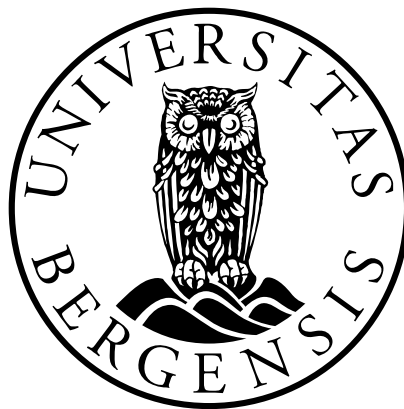


# Markedssonderinger jf. MAR artikkel 11

*I hvilke tilfeller er det tillatt å formidle  
(innside)informasjon til potensielle investorer  
ved gjennomføringen av markedssonderinger?*

Kandidatnummer: 132

Antall ord: 14 969



JUS399 Masteroppgave  
Det juridiske fakultet

UNIVERSITETET I BERGEN

12. desember 2022

# Innholdsfortegnelse

<b>1</b>	<b>INNLEDNING.....</b>	<b>3</b>
1.1	Tema og problemstilling.....	3
1.2	Avgrensning .....	4
1.3	Metode.....	5
1.4	Kort om personomfanget av artikkel 11 og videre fremstilling .....	7
<b>2</b>	<b>RETTSKILDEBILDE – REGELVERK PÅ TRE NIVÅER .....</b>	<b>9</b>
2.1	Nivå 1 – Markedsmisbruksforordningen.....	9
2.2	Nivå 2 – Rettsakter fra Kommisjonen.....	10
2.3	Nivå 3 – Retningslinjer fra ESMA .....	11
<b>3</b>	<b>REGLENE FOR HÅNDTERING AV INNSIDEINFORMASJON.....</b>	<b>12</b>
3.1	Ulovlig spredning av innsideinformasjon .....	12
3.1.1	MAR artikkel 10 .....	12
3.1.2	Særlig om unntaket .....	13
3.1.3	Formål.....	13
3.1.4	Rettspraksis.....	13
3.2	MAR artikkel 11.....	14
3.2.1	«Safe harbour».....	14
3.2.2	Formål og hensyn.....	16
3.2.3	Kort om forholdet til artikkel 10.....	17
3.2.4	Kort om forholdet til artikkel 17.....	18
3.2.6	Presumsjon om ulovlig spredning?.....	20
3.2.7	Et obligatorisk eller frivillig regelverk?.....	22
<b>4</b>	<b>MARKEDSMISBRUKSFORORDNINGEN ARTIKKEL 11 .....</b>	<b>25</b>
4.1	Virkeområde .....	25
4.2	Definisjonens materielle vilkår.....	26
4.2.1	Kjernetilfeller.....	26
4.2.2	Formidling av opplysninger.....	28
4.2.3	Før offentliggjøringen av en transaksjon .....	30
4.2.4	For å vurdere interessen hos potensielle investorer for en mulig transaksjon .....	32

4.2.5	Grensetilfeller .....	34
4.3	Definisjonens personelle avgrensning.....	36
4.4	Unntak fra definisjonen .....	37
4.5	Utvidelse av definisjonen for M&A-markedet.....	39
<b>5</b>	<b>NÆRMERE OM DE PROSESSUELLE VILKÅRENE.....</b>	<b>41</b>
5.1	Innledning.....	41
5.2	Plikter for markedsdeltakeren som formidler informasjon .....	42
5.2.1	Før markedssonderingen.....	42
5.2.2	Under markedssonderingen .....	43
5.2.3	Etter markedssonderingen.....	45
5.3	Plikter for mottakeren av markedssonderingen.....	47
<b>6</b>	<b>AVSLUTTENDE KONKLUSJON OG REFLEKSJONER.....</b>	<b>50</b>
	<b>LITTERATURLISTE .....</b>	<b>52</b>

# 1 Innledning

## 1.1 Tema og problemstilling

Temaet for oppgaven er markedssonderinger og i hvilke tilfeller formidling av opplysninger til potensielle investorer ikke anses som ulovlig spredning av innsideinformasjon. Markedssonderinger og reglene omkring dette reguleres av (EU) nr. 596/2014 (markedsmissbruksforordningen eller «MAR») artikkel 11. Forordningen trådte i kraft i Norge 1. mars 2011 ved Lov 29 juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) § 3-1.

En markedssondering, på engelsk «market sounding» eller i bransjepraksis «pre-sounding», er interaksjon mellom en selger av finansielle instrumenter og en eller flere potensielle investorer forut for offentliggjøringen av en transaksjon.<sup>1</sup> Dette kan typisk være kommunikasjon mellom et meglerhus på vegne av en utsteder av verdipapirer og potensielle investorer.<sup>2</sup> Formålet med interaksjonen er å kartlegge vilkår og pris som kreves for at investorene ønsker å delta i transaksjonen og dermed avklare om det er tilstrekkelig oppslutning i markedet til å gjennomføre transaksjonen.<sup>3</sup> Markedssonderinger er spesielt nyttig for prisoppdagelsesprosesser. Praksisen blir derfor særlig relevant ved emisjoner og blokksalg der prisen er avgjørende.<sup>4</sup>

Gjennomføringen av en markedssondering kan innebære formidling av innsideinformasjon, og kan dermed i prinsippet være i strid med forbudet mot spredning av innsideinformasjon etter MAR artikkel 10 jf. artikkel 14 bokstav c. Likevel – og til tross for utgangspunktet om at utsteder skal offentliggjøre innsideinformasjon «så snart som mulig»<sup>5</sup> – anses slik selektiv formidling til utvalgte investorer som et viktig verktøy for å skape et velfungerende finansmarked.<sup>6</sup>

En form for kontakt med investorer, for å kartlegge deres interesse for en potensiell transaksjon har vært normal praksis i lang tid, også før innføringen av artikkel 11. Da artikkel 11 ble innført ved revisjon av MAR i 2014, var slik regulering nytt både på EU-nivå og i norsk rett. I Norge

---

<sup>1</sup> Finanstilsynet. «Markedssonderinger».

<sup>2</sup> MAR fortalen punkt 33.

<sup>3</sup> Finanstilsynet. «Markedssonderinger».

<sup>4</sup> NOU 2017: 14 s. 30.

<sup>5</sup> MAR artikkel 17.

<sup>6</sup> Lombardo og Mucciarelli (2017) s. 310.

ble reglene utledet av regler om tilbørlig informasjonshåndtering, god forretningsskikk og krav til rutiner ved besittelse av innsideinformasjon jf. blant annet verdipapirhandelloven § 3-4.<sup>7</sup> Utover dette berodde vurderingen på om mottakeren hadde et saklig behov for opplysningene.<sup>8</sup> Den innførte reguleringen skaper større forutberegnelighet, og økt grad av harmonisering mellom medlemslandene, og dermed likere vilkår i tråd med EUs overordnede formål om å skape ett indre marked jf. artikkel 114 i traktaten om Den europeiske unions virkemåte (TEUV).

Regelverket påvirker de fleste markedsdeltakerne, inkludert banker, fond, meglerhus, verdipapirforetak og utstedere. Den eksakte rekkevidden av regelverket og definisjonen av markedssonderinger reiser flere uavklarte spørsmål. Dette skaper usikkerhet, da markedsdeltakerne ikke nødvendigvis vet når reglene for gjennomføring og dokumentasjon må følges. I tillegg kan det reises spørsmål om regelverket er obligatorisk, altså om det kan knyttes sanksjoner til manglende overholdelse av reglene.

I det videre skal disse usikkerhetene forsøkes klarlagt. Formålet med fremstillingen er å gi en analyse av artikkel 11, herunder definisjonen av markedssonderinger, og hvilke krav som stilles til gjennomføring og dokumentasjon for at informasjonen som formidles ikke skal anses som ulovlig spredning av innsideinformasjon.

## 1.2 Avgrensning

Rettslig utgangspunkt for oppgaven er MAR artikkel 11. En kort gjennomgang av andre bestemmelser i markedsmisbruksforordningen, deriblant artikkel 10 og 17, anses imidlertid hensiktsmessig for å plassere oppgavens problemstilling rettslig, uten at disse analyseres fullstendig. Det samme gjelder MAR artikkel 7 som fastsetter definisjonen av «innsideinformasjon». Der oppgaven nevner innsideinformasjon forutsettes det at vilkårene er oppfylt uten nærmere forklaring jf. HR-2022-695-A og EU-domstolens avgjørelse i C-19/11 (Geltl v. Daimler).

Videre avgrenses det mot markedssonderinger gjennomført av deltakere på utslippskvotemarkedet jf. artikkel 11 nr. 1 c). Oppgaven omtaler tilbydere, utstedere og tredjepersoner som opptrer på deres vegne.

---

<sup>7</sup> Finanstilsynet (2015) s. 18.

<sup>8</sup> Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) s. 41.

Annen regulering av konseptet markedssonderinger utenfor MAR - som de nylige vedtatte bestemmelsene i Lov 20 juni 2014 nr. 28 om forvaltning av alternative investeringsfond - omtales ikke. Utenfor faller også omtale av nasjonale selskapsrettslige spørsmål. Blant annet kan formidling av informasjon til utvalgte aksjonærer bryte med likebehandlingsregler.<sup>9</sup> Den ekstraterritorielle virkningen til MAR jf. artikkel 2 nr. 3 og 4 ordlyden «tredjestater» omtales heller ikke.<sup>10</sup>

Direktiv 2014/57/EU (MAD II) gir strafferettslige sanksjoner ved markedsmissbruk.<sup>11</sup> MAD II er ikke norsk rett, da justis- og politisektoren er utenfor EØS-samarbeidet. Verken direktivet eller administrative sanksjoner som ikke anses som straff vil gjennomgå.

### 1.3 Metode

Oppgaven gir først og fremst en fremstilling av gjeldende regulering av markedssonderinger nedfelt i MAR artikkel 11. Det sentrale rettslige grunnlaget for å besvare problemstillingen blir derfor markedsmissbruksforordningen.

MAR trådte i kraft i Norge etter å ha blitt innlemmet i EØS-avtalen 25. oktober 2019.<sup>12</sup> I henhold til EØS-avtalen artikkel 7 bokstav a, må Norge gjennomføre EØS-rettslige forordninger ved inkorporasjon. MAR med tilhørende kommisjonsforordninger, er gjennomført i verdipapirhandelloven § 3-1 første ledd, og i verdipapirforskriften § 3-1.

Innføringen nødvendiggjorde endringer i den eksisterende verdipapirlovgivningen. Forordningen som rettsakt innebærer at de materielle bestemmelsene ikke lenger finnes i klartekst i lov- og forskriftsamlingen, men i forordningene det vises til. Dette forhindrer materielle ulikheter som kan oppstå ved innføring av EU/EØS-lovgivning i nasjonal rett.

Problemstillingen blir besvart ved bruk av EØS-rettslig juridisk metode.<sup>13</sup> Høyesterett beskriver i HR-2022-695-A avsnitt 47 at det er «de felleseuropeiske kildene som står sentralt ved lovtolkningen». Dommen omhandler tidligere verdipapirhandelloven § 3-2 og rekkevidden av insideinformasjonsdefinisjonen, nå MAR artikkel 7.

---

<sup>9</sup> Lombardo og Mucciarelli (2017) s. 314.

<sup>10</sup> NOU 2017: 14 s. 14.

<sup>11</sup> Artikkel 83 nr.2 TEUV.

<sup>12</sup> EØS-komiteens beslutning (2019).

<sup>13</sup> Om den «EØS-rettslige metode», se Fredriksen og Mathisen (2018) del VII.

EØS-rettslig metode har sitt opphav i det overordnede formålet med EØS-avtalen – å integrere EFTA-statene i EUs indre marked (homogenitetsmålsettingen).<sup>14</sup> EØS-bestemmelsene skal tolkes med siktemål om tilsvarende rettstilstand i EU og EØS.<sup>15</sup>

EU-retten har målsetning om autonom, altså ensartet, fortolkning av bestemmelser på tvers av medlemslandenes interne rettssystemer, uten begrepsbruk, juridisk metode eller rettskultur som er utpreget nasjonal.<sup>16</sup> Ministerrådets og Parlamentets (EU-lovgiver) tilsiktede formål med innføringen av MAR var å skape én enkelt regelbok, som skulle gi økt markedsintegritet, investorbekyttelse, og dermed skape et velfungerende verdipapirmarked på like vilkår.

Utgangspunktet for tolkning er at vilkår i EU-rettslige bestemmelser som er legaldefinert, enten i den aktuelle rettsakten, eventuelt i andre rettsaker, skal tolkes autonomt og forstås likt i alle bestemmelsene i rettsakten.<sup>17</sup> Motsatt, skal ulike ordvalg tolkes dithen alle vilkår får selvstendig betydning.<sup>18</sup> Særlig definisjonsbestemmelsen i MAR artikkel 3 er relevant ved tolkningen av MAR artikkel 11.

Ved mangel på legaldefinisjon, tolkes vilkåret i tråd med «its usual meaning in everyday language».<sup>19</sup> En EU/EØS-rettsakt skal altså anvendes etter sin ordlyd, eventuelt slik den er presisert av EU-domstolen. Gir ordlyden lite bidrag, avklares den ved teleologisk (formålsbasert) og systematisk tolkning, gitt at ikke EMK og den europeiske unions pakt om grunnleggende rettigheter (Charteret) artikkel 47, stiller krav til klar forankring i ordlyden. Rettsakten skal altså tolkes med henblikk på å realisere formålet.<sup>20</sup>

TEUV artikkel 296 annet ledd, fastsetter at alle rettsakter skal begrunnes, og dette gjøres vanligvis i rettsaktens fortale. Vanlig praksis er at fortalen også statuerer rettsaktens formål, legaldefinisjoner og nærmere innhold i enkeltbestemmelser.<sup>21</sup> Tilsvarende gjelder for MAR, som har en fortale bestående av 89 punkter, der markedssonderinger særlig omtales i punktene

---

<sup>14</sup> Homogenitetsmålsettingen kommer til uttrykk i ODA-avtalen artikkel 3 nr. 2 og EØS-avtalen artikkel 1.

<sup>15</sup> Fredriksen og Mathisen (2018) s. 295.

<sup>16</sup> Fredriksen og Mathisen (2018) s. 296.

<sup>17</sup> Chacón Navas [GC] C-13/05, avsnitt 40.

<sup>18</sup> Bergo (2022) s. 44.

<sup>19</sup> Probst C-119/12, avsnitt 20.

<sup>20</sup> Fredriksen og Mathisen (2018) s. 308.

<sup>21</sup> Fredriksen og Mathisen (2018) s. 305.

