsmetoden kalles *inkorporasjon*.³⁰ Dermed blir forordningen i sin opprinnelige form gjort til norsk lov eller forskrift, og som hovedregel er det ikke rom for nasjonale tilpasninger. Gjennom inkorporasjonsbestemmelsen i vphl. § 3-1 er MAR gjort til norsk rett, og overgangen fra direktiv til forordning innebar at reglene om innsideinformasjon gikk fra å ta utgangspunkt i en norsk lovtekst, til å bli flyttet over i «EØS-sonen».³¹ Ved «et pennestrøk» ble norske regler om innsideinformasjon i vphl. kapittel 3 strøket over, og erstattet med en enkel henvisning til at MAR gjelder «som lov».³² Forordningens artikler er dermed den relevante tolkningsgjenstanden, ikke inkorporasjonsbestemmelsen eller verdipapirhandelloven. MAR må derfor tolkes etter EU-rettens rettskildelære, slik at løsningen på rettsspørsmål blir den samme i Norge, som i resten av EU.

2.2.2 Tolkningen av MAR

EU-retten er en autonom rettsorden som betyr at den skal tolkes selvstendig og ensartet, uavhengig av nasjonal begrepsbruk, juridisk metode, og rettskultur i medlemsstatene.³³ Dette utgangspunktet er viktig for å oppfylle MARs formål om å sikre fullharmonisering av kapitalmarkedsretten i EUs medlemstater, og formålet om at MAR skal være en «single rule book» om markedsmissbruk.³⁴ Det kan ikke legges vekt på den norske og islandske språkversjonen av MAR, da disse kun er opprettet av praktiske årsaker av de respektive finansdepartementene, og anvendes ikke av EU-domstolen.³⁵

Det foreligger få EU-rettslige kilder som gir veiledning om tolkningen av MAR artikkel 7. For å belyse innholdet i innsidedefinisjonen vil masteroppgaven også basere seg på juridisk teori og andre rettskilder utarbeidet av finanstilsynene i EU-land, til tross for at disse har begrenset

³⁰ Fredriksen (2022) s. 396.

³¹ Bergo (2021) s. 45.

³² Vphl. § 3-1.

³³ Sak C-610/18 avsnitt 50 og Fredriksen (2022) s. 329.

³⁴ MAR, fortalen punkt 3.

³⁵ Bergo (2021) s. 53.

vekt.³⁶ Rettskildene kan likevel bidra til å belyse hvordan andre lands domstoler har løst tilsvarende problemstillinger, og hvordan reglene praktiseres der.

I punkt 2.2.3 til punkt 2.2.7 vil det redegjøres for den juridiske metoden som må anvendes ved tolkingen av forordninger fra EU samt de sentrale tolkningsfaktorene ved tolkingen av MAR.

2.2.3 Tekstuell tolkning

Forordningens tekst, herunder artiklene og fortalen, er utgangspunktet for tolkingen av MAR.³⁷ Forordningsteksten er ment å være lik i alle medlemstatene, og er forfattet på samtlige av de 24 offisielle språkene i EU. EU-domstolen har fastslått at:

«The meaning and scope of terms for which European Union law provides no definition must be determined by considering their usual meaning in everyday language, while also taking into account the context in which they occur and the purposes of the rules of which they are part».³⁸

Ettersom at alle språkversjonene av forfatningsteksten er likestilte, er det nødvendig å sammenligne ulike versjoner for å avklare innholdet i ord og begreper.³⁹ Dersom språkversjonene åpner for ulike tolkningsresultater som følge av at ordlyden er ulik, reduseres vekten av ordlyden, og behovet for tolkning i lys av andre rettskildedefaktorer øker. For innsidedefinisjonen må imidlertid legalitetsprinsippet og klarhetskravet som vist ovenfor hensyntas, som begrenser hvor utvidende ordlyden kan tolkes.

I tillegg til ordlyden i artiklene er fortalen en viktig tolkningsfaktor ved tolkingen av MAR. EU-institusjonene er pålagt å begrunne alle rettsakter, og som regel oppfylles kravet gjennom fortalen.⁴⁰ I den engelske språkversjonen av MAR er fortalen 16 sider lang, og består av 89 punkter som bidrar til å klargjøre overordnede hensyn bak reguleringen av kapitalmarkedsretten, som gir veiledning til hvordan innsidedefinisjonen skal forstås.

³⁶ Sejersted (2011) s. 58.

³⁷ Sak C-507/18 avsnitt 32.

³⁸ Sak C-119/12 avsnitt 20.

³⁹ Sak C-19/67 s. 354.

⁴⁰ Kravet til begrunnelse følger av TFEU artikkel 296 (2).

2.2.4 Kontekstuell tolkning

Forordningsteksten skal tolkes i lys av «the context in which they occur».⁴¹ I enkelthet innebærer kontekstuell tolkningen å se ordlyden i sammenheng med de øvrige rettskildene som sådan, og trekke disse rettskildene inn i tolkningen av den aktuelle EU-rettslige teksten.⁴² Den kontekstuelle tolkningsmetoden forutsetter at prinsippet om koherens ivaretas for å oppnå sammenheng i regelverket. For en rekke begreper i MAR og EUs kapitalmarkedsrett, blir koherens sikret gjennom MAR artikkel 3 som henviser til MiFiD II, som oppstiller felles definisjoner for kapitalmarkedsretten på tvers av rettsaktene.

2.2.5 Historisk tolkning

Historisk tolkning retter seg mot tidligere rettskilder som kan belyse forholdene som bidro til utformingen av rettsakten. MAR er den seneste av tre rettsakter som har regulert innsideinformasjon. Definisjonen av innsideinformasjon ble først introdusert i Innsidedirektivet fra 1989 (IDD) artikkel 2.1.⁴³ IDD ble erstattet av MAD i 2003 som frem til januar 2016 var det gjeldende direktivet om markedsmisbruk i EU-medlemsstatene. Under MAD fulgte innsidedefinisjonen av artikkel 1 nr. 1 og første kommisjonsdirektiv artikkel 1.

MAR, i likhet med MAD, er delt opp i 3 nivåer av rettsakter som til sammen utgjør et felleseuropeisk regelverk om markedsmisbruk. MAR er et såkalt nivå-1 regelverk, og er den viktigste rettsakten om markedsmisbruk. Nivå 2-regler omfatter kommisjonsdirektiver og kommisjonsforordninger som presiserer artiklene i MAR, og utarbeides av EU-Kommisjonen.⁴⁴ Nivå 3-regelverk omfatter anbefalinger og retningslinjer utarbeidet av Den europeiske tilsynsmyndigheten på verdipapirområdet, European Securities and Markets Authority (ESMA). Disse er ikke rettslig bindende, og ligner på rundskriv fra norsk rett.⁴⁵ Nasjonale myndigheter i medlemsstatene er imidlertid forpliktet etter ESMA-forordningen til å etterstrebe at anbefalingene og retningslinjene følges.⁴⁶

⁴¹ Sak C-119/12 avsnitt 20.

⁴² Sak C-621/18 avsnitt 47.

⁴³ Council Directive 89/592/EEC.

⁴⁴ Lovgivningsmyndigheten er delegert til EU-Kommisjonen gjennom MAR artikkel 35.

⁴⁵ Finanstilsynet, «Markedsmisbruksforordningen».

⁴⁶ ESMA Regulation 1095/2010/EU artikkel 16 (3).

De viktigste historiske rettskildene for tolkningen av innsidedefinisjonen er veiledninger gitt fra ESMA's forgjenger, The Committee of European Securities Regulators (CESR), på nivå 2 og 3 om innsidedefinisjonen i MAD.⁴⁷ Disse er fremdeles relevante og gir nyttig veiledning ved tolkningen av MAR artikkel 7.⁴⁸ Tilsvarende veiledning er ikke utgitt av ESMA vedrørende innsidedefinisjonen i MAR.

2.2.6 Teleologisk tolkning

EU-domstolen begrunner ofte tolkningen av EU-rettsakter basert på prinsippet om *effet utile*. I rettspraksis fra EFTA-domstolen er prinsippet oversatt til «tjenlige virkning», og henviser til en formålsorientert tolkning av bestemmelsene.⁴⁹ Fra prinsippet kan det utledes at enhver artikkel skal ha en selvstendig virkning med mindre noe annet er presisert.⁵⁰

2.2.7 EU-domstolens avgjørelser

EU-domstolen er EUs øverste juridiske organ, og domstolens avgjørelser danner utgangspunktet for hvordan nasjonale domstoler skal tolke EU-reglene ved anvendelsen av MAR i medlemsstatene.⁵¹ Norske domstoler er forpliktet til å tolke EU-rettsakter som er gjennomført i Norge i tråd med EU-domstolens avgjørelser jf. EØS-avtalen artikkel 6.

Dommer fra EU-domstolen vedrørende innsidedefinisjonen er særlig relevant for å avklare innholdet i MAR artikkel 7. Sentralt for masteroppgaven står dommene i *Geltl v. Daimler (Daimler)* og *Lafonta v. AMF (Lafonta)*, som begge omhandler *presisjonsvilkåret*.⁵² Selv om avgjørelsene knytter seg til innsidedefinisjonen i MAD og første kommisjonsdirektiv, har de presedens for tolkningen av de identiske kriteriene i MAR.⁵³

⁴⁷ CESR/02-089d og CESR/06-562b.

⁴⁸ Ventrizzo (2017) s. 184.

⁴⁹ Sak E-8/07 avsnitt 28.

⁵⁰ Sak C-274/15 avsnitt 50.

⁵¹ TEU artikkel 19 og TFEU artikkel 267.

⁵² Sak C-19/11 og sak C-628/13.

⁵³ Bergo (2021) s. 441.

3 Legislative hensyn

3.1 Introduksjon

Et velfungerende finansmarkedet er en sentral del av EUs indre marked for varer og tjenester, og bidrar til å oppnå to av de fire frihetene i EU og EØS, nemlig fri flyt av kapital og (finansielle) tjenester.⁵⁴ Verdipapirmarkedets hovedoppgave er å formidle kreditt og egenkapital, og kanalisere samfunnets kapital dit den gir mest avkastning.⁵⁵ For at verdipapirmarkedet skal fungere i tråd med formålet, forutsettes markedsintegritet.⁵⁶ Reguleringen av innsideinformasjonsmisbruk styrker allmennhetens tillit til kapitalmarkedene ved å ivareta de legislative hensyn som skal beskytte markedets integritet jf. MAR artikkel 1.

I punkt 3.2 behandles hensynene bak innsidedefinisjonen- og reguleringen av innsideinformasjons betydning for kapitalmarkedenes virkemåte. Hensynet til markedsdeltakernes rettssikkerhet vil behandles kort i punkt 3.3.

3.2 Hensynet til verdipapirmarkedets integritet og allmennhetens tillit til markedet

Hensynene bak innsidedefinisjonen er mest fremtredende ved dens rolle som vilkår i innsidehandelsforbudet i artikkel 8. Det viktigste hensynet bak innsidehandelsforbudet er nettopp å sikre markedsintegritet og tillit, slik at verdipapirmarkedet kan formidle kreditt og egenkapital. For å forstå den viktige betydningen av at markedsintegritet og allmennhetens tillit til verdipapirmarkedet ivaretas, må markedets virkemåte som finansieringskilde for selskaper illustreres nærmere.

Verdipapirmarkedet kan kategoriseres i førstehånds- og annenhåndsmarkedet. På førstehåndsmarkedet utstedes aksjer som selges til investorer, og tilføyer utstederselskapet egenkapital. Investoren erverver en eierandel i selskapet gjennom kjøpet av aksjen. Aksjen gir

⁵⁴ Bergo (2021) s. 33.

⁵⁵ Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 5.

⁵⁶ MAR, fortalen punkt 2.

avkastning enten gjennom utbytte, eller gjennom salg med gevinst i annenhåndsmarkedet.⁵⁷ På annenhåndsmarkedet er det altså selgeren av aksjen som tilkjennes vederlaget, ikke aksjeutstederen. Et velfungerende førstehåndsmarked forutsetter imidlertid at annenhåndsmarkedet er likvid, det vil si at investorene enkelt kan få kjøpt og solgt aksjene på ønsket tidspunkt, uten stor prispåvirkning, fordi det er mange kjøpere og selgere i markedet.⁵⁸ Dersom det hadde vært vanskelig å selge aksjer videre grunnet få markedsdeltakere, ville verdipapirmarkedene vært mindre attraktive som investeringskilde, og markedene ville potensielt ikke klart å oppfylle sin samfunnsmessige funksjon.

Et velfungerende verdipapirmarked har flere samfunnsmessige fordeler. En viktig samfunnsmessig funksjon ved markedet er at finansieringen av utstederselskapets prosjekter kan deles på flere, for eksempel fordi ingen investor klarer det på egen hånd eller fordi ingen ønsker å bære risikoen for prosjektet alene.⁵⁹ Ved at finansieringen deles på flere, deles også risikoen på flere. En annen funksjon knytter seg til formidling av informasjon.⁶⁰ Det er forhåndstilgjengelig informasjon vedrørende aksjen eller utstederselskapet som muliggjør investorenes vurdering av forholdet mellom risiko og potensiell avkastning ved investeringen.⁶¹ For at markedet skal være velfungerende er det derfor viktig at kursrelevant informasjon gjøres tilgjengelig for alle, slik at markedsdeltakerne beskyttes og bevarer tilliten til markedet. Nettopp derfor pålegger MAR artikkel 17 utstedere å offentliggjøre kursrelevant informasjon.

På den ene siden må behovet for markedets integritet og tillit sikres gjennom reguleringer mot misbruk av innsideinformasjon. Samtidig må definisjonen av innsideinformasjon ikke gis et for strengt anvendelsesområde da dette ville hindret investorene fra enhver bruk av informasjonsfordeler. Mange investorer henvender seg til kapitalmarkedet nettopp fordi de tror at de har en informasjonsfordel som kan utnyttes til å få avkastning på investeringene.

3.3 Hensynet til markedsdeltakernes rettssikkerhet

Et annet sentralt hensyn bak MAR er å styrke markedsdeltakernes rettssikkerhet ved å gjøre markedsmisbruksregelverket mindre komplisert.⁶² Rettssikkerheten skal styrkes gjennom at to

⁵⁷ Myklebust (2011) s. 29.

⁵⁸ Myklebust (2011) s. 31.

⁵⁹ Myklebust (2011) s. 29.

⁶⁰ Myklebust (2011) s. 31.

⁶¹ Myklebust (2011) s. 31.