32–36. Fortalen gir ofte nyttige tolkningsbidrag, men den har ikke vekt som bindende rettskilde, og kan derfor ikke begrunne tolkninger som avviker fra naturlig forståelse av ordlyden.<sup>22</sup>

EU-domstolen har kompetanse til å avsi prejudisielle avgjørelser - spørsmål fra medlemslandenes nasjonale domstoler om tolkning av EU-retten - med bindende virkning jf. TEUV artikkel 267. EØS-avtalen artikkel 6 fastsetter at EFTA-EØS-landenes domstoler må foreta lovtolkning i tråd med EU-domstolens avgjørelser. EFTA-domstolen kan også avsi prejudisielle avgjørelser for EFTA-EØS-landenes nasjonale domstoler jf. ODA-avtalen artikkel 23. Disse avgjørelsene gjelder kun tolkning av bestemmelser i EØS-avtalen og har kun rådgivende virkning.<sup>23</sup>

Nasjonale rettskilder har ikke direkte betydning for tolkning av EU-rett, men kan utgjøre relevante tolkningsbidrag i de tilfellene de gir ytterligere forklaringer, presiseringer, eller tolkningsalternativer. Deriblant norske forarbeidsuttalelser med uttalelser om innholdet i MAR.

## **1.4 Kort om personomfanget av artikkel 11 og videre fremstilling**

Artikkel 11 består av elleve ledd, der nr. 1 a til d og nr. 2 regulerer den personelle avgrensningen knyttet til hvem som kan gjennomføre markedssonderinger. Rekkevidden skiller seg dermed fra flere av de øvrige bestemmelsene i MAR som gjelder «enhver» eller en uavgrenset personkrets. Ikke alle som gjennomfører det som etter definisjonen vil være en «markedssondering» omfattes av artikkel 11. Reglene om markedssonderinger er hovedsakelig ment for større aktører i finansmarkedet, og det foretas derfor en avgrensning.

Regelverket gjelder «markedsdeltakere som formidler informasjon» (også kalt DMP – Disclosing Market Participant) og «mottakere av markedssonderinger» (MSR – Market Sounding Recipient). Innledningsvis er det nyttig å fastlegge hvem markedsdeltakerne er.

Markedsdeltaker som formidler informasjon defineres i artikkel 3 nr. 1 (32). Omfattet er utstedere, tilbydere, markedsdeltakere i utslippskvotemarkedet og tredjeparter som opptrer på deres vegne jf. artikkel 11 a-d, i tillegg til fremsetter av overtakelsestilbud og fusjon jf. nr. 2.

---

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

<sup>23</sup> Fredriksen og Mathisen (2018) s. 271.



En utsteder er et selskap som utsteder verdipapirer, mens en tilbyder selger verdipapirer i annenhåndsmarkedet og kan både være et selskap og en privatperson der transaksjonen skiller seg fra «vanlig handel» jf. artikkel 11 bokstav b. Tredjepersonen er som regel en tilrettelegger som er ansatt hos et meglerhus eller en investeringsbank som forbereder mulige tilbud og utfører bokbyggingsprosesser. Dette innebærer at tredjepersonen er avgjørende for etableringen av en gruppering av potensielle investorer.

Person som «mottar markedssonderinger», er den «potensielle investoren» jf. artikkel 11 nr. 1.

Markedssonderinger reguleres av et regelverk på tre nivåer, som vil bli gjennomgått i **kapittel 2**. Deretter, vil oppgaven i **kapittel 3** sette markedssonderinger inn i en bredere rettslig kontekst med øvrige bestemmelser i MAR knyttet til håndteringen av innsideinformasjon.

I **kapittel 4** omtales virkeområde, de materielle vilkårene og mer om den personelle avgrensningen i definisjonen, og det forsøkes klarlagt hvilke tilfeller som omfattes av definisjonen. MAR artikkel 11 oppstiller en rekke krav til dokumentasjon og gjennomføring for både markedsdeltakere som formidler informasjon og mottakere av markedssonderinger. Disse reglene vil bli nærmere gjennomgått under **kapittel 5**.

Til slutt, i **kapittel 6**, gjøres det noen avsluttende refleksjoner.

## 2 Rettskildebilde – regelverk på tre nivåer

### 2.1 Nivå 1 – Markedsmisbruksforordningen

Reguleringen av markedssonderinger, og øvrige bestemmelser i MAR, består av et regelverk på tre nivåer. Forordningen, deriblant MAR artikkel 11, er nivå 1-regler. Etter TEUV 289 kan lovgivningsmyndighet delegeres til Kommisjonen, som vedtar rettsakter på nivå 2. På nivå 3 gjelder ESMA-retningslinjer. Etter inkorporeringen av MAR er nevnte regulering norsk rett.

Markedsmisbruksforordningen, ble vedtatt av EU-parlamentet og Rådet 16. april 2014, og trådte i kraft i EU 3. juli 2016. Den internasjonale finanskrisen i 2008 avdekket betydelige mangler ved reguleringen av og tilsyn med finansnæringen i mange land.<sup>24</sup> Bakgrunnen var at medlemslandenes sanksjonsregimer var svake og lite homogene som en følge av inkonsekvent innføring i nasjonal verdipapirregulering.<sup>25</sup> Finanskrisen resulterte i en reguleringsbølge som omfattet hele finanssektoren i EU. I realiteten ble alle de vesentlige direktivene i finanssektoren erstattet eller omarbeidet med en såkalt «single rulebook», der regelverket presenteres i én detaljert forordning (MAR). Ved denne reguleringsstrukturen unngikk man nasjonale tilpasninger som kunne skade harmoniseringen i regelverket.<sup>26</sup>

MAR artikkel 1 stadfester formålet om et felles regulatorisk rammeverk for å motvirke markedsmisbruk, herunder innsidehandel, ulovlig spredning av innsideinformasjon og markedsmåipulasjon. Dette skal sikre integritet i finansmarkedene og styrke vernet av investorene og deres tillit til markedene. De enkelte elementene ved markedsmisbruk defineres i hver sin bestemmelse. Innsidehandel defineres i artikkel 8, ulovlig spredning av innsideinformasjon i artikkel 10, og markedsmåipulasjon i artikkel 12. Definisjonene får utvidet eller begrenset virkeområde av MARs øvrige bestemmelser, eksempelvis artikkel 11 om markedssonderinger.

Med innføringen av MAR ble EUs tidligere markedsmisbruksdirektiv 2003/6/EC, (MAD), i sin helhet erstattet.<sup>27</sup> Formålet om like vilkår for markedsaktører på tvers av landegrensler ble ikke oppnådd med MAD, da medlemslandene sto fritt til å bestemme formen og midlene for

---

<sup>24</sup> NOU 2017:14 s. 12; Larosière-rapporten (2009).

<sup>25</sup> MAR, fortalen punkt 3.

<sup>26</sup> NOU 2017: 14 s. 13.

<sup>27</sup> MAR artikkel 37.

gjennomføring i nasjonal rett jf. TEUV artikkel 288. Som en forordning skal MAR være allmenngyldig, være bindende i alle deler og komme direkte til anvendelse i alle medlemsstater jf. Artikkel 288 (2) TEUV.

MAR oppstiller altså et administrativt regelverk for å forhindre, identifisere og håndtere markedsmissbruk, herunder regler om nasjonale tilsynsmyndigheter, og deres kompetanse ved ileggelse av administrative tiltak, og betydningen av ESMA.<sup>28</sup>

Til tross for at MAR er et administrativt regime, følger det av forordningen at medlemslandene ikke er forpliktet til å følge de administrative sanksjonene ved overtredelse av forordningen, dersom det i nasjonal lov allerede ved ikrafttreddelsen av MAR var fastsatt strafferettslige sanksjoner, jf. MAR artikkel 30 nr. 1 annet ledd.<sup>29</sup> Derfor har flere medlemsland, inkludert Norge, kun strafferettslige sanksjoner ved overtredelse av enkelte bestemmelser i MAR.<sup>30</sup>

I lys av det gjennomgåtte, er MAR et mer rigid regime enn hva som kan sies om dens forgjengere, og åpner i liten grad for nasjonale tilpasninger. Selv om MAR introduserer nyvinninger som blant annet reglene om markedssonderinger og utvidelse av virkeområde hva gjelder handelsfasiliteter, ble ikke den grunnleggende logikken og strukturen til MAD endret.

## 2.2 Nivå 2 – Rettsakter fra Kommisjonen

MAR er supplert av nivå 2-forordninger og direktiver i henhold til TEUV 290 og 291.<sup>31</sup> Nivå 2-regelverket supplerer og utfyller bestemmelsene i MAR, vanligvis de tekniske aspektene.<sup>32</sup> Det er Kommisjonen som vedtar delegerte rettsakter jf. MAR artikkel 35. Nivå 2-regler tilknyttet MAR er gjennomført i norsk rett gjennom verdipapirforskriften § 3-1.<sup>33</sup>

Hva gjelder markedssonderinger spesifikt, har kommisjonen vedtatt to forordninger etter utkast fra ESMA jf. MAR artikkel 11 nr. 9 og 10. De to forordningene er (EU) 2016/960 om krav til systemer og prosedyrer for gjennomføringen av markedssonderinger (den tekniske reguleringsstandard), og (EU) 2016/959 om format og manus for gjennomføring av markedssonderinger (den tekniske gjennomføringsstandard) (samlet

---

<sup>28</sup> MAR kapittel 5.

<sup>29</sup> MAR, fortalen punkt 72; NOU 2017:14 s. 95.

<sup>30</sup> ESMA (2020) s. 9-10.

<sup>31</sup> Ventoruzzo og Mock (2022) s. 301.

<sup>32</sup> Finanstilsynet. «Marketsmisbruksforordningen».

<sup>33</sup> NOU 2017: 14 s. 132.

kommisjonsforordningene). Kommisjonsforordningene gir utfyllende regler om fremgangsmåter og dokumentasjonskrav til artikkel 11 nr. 4, 5, 6 og 8 for å sikre ensartet harmonisering av bestemmelsen for markedsdeltakere som formidler informasjon.<sup>34</sup> Kommisjonsforordningene gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX til EØS-avtalen, protokoll 1 til EØS-avtalen, og EØS-avtalen for øvrig.<sup>35</sup>

## 2.3 Nivå 3 – Retningslinjer fra ESMA

Den europeiske verdipapir- og markedstilsynsmyndigheten på verdipapirirområde (ESMA),<sup>36</sup> utarbeider retningslinjer og anbefalinger om forståelsen og praktiseringen av MAR-regelverket, og forhindrer at medlemsstatene utarbeider nasjonale retningslinjer.<sup>37</sup> Retningslinjene anses som nivå 3-regler og har omtrent samme stilling som rundskriv i Norge.<sup>38</sup> ESMA gir i tillegg uformelle uttalelser, såkalte «Q&As», for å belyse relevante tolknings spørsmål.<sup>39</sup>

Disse uttalelsene har ikke direkte bindende virkning, men artikkel 16 nr. 3 i ESMA-forordningen (1095/2010/EU) fastsetter at tilsynsmyndighetene og markedsdeltakere må gjøre sitt beste for å overholde retningslinjene.<sup>40</sup> ESMA har gitt retningslinjer for mottakeren av markedssonderinger jf. MAR artikkel 11 nr. 11.<sup>41</sup>

---

<sup>34</sup> NOU 2017: 14 s. 32.

<sup>35</sup> NOU 2017: 14 S. 140.

<sup>36</sup> Artikkel 10 og 15 (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (ESMA-forordningen).

<sup>37</sup> Artikkel 16 av ESMA-forordningen 1095/2010.

<sup>38</sup> EUs medlemsstater må erklære om de vil følge, eventuelt hvorfor de ikke vil følge, retningslinjene jf. ESMA-forordningen artikkel 16.

<sup>39</sup> ESMA forordningen artikkel 16b.

<sup>40</sup> Prop.77 L (2017–2018) s. 11.

<sup>41</sup> ESMA/2016/1477.

# 3 Reglene for håndtering av innsideinformasjon

## 3.1 Ulovlig spredning av innsideinformasjon

### 3.1.1 MAR artikkel 10

For å forstå reguleringen av markedssonderinger er det hensiktsmessig å se artikkel 11 i kontekst med øvrige bestemmelser i MAR om håndtering av informasjon. Innsideinformasjon er et koblingsord i verdipapirhandelretten.<sup>42</sup> Det er særlig to virkemidler som er sentrale for å sikre lik tilgang til informasjon.<sup>43</sup>

Det første virkemiddelet, er utsteders offentliggjøringsplikt, nå nedfelt i MAR artikkel 17. Innsideinformasjon skal offentliggjøres så raskt som mulig, slik at tidsluken fra en informasjonslekkasje til mulig innsidehandel blir så kort som mulig.<sup>44</sup> Det andre virkemiddelet følger av MAR artikkel 10, og regulerer når «ulovlig spredning av innsideinformasjon» foreligger. Formålet er å beskytte konfidensiell bedrifts- og markedsinformasjon inntil den er offentlig tilgjengelig.<sup>45</sup>

Lovteknisk er MAR artikkel 10 første ledd bygget opp slik at setningsleddet før komma fastlegger hovedregelen om at spredning av innsideinformasjon er ulovlig. Ulovlig spredning av innsideinformasjon anses å foreligge dersom «en person besitter innsideinformasjon og sprer informasjonen til en annen person». Selve forbudet følger av artikkel 14 bokstav c.

En språklig forståelse av ordlyden innebærer at enhver spredning av innsideinformasjon er ulovlig. Formålet er at innsideinformasjon ikke skal komme på avveie slik at et rettferdig marked opprettholdes. Ordlyden skal tolkes vidt i lys av dette og omfatter de fleste typer spredning, også de som ikke er aktive. Forarbeidene nevner blant annet unnlater, forglemmelser og mangelfull beskyttelse av tilganger.<sup>46</sup>

---

<sup>42</sup> NOU 2017:14 s. 25.

<sup>43</sup> Mosca (2022) s. 364.

<sup>44</sup> Mosca (2022) s. 380.

<sup>45</sup> Mosca (2022) s. 364.

<sup>46</sup> Prop. 96 LS (2018-2019) punkt 6.5.5.

### **3.1.2 Særlig om unntaket**

Setningsleddet etter komma i artikkel 10 nr. 1 fastslår unntaket, nemlig at spredning av innsideinformasjon ikke er ulovlig når det skjer som et «ledd i den normale utøvelsen av vedkommendes arbeid, yrke eller forpliktelser».

Ordlyden oppstiller et krav om tilknytning til arbeidssituasjon. Hva som ligger i den «normale utøvelsen» må vurderes konkret i hvert enkelt tilfelle, men ordlyden kan virke å ha et vidt virkeområde. Dette er imidlertid ikke tilfelle, som vi nå skal se ved gjennomgangen under. Både formålet og rettspraksis fra EU-domstolen innbyr til en snever tolkning.

### **3.1.3 Formål**

Unntakets anvendelsesområde må tolkes i lys av hovedregelen, og formålene med MAR for øvrig. Formålet er som nevnt å sikre informasjonslikhet ved å redusere antall personer som får tilgang til innsideinformasjon og dermed redusere risikoen for innsidehandel. Disse underformålene skal igjen realisere det overordnede formålet med MAR - å beskytte verdipapirmarkedets funksjon og investorenes tillit til markedet.

Artikkel 14 forbyr både innsidehandel og ulovlig spredning av innsideinformasjon, selv om det er betydelige forskjeller mellom de to. Forbudet mot innsidehandel er absolutt, men spredning av innsideinformasjon er til tider nødvendig og legitimt uten at det svekker prinsippet om lik tilgang til informasjon eller utgjør markedsmisbruk.<sup>47</sup>

### **3.1.4 Rettspraksis**

Hvorvidt spredning av innsideinformasjon har skjedd som et «ledd i den normale utøvelsen av vedkommendes arbeid, yrke eller forpliktelser» var spørsmålet i EU-domstolens storkammerdom av 22. november 2005, sak C-384/02 «Grøngaard & Bang».<sup>48</sup> Dommen gjaldt det tidligere innsidedirektivet 89/592/EEC (innsidedirektivet) artikkel 3 nr. 1a og likelydende bestemmelse som nå er videreført i MAR artikkel 10 nr. 1.

I dommen formidlet et ansattvalgt styremedlem, Knut Grøngaard i finansselskapet RealDanmark, innsideinformasjon om en planlagt fusjon med Danske Bank, til Allan Bang.

---

<sup>47</sup> Mosca (2022) s. 354.

<sup>48</sup> C-384/02 (Grøngaard and Bang).

Bang var formann i Finansforbundet, der Grøngaard også var tillitsvalgt. Partene diskuterte fusjonen og forventet arbeidsledighet som følge av den. Bang delte så opplysningene med en tredje person, også tilknyttet Finansforbundet, som handlet aksjer i besittelse av informasjonen.

EU-domstolen oppstilte momenter for når informasjonsutveksling er en del av den «normale utøvelsen», og dermed et unntak fra ulovlig spredning av innsideinformasjon. For det første må det være en «close link» mellom spredningen av informasjon og normal utførelse av arbeidet. Videre ble spredningen av informasjon kun rettfærdiggjort hvis det var «strictly necessary» for utførelsen av arbeidet og spredningen måtte overholde «the principle of proportionality».<sup>49</sup>

I vurderingen av om spredningen av informasjon er «strictly necessary», må særlig tre momenter vektlegges: (i) unntaket «must be interpreted strictly», (ii) ethvert tilfelle av spredning av innsideinformasjon øker «the risk of that information being exploited for a purpose contrary to [innsidedirektivet]», og (iii) om informasjonen er «manifestly capable of affecting significantly the price of the transferable securities in question» (samlet «strictly necessary»-testen).<sup>50</sup>

EU-domstolen tolket unntaket i artikkel 10 nr. 1 snevert. Med andre ord, må behovet for informasjonsutveksling til utvalgte personer være strengt nødvendig for utførelsen av arbeidet. Avgjørelsen gir ikke mye rom for markedssonderinger, som ikke alltid er «strictly necessary».

## 3.2 MAR artikkel 11

### 3.2.1 «Safe harbour»

I et forsøk på å eliminere markedsmisbruk – ved å forby innsidehandel, ulovlig spredning av innsideinformasjon og markedsmanipulasjon – synes MAR å erkjenne at visse handlinger som umiddelbart virker å være i strid med de nevnte forbudene i realiteten vil være nødvendig for et smidig og velfungerende finansmarked. Slike unntak omtales som en såkalt «safe harbour».<sup>51</sup> MAR oppstiller altså unntak, som på nærmere angitte vilkår, ikke utgjør markedsmisbruk. En slik «safe harbour» er markedssonderinger etter MAR artikkel 11.

---

<sup>49</sup> Premiss 31 og 34.

<sup>50</sup> Premiss 34, 36, 38. Oppsummering premiss 48.

<sup>51</sup> Safe harbour er en lovbestemmelse som gir beskyttelse mot et juridisk ansvar når visse vilkår er oppfylt.

Som nevnt, var ikke markedssonderinger regulert særskilt verken på EU-nivå eller i norsk rett før innføringen av artikkel 11. Under tidligere direktiver kunne markedssonderinger omfattes av unntaket i artikkel 10 nr. 1 – i hvert fall frem til Grøngaard & Bang som begrenset rekkevidden betydelig. MAR artikkel 11 introduserer et mer forutsigbart regelsett med krav til gjennomføring og dokumentasjon.

Som punkt 34 i fortalen påpeker, kan det bli nødvendig å formidle innsideinformasjon ved markedssonderinger. Det er lett å anta at det omfattende regelverket knyttet til artikkel 11 er begrunnet med risikoen forbundet med spredning av innsideinformasjon. Etter ordlyden gjelder artikkel 11 imidlertid «formidling av opplysninger». Ordlyden sett i sammenheng med det tosporede systemet som artikkel 11 nr. 5 første og andre ledd fastsetter, stiller ikke krav om spredning av innsideinformasjon for at regelverket skal komme til anvendelse.<sup>52</sup>

Hvorvidt informasjon om en transaksjon utgjør innsideinformasjon, vurderes ut fra objektive kriterier. I realiteten er det en subjektiv vurdering som markedsdeltakerne gjennomfører. Det er erkjent, både i kommisjonsforordningene, og ESMA-retningslinjer, at investorer kan ha ulik tilgang på informasjon, og dermed konkludere ulikt på arten av informasjonen som mottas. Derfor oppnås formålet med MAR i størst grad dersom artikkel 11 omfatter all type informasjon.

Fortalen punkt 35 fastsetter at spredning av innsideinformasjon «bør anses lovlig» når det skjer som et ledd i den normale utøvelsen av vedkommende arbeid, yrke eller forpliktelser – en henvisning til artikkel 10 nr. 1. Etter artikkel 11 nr. 4, dersom de nærmere krav til gjennomføring og dokumentasjon i særlig nr. 3 og nr. 5 - som beskytter konfidensialiteten til informasjonen - overholdes, anses spredningen av informasjon som å ha skjedd som et «ledd i den normale utøvelsen av vedkommendes arbeid, yrke eller forpliktelser».<sup>53</sup> Konsekvensen blir at markedsdeltakeren som formidler informasjon mottar beskyttelse fra påstander om ulovlig spredning av innsideinformasjon jf. artikkel 10 jf. artikkel 14 c.

---

<sup>52</sup> Mosca (2022) s. 361.

<sup>53</sup> Mosca (2022) s. 361.



### 3.2.2 Formål og hensyn

Formålet med artikkel 11 er å fremme handel og aktivitet i finansmarkedet. Regelverket er altså ikke ment å hemme forholdet mellom utstederen og dens investorer.<sup>54</sup> Tvert imot gir regelverket et klart rammeverk for lovlig spredning av informasjon, forutsatt at kravene i bestemmelsen overholdes. Markedsdeltakeren oppnår beskyttelse fra antakelser om ulovlig spredning av innsideinformasjon, uten å demonstrere opptreden i tråd med den normale utøvelsen av arbeid, yrke eller forpliktelser. Dette gjør «strictly necessary»-testen overflødig i slike tilfeller.<sup>55</sup>

Kommunikasjon mellom markedsdeltakere er nødvendig og avgjørende i et moderne kapitalmarked. Tilbudsprisen på verdipapirer bør samsvare med verdien som de fleste er villige til tegne eller kjøpe verdipapirene for. Markedssonderinger bidrar til «at utstedere, eksisterende aksjonærer og eventuelle nye investorer har sammenfallende oppfatninger»<sup>56</sup> av prising og størrelse på finansielle instrumenter, og kan på den måten fastsette markedet.

Markedssonderinger er særlig nyttig «når markedet ikke har noen relevant referanseverdi» og «når markedene er volatile» jf. punkt 32 i fortalen. Eksempelvis ved en potensiell børsnotering eller kapitalforhøyelse. Ved tilbud i sekundærmarkedet har verdipapirene en eksisterende markedspris, men det er nyttig å vurdere interessen hva gjelder tilbudets vilkår. Markedssonderinger som prisoppdagelsesfunksjon er «viktig for at finansmarkedene skal virke på en tilfredsstillende måte» og bør derfor ikke «anses som markedsmissbruk».<sup>57</sup> Markedssonderinger anses dermed til tross for den tidligere restriktive praksisen fra EUDomstolen, ved Grøngaard & Bang, som et «svært verdifullt verktøy».<sup>58</sup>

Foruten markedssonderinger vil utsteder risikere både tid og ressurser, samt kostnader på en transaksjon som ikke får positiv mottakelse i markedet. En mislykket transaksjon i markedet påvirker investorenes villighet i fremtidige transaksjoner og kan dermed få konsekvenser for utstederens mulighet til å innhente kapital i fremtiden. En negativ mottakelse kan også medføre at prisen på utsteders eksisterende verdipapirer faller, da prisen er tilknyttet tilliten i markedet.<sup>59</sup>

---

<sup>54</sup> ESMA/2013/1649 note 62.

<sup>55</sup> ESMA/2016/162 note 251.

<sup>56</sup> MAR, fortalen punkt 32.

<sup>57</sup> MAR, fortalen punkt 35.

<sup>58</sup> MAR, fortalen punkt 32.

<sup>59</sup> International Capital Market Association «ESMA MAR CP 2019 – ICMA DRAFT response».

Selv om markedssonderinger normalt innebærer selektiv spredning av innsideinformasjon, går ikke artikkel 11 på akkord med forbudet mot innsidehandel. Både forbudet mot innsidehandel og markedssonderinger fremmer samme formål – målet om et velfungerende og rettferdig verdipapirmarked for alle aktører. I et marked med lite innsidehandel, blir prisoppdagelsesprosessen enklere. Det samme gjelder markedssonderinger; der prisoppdagelsesprosessen styrkes med regulatorisk beskyttelse av markedsdeltakere og fører kjøpere og selgere sammen.

Markedssonderinger innebærer likevel risiko for ulovlig spredning av innsideinformasjon. EU har dermed utviklet et detaljert regime for markedssonderinger. Innføringen av regelverket ivaretar behovet for klarhet og forutberegnelighet og harmoniserer praksisen på tvers av landegrenser i EU/EØS. Regelverket gir tilsynsmyndigheter tilstrekkelig dokumentasjon til gjennomføringer av undersøkelser. Pragmatisk prøver EU-lovgiver å balansere ulike formål og prinsipper ved å regulere ulike unntak fra de generelle prinsippene.<sup>60</sup>

### **3.2.3 Kort om forholdet til artikkel 10**

I etterkant av avgjørelsen Grøngaard & Bang, ble det stilt spørsmål ved om markedssonderinger ikke lenger var omfattet av unntaket i artikkel 10 nr. 1. Det er ikke åpenbart at markedssonderinger er «strictly necessary» i utøvelsen av arbeidet og at det er en «close link» mellom informasjonsutvekslingen og arbeidet.

Imidlertid, med innføringen av MAR artikkel 11 – og artikkel 11 nr. 4 sin eksplisitte referanse til artikkel 10 nr. 1 - anses markedssonderinger nå uten videre som et «ledd i den normale utøvelsen av vedkommendes arbeid, yrke eller forpliktelser», så lenge kravene til gjennomføring og dokumentasjon oppstilt i artikkel 11 følges. En konsekvens av innføringen er dermed at «strictly necessary»-testen fra Grøngaard & Bang er overflødig. Artikkel 11 står av den grunn på egne ben som en selvstendig regel, og lovligheten er ikke avhengig av å oppfylle nærmere vilkår i artikkel 10 eller i rettspraksis fra EU-domstolen.

Ved mangelfull overholdelse av reglene i artikkel 11, kommer ikke «safe harbour»-beskyttelsen til anvendelse. Manglende overholdelse av artikkel 11 vil ikke automatisk medføre ulovlig spredning av innsideinformasjon, se drøftelse om presumsjon i punkt 3.2.5 under, men man

---

<sup>60</sup> Kinander (2022) s. 387–389.

faller tilbake på unntaket i artikkel 10 nr. 1 og «strictly necessary»-testen må gjennomføres med momentene oppstilt i Grøngaard & Bang.

Dersom heller ikke unntaket i artikkel 10 nr. 1 kommer til anvendelse etter en vurdering av vilkårene oppstilt ved Grøngaard & Bang, faller man tilbake på hovedregelen. Nemlig at «når en person besitter innsideinformasjon og sprer informasjonen til en annen person» så anses det som «ulovlig spredning av innsideinformasjon» jf. artikkel 10 nr. 1. Det avgrenses mot en mer inngående drøftelse av disse vilkårene.

### **3.2.4 Kort om forholdet til artikkel 17**

Innsideinformasjon kan formidles selektivt til utvalgte investorer ved å følge reglene i artikkel 11. Dette gjelder imidlertid ikke for utsteder, som er bundet av offentliggjøringsplikt.<sup>61</sup> Offentliggjøringsplikten innebærer at innsideinformasjon må offentliggjøres «så snart som mulig» jf. MAR artikkel 17. En markedssondering må skje «før offentligjøringen» av en transaksjon. Tolkes artikkel 17 bokstavelig, er det lite rom for markedssonderinger.

Spørsmålet er når utstedere ved gjennomføring av markedssonderinger er bundet av offentliggjøringsplikt og artikkel 11 ikke lenger kan anvendes.

For å besvare spørsmålet må det avgjøres (i) når informasjonen som formidles i en markedssondering typisk blir innsideinformasjon, og (ii) om offentligjøringen kan utsettes.

Artikkel 17 gjelder kun offentligjøring av «innsideinformasjon». Et vilkår i definisjonen av innsideinformasjon er at opplysningene må være «presise» jf. artikkel 7.<sup>62</sup> Definisjonen av «presise» opplysninger er inntatt i artikkel 7 nr. 2, se *Geltl v. Daimler*, og forklares ikke nærmere her.

Det kan spørres om opplysningene som formidles i en markedssondering *før* de nærmere vilkårene for en transaksjon er fastlagt, i det hele tatt er «presise» nok til å utgjøre innsideinformasjon. Punkt 24 i fortalen, om innsidehandel, peker på at bestemmelsen må ses i sammenheng med forordningens formål. Dersom det ikke er mulig å handle på informasjonen om den potensielle transaksjonen, bør offentligjøring ikke kreves.

---

<sup>61</sup> Ventrizzo og Mock (2022) s. 471.

<sup>62</sup> Se definisjonen av «innsideinformasjon» i MAR artikkel 7, ellers se *Geltl v. Daimler*, HR-2022-695-A og *Bergo* (2022), særlig om vilkåret «presise opplysninger» stiller krav til sannsynlighetsovervekt.

En transaksjon som formidles i en markedssondering skal anses som innsideinformasjon dersom vilkårene avklares og dens materialisering er nesten sikker; da er de fire elementene i definisjonen av innsideinformasjon trolig oppfylt.<sup>63</sup> Eksempelvis når styremedlemmer har kommet til enighet om en kapitalforhøyelse, men ikke truffet en offisiell beslutning. Da skal informasjonen i utgangspunktet offentliggjøres, da enhver kommunikasjon rundt denne forhøyelsen fort regnes som innsideinformasjon og det vil være mulig å handle på informasjonen.<sup>64</sup>

Offentliggjøring av innsideinformasjon er essensielt for et velfungerende marked.<sup>65</sup> Artikkel 17 nr. 4, og fortalen punkt 49 anerkjenner likevel at offentliggjøring kan utsettes dersom særskilte vilkår er oppfylt.