⁶² MAR, fortalen punkt 4.

elementer ved innsidedefinisjonen, presisjonsvilkåret og kurspåvirkningsvilkåret, gjøres mer detaljert.⁶³ Dette er blant annet sikret ved å kodifisere at mellomliggende steg i en prosess bestående av flere trinn i seg selv kan utgjøre innsideinformasjon.⁶⁴ I tillegg fungerer hensynet som et relevant tolkningsprinsipp ved tolkningen av presisjonsvilkåret og kurspåvirkningsvilkåret i innsidedefinisjonen.

⁶³ MAR, fortalet punkt 18.

⁶⁴ Se punkt 5.2.5.

4 Definisjonen av innsideinformasjon

4.1 Introduksjon

I oppgavens kapittel 4 til 6 skal definisjonen av innsideinformasjon klarlegges. Det rettslige utgangspunktet er MAR artikkel 7. Innsideinformasjon er legaldefinert i MAR artikkel 7.1 (a) som:

«information of a precise nature, which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more issuers or to one or more financial instruments, and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments».

Av pedagogiske hensyn er vilkårene oversatt til norsk i den videre analysen av vilkårenes innhold. Oversettelsen er basert på den norske språkversjonen av MAR. Meningsinnholdet i den norske språkversjonen er imidlertid ikke sammenfallende med den originale engelske versjonen på enkelte punkter. Oversettelsen av enkelte ord er derfor min egen for å sikre at meningsinnholdet blir identisk ved oversettelsen.

Ved analysen av vilkåret om at informasjonen «ikke er blitt offentliggjort» gjør særlig metodiske poeng seg gjeldende som følge av begrepsbruken i den engelske språkversjonen. Den engelske versjonen vil derfor benyttes ved analysen av dette vilkåret i punkt 4.3.

Bestemmelsen oppstiller fire kumulative vilkår. Informasjonen må være:

- (i) «of a precise nature» (*presise opplysninger*),
- (ii) «not been made public» (*som ikke er blitt offentliggjort*),
- (iii) «relating, directly or indirectly, to one or more issuers or to one or more financial instruments» (*som relaterer seg, direkte eller indirekte, til en eller flere utstedere, eller ett eller flere finansielle instrumenter*),
- (iiii) «if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices» (*om den var offentliggjort, sannsynligvis ville hatt en signifikant påvirkning på prisene*).

De to hovedelementene i artikkel 7.1 (a) er at informasjonen må være presis (heretter *presisjonsvilkåret*) og være egnet til å påvirke kursen dersom den var offentliggjort (heretter *kurspåvirkningsvilkåret*). Vilrårene er legaldefinert i artikkel 7.2 og 7.4. Det materielle innholdet i vilrårene er retts teknisk kompleks, og behandlingen av vilrårene vil utgjøre hoveddelen av analysen av innsidedefinisjonen.⁶⁵

Vilråret om at informasjonen må vedrøre utsteder eller finansielle instrumenter knytter seg til hvilken type informasjon som kan utgjøre innsideinformasjon, og vil behandles kort i punkt 4.2. At informasjonen ikke må være offentliggjort knytter seg til når informasjon mister karakter av å være hemmelig, og behandles i punkt 4.3.

4.2 Kort om at informasjonen må relatere seg «direkte eller indirekte» til «en eller flere utstedere» eller «ett eller flere finansielle instrumenter»

4.2.1 Introduksjon

Det første vilråret er at informasjonen «direkte eller indirekte» må relatere seg til «en eller flere utstedere» eller «ett eller flere finansielle instrumenter».⁶⁶ Denne delen av definisjonen fastslår hvem og hva som er det relevante subjektet for vurderingen.

Ordlyden oppstiller et skille mellom informasjon som knytter seg *spesifikt til utstederen*, og informasjon som knytter seg til *selve det finansielle instrumentet*. Det må derfor skilles mellom selskapsspesifikk informasjon som knytter seg til utstederen, og informasjon som knytter seg til selve aksjen.⁶⁷ Videre skiller ordlyden mellom informasjon som «direkte» og «indirekte» relaterer seg til utstederen eller de finansielle instrumentene. Dette har praktisk betydning for plikt- og forbudsreglene. Informasjonsplikten for utstedere i artikkel 17.1 gjelder bare for

⁶⁵ Se punkt 5 om presisjonsvilkåret og punkt 6 om kurspåvirkningsvilkåret.

⁶⁶ Begrepet «utsteder» er legaldefinert i MAR artikkel 3.1 (21) som «juridisk person underlagt privat eller offentlig rett som utsteder eller planlegger å utstede finansielle instrumenter [...]», og omfatter børsnoterte selskaper som utsteder aksjer.

⁶⁷ Jf. CESR/02-089d avsnitt 31 og Ventrizzo (2017) s. 199.

informasjon som «direkte» vedrører selskapet. Derimot gjelder forbudet mot innsidehandel både for «direkte» og «indirekte» informasjon jf. artikkel 8.

I punkt 4.2.2 og 4.2.3 vil det redegjøres for innholdet i begrepene «direkte» og «indirekte».

4.2.2 Informasjon som relaterer seg «direkte» til utsteder eller det finansielle instrumentet

Ordlyden «direkte» tilsier at informasjonen må være tilknyttet eller kan utledes av forhold ved utstederen eller det finansielle instrumentet. CESR har oppstilt en ikke-uttømmende liste med eksempler over forhold som omfattes av alternativet. Her nevnes: hendelser som påvirker utstaders eiendeler og forpliktelser, selskapets finansielle stilling, dets generelle forretningsdrift, eller organisasjons- og personalforhold.⁶⁸ Eksempelvis vil en større økning i utstederselskapets omsetning samt oppsigelse og ansettelse av nøkkelpersoner i utstederselskap være informasjon som «direkte» vedrører utsteder.

4.2.3 Informasjon som relaterer seg «indirekte» til utsteder eller det finansielle instrumentet

Ordlyden «indirekte» tilsier at det er tilstrekkelig at informasjonen har en viss tilknytning til utstederen eller det finansielle instrumentet, men likevel mer avledet tilknytning enn hva som kreves under alternativet «direkte». En kontekstuell tolkning i lys av kurspåvirkningsvilkåret taler for at det er nok at de forhold informasjonen omhandler, er egnet til å påvirke kursen til det finansielle instrumentet.

Informasjon som «indirekte» vedrører finansielle instrumenter vil ofte knytte seg til endringer i makroøkonomiske forhold som kan ha innvirkning på prisingen av et verdipapir, eksempelvis endringer i rammebetingelser for en spesifikk næring.⁶⁹ Annen indirekte informasjon kan være forhold knyttet til konkurrenter, kunder eller leverandører, eller at andre aktører har planer om å agere i det finansielle instrumentet. Eksempler på dette kan være oppkjøp eller fusjon, eller et kredittvurderingsbyrås upubliserte vurderingsrapport av et børsnotert selskap.⁷⁰ Det kreves

⁶⁸ CESR/02-089d avsnitt 31.

⁶⁹ Bergo (2021) s. 436.

⁷⁰ NOU 2017:14 s. 26 og CESR/06-562b avsnitt 1.16.

imidlertid en viss tilknytning til utsteder eller det finansielle instrumentet. Mer avledete forhold som kan påvirke prisingen på aksjen vil dermed falle utenfor vilkårets omfang.⁷¹

4.3 Informasjonen må ikke være offentliggjort

4.3.1 Introduksjon

Det andre vilkåret i artikkel 7.1 (a) er at den aktuelle informasjonen «has not been made public». I juridisk litteratur er vilkåret ofte omtalt som *utilgjengelighetsvilkåret*.⁷²

Ordlyden «made public» indikerer at det må være foretatt en aktiv handling ved offentliggjøringen av informasjonen. Utover å indikere et handlingskrav gir ordlyden liten veiledning for hvor skillet går mellom ikke-offentliggjort informasjon på den ene siden, og offentliggjort informasjon på den andre. En viss veiledning for tolkningen finnes i den såkalte Spector-dommen der EU-domstolen fremholdt at investorenes informasjonstilgjengelighet må bygge på et overordnet prinsipp om «equal footing», som betyr likebehandling.⁷³

Verken EU-domstolen eller andre rettskilder gir støtte til en videre tolkning av hvor vilkårets nedre grense går, og det er dermed ikke mulig på generelt grunnlag å fastslå nøyaktig når informasjon mister karakteren av å være ikke-offentliggjort.⁷⁴

I det følgende skal tre praktiske problemstillinger der spørsmålet om hvorvidt informasjon er offentliggjort behandles nærmere. Først drøftes informasjon som er offentliggjort av utsteder under punkt 4.3.2, dernest informasjon som er offentliggjort av andre enn utsteder under punkt 4.3.3, og til slutt observerbar informasjon under punkt 4.3.4.

4.3.2 Informasjon som er offentliggjort av utsteder

Informasjon får alltid status som «offentliggjort» ved utstederselskapets oppfyllelse av informasjonsplikten i MAR artikkel 17.1. I Norge gjennomføres informasjonsplikten som hovedregel ved at utsteder løpende formidler innsideinformasjonen i børsmeldinger til

⁷¹ Bergo (2021) s. 437.

⁷² Eksempelvis av Stordrange (2019) s. 138, Lau Hansen (2001) s. 299 og Bergan (2016) s. 174.

⁷³ Sak C-45/08 avsnitt 47.

⁷⁴ Ventrizzo (2017) s. 196.

markedsaktørene gjennom Oslo Børs sitt meldingssystem.⁷⁵ Fra dette tidspunktet er informasjonen ikke lenger «innsideinformasjon» etter MAR artikkel 7, og etter dette er det ikke i strid med innsidehandelsforbudet i artikkel 8 å handle basert på kurspåvirkende informasjon som man kjente til før offentliggjøringen.

En problemstilling som da oppstår er om en investor, som har kunnskap om innsideinformasjonen og den kommende børsmeldingen, lovlig kan handle basert på informasjonen fra sekundet børsmeldingen er publisert.⁷⁶ Informasjonen er ikke lenger innsideinformasjon og fanges dermed ikke opp av ordlyden i MAR artikkel 8. Imidlertid vil det kreves mer enn et par sekunder før den ferske informasjonen blir reflektert i aksjeprisen, og dermed vil investorens handelsstrategi langt på vei kunne likestilles med innsidehandelstilfellene. Hensynene bak innsidehandelsforbudet, som er å sikre tillit til markedet, gjør seg dermed gjeldende, og tilfellet vil potensielt omfattes av forbudet mot «urimelige forretningsmetoder» i vphl. § 3-7 (1).⁷⁷

I juridisk teori syntes det å være enighet om at artikkel 7.1 (a) ikke oppstiller et *krav* om at informasjon må være formidlet etter fremgangsmåten i artikkel 17.1 for at informasjonen skal anses offentliggjort etter artikkel 7.1 (a).⁷⁸ Stordrange skriver: «Dersom informasjonen er offentliggjort av utstederselskapet, må informasjonen betraktes som offentlig tilgjengelig».⁷⁹ Dette vil eksempelvis være tilfellet dersom utstederselskapet publiserer informasjonen på deres nettsider eller utgir den i pressemelding, selv om den skulle vært formidlet ved børsmelding. Dermed er det ikke påkrevd etter MAR å formidle innsideinformasjon gjennom børsmelding for at informasjon skal anses offentliggjort fra utstederselskapet i relasjon til innsidedefinisjonen. Slik offentliggjøring vil derimot potensielt ikke oppfylle utstederselskapets informasjonsplikt i artikkel 17, som kan medføre overtredelsesgebyr etter vphl. § 21-1 (1).

Enhver publiseringsform fra utstederselskapet er likevel ikke tilstrekkelig for å anse informasjonen som «offentliggjort» etter artikkel 7.1 (a). Bergo fremholder at informasjon som blir meddelt på selskapers generalforsamling ikke vil kunne betegnes som offentliggjort

⁷⁵ Prosedyren er pålagt i Directive 2004/109/EC artikkel 21 (1) jf. MAR artikkel 17 (1). Utsteder publiserer børsmeldinger elektronisk på <https://newsweb.oslobors.no>.

⁷⁶ Bergo (2021) s. 439.

⁷⁷ Det finnes ikke et EU-rettslig forbud mot urimelig forretningsmetoder, dermed kan dette være tillatt i andre EU/EØS-land dersom det ikke finnes en tilsvarende regulering.

⁷⁸ Venturozzo (2017) s. 197, Stordrange (2019) s. 140 og Bergo (2021) s. 437.

⁷⁹ Stordrange (2019) s. 140.

ettersom generalforsamlingen bare er åpen for selskapets aksjonærer, styremedlemmer, og rådgivere, ikke allmennheten som sådan.⁸⁰ Dette har gode grunner for seg da det overordnede hensynet om «equal footing» ikke ivaretas i disse tilfellene. Følgelig vil aksjehandel basert på den ferske informasjonen være innsidehandel inntil den er offentliggjort for allmennheten.

4.3.3 Informasjon som er offentliggjort av andre enn utsteder

En annen praktisk problemstilling knytter seg til tilfeller hvor informasjon ikke er offentliggjort av utstederen, men av andre. Avgjørelsen i «Bioporto-saken» fra Danmark i 2014 vedrørende bestemmelsen som gjennomførte innsidedefinisjonen i MAD i dansk rett belyser problemstillingen.⁸¹

I Bioporto-saken deltok en investor som eneste deltaker på en åpen patentføring ved Den Europeiske Patentorganisasjonen i Haag. Selskapet Bioporto A/S hadde offentliggjort både hvor og når høringen skulle finne sted, og at den var åpen for tilskuere. Under høringen ble patentsøknaden til selskapet avvist. Investoren eide aksjer i Bioporto, og solgte disse før informasjonen om avslaget ble offentliggjort av Bioporto. Han ble senere tiltalt for innsidehandel. Et sentralt spørsmål var om informasjonen han hadde tilegnet seg på høringen var «offentliggjort». Investoren ble dømt i førsteinstans, der retten i Holstebro fremholdt at informasjonen utgjorde innsideinformasjon inntil den var offentliggjort av Bioporto, eller på annen måte var videreformidlet til allmennheten.⁸² I ankeinstansen ble derimot investoren frifunnet. Frifinnelsen ble begrunnet i bevisets stilling, ikke at vilkårene i innsidedefinisjonen ikke var oppfylt. Retten fremhevet likevel at Bioporto *burde* ha offentliggjort informasjonen om patentavgjørelsen på tidspunktet for handelen.⁸³ Dommen taler for at informasjon kan anses offentliggjort etter artikkel 7.1 (a) når den er tilgjengelig på like vilkår for enhver investor, uavhengig av hvor omfattende det er å få tilgang på den.