Etter artikkel 17. nr. 4 bokstav a til c må utsteder vurdere om de kumulative vilkårene for utsatt offentliggjøring er oppfylt, herunder at (i) offentliggjøring er «egnet til å skade legitime interesser» hos utsteder, (ii) utsatt offentliggjøring «ikke [er] egnet til å villedde allmennheten», og (iii) utstederen må «sikre at opplysningene forblir konfidensielle».<sup>66</sup>

Innsideinformasjon kan dermed formidles ved markedssonderinger forutsatt at vilkårene for utsatt offentliggjøring er oppfylt. Dersom ett av de tre vilkårene ikke lenger kan opprettholdes, må innsideinformasjonen offentliggjøres. Risikoen er at informasjonen utnyttes til innsidehandel. Slik risiko kan ikke ekskluderes selv der mottakeren er profesjonell.<sup>67</sup>

Artikkel 17 nr. 8 første setning søker å minimere risikoen ved selektiv spredning av innsideinformasjon, og oppstiller derfor en plikt for «utsteder» som sprer innsideinformasjon til «en tredjepart som et ledd i den normale utøvelsen av arbeid, yrke eller forpliktelser som nevnt i artikkel 10 nr. 1» til å «offentliggjøre opplysningene i sin helhet». Offentliggjøringsplikten gjelder altså etter ordlyden i artikkel 17 nr. 8 også i forbindelse med markedssonderinger.

---

<sup>63</sup> Lombardo og Mucciarelli (2017) s. 324.

<sup>64</sup> Lombardo og Mucciarelli (2017) s. 326.

<sup>65</sup> NOU 2017: 14 s. 54.

<sup>66</sup> Bergan (2017) s. punkt 3.3.2.

<sup>67</sup> Ventoruzzo og Mock (2022) s. 360.

Artikkel 17 nr. 8 andre setning oppstiller imidlertid en adgang til utsatt offentliggjøring dersom «personen som mottar informasjonen, har taushetsplikt» fastsatt «ved lov, forskrifter, vedtekter eller avtale».<sup>68</sup> Ordlyden tilsier at offentliggjøringen likevel kan utsettes ved taushetsplikt.

En markedssondering som følger reglene for gjennomføring og dokumentasjon i artikkel 11, vil være underlagt taushetsplikt. Dette følger blant annet av artikkel 11 nr. 5 bokstav d) som uttrykker at «personen som mottar markedssonderingen [...] ved å samtykke til å motta informasjonen har plikt til å behandle informasjonen konfidensielt».

Holdes informasjonen konfidensiell, som for øvrig også er et krav etter artikkel 17 nr. 4, kommer ikke artikkel 17 nr. 8 til anvendelse likevel – og man er tilbake i unntaket i artikkel 17 nr. 4. Gitt at vilkårene i artikkel 17 nr. 4 er oppfylt, vil markedssonderinger kunne gjennomføres uten å stride med usteders offentliggjøringsplikt.

En slik løsning vil være i tråd med systemet i MAR, da det vil være inkonsekvent å gi utstedere en safe harbour etter artikkel 11, men samtidig kreve at utstedere kunngjør den relevante informasjonen før de har vurdert interessen for den potensielle transaksjonen.

### **3.2.5 Presumsjon om ulovlig spredning?**

Ved manglende etterlevelse av reglene for gjennomføring og dokumentasjon i artikkel 11, er det risiko for at markedssonderingen kan anses som ulovlig spredning av innsideinformasjon.

I EU-domstolens sak Spector Photo avsnitt 36 om innsidehandel, nåværende artikkel 8, kjøpte et selskap tilbake egne aksjer før de offentliggjorde oppkjøp og finansielle tall. Avgjørelsen etablerte en presumsjon om at innsideinformasjon ble «used», eller oversatt til norsk «brukt», når det ble foretatt handel av en innsider i besittelse av innsideinformasjon.<sup>69</sup>

Spørsmålet er om det også bør oppstilles en presumsjon for at formidlingen av opplysninger utgjør ulovlig spredning av innsideinformasjon hvis kravene i artikkel 11 ikke følges.

EU-retten skal i utgangspunktet tolkes tekstorientert for å ivareta harmonisering. Spørsmålet er imidlertid ikke drøftet av EU-domstolen og heller ikke tekstuelle kilder som ESMA-retningslinjene eller kommisjonsforordningene avklarer spørsmålet. Det må altså anlegges en

---

<sup>68</sup> NOU 2017: 14 s. 52.

<sup>69</sup> C-45/08 Spector Photo Group NV.

teleologisk tolkningsstil. Tilsvarende uttales i Grøngaard & Bang,<sup>70</sup> samt MAR sin fortale punkt 24, nemlig at hvorvidt en bestemmelse i MAR er overtrådt, må vurderes på bakgrunn av forordningens formål.

Artikkel 11 skal beskytte mot anklager om at det har blitt utført ulovlig spredning av innsideinformasjon. Etter fortalen punkt 32 er markedssonderinger et «verdifulle verktøy» som er egnet til å «styrke dialogen med aksjeeierne, sikre en smidig avvikling av handlene og at utstedere, eksisterende aksjeeiere og eventuelle nye investorer har sammenfallende oppfatninger». Videre er gjennomføringen av markedssonderinger «viktig for at finansmarkedene skal virke på en tilfredsstillende måte, og markedssonderinger bør ikke i seg selv anses som markedsmissbruk».

Bestemmelsen er utformet og regulert slik at den som følger den beskyttes fra anklager om ulovlig spredning av innsideinformasjon. Et formål som ikke uten videre indikerer at manglende etterlevelse krever en motsatt slutning, med andre ord at informasjonen er ulovlig spredt. Til forskjell fra artikkel 8 som viser til *selve* den ulovlige handlingen, nemlig innsidehandel, oppstiller artikkel 11 *en beskyttelse mot antakelser* om at den ulovlige handlingen blir foretatt. Artikkel 11 har derfor funksjon som svarer mer til artikkel 9 om legitim handel.

I fortalen til MAR gis det antydninger om at en slik presumsjon ikke kan anlegges. Punkt 35 uttaler at det ikke bør «antas at markedsdeltakere som ved utførelse av en markedssondering ikke oppfyller kravene i denne forordning, ulovlig har spredt innsideinformasjon, men de bør ikke ha fordel av unntaket som er gitt dem som overholder disse bestemmelsene.» Dette er motsatt av punkt 24 i fortalen om innsidehandel, som uttrykker at ved handel foretatt i besittelse av innsideinformasjon «bør det antas at vedkommende har utnyttet denne informasjonen.» Fortaler generelt er ikke rettslig bindende, men kan gi veiledende tolkningsbidrag.

Det som her er gjennomgått gir få holdepunkter for å oppstille en lignende presumsjon som i Spector. I lys av formålsulikhet mellom artikkel 8 og 11 er det ikke uten videre grunnlag for å overføre presumsjonen. De forskjellige formålene bestemmelsene er ment å ivareta og antakelser i fortalen om at en presumsjon ikke kan anlegges blir avgjørende for at en presumsjon ikke kan anlegges.

---

<sup>70</sup> Premiss 29.

Manglende etterlevelse av artikkel 11 innebærer imidlertid at markedsdeltakeren ikke får den fordel som er gitt dem som overholder bestemmelsen, nemlig beskyttelse fra antakelser om ulovlig spredning av innsideinformasjon. Markedsdeltakeren må i dette tilfelle utføre «strictly necessary»-testen etter artikkel 10 nr. 1, for å demonstrere at innsideinformasjonen er lovlig spredt. Spørsmålet om reglene i artikkel 11 er oppfylt, og spørsmålet om ulovlig spredning av innsideinformasjon foreligger er følgelig to vurderinger som utføres uavhengig av hverandre.

### **3.2.6 Et obligatorisk eller frivillig regelverk?**

Et annet sentralt spørsmål knyttet til artikkel 11 er om regelverket den oppstiller er obligatorisk eller frivillig. Kort forklart er spørsmålet om sanksjoner kan knyttes til å ikke følge kravene i artikkel 11 («obligatorisk»), eller om markedsdeltakeren ved å følge regelverket bare er beskyttet mot antakelsen om ulovlig spredning av innsideinformasjon («frivillig»).

ESMA vurderte spørsmålet og konkluderte med at regelverket er obligatorisk,<sup>71</sup> noe som er det motsatte av den rådende oppfatning i juridisk teori og blant markedsdeltakere.<sup>72</sup> Spørsmålet er foreløpig til behandling hos Kommisjonen. ESMA-retningslinjer er ikke rettslig bindende, det er derfor usikkert om synspunktet får gjennomslag.

Kommisjonens konklusjon er av stor betydning. Selv om brudd på regelverket dersom det er obligatorisk trolig kun vil møtes med administrative sanksjoner, er tap av omdømme, klienter og oppdrag sannsynlig.<sup>73</sup> Spørsmålet er viktig for tolkningen av sentrale vilkår i bestemmelsen og rekkevidden. Dersom regelverket kan møtes med sanksjoner må ordlyden tolkes snevert da EMK artikkel 7, speilet ved EUs Charter artikkel 47 oppstiller klarhets og presisjonskrav til lovteksten.<sup>74</sup>

Et moment i retning av at reglene i artikkel 11 er obligatoriske, som ESMA påpeker, er at det vil være vanskeligere å oppnå full harmonisering av regelverket for markedssonderinger og tilsynsmyndighetene vil ikke få tilstrekkelig dokumentasjon til å gjennomføre undersøkelser. Et frivillig regelverk gir ikke insentiv til overholdelse av regelverket, særlig der innsideinformasjon ikke formidles, eller markedsdeltakeren er sikker på at spredningen av

---

<sup>71</sup> ESMA70-156-1459 note 142–148.

<sup>72</sup> ESMA70-156-2391 note 260, 262 og 263.

<sup>73</sup> Kinander (2022) s. 390.

<sup>74</sup> NOU 2003: 15 punkt 12.3.1 og NOU 2017: 14 s. 101, administrative sanksjoner vil kunne være straff etter EMK og utløse rettigheter etter konvensjonen.

innsideinformasjon er tillatt etter unntaket i artikkel 10 nr. 1. Argumentene har imidlertid innslag av «reelle hensyn», og hvordan reglene «bør være», som ikke er en viktig rettskilde i EU-retten. Rettsutviklingen må skje på europeisk plan slik at spillereglene blir like i alle land.<sup>75</sup>

ESMA viser til den tekniske reguleringsstandarden og uttrykker at denne viser at regelverket er obligatorisk jf. ordlyden «skal». Imidlertid er systemhensyn sentralt ved tolkning av EU-rett, og innebærer at nivå 2-regler ikke kan være bestemmende for forståelsen av nivå 1-regler.

ESMA viser også til MAR artikkel 30, som fastsetter at «medlemsstatene i samsvar med nasjonal rett skal påse at vedkommende myndigheter har myndighet til å ilegge hensiktsmessige administrative sanksjoner [...] i det minste ved» overtredelse av bestemmelsene nevnt i bokstav a. Artikkel 11 nevnes ikke i oppregningen. ESMA tolker ordlyden «i det minste ved» dithen å kunne ilegge sanksjoner for brudd på artikkel 11, uten at det påvirker andre sanksjoner som utløses ved ulovlig spredning av innsideinformasjon.<sup>76</sup> Artikkel 14 c nevnes i oppregningen, men denne forutsetter at det faktisk foreligger ulovlig spredning av innsideinformasjon etter artikkel 10.

Rettskildegrunnlaget er svakt, og det er lett å være uenig med ESMA sin konklusjon. Det sentrale er at artikkel 11 ikke inkluderes i oppramsingen av overtredelser som utløser administrative sanksjoner etter artikkel 30 nr. 1. At brudd *kan* – som ESMA påpeker – sanksjoneres i nasjonal rett, gjør det ikke til et krav under MAR.

En rekke av bestemmelsene i artikkel 11 lest bokstavelig og isolert kan tolkes obligatoriske. Dette gjelder særlig «skal»-reglene.<sup>77</sup> Tolkningen blir derimot vanskelig å forsvare når bestemmelsen og forordningen leses som helhet – med den teleologiske metoden som EU-rettslig metode krever.

Fortalen punkt 35 uttrykker at det ikke bør antas at innsideinformasjon er ulovlig spredt ved brudd på artikkel 11, men markedsdeltakeren «bør ikke ha fordel av» unntaket. Fortalen er taus om hva potensielle konsekvenser av å ikke følge regelverket blir. Den nevner kun at man ikke er beskyttet mot antakelser om ulovlig spredning. Tilsvarende slutning kan trekkes fra

---

<sup>75</sup> Bergo (2022) s. 45.

<sup>76</sup> ESMA70-156-2391 note 257–259.

<sup>77</sup> Cleary Gottlieb (2017) s. 3.



henvisningen i artikkel 11 nr. 4 til artikkel 10, nemlig at ved å følge reglene gis det beskyttelse mot antakelser om ulovlig spredning av innsideinformasjon jf. unntaket i artikkel 10.

Fortalen og henvisningen til artikkel 10, virker samlet å kommunisere at regelverket er frivillig. Altså, at regelverket gir en valgfri beskyttelse, samtidig som det er risikofritt å ikke overholde det forutsatt at innsideinformasjon ikke formidles.

Ytterligere indikasjon på at regelverket per nå er valgfritt, kan begrunnes med at ESMA foreslår at artikkel 11 bør reformuleres for å fremheve dens obligatoriske natur, ved å innføre en sanksjonsbestemmelse, som er uavhengig av allerede eksisterende sanksjoner for ulovlig spredning av innsideinformasjon.<sup>78</sup> Som presisert av markedsdeltakerne, vil en slik innføring være en strukturell endring av bestemmelsen og ikke en presisering.<sup>79</sup>

Det er uklart om Kommisjonen vil følge ESMA's standpunkt. Drøftelsen over indikerer trolig at regelverket på nåværende tidspunkt er frivillig. På bakgrunn av usikkerheten og standpunktet ESMA anlegger, forutsetter oppgaven at brudd på artikkel 11 kan møtes med sanksjoner.

Det kan bemerkes at det i Norge ikke sanksjoneres for brudd på artikkel 11, jf. verdipapirloven kapittel 21. Kun ulovlig spredning av innsideinformasjon jf. artikkel 14 bokstav c, sanksjoneres i form av overtredelsesgebyr jf. verdipapirhandelloven §§ 21-1 (1) og 21-9, eller møtes med straff jf. § 21-15 (2). Som nevnt, medfører ikke overtredelse av artikkel 11, uten videre ulovlig spredning av innsideinformasjon.