Resultatet i ankeinstansens avgjørelse blir praktisert som gjeldende rett under MAR og har gode grunner for seg. For det første stenger ikke ordlyden for at informasjonen var «made public» i det aktuelle tilfellet. Det var foretatt en aktiv handling, altså høringen, som gjorde informasjonen tilgjengelig. For det andre må hensynet til markedsaktørens tillit til markedet

⁸⁰ Bergo (2021) s. 437.

⁸¹ Værdipapirhandelslovens § 34, stk. 2.

⁸² Sak 6-2136/2013.

⁸³ UfR 2014.3464V.

ikke strekkes for langt ved å oppstille et for strengt forbud mot innsidehandel. Markedet trenger informasjonskonkurranse blant investorene for at de skal kunne ha selvtillit til å omsette aksjer basert på en motivasjon om avkastning. Hvis investorene var hindret fra å utnytte enhver informasjonsfordel til egen vinning, ville motivasjonen for å skaffe seg og analysere kurspåvirkende informasjon falle bort, noe som sannsynligvis ville påvirket markedsdeltagelsen. Dette ville i negativ grad ha påvirket kapitalmarkedets funksjon som finansieringskilde for næringslivet, noe som ikke er ønskelig fra et samfunnsøkonomisk perspektiv.

Tvert imot antyder fortalen i MAR at kapitalmarkedene skal tilgodese den aktive og oppleste, og fastslår at analyser og estimater foretatt på grunnlag av opplysninger som er offentlig tilgjengelige ikke bør anses som innsideinformasjon, og at handler basert på disse analysene ikke bør kvalifisere som misbruk av innsideinformasjon.⁸⁴

I en Q&A fra juli 2021 bekreftet ESMA at kredittvurderinger er «made public» når de er publisert på kredittvurderingsbyråets nettsider, også når de bare er offentliggjort for byråets abonnerende kunder.⁸⁵ I tillegg fastslås det på generelt grunnlag, utover for kredittvurderinger, at informasjon kan anses offentliggjort etter artikkel 7.1, uavhengig av hvem som publiserer informasjonen eller fremgangsmåten som er benyttet for å gjøre den offentlig tilgjengelig.⁸⁶

Det er dermed klart at informasjon kan anses offentliggjort når den er gjort tilgjengelig på like vilkår for allmennheten. Rettstilstanden er i tråd med prinsippet om «equal footing» fra Spector-dommen. Eksempelvis vil informasjon anses offentliggjort til tross for at den kun er tilgjengelig på en utenlandsk nettavis.

4.3.4 Observerbar informasjon

Den siste praktiske problemstillingen som skal drøftes er tilfeller der tilfeldighetene medfører at man observerer hendelser som ville hatt kurspåvirkningeffekt dersom de var offentliggjort. For å illustrere problemstillingen tas det utgangspunkt i den britiske tilsynsmyndigheten, Financial Conduct Authority (FCA), sin veileder om MAR. Her følger det at informasjon må anses «offentliggjort» dersom den er «obtained by observation by members of the public

⁸⁴ MAR, fortalen punkt 28.

⁸⁵ ESMA, «Q&A on the Implementation of the Regulation (EU) No 462 2013 On CRA.» s. 20.

⁸⁶ ESMA, «Q&A on the Implementation of the Regulation (EU) No 462 2013 On CRA.» s. 20.

without infringing rights or obligations of privacy, property or confidentiality», og viser så til et eksempel der en togpassasjer observerer en fabrikkbrann i det toget passerer, og umiddelbart ringer megleren sin og instruerer han om å selge aksjene i fabrikkens eierselskap.⁸⁷ I følge FCA er informasjonen i eksempelet «made public» etter artikkel 7.1 (a).

I likhet med tilfellene der informasjon er offentliggjort av andre enn utstederen, er faktiske begivenheter observerbare for enhver, selv om investorens tilgang på informasjonen er basert på tilfeldigvis å være «på rett sted til rett tid». At informasjonen er offentlig tilgjengelig taler for at den er offentliggjort. På den andre siden er tilfellene mindre forenlig med handlingskravet som ordlyden i artikkel 7.1 (a) indikerer. I fabrikkbrann-eksempelet er offentliggjøringen ikke et resultat av en aktiv handling, men et inntruffet faktum, nemlig fabrikkbrannen, og passasjerens observasjon av dette. Dermed aktualiseres ikke hensynet til å ivareta den aktive og oppleste.⁸⁸ Følgelig taler en formålsrettet tolkning av ordlyden mot at tilfellene skal anses som «offentliggjort» etter MAR.

At tilfellene likevel antas å være omfattet av artikkel 7.1 (a) kan forklares ut fra andre hensyn bak kapitalmarksreglene. Som nevnt er det viktig at forbudet mot innsidehandel ikke blir gitt et for strengt anvendelsesområde på bekostning av informasjonskonkurransen mellom investorene. Bergo beskriver det treffende når han i relasjon til observasjonstilfellene skriver: «markedenes integritet står og faller ikke på at noen har en «lucky day» fra tid til annen».⁸⁹

Eksempelet i FCA håndboken ekskluderer imidlertid ikke fabrikkens ledelse. Et tolknings spørsmål blir derfor om ledelsen går fri dersom de selger aksjene sine umiddelbart etter å ha observert brannen, for deretter å offentliggjøre informasjonen til markedet. I dette tilfellet gjør imidlertid ingen av hensynene bak MAR seg gjeldende i favør av fabrikkledelsen. Graden av tilfeldighet er også betydelig lavere enn for togpassasjeren, og tilfellet bør derfor etter mitt syn falle utenfor observasjonskategorien.

⁸⁷ FCA Handbook, MAR, punkt 1.2.14.

⁸⁸ MAR, fortalen punkt 28.

⁸⁹ Bergo (2021) s. 438.

5 Presisjonsvilkåret

5.1 Introduksjon

Vilkåret om at det må foreligge «presise opplysninger» er utformet med samme ordlyd som i MAD artikkel 1.1. Ordlyden «presise» er vag og gir begrenset veiledning om hvilke opplysninger som omfattes. En kontekstuell tolkning av ordlyden tilsier at vilkåret ikke oppstiller et krav til at informasjonen må være sikker, nøyaktig eller fullstendig, men at det stilles krav til opplysningens relevans og spesifisering.⁹⁰

Kravet til at informasjonen må være «presis» er legaldefinert i MAR artikkel 7.2 første punktum.⁹¹ Opplysninger anses som presis dersom:

*«de indikerer at ett sett av omstendigheter foreligger, eller at det er rimelig å forvente at det kan komme til å foreligge, eller en begivenhet som har inntruffet, eller som det er rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe, dersom disse opplysningene er tilstrekkelig spesifikke til at det kan trekkes en slutning om den mulige påvirkningen disse omstendighetene eller denne begivenheten kan ha på kursene på de finansielle instrumentene».*⁹²

Legaldefinisjonen vil i det videre betegnes som *presisjonsdefinisjonen*, og oppstiller to elementer som bør holdes adskilt og vurderes hver for seg.

Det første elementet er det såkalte *eksistenskriteriet* som fremgår av den understrekede teksten i definisjonen over.⁹³ Det andre elementet er det såkalte *spesifikasjonskriteriet*, og fremgår av den kursiverte teksten.⁹⁴ Skillet mellom kriteriene har ingen selvstendig juridisk betydning, men er terminologi som har oppstått i den juridiske teorien for å betegne vurderingene. Begge kriteriene har vært behandlet av EU-domstolen. Eksistenskriteriet ble behandlet i *Geltl v.*

⁹⁰ Finanstilsynet, «Forbud mot innsidehandel og tilskyndelse til innsidehandel.»

⁹¹ Legaldefinisjonen av «presise opplysninger» er spesifisert på samme måte som under MAD. Da fulgte presiseringen av første kommisjonsdirektiv artikkel 1(2), men ble flyttet uendret til MAR artikkel 7.2.

⁹² Min kursivering og understreking.

⁹³ Eksistenskriteriet behandles i punkt 5.2.

⁹⁴ Spesifikasjonskriteriet behandles i punkt 5.3.

Daimler-saken, og spesifikasjonskriteriet i Lafonta v. AMF-saken.⁹⁵ Presisjonsdefinisjonen oppstiller i tillegg et skille mellom «omstendigheter» og «begivenhet».

Masteroppgaven vil først behandle skillet mellom «begivenheter» og «omstendigheter» i punkt 5.1.1 og 5.1.2. Deretter vil eksistenskriteriet redegjøres for i punkt 5.2, mens spesifikasjonskriteriet vil behandles i punkt 5.3.

5.1.1 Skillet mellom «begivenhet» og «omstendigheter»

Det første vilkåret som må være oppfylt for at informasjonen skal være «presis», er at den må gjelde «en begivenhet» eller «et sett av omstendigheter». Skillet gjelder både for eksistenskriteriet og spesifikasjonskriteriet under presisjonsvilkåret. Ulikheter i begrepene er lite behandlet i den juridiske teorien, men har etter mitt syn en selvstendig betydning for å avgjøre om informasjon er omfattet av innsidedefinisjonen.⁹⁶

Årsaken til at det må skilles mellom «omstendigheter» og «begivenheter» er at informasjonsinnholdet i ulike typer hendelser vil variere basert på hendelsens art. Som et generelt utgangspunkt vil en begivenhet alltid inneholde mer informasjon enn en omstendighet, og dermed gi bedre grunnlag for å trekke slutninger om hendelsens potensielle kurspåvirkningseffekt. Begivenheter er ofte komplekse og på den måten særlig informasjonsbærende, mens omstendigheter ofte gir lite informasjon når de ikke kombineres i en kontekst med andre omstendigheter. I enkelthet kan det sies at begrepene til sammen favner ethvert faktisk forhold, men ut fra et teoretisk synspunkt er det likevel av betydning å holde de adskilt. Bakgrunnen for dette er at utstedere i relasjon til oppfyllelse av informasjonsplikten fortløpende må vurdere når flere omstendigheter danner ett «sett».

I dagligtalen er det ikke uvanlig at begrepene omstendighet og begivenhet brukes om hverandre som synonyme for å betegne et forhold eller en konkret hendelse. Dette kan indikere at innholdet i begrepene er den samme, men som fremholdt av Ventrizzo og Picciau: «from a linguistic perspective, there is a difference between events and circumstances».⁹⁷

⁹⁵ Sak C-19/11 og sak C-628/13.

⁹⁶ Verken Bergo (2021) eller Stordrange (2019) skriver om forholdet mellom omstendigheter og begivenheter, men er behandlet av Ventrizzo (2017) s. 190, og Kinander (2022) punkt 3.1.

⁹⁷ Ventrizzo (2017) s. 190.

Det er umulig å angi en generell og uttømmende liste over potensielle omstendigheter og begivenheter som kan utgjøre innsideinformasjon, men i punkt 5.1.2 vil det kort redegjøres for begrepenes materielle innhold.

5.1.2 Innholdet i begrepene «begivenhet» og «omstendigheter»

Begrepene er ikke nærmere definert i MAR eller noen av de tidligere rettsaktene. Ordlyden «sett av omstendigheter» og «en begivenhet» oppstiller en kvantitativ forskjell i antall hendelser som må foreligge for at vilkårene skal være oppfylt. For at omstendigheter skal utgjøre «presis» informasjon kreves det at flere omstendigheter til sammen danner et «sett». Antall omstendigheter som kreves er ikke nærmere angitt. En kontekstuell tolkning i lys av kurspåvirkningsvilkåret tilsier at det ikke er antall omstendigheter som er det avgjørende, men hvorvidt totalsummen av informasjon som omstendighetene omhandler er presise nok til å gi veiledning om hendelsens potensielle påvirkning på aksjekursen.

I motsatt fall kan én «begivenhet» utgjøre «presis» informasjon. I enkelthet kan forholdet mellom omstendigheter og begivenheter forklares med at flere omstendigheter er en betingelse for at en begivenhet skal inntreffe, mens begivenheten er én hendelse som sådan.⁹⁸ En oppkjøpsprosess mellom to selskaper kan illustrere dette: det endelige oppkjøpet er en «begivenhet», mens forutgående forhandlinger, intensjonsavtaler, o.l. er «omstendigheter» på veien mot det som blir «begivenheten».

Som punkt 5.2.4 vil behandle nærmere, kan også enkeltstående hendelser som ikke er foranlediget av en rekke «omstendigheter» være «begivenheter», eksempelvis fabrikkbrannen i eksempelet i punkt 4.3.4.

5.2 Eksistenskriteriet

5.2.1 Introduksjon

Eksistenskriteriet oppstiller krav til eksistensen av de faktiske forholdene som informasjonen omhandler. Etter artikkel 7.2 første punktum kreves det at informasjonen «indikerer at ett sett

⁹⁸ Ventrizzo (2017) s. 190.

av omstendigheter foreligger, eller at det er rimelig å forvente at det kan komme til å foreligge, eller en begivenhet som har inntruffet, eller som det er rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe».

Vurderingen under kriteriet søker å avgjøre om informasjonen er tilstrekkelig troverdig. Etter ordlyden trenger informasjonen bare å «indikere» at visse omstendigheter eller begivenheter foreligger. Ved analysen av eksistenskriteriet må to elementer holdes adskilt. Det må skilles mellom omstendigheter og begivenheter som *har inntruffet* på den ene siden, og omstendigheter og begivenheter som *kan inntreffe i fremtiden* på den andre siden.

Den videre fremstillingen vil belyse tre spørsmål. Først vil kriteriet «indikerer» behandles kort i punkt 5.2.2. Deretter vil spørsmålet om når omstendigheter eller begivenheter «har inntruffet» eller «eksisterer» behandles i punkt 5.2.3. Til slutt behandles spørsmålet om når det er «rimelig å forvente at [omstendigheter eller begivenheter] kan komme til å inntreffe» i punkt 5.2.4.

5.2.2 Begrepet «indikerer»

Etter artikkel 7.2 må informasjonen «indikere» at et sett av omstendigheter eller begivenheter foreligger, eller at det er rimelig å forvente at de kan komme til å foreligge. Ordlyden «indikerer» tilsier at den aktuelle informasjonen må gi anvisning på, eller antyde at, de faktiske forhold som den omhandler foreligger. Vilkårets omfang kan illustreres med et eksempel: Et cruisekonsern eier ett skip. Om kapteinen på skipet roper nødsignalet «mayday-mayday» over skipsradioen forut for skipets forlis, og deretter mistet kontakten med redningstjenesten, er nødmeldingen en opplysning som «indikerer» at en begivenhet har inntruffet, i dette eksempelet at skipet har sunket.

5.2.3 Omstendigheter eller begivenheter som «har inntruffet» eller «eksisterer»

Presisjonsdefinisjonen omfatter for det første omstendigheter eller begivenheter som «har inntruffet» eller som «eksisterer» jf. artikkel 7.2 første punktum. Etter artikkel 7.2 andre punktum kan også en inntruffet hendelse som et mellomliggende steg i en prosess bestående av flere trinn utgjøre innsideinformasjon, uavhengig av om det endelige resultatet faktisk inntreffer. Dette er fordi mellomliggende hendelser også kan ha en påvirkning på aksjekursen.

Spørsmålet er når en omstendighet eller begivenhet «har inntruffet» eller «eksisterer». Ordlyden tilsier at hendelsen har skjedd i fortiden, og legger opp til en analyse av det aktuelle forholdet i retrospekt. I CESRs veiledning til MAD følger det at avgjørelsen av hvorvidt en hendelse «har inntruffet» eller «eksisterer» må avgjøres med utgangspunkt i om det foreligger «firm and objective evidence for this as opposed to rumours or speculation».⁹⁹ Det legges dermed opp til en vurdering av hendelsens eksistens basert på det tilgjengelige bevisbildet i saken.

At artikkelens andre punktum fastslår at mellomliggende steg kan utgjøre innsideinformasjon, tilsier at omfanget av artikkelens første punktum knytter seg til såkalte *endelige* omstendigheter og begivenheter, altså der det er hendelsen som sådan som påvirker aksjekursen.

Den videre fremstillingen skal belyse forholdet mellom artikkel 7.2 første og andre punktum. Endelige omstendigheter og begivenheter som har inntruffet behandles under punkt 5.2.4, mens hendelser som har inntruffet som mellomliggende steg i en prosess bestående av flere trinn behandles under punkt 5.2.5.

5.2.4 Endelige omstendigheter og begivenheter

Ordlyden i artikkel 7.2 første punktum gir grunnlag for å oppstille to kategorier av *endelige begivenheter* som omfattes av vilkåret. For det første kan enkeltstående hendelser med kurspåvirkningseffekt være en «begivenhet». I denne kategorien vil eksempelvis fabrikkbrannen i eksempelet i punkt 4.3.4 omfattes. For det andre omfattes det endelige utfallet av en rekke mellomliggende hendelser, eksempelvis gjennomføringen av en emisjon i et børsnotert selskap.

Også endelige sett av omstendigheter er nevnt i artikkel 7.2 første punktum, men syntes å ha liten selvstendig betydning ved siden av MAR artikkel 7.2 andre punktum og artikkel 7.3.¹⁰⁰ For at ett sett av omstendigheter skal kunne utgjøre innsideinformasjon kreves det som nevnt flere hendelser, og dermed vil én omstendighet aldri være et *endelig* «sett» av omstendigheter. Ett «sett av omstendigheter» blir *endelige* på tidspunktet der de til sammen gir tilstrekkelig informasjon til å ha påvirkningseffekt på aksjekursen. Dersom dette skjer før tidspunktet hvor omstendighetene blir til en begivenhet, har de oppstått i en kontekst der hendelsene skjer som

⁹⁹ CESR/06-562b avsnitt 1.5.

¹⁰⁰ Artikkel 7.3 behandles i punkt 5.2.6.

mellomliggende steg i en flerleddet prosess. Dermed omfattes de også av artikkelens andre punktum. Hvis én hendelse har kurspåvirkningseffekt bør den derfor betegnes som «en begivenhet», eventuelt bli vurdert under artikkel 7.3 dersom hendelsen er «et mellomliggende trinn i en prosess bestående av flere trinn».

Typiske eksempler på endelige hendelser som har inntruffet er avsagte rettsavgjørelser, igangsettelse av granskning, rapporter om legemidlers virkning, og inngåelse og oppsigelse av viktige kontrakter, med mer.¹⁰¹

5.2.5 Mellomliggende omstendigheter eller begivenheter

Etter artikkel 7.2 andre punktum kan også hendelser som har inntruffet som et mellomliggende steg i en prosess bestående av flere trinn utgjøre innsideinformasjon. Skillet mellom «omstendigheter» og «begivenheter» har en særlig viktig betydning når informasjonen knytter seg til mellomliggende trinn, for eksempel inngåelsen av en intensjonsavtale i en fusjonsprosess mellom to selskaper.¹⁰²

Dette kan begrunnes med at tidspunktet for når flere mellomliggende omstendigheter til sammen utgjør «et sett» beror på en komplisert vurdering av det totale informasjonsbildet. Begivenheter er derimot ofte det endelige resultatet av en rekke foreliggende omstendigheter, og dermed er det enklere å vurdere hendelsens kurspåvirkningseffekt. Særlig i relasjon til når utsteders informasjonsplikt inntreffer kan det oppstå vanskelige vurderinger idet nye omstendigheter inntreffer som ledd i prosessen mot den endelige begivenheten, og tar plass i en rekke av allerede inntrufne omstendigheter. Det avgjørende må være hvorvidt det er mulig å trekke en slutning om informasjonens påvirkning på aksjekursen basert på det totale informasjonsbildet som omstendighetene gir. Videre har artikkel 7.2 andre punktum særlig betydning når den endelige begivenheten som prosessen tar sikte på å resulterer i *ikke* inntreffer, nettopp fordi også mellomliggende hendelser i prosessen kan påvirke aksjekursen.

Som jeg argumenterte for under punkt 5.2.4, passer ordlyden i artikkel 7.2 andre punktum best på «sett av omstendigheter» som har inntruffet i en prosess bestående av flere trinn. At

¹⁰¹ Kinander (2022) punkt 3.3.1.

¹⁰² Ventruruzzo (2017) s. 190.

«begivenhet» også nevnes syntes overflødig og uten betydning da begivenheter uansett fanges opp av artikkel 7.2 første punktum.

Fortalen gir eksempler på omstendigheter som har inntruffet som et mellomliggende steg i en prosess bestående av flere trinn. Her nevnes blant annet statusen til kontraktsforhandlinger, muligheten for at en emisjon gjennomføres, fastsettelse av foreløpig emisjonskurs, og foreløpig enighet om kontraktsvilkår.¹⁰³

5.2.6 Enkeltstående hendelser som mellomliggende steg i en prosess bestående av flere trinn

Som nevnt over kan ett «sett av omstendigheter» som mellomliggende steg i en prosess bestående av flere trinn utgjøre innsideinformasjon etter artikkel 7.2 andre punktum. I tillegg oppstiller artikkel 7.3 en regel som minner om dette. Her følger det at: «[e]t mellomliggende trinn i en prosess bestående av flere trinn skal anses som innsideinformasjon dersom det i seg selv oppfyller kriteriene for innsideinformasjon».

At også mellomliggende steg kan utgjøre innsideinformasjon var ikke inntatt som en egen artikkel i MAD, men var lagt til grunn i CESRs veiledning til MAD.¹⁰⁴ Dette ble senere bekreftet av EU-domstolen i Daimler-dommen.¹⁰⁵ For norsk rett ble dette bekreftet av Høyesterett i Rt. 2014 s. 452 (Eltek) i relasjon til den tidligere vphl. § 3-2.¹⁰⁶ Følgelig er kodifiseringen av mellomliggende steg ny i MAR, og ble tatt inn som et eget punkt for å styrke markedsaktørenes forutberegnelighet etter EU-domstolens avgjørelse i Daimler-saken.¹⁰⁷ At mellomliggende steg kan utgjøre innsideinformasjon har imidlertid vært gjeldende rett siden Daimler-dommen ble avsagt i 2012.

Bestemmelsen har blant annet til formål å presisere at mellomliggende steg kan utgjøre innsideinformasjon dersom de oppfyller de fire vilkårene i innsidedefinisjonen. Både Bergo og Stordrange hevder at artikkel 7.3 *kun* er en presisering av artikkel 7.2 andre punktum.¹⁰⁸ Etter

¹⁰³ MAR, fortalen punkt 17.

¹⁰⁴ CESR/06-562b avsnitt 1.6.

¹⁰⁵ Sak C-19/11 avsnitt 38.

¹⁰⁶ Rt. 2014 s. 452 (Eltek) avsnitt 47.

¹⁰⁷ MAR, fortalen punkt 18.

¹⁰⁸ Bergo (2021) s. 440 og Stordrange (2019) s. 147.

mitt syn er dette standpunktet for unyansert da artikkelen også omfatter noe mer, noe som vil begrunnes nærmere i det videre.

En teleologisk tolkning av artikkel 7 taler for at artikkel 7.3 har en selvstendig betydning ved siden av artikkel 7.2 andre punktum. Det har formodningen mot seg at deler av forordningsteksten er innholdsløs. Dermed gjør tolkningsprinsippet om effekten seg gjeldende, og tilsier at artikkelen har et selvstendig innhold.

I likhet med artikkel 7.2 andre punktum, sikter ordlyden «[e]t mellomliggende trinn» mot hendelser som inntreffer på veien mot en større hendelse. Ordlyden i artikkel 7.3 skiller seg imidlertid fra ordlyden i artikkel 7.2 andre punktum ved at den sikter til enkeltstående hendelser. Dermed avgrenser den mot «sett» av omstendigheter. I oppgavens punkt 5.2.4 ble det fastslått at enkeltstående «begivenheter» omfattes av artikkel 7.2 første punktum, følgelig vil artikkel 7.3 ha liten selvstendig betydning ved siden av artikkel 7.2 første punktum om den også mente å sikte til «begivenheter».

Videre er det, som beskrevet under punkt 5.2.4, lite forenlig med artikkelens sammensetning å karakterisere mellomliggende steg i en prosess bestående av flere trinn som «begivenheter», da dette alternativet i hovedsak knytter seg til enkeltstående hendelser med kurspåvirkningseffekt, eller det endelige resultatet i en prosess bestående av flere steg. En kontekstuell tolkning av artikkelen taler derfor mot at artikkel 7.3 er ment å sikte til «begivenheter».

Dermed er det kun *enkelstående omstendigheter* som mellomliggende steg i en prosess bestående av flere trinn som ikke omfattes av artikkel 7.2 første eller andre punktum. Basert på tolkningen ovenfor er det nettopp disse hendelsene som omfattes av artikkel 7.3. Derfor er det etter mitt syn for unyansert å hevde at artikkel 7.3 ikke har en betydning utover å presisere artikkel 7.2. Under dette alternativet ville trolig inngåelse av en aksjekjøpsavtale i en oppkjøpsprosess omfattes, da hendelsen alene kan ha påvirkning på aksjekursen, mens gjennomføringen av oppkjøpet utgjør den endelige begivenheten. Dermed omfattes enhver hendelse av artikkel 7.2 og 7.3 samlet sett.

5.2.7 Omstendigheter eller begivenheter «som det er rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe»

Presisjonsdefinisjonen omfatter altså ikke bare historiske hendelser, men også hendelser «som det er rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe» jf. MAR artikkel 7.2. Ordlyden sikter til hendelser som enda ikke har skjedd, altså fremtidige hendelser som *kan* inntreffe. I tillegg omfattes fremtidige hendelser som mellomliggende steg i en flerleddet prosess jf. artikkel 7.3. Eksempelvis vil utfallet av en fremtidig rettssak eller potensiell inngåelse av en avtale kunne være omfattet.

Den rettslige problemstillingen under vilkåret er hvilken grad av sannsynlighet som ligger i artikkelens formulering «som det er rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe». I punkt 5.2.8 vil det først redegjøres for Daimler-dommen der kriteriet ble behandlet i EU-domstolen.¹⁰⁹ Deretter vil Høyesteretts dom i RenoNorden-saken fra april 2022 behandles, der spørsmålet om sannsynlighetsgrad ble avklart for anvendelsen av MAR i norsk rett.

5.2.8 Sannsynlighetskravet etter Daimler-dommen og RenoNorden-dommen

Spørsmålet om hvilken sannsynlighetsgrad som kreves for at en fremtidig hendelse skal inntre har lenge vært et av mest omdiskuterte elementene ved innsidedefinisjonen. Ordlyden har tilnærmet samme innhold i alle språkversjonene av MAR, og avklarer ikke hvor terskelen for sannsynlighetskravet skal settes.

I Daimler-saken forsøkte EU-domstolen å fastlegge innholdet i sannsynlighetskravet i den tilsvarende artikkelen i første kommisjonsdirektiv til MAD artikkel 1.¹¹⁰ Daimler-saken har sitt utspring i avgangen til daglig leder i selskapet DaimlerChrysler AG. I perioden 17. mai til 28. juli 2005 foregikk planleggingen av avgangen i en stegvis prosess, før den ble endelig godkjent 28. juli 2005. Selskapet offentliggjorde avgangen samme dag, og aksjekursen steg som følge av publiseringen. Etter offentliggjøringen ble Daimler saksøkt av flere investorer som krevde

¹⁰⁹ Den engelske språkversjonen benytter ordlyden «Which may reasonably be expected», og var den aktuelle ordlyden som ble behandlet i Daimler-saken.

¹¹⁰ Sak C-19/11.

erstatning for tapet de hadde lidt som følge av det som angivelig var for sen offentliggjøring av innsideinformasjon.

På bakgrunn av dette ble EU-domstolen forelagt et tolkningsspørsmål fra Tysklands høyesterett vedrørende hvilket sannsynlighetskrav som kreves. Spørsmålet var om «may reasonably be expected» måtte forstås enten som et krav om sannsynlighetsovervekt eller noe enda høyere, eller om kravet til sannsynlighet kunne settes lavere dersom kurspåvirkningspotensialet er høyt.¹¹¹ I litteraturen er det sistnevnte alternativet ofte referert til som *probability/magnitude-testen*.¹¹² EU-domstolen kom til at en slik probability/magnitude-test ikke kan anvendes under presisjonsvilkåret.¹¹³ Dette er nå kodifisert i fortalens punkt 16, og utgjør gjeldende rett under MAR.