---

<sup>78</sup> ESMA70-156-2391 note 261.

<sup>79</sup> ESMA70-156-2391 note 262.

## 4 Markedsmisbruksforordningen artikkel 11

### 4.1 Virkeområde

Som med alle bestemmelser i markedsmisbruksforordningen, omfatter markedssonderinger kun finansielle instrumenter innenfor rekkevidden av MAR artikkel 2.

Etter MAR artikkel 2 nr. 1 bokstav a, b og c omfattes finansielle instrumenter som er tatt opp til handel, søkt tatt opp til handel eller som omsettes på et regulert marked i EU/EØS eller på en multilateral handelsfasilitet (MHF) i EU/EØS, og finansielle instrumenter som handles på en organisert handelsfasilitet (OHF) i EU/EØS.<sup>80</sup>

Børsnoterte selskaper er dermed i kjernen jf. «tatt opp til handel». Kommunikasjon om en kapitalforhøyelse for et allerede utstedt finansielt instrument omfattes derfor av reglene om markedssonderinger.<sup>81</sup>

Anvendelsesområdet til MAR bygger på definisjonen av finansielle instrumenter i MiFID II.<sup>82</sup> Til forskjell fra MAD omfattes også utslippskvoter, samt endring i definisjonen av varederivater.<sup>83</sup> MAD omfattet kun finansielle instrumenter tilknyttet et regulert marked. Hadde tilsvarende vært tilfellet i dag, ville eksempelvis ikke utstedere på Euronext Growth Oslo vært omfattet av artikkel 11.

I forbindelse med markedssonderinger kan det stilles spørsmål ved om artikkel 11 kommer til anvendelse når det finansielle instrumentet som er gjenstand for den mulige transaksjonen ikke er tatt opp til handel - og det heller ikke er søkt om opptak jf. artikkel 2 bokstav d.

MAR artikkel 2 nr. 3 bruker i likhet med artikkel 11 ordlyden «transaksjon» og fastsetter at forordningen gjelder for «enhver transaksjon [...] i tilknytning til ethvert finansielt instrument» som nevnt i nr. 1 og 2, uavhengig av om transaksjonen finner sted på en handelsplass eller ikke. Dette indikerer at ordlyden «transaksjon» i artikkel 11 også skal omfatte finansielle

---

<sup>80</sup> MAR artikkel 3 nr. 6, 7 og 8 henviser videre til «MiFID II» artikkel 4 (1) nr. 21, 22 og 23 og definisjonen av henholdsvis «regulert marked», «multilateral handelsfasilitet» og «organisert handelsfasilitet». For norsk rett må det tas utgangspunkt i definisjonen av «finansielle instrumenter» i vphl. § 2-2 som implementerer MiFID II.

<sup>81</sup> EMSA70-145-111 s. 38.

<sup>82</sup> Definisjon av finansielle instrumenter i MAR artikkel 3 nr. 1 (1) med referanse til Annex I Section C jf. Artikkel 4 (1) (15) av direktiv 2014/65/EU (MiFID II).

<sup>83</sup> MAR artikkel 2 nr. 1 annet avsnitt.

instrumenter som ikke *er* eller ikke søkt tatt opp til handel, så lenge det er tilknytning til finansielle instrumentene som *er* det, altså også de finansielle instrumentene i artikkel 2 d).

ESMA har i sin Q&A, uttrykt samme standpunkt, nemlig at markedssonderingsreglene sitt virkeområde også omfatter de finansielle instrumentene i artikkel 2 nr. 1 bokstav d.<sup>84</sup> Et finansielt instrument vil derfor falle inn under bokstav d «hvis kurs eller verdi avhenger av eller har innvirkning på kursen på eller verdien av et finansielt instrument» som nevnt i bokstav a-c.

Etter ordlyden vil tilsynelatende ethvert finansielt instrument kunne omfattes av MAR så lenge «kurs eller verdi avhenger av eller har innvirkning på kursen eller verdien av et annet finansielt instrument» nevnt i bokstav a til c.<sup>85</sup> MAR må imidlertid tolkes i tråd med sitt formål, nemlig å forhindre markedsmisbruk. Tilfeller der det ikke foreligger fare for markedsmisbruk skal ikke omfattes av forordningen. Fortalen punkt 34 uttrykker at det «vanligvis bare vil være mulig å oppnå en økonomisk fordel av handel på grunnlag av innsideinformasjon som er gitt i forbindelse med markedssondering, når det finnes et eksisterende marked for det finansielle instrumentet markedssonderingen gjelder, eller for et tilknyttet finansielt instrument».

Det må trolig innfortolkes et krav om at det finnes et «tilknyttet finansielt instrument» til det finansielle instrumentet som er gjenstand for markedssonderingen, slik punkt 34 i fortalen og artikkel 2 nr. 3 peker på.<sup>86</sup> Dette kan eksempelvis være at det noterte og unoterte instrumentet har samme utsteder, eller samme morselskap.<sup>87</sup> Dermed vil en utsteder som ikke har verdipapirer tatt opp til handel og ikke er del av et større konsern med verdipapirer tatt opp til handel falle utenfor artikkel 11. Hva som må til for at kursen eller verdien til et unotert finansielt instrument «avhenger av» eller har en «innvirkning» på notert finansielt instrument er vanskelig å fastslå nøyaktig, og drøftes ikke nærmere i oppgaven.

## 4.2 Definisjonens materielle vilkår

### 4.2.1 Kjernetilfeller

En markedssondering etter MAR artikkel 11 nr. 1 omfatter:

---

<sup>84</sup> ESMA70-156-2391 s. 37.

<sup>85</sup> Bergan (2016) s. 27.

<sup>86</sup> Bergan (2016) s. 27.

<sup>87</sup> ESMA70-145-111 s. 37.

«formidling av opplysninger til en eller flere potensielle investorer før offentliggjøring av en transaksjon, for å vurdere interessen hos potensielle investorer for en mulig transaksjon og vilkårene for den, slik som mulig størrelse eller prissetting».

Definisjonen består av flere åpne vilkår og lite veiledning er gitt i MAR, dens forarbeid eller fra ESMA.<sup>88</sup> Vilkårene må fastsettes med en teleologisk tolkning av begrepene, altså en tolkning i lys av MARs generelle formål. Spørsmålet blir om formidlingen av opplysninger innebærer risiko for ulovlig spredning av innsideinformasjon, og dermed markedsmisbruk. Dette fastsettes enklest for tilfellene i kjernen av regelverket, tilfellene nedfelt i fortalen, og vanskeligere for tilfeller lengre unna kjernen.

I kjernen av artikkel 11 er tilfellet der tilretteleggeren ringer sine investorkontakter for å vurdere deres interesse i å delta i en aksje- eller obligasjonsutstedelse for et selskap med allerede noterte aksjer, en emisjon, eller et unotert selskap som vurderer børsnotering. Tilretteleggeren søker å fastslå det nøyaktige volumet som skal utstedes, og den passende noteringskursen på verdipapiret.<sup>89</sup>

Markedssonderinger er viktig som prisoppdagelsesfunksjon i regulerte markeder. Prissensitiv informasjon krever regulering, da slik informasjon ofte utgjør innsideinformasjon. Formidling av informasjon vil likevel ikke alltid regnes som spredning av innsideinformasjon, selv om det ofte er tilfellet. Dialogen kan bestå av forsiktig diskusjon om elementer ved en potensiell transaksjon, uten at det utveksles innsideinformasjon.<sup>90</sup>

Et tilgrenset tilfelle er bokbyggingsprosessen, der tilretteleggeren kontakter og mottar tegninger fra investorer ved utstedelse av eksempelvis aksjer fra allerede børsnoterte selskaper. Den selgende part, eller tilrettelegger på dennes vegne opplyser om de «fullstendige vilkårene for transaksjonen» for å sikre en «finansiell forpliktelse til å delta i transaksjonen» jf. fortalen punkt 33. I dette tilfellet er det viktig å bemerke at for at markedssonderingen skal falle inn under artikkel 11, og ikke bryte med artikkel 17, må denne prosessen foretas i flere ledd. Først vurderes interessen, så offentliggjøres innsideinformasjonen til markedet, deretter kan den finansielle forpliktelsen faktisk inngås.<sup>91</sup> Utsteders offentliggjøringsplikt gjelder før enhver

---

<sup>88</sup> ESMA70-156-2391 note 300.

<sup>89</sup> Kinander(2022) s. 392.

<sup>90</sup> Kinander (2022) s. 392.

<sup>91</sup> Lombardo og Mucciarelli (2017) s. 30.

avtaleinngåelse i etterkant av markedssonderinger. Derfor foretas ofte slike prosesser utenfor børsens åpningstid, for å minimere tidsrommet informasjon kan misbrukes.<sup>92</sup>

Det tredje kjernetilfellet i markedssonderingsregimet er plasseringen av større beholdninger av allerede utstedt gjeld eller aksjer fra et foretak på selgersiden på vegne av en investor (blokksalg). Slike handler innebærer risiko for spredning av innsideinformasjon siden de ofte er vanskelig å plassere og derfor gjøres med rabatt. Selv om selve markedssonderingen vanligvis gjennomføres anonymt, er både prisingen av handelen og identiteten til selger og kjøper normalt, men ikke alltid, prissensitiv og kan dermed utgjøre innsideinformasjon.<sup>93</sup>

Ved blokksalg, er det viktig å understreke at formålet må være å vurdere interessen i «markedet». Det vil være en underforstått betingelse at tilretteleggeren eller investoren selv kontakter mer enn én mulig mottaker av blokkhandelen. Det må med andre ord være et potensielt «marked» å utnytte.<sup>94</sup> Dersom vurderingen kun er opp til én investor, vil det ligne mer en privat forhandling enn et «marked» selv om det gjøres en «vurdering av interessen».

Utenfor disse kjernetilfellene må det foretas en nærmere tolkning av vilkårene i definisjonen for å avgjøre rekkevidden av regelverket for markedssonderinger. Kriteriene i definisjonen av markedssonderinger er kumulativt utformet. Følgelig må alle vilkårene være oppfylt før «safe harbour»-unntaket får anvendelse. Markedssonderingen må utgjøre (i) «formidling av opplysninger», (ii) utføres «før offentliggjøringen av en transaksjon», (iii) og gjennomføres «for å vurdere interessen hos potensielle investorer i en mulig transaksjon og vilkårene for den» og (v) gjøres av en av personene nevnt i artikkel 11 bokstav a) til d) eller nr. 2.

#### **4.2.2 Formidling av opplysninger**

Definisjonen av markedssonderinger omfatter «formidling av opplysninger». En naturlig lesning av ordlyden setter ingen skranker for hvilken type opplysninger som er omfattet.

Ordvalget «formidling», fremfor «spredning» som i artikkel 11 nr. 2, innebærer i henhold til EØS-rettslig metode at vilkårene skal forstås forskjellig. I MAR virker tendensen å være at ved

---

<sup>92</sup> Finanstilsynet (2015) s. 5.4.2–5.4.3.

<sup>93</sup> ESMA/2015/1455 note 67.

<sup>94</sup> Kinander (2020) s. 394.

omtale av innsideinformasjon brukes «spredning», og «formidling» der informasjonens karakter er uten betydning.

Den samme tolkningen, at informasjonen både kan og ikke kan være innsideinformasjon, følger av en systematisk tolkning med artikkel 11 nr. 3. Her fremgår det at markedsdeltakere som formidler informasjon «skal vurdere om markedssonderingen vil innebære spredning av innsideinformasjon». At det må foretas en slik vurdering, tilsier at informasjonen ikke *må* være innsideinformasjon – men at den *kan* være det.

Det stilles altså ikke krav om at informasjonen er innsideinformasjon, eller delvis omfatter innsideinformasjon, så lenge opplysningen relaterer seg til en potensiell transaksjon.

Det kan spørres om det i det hele tatt er forholdsmessig at MAR pålegger markedsdeltakere krav når informasjonen i markedssonderingen ikke utgjør innsideinformasjon. Det følger av fortalen punkt 86 andre setning, og henvisning til Treaty on European Union, Maastricht 1992 (TEU) artikkel 5 punkt 4, at «i samsvar med forholdsmessighetsprinsippet [...] går denne forordningen ikke lenger enn det som er nødvendig for å nå dette målet». Målet det siktes til følger av punkt 86 første setning som er «å forhindre markedsmisbruk i form [...] av ulovlig spredning av innsideinformasjon». Markedsdeltakerne pålegges byrdefulle forpliktelser i form av krav om gjennomføring og dokumentasjon, noe som åpenbart ikke ville vært forholdsmessig uten noen fare for ulovlig spredning av innsideinformasjon.

At artikkel 11 gjelder all type informasjon bidrar til å unngå gråsonesituasjoner, da karakteren av informasjonen fastsettes ved en subjektiv vurdering – riktignok ut fra objektive vilkår. Det kan oppstå tilfeller der ikke alle markedsdeltakere vet at innsideinformasjon kommuniseres,<sup>95</sup> og informasjonen kan etter markedssonderingen bli innsideinformasjon.<sup>96</sup> Ved å følge reglene for markedssonderinger, beskyttes markedsdeltakerne fra eventuelle antakelser om ulovlig spredning av innsideinformasjon og tilstrekkelig dokumentasjon sikres.

Selv om inngangsvilkåret i artikkel 11 oppfylles uavhengig av karakteren av informasjonen som formidles, skjerpes kravene til gjennomføring og dokumentasjon ved innsideinformasjon. Det fremgår av det tosporede systemet i artikkel 11 nr. 3, hvor det skal foretas en vurdering av om informasjonen er innsideinformasjon, og den tekniske reguleringsstandarden artikkel 3 nr.

---

<sup>95</sup> Logwise. «A deep dive in the market soundings safe harbour».

<sup>96</sup> Finanstilsynet (2015) punkt 5.4.2

3 og 4 som oppstiller ulike krav avhengig av om informasjonen er innsideinformasjon eller ikke.<sup>97</sup> Dette behandles nærmere i punkt 5.

### **4.2.3 Før offentliggjøringen av en transaksjon**

Artikkel 11 kommer til anvendelse «før offentliggjøringen av en transaksjon». Ordlyden oppstiller et skjæringspunkt; etter offentliggjøringen kommer ikke reglene om markedssonderinger lenger til anvendelse. En naturlig lesning av ordlyden «offentliggjøring» referer til å gjøre informasjon tilgjengelig eller kjent for allmennheten.

Om ordlyden i artikkel 11 «før offentliggjøringen» uttaler ESMA at den «relates to the public disclosure of the terms of the transaction that were previously subject to the sounding, excluding from that moment the application of the relevant regime».<sup>98</sup> Ordlyden er altså en henvisning offentliggjøringsplikten i MAR artikkel 17, og krav om offentliggjøring av vilkårene for transaksjonen som tidligere var gjenstand for markedssondering.

Når tidspunktet for «offentliggjøring» kommer i artikkel 11-forstand, er ikke definert i bestemmelsen eller i MAR for øvrig.