Vedrørende det første alternativet, om kravet var sannsynlighetsovervekt eller eventuelt høyere, valgte EU-domstolen å gå bort fra sannsynlighetsgradene som den tyske høyesterett hadde skissert opp, og tolket «may reasonably be expected to come into existence or occur» til å bety «a realistic prospect that they will come into existence or occur». I den danske språkversjonen av dommen, «en reel mulighed, at de vil foreligge eller indtræde».¹¹⁴ Etter dommen ble avsagt har gjeldende rett basert seg på at det må foreligge en «realistic prospect» for at en fremtidig hendelse vil inntreffe, men hvilket sannsynlighetskrav dette sikter til har vært uavklart. Forsøket på å avklare sannsynlighetskravet i Daimler-dommen var dermed mislykket.

Etter dommen har norsk underrettspraksis vært sprikende om hvilket sannsynlighetskrav som kreves. I fire dommer har domstolene hevdet at det ikke kreves sannsynlighetsovervekt, mens to avgjørelser, en fra lagmannsretten og en fra Børsklagenemnden, har oppstilt et krav om sannsynlighetsovervekt.¹¹⁵ I juridisk teori har tendensen pekt i retning av et krav om sannsynlighetsovervekt.¹¹⁶

4. april 2022 ble dom RenoNorden-saken avsagt. Partene i saken var SJI Equities Limited (SJI) mot styremedlemmene i RenoNorden ASA. Spørsmålet for Høyesterett var begrenset til

¹¹¹ Sak C-19/11 avsnitt 41.

¹¹² Eksempelvis Ventrizzo (2017) s. 203.

¹¹³ Sak C-19/11 avsnitt 50.

¹¹⁴ Sak C-19/11 avsnitt 49.

¹¹⁵ Avgjørelsene TOSLO-2014-108244, LB-2012-197664, LB-2014-106934 (Crayon) og LB-2017-153037-3 (Funcom) hevder at sannsynlighetskravet er noe lavere enn sannsynlighetsvekt, mens LB-2016-19016 (Intex) og Børsklagenemndens avgjørelse 1/2013 legger til grunn et krav om sannsynlighetsovervekt.

¹¹⁶ Eksempelvis Berg (2014) s. 56, Bergan (2016) s. 240 og Ventrizzo (2017) s. 192.

tolkningen av vilkåret «presise opplysninger» i tidligere vphl. § 3-2. Retten skulle besvare hvilken sannsynlighetsgrad som ligger i lovens formulering «med rimelighet kan ventes å ville inntreffe».¹¹⁷

Bakgrunnen var at renovasjonsselskapet RenoNorden i 2014 inngikk en låneavtale på 970 millioner kroner med to banker. I låneavtalen var det inntatt en klausul som ga bankene rett til å si opp avtalen dersom forholdet mellom selskapets gjeld og driftsresultat oversteg en avtalt terskel (lånepforpliktelsen). I midten av 2016 ble det avdekket at lønnsomheten var lavere enn forventet grunnet flere ugunstige kontrakter, og at lånepforpliktelsen ville brytes. Prognosene viste derimot at lånepforpliktelsen ikke ville brytes dersom en emisjon ble gjennomført. I februar 2017 ble emisjonen gjennomført. Investorene som tegnet seg i emisjonen ble ikke meddelt informasjon om det forventede bruddet på lånepforpliktelsen. I mars 2017 ble det avdekket at de ugunstige kontraktene medførte større tap enn antatt, og i september 2017 ble selskapet slått konkurs. Investorene tapte alle aksjeverdiene i konkursen. Styremedlemmene i RenoNorden ble saksøkt med krav om erstatning som følge av at opplysningsplikten angivelig var brutt fordi det forelå innsideinformasjon som etter investorenes syn skulle vært offentliggjort. Tingretten og lagmannsretten kom til at «med rimelighet kan ventes å ville inntreffe» må forstås som et krav om sannsynlighetsovervekt, og frikjente styremedlemmene.¹¹⁸

I Høyesterett argumenterte RenoNorden for sannsynlighetsovervekt, mens SJI hevdet at sannsynlighetskravet er «noe mindre enn 50 prosent».¹¹⁹ I rettsanvendelsen fant retten for det første at ordlyden i MAD og MAR, og premissene fra Daimler-dommen tilsa en noe lavere grad av sannsynlighet enn sannsynlighetsovervekt.¹²⁰ Videre mente Høyesterett at det ikke kunne trekkes en slutning i den ene eller andre retningen basert på formålene bak innsidereguleringene. Deretter fremholdt retten at det legges avgjørende vekt på ordlyden i MAD og MAR samt Daimler-dommen.¹²¹ En enstemmig Høyesterett konkluderte med at disse rettskildene samlet sett tilsier at sannsynlighetskravet for at fremtidige hendelser skal inntreffe «ligger opp mot sannsynlighetslikevekt, men noe lavere».¹²² Lagmannsrettens dom ble derfor opphevet.

¹¹⁷ HR-2022-695-A avsnitt 2.

¹¹⁸ TOSLO-2018-15267 og LB-2019-130220.

¹¹⁹ HR-2022-695-A avsnitt 25.

¹²⁰ HR-2022-695-A avsnitt 50.

¹²¹ HR-2022-695-A avsnitt 56.

¹²² HR-2022-695-A avsnitt 61.

Dermed er det klart at sannsynlighetskravet ved anvendelsen av MAR i norsk rett ligger noe under 50 prosent. Hvor den nøyaktige terskelen ligger er ikke mulig å utlede av dommens premisser, og er dermed fremdeles uavklart.

For informasjonsplikten innebærer dommen at informasjon om hendelser som det ikke er sannsynlighetsovervekt for at vil inntreffe, må offentliggjøres. Det kan argumenteres for at offentliggjøring av informasjon vedrørende hendelser som det ikke er sannsynlighetsovervekt for at vil inntreffe kan villedde investorer, og at det ville vært retts teknisk enklere for utstederselskapene å forholde seg til et binært utgangspunkt, der kun informasjon om hendelser som *mest sannsynlig* vil inntreffe, må offentliggjøres. I tvilstilfeller hvor det er usikkert om det er tilstrekkelig sannsynlig om en hendelse vil inntreffe kan derimot utstederselskapene benytte utsatt offentliggjøring for å avbøte problemstillingene. Dette forutsetter imidlertid at vilkårene i MAR artikkel 17.4 er oppfylt.

Videre har dommen betydning for handleforbudet. Ettersom at sannsynlighetskravet er lavere enn tidligere antatt, er omfanget av innsidedefinisjonen utvidet. Den som besitter informasjon om faktiske forhold som det er usikkert om hvorvidt de vil inntreffe, bør derfor være varsom med å handle basert på informasjonen og må utvise stor aktsomhet. Eksempelvis dersom informasjonen knytter seg til en hendelse som det ikke er sannsynlighetsovervekt for at vil inntreffe, men som likevel ligger i grenseområdet for å innfri minstekravet til sannsynlighet.

Resultatet i dommen er uttrykk for gjeldende rett ved anvendelsen av MAR i Norge. Hvis EU-domstolen i fremtiden behandler vilkåret og kommer til et annet resultat enn Høyesterett, er det EU-domstolens avgjørelse som vil utgjøre gjeldende rett. Dersom eksempelvis ESMA i fremtiden utgir en veiledning om hvordan sannsynlighetskravet skal forstås, og som strider med Høyesteretts avgjørelse, vil rettstilstanden vedrørende sannsynlighetskravet igjen bli usikker i norsk rett. Dette er fordi nasjonale myndigheter skal etterstrebe å følge ESMA's anbefalinger jf. ESMA-forordningen artikkel 16 (3).

5.3 Spesifikasjonskriteriet

5.3.1 Introduksjon

Det andre elementet i presisjonsdefinisjonen er spesifikasjonskriteriet. Etter artikkel 7.2 første punktum må opplysningene være «tilstrekkelig spesifikke til at det kan trekkes en slutning om den mulige påvirkningen disse omstendighetene eller denne begivenheten kan ha på kursene på de finansielle instrumentene».

Behovet for et spesifikasjonskrav i definisjonen av «presise opplysninger» kan begrunnes i hensynet til å forhindre misbruk av informasjonsfordeler som ikke er offentlig tilgjengelig, da dette kan svekke investorenes tillit til kapitalmarkedet. Er informasjonen uklar eller av andre grunner ikke tilstrekkelig spesifikk, er det lite som tilsier at handel basert på denne informasjonen er egnet til å svekke investorenes tillit. I tillegg har spesifikasjonskriteriet betydning for omfanget av informasjonsplikten. Dersom informasjonsplikten gjaldt all informasjon, også uspesifiserte opplysninger, ville markedet stått i fare for å «drukne» i overflødig informasjon. Informasjonsplikten ville dermed ha mistet sin funksjon som en distributør av *relevant* informasjon med kurspåvirkning.

EU-domstolen tok i Lafonta-dommen prejudisielt stilling til hvordan spesifikasjonskriteriets skal forstås.¹²³ Dommen avgjorde også rettstilstanden vedrørende det såkalte «retningskriteriet».¹²⁴

Fra spesifikasjonskriteriet kan det utledes tre tolkningsspørsmål.¹²⁵ Først må det avgjøres *hvem* som kan trekke en «slutning om den mulige påvirkningen [...] på kursene på de finansielle instrumentene», altså spesifikasjonskriteriets subjekt. Spørsmålet behandles i punkt 5.3.2. Det andre spørsmålet er *hva* ved informasjonen som må være tilstrekkelig spesifikt, og behandles i punkt 5.3.4. Til sist er spørsmålet *når* informasjonen anses å være tilstrekkelig spesifikk, og behandles i punkt 5.3.5. Av pedagogiske hensyn vil spørsmålene drøftes hver for seg. I praksis vil derimot vurderingene ofte gli over i hverandre.

¹²³ Sak C-628/13.

¹²⁴ Se punkt 5.3.6.

¹²⁵ Bergan (2016) s. 207.

I frykt for å forskuttere konklusjonen på det første spørsmålet, avsløres det likevel at det i punkt 5.3.3 vil redegjøres for hvem den «fornuftige investoren» er.

5.3.2 Spesifikasjonskriteriets subjekt

Den første problemstillingen er hvem informasjonen skal være tilstrekkelig spesifikk for. Ordlyden «at det kan trekkes en slutning» tilsier at det må gjøres en objektiv vurdering av hvorvidt den aktuelle informasjonen gjør det mulig å trekke en slutning om en potensiell prispåvirkning, men gir ingen veiledning om hvem som tolker informasjonen. CESR forutsetter at det er «a reasonable investor» som skal være perspektivet for vurderingen.¹²⁶ Også kurspåvirkningsvilkåret i MAR artikkel 7.4 relaterer seg til informasjon som «en fornuftig investor» ville vektlagt i sine analyser, og hans perspektiv.¹²⁷ At ordlyden er identisk tilsier etter en kontekstuell tolkning at det er samme subjektet i begge vurderingene. Dette tolkningsalternativet sikrer koherens i forordningen.

Videre støttes dette av at informasjonen det siktes til i kurspåvirkningsvilkåret er den samme informasjonen som vurderes under spesifikasjonskriteriet. Også Bergo knytter vurderingen til den fornuftige investoren når han skriver at «opplysningene må være tilstrekkelig spesifikke til at den fornuftige investoren kan trekke en slutning om den mulige påvirkningen på kursen».¹²⁸

Dermed legges det til grunn at vurderingen må gjøres fra perspektivet til «en fornuftig investor».

5.3.3 Hvem er den «fornuftige investoren»?

Verken MAR eller noen av de tidligere direktivene som regulerer innsideinformasjon oppstiller en definisjon av den «fornuftige investoren». Heller ikke EU-domstolen har gitt uttalelser om hvilke karakteristika man kan knytte til den fornuftige investoren. Ordlyden gir derimot anvisning på en «bonus pater familias»-investor, og taler for at det må avgrenses mot amatør

¹²⁶ CESR/02-089d avsnitt 20.

¹²⁷ Se punkt 6.3 om «den fornuftige investor»-testen.

¹²⁸ Bergo (2021) s. 446.

investorer.¹²⁹ Begrepet «fornuftig» tilsier også at det ikke kan stilles like høye krav som man stiller til en profesjonell investor.

I tilknytning til den *fornuftige investor-testen* som fulgte av det første kommisjonsdirektivet til MAD, foreslo CESR at: «A reasonable investor is a person that thinks and behaves in a rational way».¹³⁰ Også dette tilsier at det ikke kan stilles høye krav til den fornuftige investors investeringskunnskaper. Uttalelsen gir grunnlag for å skille mellom rasjonelle investorer, og irrasjonelle investorer. En åpenbar forskjell mellom den rasjonelle- og den irrasjonelle investoren, er at en rasjonell investor handler basert på forhåndstilgjengelig informasjon. Å handle basert på informasjon forutsetter at investoren har en hypotese om informasjonens påvirkning på aksjekursen. Dersom det legges til grunn at investorer investerer i aksjer for å oppnå fortjeneste og minimere tap, vil det kun være informasjon som bidrar til å oppnå dette formålet anses som fornuftig og rasjonelt å benytte som grunnlag for investeringsbeslutninger. Fra dette kan det sluttet at en «fornuftig investor» i MARs betydning er en person som handler basert på forhåndstilgjengelig informasjon som kan gi ham eller henne mulighet for fortjeneste. For å kunne avgjøre hvilken informasjon som kan ha kurspåvirkning må det kreves enn viss kunnskap om kapitalmarkedet og aksjehandel, men ikke tilsvarende krav til kunnskap som hadde vært stilt til en profesjonell investor.

På bakgrunn av dette legges det til grunn at en fornuftig investor er en rasjonell person med generell kunnskap om handel med aksjer på kapitalmarkedet, og som handler rasjonelt basert på analyser av forhåndstilgjengelig informasjon for å maksimere økonomisk vinning.

5.3.4 Hva må være tilstrekkelig spesifikt?

Problemstillingen i det følgende er *hva* som må være spesifikt for at spesifikasjonskriteriet skal oppfylles. Ordlyden i artikkel 7.2 fastslår at det er informasjonen som er tolkningsgjenstanden i vurderingen, og tilsier at det er innholdet i informasjonen som må være tilstrekkelig spesifikt.

Spesifikasjonskriteriet må imidlertid leses i sammenheng med det overordnede vilkåret som søkes avklart, altså presisjonskriteriet. For selv om innholdet i informasjonen er spesifikk, vil en fornuftig investor være tilbakeholden med å trekke slutninger om en potensiell

¹²⁹ «Bonus pater familias» er uttrykket på en fiktiv person, og gir anvisning på hvordan en alminnelig fornuftig person ville opptrådt i en tilsvarende situasjon jf. Kielland (2019) s. 68.