Vilkåret må forstås i lys av formålet med artikkel 11 om å unngå ulovlig spredning av innsideinformasjon. Formålsrettet tolkning tilsier at når vilkårene for transaksjonen blir nærmere fastlagt, slik at det kan utgjøre innsideinformasjon, må transaksjonen offentliggjøres i markedet.<sup>99</sup>

Ordvalget «offentliggjøring» skiller seg fra ordvalget «melding om transaksjon», som blant annet brukes i artikkel 19, fortalen punkt 59 og 60. I tråd med tolkningsprinsipper i EU-retten innebærer dette at tidspunktene ikke er sammenfallende. En kontekstuell tolkning indikerer at «offentliggjøringen» kan skje på et tidligere tidspunkt enn den formelle «melding om transaksjon», som etter vanlig praksis kunngjøres helt til slutt.<sup>100</sup>

Formålet med vilkåret er å kun ramme tilfeller der informasjonen er selektivt formidlet, altså at allmennheten ikke har tilgang til informasjonen. En formålsrettet tilnærming tilsier dermed at en forhåndsannonsering av en transaksjon kan anses som en offentliggjøring i artikkel 11-

---

<sup>97</sup> Kinander (2022) s. 395.

<sup>98</sup> ESMA70-156-1459 note 156.

<sup>99</sup> Cleary Gottlieb (2017) s. 13.

<sup>100</sup> Kinander (2022) s. 395.

forstand, eksempelvis hvis det annonseres at transaksjonen skal skje på markedsmessige vilkår. Et slikt tilfelle vil medføre utjevning av informasjonsasymmetrier som kan finne sted mellom allmennheten og de potensielle investorene som mottok informasjon i markedssonderingen.

De ytre rammene for når «offentliggjøringen» finner sted er imidlertid klare – det må være et tidspunkt mellom der forberedelsene av transaksjonen starter og tidspunktet for den formelle børsmeldingen, men dette er to vide ytterpunkter som tilbyr lite presis veiledning.

Et veiledende prinsipp for når skjæringspunktet «offentliggjøring» er nådd, er dersom det er lav risiko for ytterligere spredning av informasjon – både innsideinformasjon og ikke. Altså, dersom den potensielle investoren ikke er interessert i mer informasjon, men ønsker at transaksjonen skal realiseres. Da er trolig tidspunktet for offentliggjøringen nært forestående.<sup>101</sup> Rasjonalet bak dette er at på tidspunktet investoren ønsker at transaksjonen skal realiseres, har formidlende markedsdeltaker fått vurdert interessen med det resultat at markedet ønsker å delta i transaksjonen, og vilkårene for transaksjonen er fastlagt og utgjør nå innsideinformasjon. På dette tidspunktet vil ikke lenger markedsdeltaker ha en legitim interesse i å utsette offentliggjøringen.

Hvorvidt «offentliggjøringen» av en transaksjon er nært forestående, må også avgjøres i lys av normal markedspraksis for det aktuelle finansielle instrumentet, og transaksjonens art.<sup>102</sup> Eksempelvis i tilfeller av blokksalg – der lite informasjon utveksles, det er ofte få og profesjonelle investorer og salget skjer over kort tid – da vil perioden der tilrettelegger «vurderer interessen» være kort, selv om det kan gå lenger tid før formell «melding» om transaksjon blir gitt til markedet.<sup>103</sup>

Det kan også spørres om det er et absolutt krav at transaksjonen «offentliggjøres». I tilfeller der formidlende markedsdeltaker ikke ønsker å gjennomføre transaksjonen, for eksempel ved lav interesse i markedet, har det uavhengig av om transaksjonen materialiserer seg blitt formidlet informasjon gjennom markedssonderingen. Formålet taler for at reglene om gjennomføring og dokumentasjon i artikkel 11 uansett bør følges da de potensielle investorene muligens har mottatt innsideinformasjon. Denne forståelsen støttes av ESMA, som foreslår at definisjonen

---

<sup>101</sup> Kinander (2022) s. 395.

<sup>102</sup> FMLC (2017) s. 11.

<sup>103</sup> Kinander (2022) s. 395.



endres til «prior to the announcement of a transaction, if any». <sup>104</sup> Spørsmålet behandles nå hos Kommisjonen.

For å oppnå en effektiv «offentliggjøring» vil det være nødvendig å avsløre alle aspekter ved den planlagte transaksjonen som var kjent på tidspunktet for markedssonderingen, i tillegg til all annen ikke-transaksjons-spesifikk informasjon. Den formålsrettete tilnærmingen er å gi så presis og total offentliggjøring som praktisk mulig, slik at informasjonsforskjeller utjevnes. <sup>105</sup>

#### **4.2.4 For å vurdere interessen hos potensielle investorer for en mulig transaksjon**

Formålet med markedssonderinger er å «vurdere interessen» hos potensielle investorer for en mulig transaksjon. Ordlyden sikter til å undersøke om investorene vil være villige, når investorene sannsynligvis vil kunne investere og hvor mye i det aktuelle tilfellet. Det vil typisk holdes en presentasjon foran en begrenset mengde investorer om usikkerheten rundt om en transaksjon på bestemte vilkår kan lykkes, eksempelvis en utstedelse av nye aksjer. Tilbakemeldingen vil være avgjørende for enhver beslutning om å fortsette med transaksjonen slik den var tenkt. <sup>106</sup>

Vilkåret «vurdere interessen» må tolkes kontekstuellet med resten av definisjonen. Artikkel 11 omfatter kun kommunikasjon med «potensielle investorer» i en «mulig transaksjon».

MAR definerer ikke «transaksjon», men i EØS-rettslig metode kan legaldefinisjoner i andre rettsakter anvendes som rettskilde, da det overordnede formålet ved harmonisering taler for at sentrale begreper skal forstås likt på tvers av rettsakter, særlig rettsaktene som dekker samme formål. Markets in Financial Instruments Regulation (MiFIR) skal i likhet med MAR styrke investorbeskyttelse og øke transparensen i finansmarkedet.

Vilkåret «transaksjon» er definert som «avslutningen av et erverv eller avhendingen av et finansielt instrument» og «også samtidig erverv og avhending av et finansielt instrument dersom dette ikke medfører endringer i eiendomsretten til dette finansielle instrumentet». <sup>107</sup> En

---

<sup>104</sup> ESMA70-156-2391 note 308.

<sup>105</sup> Cleary Gottlieb (2017) s. 13.

<sup>106</sup> Kinander (2022) s. 396.

<sup>107</sup> Artikkel 2 i den kommisjonsdelegerte forordningen (EU 2017/590) til MiFIR (EU) No 600/2014. Kommissjonsforordningen gjelder som norsk rett ved verdipapirforskriften § 8-2 (10).

transaksjon kan derfor etter sin ordlyd isolert rekke svært vidt, og omfatte enhver overføring fra en part til en annen innenfor rekkevidden av MAR artikkel 2.

En språklig forståelse av vilkårene «vurdere interessen», «potensiell investor» og «mulig transaksjon» sett i sammenheng tilsier at forhandlinger med mål om å komme til enighet om en avtale med faktiske investorer i en faktisk transaksjon faller utenfor bestemmelsens virkeområde.<sup>108</sup> Denne tolkningen støttes også av en kontekstuell tolkning med det nye unntaket i artikkel 11 nr. 1a, som uttrykker at «communication [...] for the purposes of negotiating the contractual terms and conditions [...] shall not constitute market sounding».

At investorene må være «potensielle» og transaksjonen «mulig» på tidspunktet for markedssondering, er imidlertid ikke i veien for at mottaker av markedssonderingen kan handle når transaksjonen materialiserer seg og den offentliggjøres i markedet. Informasjon blir ofte formidlet ved markedssonderingen nettopp fordi den er ment å brukes i senere investeringsbeslutninger. Markedssonderingsregimet tar imidlertid sikte på å regulere kommunikasjonen mellom markedsdeltakerne som finner sted før investeringsbeslutningen.<sup>109</sup> Slik at på tidspunktet for markedssonderingen må investorene være «potensielle». Om de faktisk blir investorer i etterkant av offentliggjøringen av transaksjonen, når enhver har tilgang, vil ikke være i veien for at vilkåret om å kun «vurdere interessen» er oppfylt.

Det er et vanskelig skille mellom når en transaksjon forhandles og når interessen vurderes. Et moment i denne vurderingen er om markedssonderingen blir brukt som prisoppdagelsesfunksjon for hele markedet, eller om formidlingen av informasjon utføres for å inngå en avtale med spesifikke forhåndsbestemte investorer.<sup>110</sup>

Vilkåret «vurdere interesse» for en «mulig transaksjon» stiller videre krav til at kommunikasjonen må gjelde en spesifikk transaksjon. Ordlyden innebærer at kommunikasjon med investorer uten at det formidles opplysninger om en transaksjon faller utenfor vilkåret. Dette kan eksempelvis være jevnlig investormøter med oppdateringer om utviklinger i

---

<sup>108</sup> ESMA/2015/1455 note 83.

<sup>109</sup> Kinander (2022) s. 384.

<sup>110</sup> Kinander (2022) s. 396.

markedet til en eksisterende investorbase, eller uformell dialog gjennomført av selskapets toppledelse og IR-avdelingen<sup>111</sup> med de største aksjonærene.<sup>112</sup>

Det kan derfor oppstilles to ytterpunkter. I den ene enden – forhandlinger med formål om å inngå en avtale, eksempelvis vilkår og betingelser for en rettet emisjon – er tilfeller som går lenger enn å kun «vurdere interesse». I den andre enden – mer tilfeldig, og lite detaljert informasjon formidlet på generelle investorpresentasjoner, eller ved uformell IR-kommunikasjon til større aksjonærer – er kommunikasjon uten en «mulig transaksjon» i tankene. Artikkel 11 kommer til anvendelse mellom ytterpunktene, uavhengig av informasjonens art.<sup>113</sup>

#### 4.2.5 Grensetilfeller

Som gjennomgangen av definisjonens vilkår over viser, gir vilkårene lite spesifikk veiledning for hvilke transaksjoner som omfattes. Det vil i det følgende foretas en vurdering av et par transaksjoner som anses å være i «grenseland», i lys av momentene i definisjonen slik de har blitt utpenslet over.

Hvis man trekker frem eksempelet blokksalg, så kan denne transaksjonen, avhengig av de faktiske forholdene, både omfattes av artikkel 11 og ikke. Dersom blokksalget forhandles i et oppriktig forsøk på å inngå en avtale, men handelen likevel ikke blir plassert, så vil kommunikasjonen gi nyttig informasjon om investorinteressen i markedet. Dette er et egnet eksempel for å illustrere at hvorvidt en spesifikk transaksjon er innenfor artikkel 11 eller ikke avhenger av de faktiske forholdene og den spesifikke transaksjonen.<sup>114</sup>

Tilsvarende argumentasjon gjelder for rettede emisjoner. Ved rettede emisjoner kan det være vanskelig å skille mellom tidspunktet markedssonderingen gjennomføres og tidspunktet verdipapirene «plasseres». Selv om ESMA har uttrykt at rettede emisjoner og blokksalg «normally would fall under the scope», forutsetter dette at de øvrige vilkårene i artikkel 11 er oppfylt.<sup>115</sup> Transaksjoner som er forhandlet eller er investorspesifikke med sikte på å inngå en avtale kun for disse investorene faller utenfor. Disse har ikke som formål å finne pris og

---

<sup>111</sup> Investorrelasjoner - Internt i bedrifter omfatter begrepet den avdelingen som jobber med å bearbeide spørsmål fra aksjonærer, investorer og andre som måtte være interessert i selskapets aksjer eller finansielle informasjon.

<sup>112</sup> Kinander (2022) s. 396.

<sup>113</sup> Kinander (2022) s. 396.

<sup>114</sup> Cleary Gottlieb (2017) s. 12.

<sup>115</sup> ESMA/2015/1455 note 70–72.

potensiell suksess i markedet for kapitalforhøyelsen, men snarere «trying to conclude [a] transaction».<sup>116</sup>

Et roadshow, er en rekke møter, som oftest foregår med potensielle investorer, institusjonelle kunder, aksjonærer og finansanalytikere med formål om å presentere utstederen, og dens posisjon i forhold til andre selskaper i sektoren. Disse møtene kan gjennomføres relatert til en transaksjon, ofte i forbindelse med en børsnotering. Roadshowet, enten det er aksje eller obligasjonsrelatert, kommuniserer uten tvil informasjon for å måle interessen til potensielle investorer om en transaksjon, men den gis etter at transaksjonen er «offentliggjort», og vilkårene allerede er bestemt.<sup>117</sup> Selv om transaksjonen settes i gang kort tid etter møtene, så er allerede informasjonen om transaksjonen offentlig tilgjengelig, og at det vil ikke kunne oppstå informasjonsasymmetrier som kan medføre markedsmisbruk. I dette tilfelle vil ikke roadshowet falle inn under artikkel 11.<sup>118</sup>

Et annet grensetilfelle hvor det er usikkert om artikkel 11 kommer til anvendelse er når blokksalget som eksplisitt nevnes i fortalen ikke er et salg, men et kjøp. I dette tilfellet kontakter tilrettelegger innehavere av større beholdninger av verdipapirer for verdsettelse av deres beholdninger (uten intensjon om full overtakelse som ville vært inkludert etter artikkel 11 nr. 2).

En kontekstuell tolkning, i lys av forordningen som helhet og formålet med reguleringen av markedssonderinger, kan innebære at den potensielle investoren ved blokkkjøp må følge artikkel 11, særlig siden det vil utgjøre innsideinformasjon. En tekstorientert tolkning av artikkel 11 trekker i motsatt retning. Artikkel 11 gjelder for «utstedere» og «tilbydere i annenhåndsmarkedet». Oppregningen utelater «overtakelser i annenhåndsmarkedet».

Selv om anvendelsen av MAR ofte baseres på formålsbetraktninger, og hvorvidt et tilfelle kan utgjøre markedsmisbruk, kan en teleologisk tolkningsmetode kun anlegges dersom bestemmelsens ordlyd åpner for det. I oppregningen er «overtakelser i annenhåndsmarkedet» eksplisitt utelatt. Det finnes dermed ikke grunnlag i lovtekstens ordlyd noe en formålsrettet tolkning ikke kan avhjelpe, særlig i det tilfellet bestemmelsen anses som obligatorisk.

---

<sup>116</sup> Kinander (2022) s. 396

<sup>117</sup> Cleary Gottlieb (2017) s. 12.

<sup>118</sup> Amafi – Financial Market Professionals. «MAR Framework FAQ on Implementation and interpretation» s. 11.

De gjennomgåtte transaksjonene viser at uavhengig av transaksjonstype må vurderingen av om transaksjonen omfattes av artikkel 11 ses i lys av alle vilkårene i bestemmelsen.