¹³⁰ CESR/02-089d fotnote 1 på s. 10.

kurspåvirkning dersom andre omstendigheter rundt informasjonen er uklare, eksempelvis informasjonens opprinnelse eller informasjonskildens troverdighet. EU-domstolen har ikke tatt stilling til hvorvidt andre forhold vedrørende informasjonen har relevans i vurderingen.

Etter fortalen vil derimot en fornuftig investor basere sine investeringsbeslutninger på informasjon som allerede er tilgjengelig for ham, *ex ante*, altså i tiden i forkant av at handelsordren blir plassert.¹³¹ Spørsmålet om hvorvidt det er sannsynlig at en fornuftig investor vil ta i betraktning en bestemt opplysning i forbindelse med en investeringsbeslutning må dermed vurderes på grunnlag av forhåndstilgjengelige opplysninger. I vurderingen skal det tas hensyn til «utstederens samlede virksomhet, informasjonskildens pålitelighet og eventuelle andre markedsvariabler som under de aktuelle forholdene er egnet til å påvirke de finansielle instrumentene».¹³² Tilsvarende tolkningsuttalelser følger også av CESRs veiledning til MAD.¹³³ Følgelig er det ikke tvilsomt at informasjonen må karakteriseres som mer spesifikk dersom dens opphav er direktøren i et selskap, enn om kilden er en ukjent profil på et aksjeforum på internett. At fortalen og CESR oppstiller momenter som gir anvisning på vurderingen av informasjonens spesifisasjon, tilsier at andre forhold relatert til informasjon må vektlegges i vurderingen. Av historisk interesse finnes det eksempler fra norsk underrettspraksis knyttet til tolkningen av spesifikasjonskriteriet i den tidligere vphl. § 3-2, der kildens troverdighet ble vektlagt.¹³⁴

I lys av betraktningene ovenfor legges det til grunn at alle forhold vedrørende informasjonen må tas inn i vurderingen av hvorvidt informasjonen er tilstrekkelig spesifikk, både i relasjon til innsidehandelsforbudet og informasjonsplikten. Dette er også lagt til grunn i juridisk teori i relasjon til spesifikasjonskriteriet i den tidligere vphl. § 3-2.¹³⁵

5.3.5 Når er informasjon tilstrekkelig spesifikk?

Spørsmålet er når informasjon er «tilstrekkelig [spesifikk] til at det kan trekkes en slutning om den mulige påvirkningen [...] på kursene på de finansielle instrumentene» jf. artikkel 7.2.

¹³¹ MAR, fortalen punkt 14.

¹³² MAR, fortalen punkt 14.

¹³³ CESR/02-089d punkt 27.

¹³⁴ LB-2003-1353 (Finansbanken) og LB-2013-80168 (Eltek).

¹³⁵ Bergan (2016) s. 208 og Svedberg (2007) s. 134.

Ordlyden oppstiller en viss terskel til hvilke krav som kan stilles til informasjonens spesifisering jf. «tilstrekkelig», men gir liten veiledning for grensen mellom informasjon som er tilstrekkelig spesifikk, og informasjon som ikke er det. CESRs tolkningsuttalelser om spesifikasjonskriteriet i MAD gir imidlertid noe veiledning om hva som må vektlegges i vurderingen. Her følger det at:

«A piece of information allows a conclusion to be drawn about its impact on prices, either when it would enable a reasonable investor to take an investment decision without (or at very low) risk or when it is likely to be exploited immediately on the market».¹³⁶

Uttalelsen tilsier at informasjonens utnyttelsespotensiale kan vektlegges ved vurderingen, og at informasjonen må ha en påvirkning på prisen.

Rt. 2012 s. 452 (Eltek) er veiledende for hvor terskelens nedre grense går i norsk rett. I relasjon til innsidedefinisjonen i tidligere vphl. § 3-2 uttalte Høyesterett at det «ikke [kan] oppstilles noe krav om eksakte opplysninger».¹³⁷ Dommen har begrenset vekt ved tolkningen av MAR, men rettstilstanden anses fremdeles som gjeldende rett av Finanstilsynet.¹³⁸

Ordlyden i MAR gir støtte for å videreføre rettstilstanden. For det første tilsier ordlydens presisering av at informasjon *kun* må være «tilstrekkelig spesifikk» at det ikke kreves at opplysningene må være eksakte.¹³⁹ Dette synspunktet støttes av uttalelser i Lafonta-dommen som ble avsagt året etter Eltek-dommen, hvor det tilsvarende kravet i MAD ble behandlet. Dommen handler i det vesentlige om hvorvidt det kan oppstilles et retningskriterium under spesifikasjonskriteriet, men inneholder også uttalelser om den nedre grensen for hvilken informasjon som kan anses som tilstrekkelig spesifikk.¹⁴⁰

I dommen uttales det at kun informasjon som er så «vague or general, from which it is impossible to draw a conclusion as regards its possible effect on the prices of the financial instruments concerned» som kan ekskluderes fra innsidedefinisjonens omfang.¹⁴¹ Eksempelvis der informasjonen er flertydig eller lite konkret i relasjon til hvilken aksje eller hvilket utstederselskap den omhandler. Uttalelsen utelukker imidlertid ikke at også vag og generell

¹³⁶ CESR/02-089d avsnitt 20 tredje strekpunkt.

¹³⁷ Rt. 2014 s. 452 (Eltek) avsnitt 43.

¹³⁸ Finanstilsynet, «Forbud mot innsidehandel og tilskyndelse til innsidehandel.».

¹³⁹ Min kursivering.

¹⁴⁰ Se punkt 5.3.6 om retningskriteriet.

¹⁴¹ Sak C-628/13 avsnitt 31.

informasjon kan oppfylle kravet til spesifisering, forutsatt at det likevel er mulig å trekke en slutning om den potensielle kurspåvirkningen.

Det må dermed legges til grunn at det må gjøres en konkret vurdering av alle forhold vedrørende informasjonen og dens opphav, for å kunne avgjøre hvorvidt informasjonen gjør det mulig å trekke en slutning om den potensielle kurspåvirkningen. Sentrale momenter i vurderingen fremgår som nevnt av fortalens punkt 14.¹⁴²

5.3.6 Kort om «retningskriteriet» etter Lafonta-dommen

Tidligere var rettsoppfatningen i Norge at spesifiseringskriteriet oppstilte et krav om at informasjonen måtte være så spesifikk at det var mulig å fastslå hvilken retning den var egnet til å påvirke kursen.¹⁴³ Kravet ble omtalt som *retningskriteriet*. Det samme gjaldt i engelsk rett. Bakgrunnen for denne rettsstilstanden var avgjørelsen i *Hannam v. FCA* fra 2014 der Upper Tribunal, et klageorgan for beslutninger avsagt av FCA, fastslo at det gjelder et retningskrav.¹⁴⁴

I Lafonta-saken ble retningskriteriet behandlet av EU-domstolen.¹⁴⁵ Saken omhandler det franske investeringsselskapet Wendel SA, og har sitt utspring i at Wendel i perioden 2006 til 2007 handlet såkalte Total Return Swaps (TRS-avtaler) hvor de underliggende verdiene i derivatavtalene var aksjer i konsernet Saint-Gobain (SG). Handlene ble ikke meddelt markedet. Inngåelse av TRS-avtalene var ledd i en plan om å sikre seg vesentlig kapitalandel i SG, noe det franske finansilsynet, L'Autorité des marchés financiers (AMF), mente var innsideinformasjon som skulle vært offentliggjort. Derfor ble SG og styreformannen, Jean-Bernard Lafonta, ilagt betydelige bøter for å ha brutt informasjonsplikten i MAD artikkel 6.1. Lafonta argumenterte for at vilkårene i innsidedefinisjonen ikke var oppfylt da det var umulig å anslå hvilken retning aksjekursen ville gått dersom informasjonen ble offentliggjort, og at det dermed ikke forelå «presise opplysninger».

Etter en grundig gjennomgang av rettskildene fastslo EU-domstolen at et retningskriterium *ikke* kan oppstilles.¹⁴⁶ Et avgjørende argument var at den økte kompleksiteten i finansmarkedene gjør det vanskelig å anslå hvilken retning kursen vil påvirkes, og at et krav om en bestemt

¹⁴² Se punkt 5.3.4.

¹⁴³ Rt. 2013 s. 874 (Pareto) og LB-2014-106934 (Crayon).

¹⁴⁴ *Hannam v. FCA*.

¹⁴⁵ Sak C-628/13 avsnitt 27.

¹⁴⁶ Sak C-628/13 avsnitt 30-38.

retning kan medføre at tilfeller som er ment å skulle omfattes av innsidedefinisjonen, faller utenfor.¹⁴⁷ Dermed er spørsmålet avklart, og rettsstilstanden utgjør gjeldende rett under MAR.¹⁴⁸ Det er altså tilstrekkelig at det kan trekkes en slutning om at kursen vil påvirkes.

¹⁴⁷ Sak C-628/13 avsnitt 36.

¹⁴⁸ Stordrange (2019) s. 165, Bergo (2021) s. 447.

6 Kurspåvirkningsvilkåret

6.1 Introduksjon

Kurspåvirkningsvilkåret er det fjerde vilkåret i innsidedefinisjonen. Ettersom ord og uttrykk er særlig relevant for analysen av kurspåvirkningsvilkåret, vil det tas utgangspunkt i den engelske språkversjonen av MAR for å belyse vilkårets innhold.

Etter artikkel 7.1 (a) er den rettslige problemstillingen om informasjonen «if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments».

Kurspåvirkningsvilkåret er legaldefinert i MAR artikkel 7.4 som: «information a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his or her investment decisions.»¹⁴⁹ Terminologisk refereres det ofte til legaldefinisjonen som den *fornuftige investor-testen*.¹⁵⁰

Det finnes få EU-rettslige kilder som belyser vilkårets innhold, og det er særlig to spørsmål som aktualiserer seg ved analysen av vilkåret. Det første knytter seg til kurspåvirkningsvilkårets oppbygning, og vil behandles under punkt 6.2. Det andre spørsmålet knytter seg til innholdet i den fornuftige investor-testen samt hvordan testen skal anvendes, og vil behandles i punkt 6.3

6.2 Kurspåvirkningsvilkårets oppbygning

Det generelle kurspåvirkningsvilkåret i artikkel 7.1 (a) oppstiller to kriterier. For det første må det være «likely» at kursen påvirkes, og for det andre må denne kurspåvirkningen være «significant». Ordlyden oppstiller ved det sistnevnte kriteriet et krav om kvantifiserbar kurspåvirkningseffekt. Det er altså ikke nok at det bare fremstår sannsynlig at kursen vil påvirkes, kursutslaget må være «*significant*». Den fornuftige investor-testen i artikkel 7.4 oppstiller ikke et tilsvarende kvantifiserbart krav til kurspåvirkning, men legger opp til en mer

¹⁴⁹ Figuren «a reasonable investor» som det refereres til i kurspåvirkningsvilkåret er den samme rettslige figuren som ble behandlet under punkt 5.3.3.

¹⁵⁰ Bergo (2021) s. 448 og Stordrange (2019) s. 167.

kompleks og konkret vurdering. Dermed oppstår det et tolkningsspørsmål om hvorvidt et krav til kvantifiserbar kurspåvirkning må innfortolkes i den fornuftige investor-testen.¹⁵¹

Videre oppstiller både artikkel 7.1 (a) og artikkel 7.4 et felles sannsynligkrav, nemlig «likely», men knytter kravet til ulike vurderingsgjenstander. Dermed må sannsynlighetsgraden i kravet avklares.

I den videre fremstillingen vil forholdet mellom artikkel 7.1 (a) og 7.4 analyseres nærmere. I punkt 6.2.1 vil forholdet mellom det felles sannsynlighetskravet «likely» behandles, og i punkt 6.3 redegjøres det for innholdet i den fornuftige investor-testen.

6.2.1 Forholdet mellom sannsynlighetskravet «likely» i artikkel 7.1 (a) og 7.4

Etter artikkel 7.1 (a) må det være «likely» at informasjonen påvirker kursen, mens den fornuftige investor-testen i artikkel 7.4 stiller krav til at informasjonen «likely» vil benyttes av den fornuftige investoren som grunnlag for hans investeringsbeslutninger. Stordrange legger til grunn at sannsynlighetskravet er det samme og må ha samme materielle innhold som følge av at ordlyden er identisk, men knyttes til forskjellige vurderinger.¹⁵² Denne forståelsen er etter mitt syn riktig basert på en kontekstuell tolkning av ordlyden som sikrer koherens. Spørsmålet er hvilket sannsynlighetskrav som oppstilles av ordlyden «likely».

Ordlyden «likely» taler for et krav om sannsynlighetsovervekt. Både den svenske og tyske språkversjonen benytter begreper som oversettes til «sannsynligvis» på norsk, og tilsier at det må kreves sannsynlighetsovervekt. Ordlyden er imidlertid ikke til hinder for at sannsynlighetsgraden kan være lavere enn sannsynlighetsovervekt, altså mindre enn 51 prosent sannsynlig.

Det nærmeste EU-domstolen har vært å uttale seg om innholdet i «likely»-begrepet er i Daimler-dommen, der det ble uttalt at utsteders informasjonsplikt ikke gjelder for informasjon som er «unlikely to influence the prices of their financial instruments».¹⁵³ Uttalelsen gir ikke

¹⁵¹ Spørsmålet vil behandles i punkt 6.3.2

¹⁵² Stordrange (2019) s. 170.

¹⁵³ Sak C-19/11 avsnitt 48.

nyttig veiledning om hvor grensen går, men åpner i likhet med ordlyden for at lavere sannsynlighetsgrader kan omfattes.

Når Høyesterett i RenoNorden-saken skulle vurdere hvilket sannsynlighetskrav som kreves for at en fremtidig hendelse vil inntreffe i, sammenlignet retten begrepsbruken «med rimelighet kan ventes å ville inntreffe», som var det aktuelle vilkåret i saken, med begrepet «likely» i den fornuftige investor-testen. Høyesterett fremholdt at «likely» i den fornuftige investor-testen må forstås som et krav om sannsynlighetsovervekt.¹⁵⁴ Dette taler for at sannsynlighetskravet i begrepet «likely» er sannsynlighetsovervekt.

Også CESR har forsøkt å avklare innholdet i «likely»-kravet:

«[t]he Directive test is «likely» so on the one hand the mere possibility that a piece of information will have a significant price effect is not enough to trigger a disclosure requirement but, on the other hand, it is not necessary that there should be a degree of probability close to certainty».¹⁵⁵

Utover å åpne for flere sannsynlighetsgrader gir uttalelsen lite veiledning om hvor grensen går.

I det tyske finanstilsynet, Federal Financial Supervisory Authority (BaFin) sin rådgivningsuttalelse om kurspåvirkningsvilkåret i tysk rett følger det at: «[t]he key factor is whether a reasonable investor would probably consider the information in his or her investment decision».¹⁵⁶ Dette antyder at det må være mer sannsynlig at den fornuftige investoren benytter informasjonen i en investeringsbeslutning enn ikke, og taler for sannsynlighetsovervekt.

I juridisk teori syntes det å være enighet om at «likely» innebærer et krav om sannsynlighetsovervekt, med unntak av Stordrange som legger til grunn en noe lavere sannsynlighetsgrad.¹⁵⁷ Et viktig moment i Stordranges konklusjon er at det etter hennes syn er mest forenlig med sammenhengen mellom artikkel 7.1 (a) og 7.4 å sette kravet lavere, og viser til at en fornuftig investor vil benytte informasjon som grunnlag for sin investeringsbeslutning dersom den potensielle avkastningen er stor, selv om sannsynligheten for at kurspåvirkningen vil finne sted er mindre enn 50 prosent.¹⁵⁸ Etter mitt syn blir dette å snu perspektivet for

¹⁵⁴ HR-2022-695-A avsnitt 50.

¹⁵⁵ CESR/06-562b punkt 1.12.

¹⁵⁶ BaFin Issuer Guidelines Module C punkt 1.2.1.4.2.

¹⁵⁷ Ventoruzzo (2017) s. 314-315 og Stordrange (2019) s. 171.

¹⁵⁸ Stordrange (2019) s. 171.

vurderingen fra hva vilkåret sikter på å regulere, nemlig potensiell kurspåvirkning, til å bli et spørsmål om investorens risikovillighet, og burde ikke være avgjørende.

Etter dette legges det til grunn at begrepet «likely» i MAR artikkel 7.1 (a) og 7.4 bør forstås som et krav om sannsynlighetsovervekt. Det er lagt avgjørende vekt på at dette tolkningsalternativet er mest forenlig med ordlyden, og dermed bidrar til å oppfylle formålet bak MAR om å øke rettssikkerheten for markedsaktørene.¹⁵⁹

6.3 Den fornuftige investor-testen

6.3.1 Gjeldende rett

Ved den konkrete vurderingen av hvorvidt kurspåvirkningsvilkåret er oppfylt må den fornuftige investor-testen anvendes jf. artiklene 7.4 og 7.1 (a).¹⁶⁰ Som nevnt inneholder testens ordlyd ikke et krav til kvantifiserbar kurspåvirkning. Et spørsmål som dermed aktualiserer seg er om oppfyllelse av testen er tilstrekkelig til at kurspåvirkningsvilkåret oppfylles.

At artikkel 7.4 har til formål å legaldefinere innholdet i artikkel 7.1 (a) tilsier at oppfyllelse av den fornuftige investor-testen alene er nok til å oppfylle kurspåvirkningsvilkåret. Spørsmålet ble avklart i den såkalte «Nettavisen-dommen» for norsk rett.¹⁶¹ Høyesterett fremholdt at «den fornuftige investor-testen [fremstår] klart som en definisjon av hva som menes med informasjon som har «significant effect».¹⁶² Deretter konkluderte retten med at kurspåvirkningsvilkåret må vurderes med utgangspunkt i den fornuftige investor-testen, og at det ikke kan innfortolkes et krav om kvantifiserbar kurspåvirkning i testen.¹⁶³ Det var imidlertid ikke behov for å anvende den fornuftige investor-testen konkret i dommen. Rettstilstanden som ble etablert ved dommen er fremdeles lagt til grunn som gjeldende rett etter ikrafttreddelsen av MAR av Finanstilsynet.¹⁶⁴

¹⁵⁹ MAR, fortalen punkt 18.

¹⁶⁰ Karakteristika vedrørende den «fornuftige investoren» er behandlet i punkt 5.3.3.

¹⁶¹ Rt. 2012 s. 629.

¹⁶² Rt. 2012 s. 629 avsnitt 46.

¹⁶³ Rt. 2012 s. 629 avsnitt 51.

¹⁶⁴ Finanstilsynet, «Forbud mot innsidehandel og tilskyndelse til innsidehandel.».

For å fastslå om testen er oppfylt er det dermed tilstrekkelig å besvare spørsmålet: «*vil en fornuftig investor mest sannsynlig benytte informasjonen som del av grunnlaget for sine investeringsbeslutninger?*» jf. artikkel 7.4.¹⁶⁵

Ordlyden gir imidlertid liten veiledning om hvordan testen skal praktiseres, og hvilke momenter som er relevante i vurderingen. EU-domstolen har ikke tatt nærmere stilling hvordan testen skal anvendes. I RenoNorden-dommen fremholdt Høyesterett at «det normalt bør være fornuftig investor-testen – som bygger på en totalvurdering – som avgjør om det foreligger innsideinformasjon.»¹⁶⁶ Dommen legger følgelig opp til en helhetsvurdering. Også Nettavisen-dommen belyser hvordan testen skal anvendes. Her uttalte Høyesterett at: «det [er] nok at investoren sannsynligvis vil bruke opplysningene som en del av sitt beslutningsgrunnlag, dersom han ser at den sannsynligvis vil utløse en gevinst. Noen virkning utover dette krever definisjonen ikke».¹⁶⁷ Samlet sett tilsier dommene at det må foretas en totalvurdering av forholdene i den konkrete saken, hvor det avgjørende er om investoren mest sannsynlig vil benytte informasjonen som del av sitt beslutningsgrunnlag. Det stilles som nevnt ingen krav til kvantifiserbar kurspåvirkning, og følgelig vil enhver gevinst oppfylle testen, så fremt det er sannsynlig at gevinsten vil realiseres.

Når lagmannsretten skal behandle RenoNorden-saken på nytt, må den anvende den fornuftige investor-testen. Dette blir første gang testen anvendes av en norsk domstol, og det blir interessant å se hvordan testen konkret blir praktisert ved vurderingen av om kurspåvirkningsvilkåret er oppfylt.

6.3.2 Inneholder den fornuftige investor-testen i MAR et krav om kvantifiserbar kurspåvirkning?

Spørsmålet er om et krav om kvantifiserbar størrelse til kurspåvirkningen *bør* innfortolkes ved anvendelsen av den fornuftige investor-testen i MAR i norsk rett jf. ordlyden «significant effect» i artikkel 7.1 (a). Bakgrunnen for spørsmålet er at rettstilstanden i andre EU-land oppstiller et krav om kvantitativ kurspåvirkning i den fornuftige investor-testen.

¹⁶⁵ Jf. punkt 6.2.1 om sannsynlighetskravet i ordlyden «likely».

¹⁶⁶ HR-2022-695-A avsnitt 59.

¹⁶⁷ Rt. 2012 s. 629 avsnitt 57.

Dersom et krav om kvantitativ kurspåvirkning må innfortolkes, må to spørsmål besvares positivt for at kurspåvirkningsvilkåret skal være oppfylt. Følgende to problemstillinger må vurderes:

(i) *«er det sannsynlig at informasjonen har en signifikant påvirkning (significant effect) på kursen?»*

Hvis svaret er ja,

(ii) *«er det mest sannsynlig at en fornuftig investor vil vektlegge informasjonen som grunnlag for sin investeringsbeslutning?»*.

EU-domstolen har ikke behandlet spørsmålet om hvorvidt et krav om kvantitativ kurspåvirkning må innfortolkes, men i lys av utviklingen i rettskildebildet etter Nettavisen-dommen, er det flere forhold som taler for at et slikt krav *bør* innfortolkes i den fornuftige investor-testen ved anvendelsen av MAR i norsk rett. Disse vil redegjøres for i det følgende.

For det første finnes det støtte i Hannam-dommen som ble avsagt året etter Nettavisen-dommen. Tribunalet uttalte i tilknytning til den fornuftige investor-testen at:

«The way that a significant effect on price is taken into account is, on the Authority's approach, through the attributes of the reasonable investor and what he would be likely to take into account. A reasonable investor would have no reason to use as part of the basis of his investment decisions information which would have no prospect of significantly affecting the price of the investment».¹⁶⁸

Tribunalets begrunnelse er altså at en fornuftig investor ikke vil ta i betraktning informasjon uten «significant» kurspåvirkning ved sine investeringsbeslutninger. Uttalelsen har gode grunner for seg da det er nærliggende å anta at en fornuftig investor ikke vil handle aksjer basert på informasjon som ikke endrer aksjekursen.

Også fortalen tilsier at den fornuftige investor-testen sikter til informasjonens virkning:

«Reasonable investors base their investment decisions on information already available to them, that is to say, on ex ante available information. [...] Such an assessment has to take into consideration the anticipated impact of the information in light of the totality of the related

¹⁶⁸ Hannam v. FCA avsnitt 97.

issuer's activity, the reliability of the source of information and any other market variables likely to affect the financial instruments». ¹⁶⁹

Som Bergo fremholder må virkingen det siktes til i fortalen være kurspåvirkningseffekten som oppstilles i artikkel 7.1. ¹⁷⁰

Videre forutsetter fortalens punkt 15 at informasjonen må være «price sensitive» for at innsideinformasjon skal kunne misbrukes. ¹⁷¹ Ordlyden «price sensitive» tilsier at informasjonen må ha en kvantitativ påvirkning på aksjekursen for å kunne være omfattet av innsidedefinisjonen. Også fortalens punkt 18 gir anvisning på et kvantifiserbart kurspåvirkningskrav. Her følger det at:

«Legal certainty for market participants should be enhanced through a closer definition of two of the elements essential to the definition of inside information, namely the precise nature of that information and the significance of its potential effect on the prices of the financial instruments». ¹⁷²

At fortalen henviser til informasjonens betydning for dens potensielle kurspåvirkningseffekt når den referer til kurspåvirkningsvilkåret, tilsier at det må oppstilles et kvantifiserbart krav. Henvisningen ville vært overflødig dersom det ikke krevdes kvantitativ kurspåvirkning. Effet utile-prinsippet gjør seg derfor gjeldende som tolkningsprinsipp, og tilsier at «significant effect»-kriteriet er ment å ha selvstendig betydning.

Ytterligere støtte finnes i tysk rett, der BaFin, i sine retningslinjer om kurspåvirkningsvilkåret i MAR oppstiller et kvantifiserbart kurspåvirkningskrav. Her følger det at:

«It is sufficient if, from the perspective of a reasonable investor who is in possession of all available information, it appears likely that the price could be significantly affected. [...] The condition of significance is designed to ensure that not all circumstances that can lead to a minor price movement have to be categorised as inside information». ¹⁷³

¹⁶⁹ MAR, fortalen punkt 14 første og tredje punktum.

¹⁷⁰ Bergo (2021) s. 454.

¹⁷¹ MAR, fortalen punkt 15.

¹⁷² MAR, fortalen punkt 18.

¹⁷³ BaFin Issuer Guidelines Module C punkt 1.2.1.4.2.

Med bakgrunn i de nevnte kildene legges det til grunn at det *bør* innfortolkes et krav om kvantifiserbar kurspåvirkningseffekt i den fornuftige investor-testen ved anvendelse av testen i norsk rett. Den kvantitative størrelsen på kurspåvirkningseffekten vil behandles i punkt 6.3.3.

6.3.3 Kravet til «significant» kurspåvirkning

Spørsmålet som skal belyses i det følgende er hvor stort kursutslag som må kreves for at kurspåvirkningen er «significant», og forutsetter at et krav om kvantifiserbar kurspåvirkning må innfortolkes i den fornuftige investor-testen. Det finnes ingen klare EU-rettslige kilder som besvarer spørsmålet, og det er vanskelig å utlede en god konklusjon basert på de tilgjengelige rettskildene. Den videre fremstillingen har derfor til formål å *belyse* rettskildebildet vedrørende «significant»-kravet under MAR, og besvare hvor terskelen *bør* ligge basert på disse kildene.

Ordlyden «significant» tilsier at kurspåvirkningen må være høy for at vilkåret skal være oppfylt. I den svenske språkversjonen benyttes begrepene «väsentlig innverkan», mens den danske språkversjonen bruker begrepet «mærkbart» om det tilsvarende kravet. Sistnevnte gir uttrykk for en lavere terskel. I dansk juridisk teori er det imidlertid lagt til grunn at begrepet «mærkbart» må forstås likt som ellers i EU-retten, altså som et krav om at kurspåvirkningen må være «vesentlig/signifikant».¹⁷⁴ Ordlyden, i lys av juridisk teori, gir derfor anvisning på et krav om høyt kursutslag.

Rettspraksis har imidlertid lagt seg på et lavere nivå enn hva ordlyden tilsier. I Daimler-dommen uttalte EU-domstolen at «reasonable investors [...] must therefore take into consideration not only the 'anticipated impact' of an event on the issuer, but also the degree of probability that the event will occur».¹⁷⁵ Uttalelsen sikter til en tilsvarende probability/magnitude-test som i Daimler-dommen ble avvist i relasjon til presjonsvilkåret i artikkel 7.2, men som er relevant i den fornuftige investor-testen. Dette åpner for at lavere grader av kurspåvirkning kan omfattes når sannsynligheten for at hendelsen vil inntreffe er høy, til tross for at informasjonens kurspåvirkningseffekt er lav.¹⁷⁶ At EU-domstolen åpner for at kravet til kurspåvirkning kan relativiseres basert på en avveining av sannsynligheten for at en hendelse vil inntreffe og mulig kursutslag, tilsier at kurspåvirkningskravet ikke kan settes høyt.

¹⁷⁴ Lau Hansen (2001) s. 281.

¹⁷⁵ *Geltl. v. Daimler* avsnitt 55.

¹⁷⁶ Stordrange (2019) s. 176.

Denne probability/magnitude-vurderingen i den fornuftige investor-testen blir imidlertid noe «haltende» ved at EU-domstolen avviste probability/magnitude-testen i relasjon til fremtidige hendelser under presisjonsvilkåret.¹⁷⁷ Dette er fordi informasjon om fremtidige hendelser som ikke oppfyller sannsynlighetskravet, ikke oppfyller presisjonsvilkåret. Dermed utelukkes denne informasjon fra den fornuftige investor-testen. Anvendelsen av probability/magnitude-testen i den fornuftige investor-testen vil altså kun fange opp informasjon om fremtidige hendelser som det er tilstrekkelig sannsynlighet for at vil inntreffe.