### 4.3 Definisjonens personelle avgrensning

Selv om en markedsdeltaker i utgangspunktet oppfyller de ovenfor nevnte vilkårene i definisjonen, foretas det en personell avgrensning i artikkel 11 nr. 1 bokstav a til d. For at en markedssondering skal omfattes av artikkel 11 må den være foretatt av en «markedsdeltaker som formidler informasjon». Etter artikkel 11 nr. 1 bokstav a til d er dette utstedere, tilbydere, deltakere på utslippskvotemarkedet og tredjepersoner som opptre på vegne av de nevnte personene. Ordlyden omfatter også personer som hører til under artikkel 11 nr. 2, som behandles under kapittel 4.4.<sup>119</sup>

En utsteder som nevnt i bokstav a, er definert i artikkel 3 nr. 1 (21) som «en juridisk person underlagt privat eller offentlig rett som utsteder eller planlegger å utstede finansielle instrumenter». Dette kan være selskaper eller banker som utsteder aksjer eller obligasjoner.

Etter bokstav b) kan markedssonderinger gjennomføres av «tilbydere av et finansielt instrument annenhåndsmarkedet» i et slikt omfang eller til en slik verdi at «transaksjonen skiller seg fra vanlig handel» og innebærer en «salgsmetode som bygger på en forhåndsvurdering av den potensielle interessen hos potensielle investorer».<sup>120</sup>

En tilbyder er altså en selger av et finansielt instrument i annenhåndsmarkedet der aksjen allerede er utstedt. Transaksjoner som gjennomføres av tilbydere må skille seg fra «vanlig handel» for å omfattes av artikkel 11, eksempelvis blokk salg.<sup>121</sup> Selgeren kan være en privatperson, men ordlyden gir anvisning på at kun betydelige investeringer omfattes. ESMA uttaler at en transaksjon skiller seg fra «vanlig handel» ved så betydelig mengde verdipapirer at størrelsen i forhold til «average trading volume or market capitalisation, would impede their execution within the average trading day» eller «information about the blocktrade is likely to have a significant effect on the price of the financial instrument».<sup>122</sup> Selskaper og foretak omfattes av bokstav b, samt privatpersoner som besitter store mengder verdipapirer.

---

<sup>119</sup> MAR artikkel 3 nr. 1 (32).

<sup>120</sup> MAR artikkel 11 nr. 1 bokstav b).

<sup>121</sup> ESMA/2015/1455 note 68.

<sup>122</sup> ESMA/2015/1455 note 68–71.

Artikkel 11 d) gjelder den som «opptrer på vegne av» en person i bokstav a), b) eller c) eller «for dennes regning». Ordlyden tilsier at det må være en form for representasjonsforhold mellom selgeren og tredjepersonen. Tredjeparten som regel en tilrettelegger ansatt hos et meglerhus eller en investeringsbank som forbereder tilbud og utfører bokbyggingsprosesser. Ved slike prosesser er det ofte nødvendig å gjennomføre markedssonderinger.<sup>123</sup>

Vilkåret om representasjon tolkes av ESMA til å omfatte situasjoner der tredjepersonen har blitt instruert av en person i bokstav a til c til å gjennomføre markedssonderingen. Vilkåret om instruks skal tolkes bredt,<sup>124</sup> og gjelder uavhengig av om tredjepersonen har en formell kontrakt eller en mer generell instruks, om forespørselen gis muntlig eller skriftlig, og uavhengig av hvem som tok initiativ.<sup>125</sup> Ordlyden «på vegne av» omfatter ikke der tredjepersonen oppsøker investorer på eget initiativ, for å utarbeide et konkurransedyktig tilbud til en klient med informasjon om oppfatninger i markedet.<sup>126</sup>

Ordlyden på «vegne av» «markedsdeltaker som formidler informasjon» avgrenser mot avledede tredjeparter. Ved vanlig markedspraksis gjennomfører en rådgiver markedssonderinger for sine klienter og meglere. Meglerne gjennomføre i sin tur markedssonderinger for egne klienter med denne informasjonen, men faller utenfor regimet da de ikke handler på vegne av partene i 11 nr. 1 a til c. Det er ikke gitt at informasjonen er ulovlig spredt, da disse kan være omfattet av unntaket i artikkel 10 nr. 1.<sup>127</sup> Ordlyden «på vegne av» «markedsdeltaker som formidler informasjon» omfatter heller ikke tredjepersoner som handler på vegne av kjøper, som eksemplifisert under punkt 4.2.5.

## 4.4 Unntak fra definisjonen

Etter ikrafttreddelsen av SMB-forordningen i EU 1. januar 2021,<sup>128</sup> ble det innført et unntak fra reglene om markedssonderinger nedfelt i MAR artikkel 11 nr. 1a.<sup>129</sup> Formålet var å bedre små og mellomstore bedrifters tilgang på kapital og forenkle visse utsteders forpliktelser til å gjøre

---

<sup>123</sup> Bergan (2017) punkt 4.1.

<sup>124</sup> ESMA/2016/1130 note 67.

<sup>125</sup> ESMA/2015/1455 note 66.

<sup>126</sup> ESMA/2015/1455 note. 67.

<sup>127</sup> ESMA/2016/1130 note 5.

<sup>128</sup> Europaparlaments- og rådsforordning (EU) 2019/2115 av 27. november 2019 om endring av direktiv 2014/65/EU og forordning (EU) nr. 596/2014 og (EU) 2017/1129, med hensyn til å fremme bruken av SMB-vekstmarkeder.

<sup>129</sup> Regjeringen «Forordning for å fremme bruken av SMB-vekstmarkeder».

det attraktivt å noteres på regulerte markeder.<sup>130</sup> I den endelige versjonen gjelder unntaket imidlertid for alle utstedere og enhver handelsplass, og ikke kun for SMB-vekstmarkeder.<sup>131</sup>

Unntaket er ikke inkorporert i norsk rett enda, da SMB-forordningen vurderes hos EØS/EFTA-statene for innlemmelse i EØS-avtalen. I Norge fant spesialutvalget forordningen EØS-relevant og akseptabel.<sup>132</sup> Etter EØS-avtalen artikkel 102 skal EØS-relevant regelverk tas inn som vedlegg til EØS-avtalen. Tradisjonelt blir EØS-relevante rettsakter tatt inn i EØS-avtalen.<sup>133</sup> Det forutsettes at dette også gjelder MAR artikkel 11 nr. 1a. Norge er etter dette i så fall folkerettslig forpliktet til å inkorporere forordningen i nasjonal rett, jf. EØS-avtalen artikkel 7.

MAR artikkel 11 nr. 1a gir unntak fra reglene for gjennomføring og dokumentasjon av markedsonderinger der «offer of securities is addressed solely to qualified investors».<sup>134</sup> Opplysninger som er gitt til disse «for the purposes of negotiating the contractual terms and conditions of their participation in an issuance of bonds [...] shall not constitute a market sounding». Unntaket gjelder kun ved utstedelse av obligasjoner rettet mot profesjonelle investorer.<sup>135</sup>

Ordlyden i unntaket er «negotiations» istedenfor å «vurdere interessen». Ordlyden indikerer at unntaket kun omfatter *forhandlinger* mellom utsteder og profesjonelle investorer med det formål å fastslå kontraktsvilkår og betingelser for utstedelse av obligasjoner. Kommunikasjon som finner sted etter vilkårene er fastslått, for å «vurdere interessen» hos investorer, skal ikke omfattes av unntaket og må følge reglene for gjennomføring av markedssonderinger. EU-kommisjonen har uttalt at unntaket må tolkes snevert.<sup>136</sup>

Spredning av innsideinformasjon i disse tilfellene omfattes av unntaket i artikkel 10 nr.1, uten å måtte følge kravene i artikkel 11. Unntaket oppstiller imidlertid krav om å informere om de juridiske forpliktelsene som kan følge ved innsidehandel og ulovlig spredning av innsideinformasjon. Den profesjonelle investoren må bekrefte skriftlig at slik informasjonen er mottatt.<sup>137</sup>

---

<sup>130</sup> SMB-vekstmarkeder defineres i MAR artikkel 2 (1) (11) med henvisning til artikkel 4 (1) (12) MiFID II.

<sup>131</sup> Kinander (2022) s. 397.

<sup>132</sup> Regjeringen. «Forordning for å fremme bruken av SMB-vekstmarkeder». Posisjonsnotat, sakstrinn 3 av 4.

<sup>133</sup> Sejersted (2011) s. 186.

<sup>134</sup> «Qualified investor» definert i (EU) 2017/1129 (Prospektforordningen) artikkel 2 punkt e.

<sup>135</sup> Oversettelse hentet fra Regjeringen. «Forordning for å fremme bruken av SMB-vekstmarkeder».

<sup>136</sup> EMSA70-145-111 s. 39.

<sup>137</sup> Logwise. «A deep dive in the market soundings safe harbour».

## 4.5 Utvidelse av definisjonen for M&A-markedet

Markedet for kjøp og salg av aksjer og fusjoner og fisjoner (M&A-markedet) står særlig sentralt i markedsøkonomien. EU-lovgiver ønsker å være forsiktig med å skape usikkerheter gjennom regulering.<sup>138</sup> Dette understrekes av beskyttelsen som er gitt både i artikkel 9 nr. 4 og det som skal omtales her, artikkel 11 nr. 2.<sup>139</sup>

Artikkel 11 nr. 2 beskytter aktiviteten i forbindelse med «fusjon med et selskap» og «overtakelsestilbud». Nemlig kontakt med større aksjonærer for å vurdere deres interesse i å selge egne verdipapirer, ofte aksjer, med intensjon å ta over hele selskapet.<sup>140</sup> Til forskjell fra artikkel 11 nr. 1 omfatter nr. 2 kun «spredning av innsideinformasjon» til «aksjonærer». Utenfor faller kommunikasjonen med selve målselskapet (representert ved styremedlemmer).

Markedssonderinger ved gjennomføring av overtakelsestilbud og fusjoner er svært nyttig. Ofte er prisen på de noterte aksjene ikke en god indikator på prisen til alle utestående aksjer i selskapet, da omsetningslikviditeten kan være begrenset til et mindretall aksjer. Markedssonderinger gjennomføres for å fastsette pris for selskapet som helhet, ved å avklare til hvilken pris og betingelser større aksjonærer sannsynligvis vil selge sine aksjer.<sup>141</sup>

Artikkel 11 nr. 2 gjelder kun «overtakelsestilbud» eller «fusjon med et selskap». Transaksjoner utenfor de to tilfellene omfattes ikke, eksempelvis ved større blokksalg enn normalt. Eksplisitt fremgår dette av bokstav b), som uttrykker at spredning av innsideinformasjon til en større aksjonær om kjøp av deres aksjer, kun anses som en markedssondering dersom erverv av disse aksjepostene er en «rimelig forutsetning» for «beslutningen om å framsette overtakelsestilbudet eller foreta fusjonen».<sup>142</sup>

Videre må spredningen av innsideinformasjon være «nødvendig» for aksjonærenes villighet til å tilby sine verdipapirer. Forutsetningen er at uten markedssonderingen ville ikke overtakelsen eller fusjonen vært gjennomførbar. Spredning av innsideinformasjon må altså ha en innvirkning på aksjonærenes vurdering.<sup>143</sup>

---

<sup>138</sup> Kinander (2022) s. 297.

<sup>139</sup> MAR artikkel 9.4 om beskyttelse fra presumsjon om bruk av innsideinformasjon i forbindelse med fusjon eller offentlig overtakelse.

<sup>140</sup> Verdipapirer er definert i Artikkel 3 punkt 2 (a).

<sup>141</sup> Lehmann og Kumpan (2019) s. 722.

<sup>142</sup> Kinander (2022) s. 297.

<sup>143</sup> Lehmann og Kumpan (2019) s. 722.



Vilkåret «framsetteren» av overtakelsestilbud eller fusjonen i artikkel 11 nr. 2 har ikke en direkte henvisning til 11 nr. 1 (d). Imidlertid er både ordlyden «framsetteren» vid nok og bestemmelsens system indikerer at personer som tydelig opptrer på dennes vegne omfattes, eksempelvis en finansrådgiver eller megler.

Denne delen av regelverket viser at formålet ikke bare er å forenkle tilsynsmyndighetenes undersøkelser, men også å beskytte normale markedsoperasjoner fra mistenkeliggjøring fra de samme myndighetene.<sup>144</sup>

---

<sup>144</sup> Kinander (2022) s. 298.

# 5 Nærmere om de prosessuelle vilkårene

## 5.1 Innledning

I denne delen av oppgaven forutsettes det at kommunikasjonen med potensielle investorer er en «markedssondering» etter MAR artikkel 11. Som en del av problemstillingen skal det avgjøres når spredning av (innside)informasjon er tillatt ved gjennomføringen av markedssonderinger.

Artikkel 11 nr. 4 hjemler, med henvisningen til artikkel 10 nr.1, at markedssonderinger ikke utgjør ulovlig spredning av innsideinformasjon.<sup>145</sup> Dette under forutsetning av at kravene oppstilt i artikkel 11 nr. 3 og nr. 5, i tillegg til de tilhørende dokumentasjonspliktene er oppfylt.<sup>146</sup> Forpliktelsene som kreves avhenger av om markedsdeltakeren formidler informasjonen, eller er mottakeren av markedssonderingen.<sup>147</sup> Reguleringen av markedsdeltaker som formidler informasjon kan deles inn i tre kategorier; henholdsvis før, under og etter markedssonderingen.<sup>148</sup>

Kravene som stilles under MAR er mer tyngende fra et prosessuelt perspektiv enn kravene under MAD. Innføringen har medført en betraktelig økt belastning hos de forskjellige markedsdeltakerne da det prosessuelle regelverket som blir illustrert i det følgende er komplisert. Dette har ledet til at flere markedsdeltakere ber om forenklede krav til gjennomføring og dokumentasjon, blant annet fordi de opplever at investorer ikke ønsker å motta markedssonderinger. ESMA har foreslått forenklinger særlig i tilfellene som ikke utgjør innsideinformasjon. Blant de foreslåtte endringene er å fjerne mottakerens forpliktelse til å vurdere informasjonens karakter og at mottakeren ikke må samtykke til å motta innsideinformasjon hvis det ikke blir gitt.<sup>149</sup>

Det er per nå usikkert om forenklingene blir vedtatt. I dette kapitlet foretas en gjennomgang av hvilke prosessuelle krav som stilles for «safe harbour»-unntaket under det gjeldende regelverket.

---

<sup>145</sup> NOU 2017: 14 s. 31.

<sup>146</sup> Den tekniske reguleringsstandard, fortalen punkt 5.

<sup>147</sup> NOU 2017:14 s. 126.

<sup>148</sup> Bergan (2017) punkt 4.3.

<sup>149</sup> Lehmann og Kumpan (2019) s. 724.