I Spector-dommen ble EU-domstolen bedt om å definere den nedre terskelen for at kurspåvirkningseffekt skal bli ansett som «significant».¹⁷⁸ Som svar på spørsmålet uttalte domstolen at:

«capacity to have a significant effect on prices must be assessed, a priori, in the light of the content of the information at issue and the context in which it occurs. It is thus not necessary, in order to determine whether information is inside information, to examine whether its disclosure actually had a significant effect on the price of the financial instruments to which it relates».¹⁷⁹

Utsagnet gir uttrykk for at hvorvidt kurspåvirkningen er «significant» må avgjøres konkret i hver sak, og at det ikke kan oppstilles en generell minimumterskel. CESR uttrykker tilsvarende, og fremholder at:

«CESR is clear that fixed thresholds of price movements or quantitative criteria alone are not a suitable means of determining the significance of a price movement. For example, the volatility of 'blue-chip' securities is typically less than that of smaller, less liquid stocks. Large absolute percentage rises in big company stocks are likely to be rare events and do not mean that smaller percentage share price changes should not be seen as significant».¹⁸⁰

Uttalelsen tilsier at avgjørelsen må gjøres konkret basert forhold knyttet til det aktuelle utstederselskapet og den aktuelle aksjen i hver sak.¹⁸¹

Dersom terskelen settes for høyt vil det kunne åpne for handel basert på innsideinformasjon, forutsatt at det aktuelle kursutslaget i saken er lavere enn minimumsterskelen. Derfor er det mest forenlig, basert på en kontekstuell tolkning i lys innsidehandelforbudet, at terskelen settes

¹⁷⁷ Se punkt 5.2.8.

¹⁷⁸ Sak C-45/08 avsnitt 66.

¹⁷⁹ Sak C-45/08 avsnitt 69.

¹⁸⁰ CESR/06-562b punkt 1.13.

¹⁸¹ CESR/06-562b punkt 1.14 oppstiller momenter til vurderingen.

lavt. Den nedre grensen bør likevel ikke settes så lavt at vilkåret er uforutsigbart for investorene, og dermed strider mot legalitetsprinsippet.

Hensynet bak utsteders informasjonsplikt, nemlig at markedet får all relevant informasjon med kurspåvirkningseffekt, underbygger også at kravet til kurspåvirkning ikke bør settes høyt. Konsekvensen av at kravet settes høyt er at informasjon med kurspåvirkningseffekt under terskelen ikke reflekteres i prisen, noe som igjen fører til et ukorrekte aksjepriser.¹⁸² Mot dette kan det anføres at markedet ikke må «druknes» i informasjon. Som fremholdt av Stordrange, etter mitt syn med riktighet, bør slik informasjonsoverflod heller unngås ved å heve terskelen for hva som utgjør «presis informasjon».¹⁸³

Konklusjonen som best samsvarer med hensynene som MAR skal verne om, er at kravet til «significant» kurspåvirkning *bør* relativiseres basert på om rettsanvendelsen knytter seg til innsideforbudet eller utsteders informasjonsplikt, og avgjøres etter en vurdering basert på hvilke hensyn som gjør seg gjeldende i den aktuelle saken.

¹⁸² Stordrange (2019) s. 181.

¹⁸³ Stordrange (2019) s. 181.

7 Avslutning

7.1 Konkluderende bemerkninger

Masteroppgavens tema har vært de rettslige vilkårene i MAR artikkel 7 som regulerer når «innsideinformasjon» foreligger. Oppgaven har vært avgrenset til handel med aksjer på Oslo Børs, Euronext Expand og Euronext Growth.

Innsidedefinisjonen skal ivareta en rekke hensyn ved at den fungerer som et koblingsbegrep for blant annet innsidehandelforbudet og informasjonsplikten. Basert på analysen som er gjennomført, syntes definisjonen å ivareta de legislative hensynene om å sikre verdipapirmarkedets integritet og tillit til markedene på en god måte.

Definisjonen er imidlertid, etter mitt syn, så kompleks at det er vanskelig for markedsaktørene å forutberegne sin rettsstilling. Dette har særlig betydning for innsidehandelsforbudet, da innsidedefinisjonen oppstiller den objektive gjerningsbeskrivelsen i dens strafferettslige kontekst. MAR har til formål å styrke markedsdeltakernes rettssikkerhet gjennom en mer detaljert innsidedefinisjon, noe jeg mener forordningen ikke har lyktes i å oppnå. Som gjennomgangen har vist, er rettstilstanden under MAD langt på vei videreført i MAR. Utover å kodifisere at et mellomliggende steg kan utgjøre innsideinformasjon, har overgangen fra direktiv til forordningsform ikke medført betydelige endringer for aksjekjøp.

MAR bidrar likevel til økt harmonisering av markedsmisbruksretten i EU/EØS gjennom å oppstille et felles regelverk på tvers av landegrensene, uten rom for nasjonale tilpasninger. Nasjonale domstoler er derfor i større grad enn tidligere forpliktet til å ta hensyn til innsidedefinisjonens internasjonale dimensjon og EU-rettens rettskildelære.

En svakhet er derimot at det foreligger få relevante rettskilder fra EU som belyser innholdet i innsidedefinisjonen, verken avgjørelser fra EU-domstolen, eller rettsakter på nivå 2 eller 3. Dermed er det primært ordlyden og de legislative hensynene som er relevante når nasjonale domstoler skal tolke nye spørsmål vedrørende definisjonen samt rettskilder knyttet til MAD.

Dette illustreres eksempelvis av RenoNorden-dommen der Høyesterett ikke la noe vekt på nasjonal rettspraksis fra Norge eller EU. Potensielt kan dette medføre at nasjonale domstoler tolker MAR ulikt, i mangel av klare rettskildefaktorer. Det overordnede hensynet om å sikre full harmonisering av markedsmisbruksreglene kan dermed bli svekket.

Kilderegister

Norske lover

Grunnloven	Lov 17. mai 1814, Kongeriket Norges Grunnlov
Verdipapirhandelloven	Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel

Forarbeider

NOU 2003:15	Fra bot til bedring
Ot.prp.nr.12 (2004-2005)	Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføringen av markedsmisbruksdirektivet mv.)
NOU 2017:1	Markeder for finansielle instrumenter Gjennomføring av MiFID II og MiFIR
NOU 2017:14	Nye regler om markedsmisbruk – sanksjoner og straff
	Gjennomføring av markedsmisbruksforordningen og gjennomgang av verdipapirhandellovens regler om sanksjoner og straff

Traktater

EØS-avtalen	Avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde, 2. mai 1992
TEU	Treaty on the European Union, 13 desember 2007

TFEU Treaty on the Functioning of the European Union, 13 desember 2007

EU-rettsakter

Rapporteringsdirektivet Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC (Endret ved direktiv 2008/22/EC, direktiv 2010/73/EU, direktiv 2010/78/EU og direktiv 2013/50/EU)

ESMA-forordningen Regulation (EU) No. 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC

Markedsmisbruksforordningen (MAR) Regulation (EU) No. 596/2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC

MAD II Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse (market abuse directive)

MiFID II Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in

financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU

MiFIR

Regulation (EU) No. 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No. 648/2012

Opphevede EU-rettsakter

Innsidedirektivet

Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing

Markedsmisbruksdirektivet (MAD)

Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse)

Første kommisjonsdirektiv

Commission Directive 2003/124/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation

Rådgivende uttalelser til EU-rettsaktene

CESRs desember 2002-anbefaling (nivå 2)

CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, desember 2002, CESR/02-089d

CESRs juli 2007-veiledning (nivå 3)

Market Abuse Directive: Level 3:second set of CESR guidance and information on the common

Norsk rettspraksis

Høyesterett

Rt. 2012 s. 629 (Nettavisen)

Rt. 2013 s. 874 (Pareto)

Rt. 2014 s. 452 (Eltek)

HR-2022-695-A (RenoNorden)

Lagmannsretten

LB-2003-1353 (Finansbanken)

LB-2012-197664

LB-2013-80168 (Eltek)

LB-2014-106934 (Crayon)

LB-2016-19016 (Intex)

LB-2017-153037-3 (Funcom)

LB-2019-130220 (RenoNorden)

Tingretten

TOSLO-2014-108244

TOSLO-2018-15267 (RenoNorden)

Børsklagenemnden

Børsklagenemndens avgjørelse 1/2013

Dansk rettspraksis

UfR 2014.3464V (Bioporto)

Retten i Holstebros dom av 14. januar 2014, sak 6-2136/2013 (Bioporto)

Britisk rettspraksis

Ian Charles Hannam v. The Financial Conduct Authority: [2014] UKUT 0233 (TCC)
(Hannam)

Rettspraksis fra EU-domstolen

- | | |
|--------------|---|
| Sak C-19/67 | <i>Bestuur der Sociale Verzekeringsbank v. J.H. van der Vecht</i> , 5. desember 1967 |
| Sak C-45/08 | <i>Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck, v. Commissie voor het Bank-, Financie, en Assurantiewezen</i> , 23. desember 2009 |
| Sak C-19/11 | <i>Markus Gelll. v. Daimler AG</i> , 28. juni 2012 |
| Sak C-119/12 | <i>Josef Probst v. mr.nexnet GmbH</i> , 22. november 2012 |
| Sak C-628/13 | <i>Jean-Bernard Lafonta v. Autorité des marchés financiers</i> , 11. mars 2015 |
| Sak C-274/15 | <i>European Commission v. Grand Duchy of Luxembourg</i> , 4. mai 2017 |
| Sak C-621/18 | <i>Andy Wightman and others v. Secretary of State for Exiting the European Union</i> , 10. desember 2018 |

Sak C-507/18 *NH v. Associazione Avvocatura per i diritti LGBTI – Rete Lenford*, 23. april 2020

Sak C-610/18 *AFMB e.a. Ltd v. Raad van bestuur van de Sociale verzekeringsbank*, 16. juli 2020

Rettspraksis fra EFTA-domstolen

Sak E-8/07 *Celina Nguyen v. Staten v/Justis- og politidepartementet*, 20 juni 2008

Opphevede danske lover

Værdipapirhandelsloven Lovbekendtgørelse 2006-06-01 nr. 479 om værdipapirhandel mv.

Britisk finanstilsyn

FCA Handbook, MAR Market Conduct, juni 2017.

<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/MAR/1/?view=chapter> hentet 05.03.2022.

Tysk finanstilsyn

BaFin Issuer Guidelines, 14. mai 2009.

https://www.bafin.de/EN/Aufsicht/BoersenMaerkte/Emittentenleitfaden/Modul3/emittentenleitfaden_node_en.html;jsessionid=49B4F8C57EC3A044AAC2EDD47A024790.2_cid501

hentet 28.03.2022.

Litteratur

- Berg (2014) Berg, Fredrik. «Innsidedefinisjonen – kravene til presis informasjon og krav til sannsynlighet», *Tidsskrift for forretningsjus* 02/2014, s. 42-56
- Bergan (2016) Bergan, Morten Emil. «Definisjonen av innsideinformasjon i lys av obligasjoners særtrekk», *Tidsskrift for forretningsjus*, 2-3/2016, s. 152-249
- Bergo (2021) Bergo, Knut. *Børs- og verdipapirrett*, 5. utgave, Oslo: Cappelen Damm, 2021
- Fredriksen (2022) Haukeland Fredriksen, Halvard og Mathisen, Gjermund. *EØS-rett*, 4. utgave, Bergen: Fagbokforlaget, 2022
- Kjelland (2019) Kjelland, Morten. *Erstatningsrett*, 2. utgave, Oslo: Universitetsforlaget, 2019
- Kinander (2022) Kinander, Morten. «Presisjonskriteriet i innsidehandelsdefinisjonen i markedsmisbruksforordningen», *Karnovs tidsskrifter*, 2022
<https://lovdata.no/pro/#document/JUS/kinander-m-2022-01?searchResultContext=1674&rowNumber=2&totalHits=10>
- Lau Hansen (2001) Lau Hansen, Jesper. *Informationsmisbrug. En analyse af de centrale bestemmelser i børsrettens informationsregime*, København: Jurist- og Økonomforbundets forlag, 2001
- Myklebust (2011) Myklebust, Trude. *Innføring i finansmarkedsrett*, Bergen: Fagbokforlaget, 2011

- Sejersted (2011) Sejersted, Fredrik, Finn Arnesen, Ole-Andreas Rognstad og Olav Kolstad. *EØS-rett*, 3. utgave, Oslo: Universitetsforlaget, 2011
- Stordrange (2019) Bang Stordrange, Caroline. *Aksjeutsteders løpende informasjonsplikt og erstatningsansvar*, 1. utgave, Oslo: Gyldendal juridisk, 2019
- Svedberg (2007) Svedberg, Johan. «Begrepet innsideinformasjon», *Tidsskrift for forretningsjus* 02/2007 s. 116-162
- Ventoruzzo (2017) Ventoruzzo, Marco og Chiara Picciau. «Article 7: Inside Information.» I *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*. Ventoruzzo, Marco og Mock, Sebastian, Oxford: Oxford University Press, 2017, s. 175-208

Nettsteder

Aksjenorge. «Rekordmange aksjonærer».

<https://aksjenorge.no/aktuelt/2022/01/07/stat2021/> hentet 11.01.2022.

Aksjenorge. «Nordmenn og aksjer. Årsrapport, inkl. 4. kvartal 2021».

<https://aksjenorge.no/aktuelt/2022/01/07/stat2021/> hentet 11.01.2022.

Aksjenorge. «Rekordmange børsnykommere».

<https://aksjenorge.no/aktuelt/2020/09/18/nye2020/> hentet 11.01.2022.

Finanstilsynet. «Markedsmisbruksforordningen (MAR)».

<https://www.finanstilsynet.no/tema/markedsmisbruksforordningen-mar/> hentet 03.02.2022.

Finanstilsynet. «Forbud mot innsidehandel og tilskyndelse til innsidehandel».

<https://www.finanstilsynet.no/tilsyn/markedsatferd/forbud-mot-innsidehandel-og-tilskyndelse-til-innsidehandel/> hentet 16.02.2022.

Pareto. «Årets børsnoteringer: Disse aksjene gikk på børs i 2021».

<https://www.paretosec.no/aktuelt/aarets-boersnoteringer-disse-aksjene-gikk-paa-boers-i-2021>
hentet 11.01.2022.

ESMA. «Q&A on the Implementation of the Regulation (EU) No 462 2013 On CRA».

<https://www.esma.europa.eu/document/qa-implementation-regulation-eu-no-462-2013-cra>
hentet 25.04.2022.