## 5.2 Plikter for markedsdeltakeren som formidler informasjon

### 5.2.1 Før markedssonderingen

Markedsdeltakeren som formidler informasjon, er forpliktet til å utføre særlig to plikter før markedssonderingen gjennomføres. For det første må markedsdeltakeren vurdere om markedssonderingen innebærer spredning av innsideinformasjon jf. artikkel 11 nr. 3. For det andre må det innhentes samtykke fra mottakeren av markedssonderingen, samt informeres om hvilke plikter som oppstår for innehaver av informasjonen i henhold til artikkel 11 nr. 5.<sup>150</sup>

Som nevnt, må det vurderes om markedssonderingen involverer spredning av innsideinformasjon *før* gjennomføringen. Konklusjonen med begrunnelse må nedfelles skriftlig, og utleveres til «vedkommende myndighet».<sup>151</sup>

Vurderingen av om markedssonderingen involverer innsideinformasjon gjelder all informasjon som formidles i markedssonderingen, ikke kun opplysninger tilknyttet transaksjonen. Plikten til å vurdere informasjonens karakter gjelder for hvert enkelt tilfelle, og nedtegnelsen skal ved justeringer oppdateres.<sup>152</sup>

MAR artikkel 11 nr. 3 har en tredelt funksjon. For det første, ved å kreve at markedsdeltaker som formidler informasjon tar stilling til informasjonens karakter eller om informasjonen er av annet innhold enn tidligere, sikrer bestemmelsen at markedsdeltakere er bevisste på at risikoen for innsidehandel økes ved hver informasjonsutveksling.<sup>153</sup>

For det andre er artikkel 11 nr. 3 ment å sikre likebehandling av investorer.<sup>154</sup> Dette sikres ved å etablere et standard-sett av opplysninger som setter rammene for kommunikasjonen med personene som mottar markedssonderinger.<sup>155</sup> Det må altså lages et manus, som ikke kan fravikes i innhold eller rekkefølgen.<sup>156</sup> Manuset må være i overensstemmelse med enten

---

<sup>150</sup> Bergan (2017) punkt 4.3.

<sup>151</sup> NOU 2017: 14 s. 31; For «vedkommende myndighet», se Artikkel 22 jf. Artikkel 3 (1) (12)».

<sup>152</sup> NOU 2017: 14 s. 31.

<sup>153</sup> Lehmann og Kumpan (2019) s. 723.

<sup>154</sup> Den tekniske reguleringsstandard artikkel 3 (2) og (5).

<sup>155</sup> Den tekniske reguleringsstandard artikkel 3.

<sup>156</sup> Den tekniske reguleringsstandard fortalen punkt 1 og artikkel 2; ESMA/2015/1455 note 77.

vedlegg 1 eller vedlegg 2 i Den tekniske gjennomføringsstandarden, avhengig av om opplysningene er innsideinformasjon eller ikke.<sup>157</sup>

For det tredje, skal reglene lette håndteringen av forbudet mot innsidehandel, og gir dokumentasjon til tilsynsmyndighetene ved gjennomføring av undersøkelser.<sup>158</sup> Markedsdeltakeren som formidler informasjon må dokumenterer både innhold og informasjonens karakter som ble gitt i markedssonderingen.<sup>159</sup>

MAR artikkel 11 nr. 5 gjelder kun formidling av innsideinformasjon. Bestemmelsen oppstiller tre forpliktelser for hvordan en samtale med potensielle investorer skal starte for at formidlingen av informasjon skal være legitim etter artikkel 11 nr. 4.

Markedsdeltakeren som formidler informasjon, må innhente samtykke fra mottakeren av markedssonderingen før spredning av innsideinformasjonen jf. bokstav a, samt informere om forbudet mot innsidehandel som omfatter å trekke eller endre en ordre jf. bokstav b og c. Til slutt må personen informeres om at informasjonen må holdes konfidensiell jf. bokstav d.<sup>160</sup>

## 5.2.2 Under markedssonderingen

Under markedssonderingen må den formidlende markedsdeltakeren følge manuset utarbeidet i tråd med den tekniske reguleringsstandarden.<sup>161</sup> Dette vil se til at mottakeren av markedssonderingen blir informert om reguleringen av innsideinformasjon, og at samtykke til å bli satt i innsideinformasjon innhentes før informasjon formidles.

Markedssonderingen kan gjøres muntlig, fysisk eller ved elektronisk kommunikasjon eller brev. Kravene til gjennomføring som følger av den tekniske reguleringsstandarden, suppleres av den tekniske gjennomføringsstandarden. Eksempelvis, dersom markedsdeltakeren som formidler informasjon har mulighet til å ta opp telefonsamtaler, så skal dette gjøres under

---

<sup>157</sup> Bergan (2017) punkt 4.3; Den tekniske reguleringsstandarden artikkel 3; Den tekniske gjennomføringsstandarden vedlegg 1 og 2.

<sup>158</sup> ESMA/2015/1455 note 87.

<sup>159</sup> Den tekniske reguleringsstandarden fortalen punkt 2 og 3.

<sup>160</sup> Lehmann og Kumpan (2019) s. 724.

<sup>161</sup> Den tekniske reguleringsstandarden artikkel 3.

forutsetning av samtykke fra mottakeren.<sup>162</sup> Kun opptaksutstyr som er stilt til rådighet av markedsdeltakeren som formidler informasjon skal brukes.<sup>163</sup>

Artikkel 11 nr. 5 oppstiller krav til at informasjon om mottakeren av markedssonderingen må dokumenteres. Den kommisjonsdelegerte forordningen artikkel 4 inneholder spesifikke krav for dokumentasjonen. Særlig må det føres en liste over fysiske og juridiske personer som har blitt kontaktet i forbindelse med markedssonderinger eller som har uttrykt ønske om å ikke motta markedssonderinger.<sup>164</sup>

Forpliktelsene i 11 nr. 5 første ledd, er supplert av andre ledd med krav om å registrere all informasjon gitt til mottaker av markedssonderingen og identiteten til personene som mottar informasjonen, samt dato og tidspunkt for hver formidling av informasjon.<sup>165</sup>

Omfanget av dokumentasjonsforpliktelsene i andre ledd, skiller seg fra omfanget av informasjonspliktene i første ledd. Forpliktelsene etter første ledd retter seg kun mot tilfeller av innsideinformasjon. Selv om dette ikke fremgår direkte av ordlyden, må bestemmelsen forstås slik at den viser til den subjektive vurderingen av informasjonens karakter jf. artikkel 11 nr. 3, og ikke den objektive karakteriseringen av informasjonen. Informasjonsforpliktelsene i artikkel 11 nr. 5 gjelder altså kun hvis den formidlende markedsdeltakeren har konkludert ved en subjektiv vurdering at markedssonderingen vil innebære spredning av innsideinformasjon.

Det kan spørres om denne vurderingen kan overprøves av en domstol eller annet organ, hvis vurderingen ikke er rasjonell og rimelig – med virkning at informasjonspliktene i artikkel 11 nr. 5 a til d ikke er overholdt. Det er imidlertid lite sannsynlig at spørsmålet gjør seg gjeldende, da begrepet «innsideinformasjon» i artikkel 11 nr. 4 må tolkes tilsvarende som i resten av MAR, i tråd med definisjonen i artikkel 7. Det kan vanskelig argumenteres for at markedsdeltakeren som formidler informasjon vil kunne dra nytte av unntaket fra ulovlig spredning av innsideinformasjon etter artikkel 11 nr. 4, dersom vurderingen avviker fra informasjonens objektive karakter. Derfor bør formidlende markedsdeltaker utvise grundighet i denne vurderingen.

---

<sup>162</sup> Den tekniske reguleringsstandard artikkel 2 nr. 2.

<sup>163</sup> Den tekniske reguleringsstandard artikkel 2 nr. 3.

<sup>164</sup> Den tekniske reguleringsstandard artikkel 4.

<sup>165</sup> Lehmann og Kumpan (2019) s. 724.

Til forskjell fra artikkel 11 nr. 5 første ledd, omfatter dokumentasjonsforpliktelsene etter andre ledd all informasjon som avsløres, uavhengig av informasjonens karakter eller den formidlende markedsdeltakerens kategorisering av informasjonen.<sup>166</sup>

Artikkel 11 nr. 5 andre ledd krever at den formidlende markedsdeltaker registrerer identiteten til de potensielle investorene og de juridiske og fysiske personene som handler på vegne av investorene, og som mottar informasjon gjennom markedssonderingen. Den tekniske reguleringsstandarden fastsetter at registreringen skal inneholde navn og kontaklinformasjon, samt dato og klokkeslett for hver enkelt kommunikasjon med mottakeren av markedssonderingen.

I tillegg skal formidlende markedsdeltaker utarbeide en liste over potensielle investorer som har uttrykt at de ikke ønsker å motta informasjon ved markedssonderinger. Dette kravet er ment å minimere risikoen for utilbørlig spredning av innsideinformasjon og lette håndhevingen av reglene i tilfelle innsidehandel likevel oppstår. Det er imidlertid tvilsomt om kravet dekkes av artikkel 11 nr. 9, siden artikkel 11 nr. 5 annet ledd første setning kun etter sin ordlyd hjemler en dokumentasjonsplikt overfor personer som faktisk mottar markedssonderinger.

### **5.2.3 Etter markedssonderingen**

Etter artikkel 11 nr. 6 må den formidlende markedsdeltakeren fortløpende vurdere om innsideinformasjon som er formidlet i en markedssondering opphører å være innsideinformasjon. En markedssondering gjennomføres «før offentliggjøringen» av en transaksjon. Når transaksjonen offentliggjøres i henhold til artikkel 17, eller mister innsidekarakterisering av andre grunner må mottaker av markedssonderingen informeres så snart som mulig. En såkalt rensesprosedyre. Oversikt over informasjonen som gis i denne forbindelse skal dokumenteres og overleveres til tilsynsmyndigheten på forespørsel.<sup>167</sup>

Prosedyren for å varsle den mottakende markedsdeltakeren er beskrevet i detalj i kommisjonsforordningene. Informasjonen må følge en skriftlig mal,<sup>168</sup> med blant annet informasjon om transaksjonen, dato og klokkeslett.<sup>169</sup> Begrunnelsen for konklusjonen må

---

<sup>166</sup> Den tekniske reguleringsstandarden fortalen punkt 6; ESMA/2015/1455 note 88.

<sup>167</sup> NOU 2017: 14 s. 32.

<sup>168</sup> Den tekniske gjennomføringsstandarden artikkel 4 nr. 1 og 2, samt vedlegg 3.

<sup>169</sup> Den tekniske reguleringsstandarden artikkel 5 bokstav a til e.

oppbevares på et varig medium sammen med enhver melding som er gitt til mottakeren av markedssonderingen.<sup>170</sup>

Av artikkel 11 nr. 8 følger en plikt til å oppbevare relevant dokumentasjon i en femårsperiode, som nærmere angitt i kommisjonsforordningen.<sup>171</sup> Dette gjelder for samtlige plikter før, under og etter markedssonderingen. Dokumentasjonen skal oppbevares på «et varig medium» som er tilgjengelig i hele femårsperioden, også for vedkommende myndighet om nødvendig.<sup>172</sup> All kommunikasjon og dokumentasjon gitt av en formidlende markedsdeltaker til mottakeren omfattes, herunder informasjon om mottaker av markedssonderingen, informasjon om de interne prosedyrene, samt utfallet av interne beslutningsprosesser om eksempelvis informasjonens karakter som innsideinformasjon, og eventuelt opphør av den.<sup>173</sup> Dokumentasjonen skal oppbevares med dato og tidspunkt for ethvert individuelle tilfelle.

Ved skriftlig korrespondanse skal kopi vedlegges. Dersom korrespondansen har foregått muntlig må lyd- eller video-opptak vedlegges, forutsatt samtykke. Mangler opptak, må det legges ved skriftlig referat av dialogen.<sup>174</sup> Referat skal utarbeides av markedsdeltakeren som formidler informasjon, og krever signatur av både formidlende og mottakende markedsdeltaker. For å sikre ensartet praksis inneholder artikkel 2 og vedlegg til den tekniske gjennomføringsstandarden nærmere regler og maler om krav til innhold i referatene.<sup>175</sup>

Ved uenighet mellom markedsdeltakerne om innholdet av markedssonderinger, skal to separate versjoner oppbevares, med hver sine respektive signaturer.<sup>176</sup> Dersom mottaker av markedssonderingen ikke utarbeider et referat innen 5 dager, skal markedsdeltaker som formidler informasjon uansett oppbevare eget referat.<sup>177</sup>

Det bemerkes at i henhold til MAR, vil personen som mottar markedssonderinger ikke være forpliktet til å bistå markedsdeltakeren som formidler informasjon med å overholde kravene i artikkel 11. Disse kravene retter seg etter sin ordlyd kun mot «markedsdeltakeren som formidler informasjon». Følgelig, bør forpliktelsene pålagt ved de tekniske regulerings- og

---

<sup>170</sup> Den tekniske reguleringsstandarden artikkel 6 nr. 1 bokstav e.

<sup>171</sup> Den tekniske reguleringsstandarden artikkel 6.

<sup>172</sup> MAR artikkel 11 nr. 1 (2); Den tekniske reguleringsstandarden artikkel 6 nr. 1 og 4; Den tekniske gjennomføringsstandarden fortalen punkt 1 og artikkel 1.

<sup>173</sup> Bergan (2017) punkt 4.3.

<sup>174</sup> Den tekniske reguleringsstandarden artikkel 6 nr. 2.

<sup>175</sup> Den tekniske gjennomføringsstandarden artikkel 2 og vedlegg 1 og vedlegg 2.

<sup>176</sup> Den tekniske reguleringsstandarden artikkel 6 nr. 3 andre avsnitt.

<sup>177</sup> Den tekniske reguleringsstandarden artikkel 6 nr. 4 tredje avsnitt.

gjennomføringsstandardene, tolkes slik at de ikke gir grunnlag for å sanksjoner mottakeren av markedssonderingen ved manglende overholdelse.

### 5.3 Plikter for mottakeren av markedssonderingen

Selv om fokuset i reglene for gjennomføring og dokumentasjon er på markedsdeltakeren som formidler informasjon, oppstiller artikkel 11 nr. 7 at mottakeren av markedssonderingen skal vurdere om informasjonen som vedkommende mottar er innsideinformasjon, og eventuelt når informasjonen opphører å være innsideinformasjon. Denne vurderingen skal gjøres uavhengig av vurderingen til den formidlende markedsdeltakeren. ESMA har gitt retningslinjer for disse vurderingene etter myndighet gitt ved artikkel 11 nr. 11.<sup>178</sup>

I likhet med de overordnede hensynene i artikkel 11 for øvrig har retningslinjene to mål: (i) å redusere risikoen for innsidehandel ved å begrense spredningen av innsideinformasjon, og (ii) å sikre at vedkommende myndigheter effektivt kan gjennomføre undersøkelser ved å pålegge personer som mottar markedssonderinger dokumentasjonskrav.<sup>179</sup>

I tråd med artikkel 11 nr. 11 skal ESMA-retningslinjene ta for seg tre punkter, (i) faktorene som personene som mottar markedssonderingen må ta hensyn til når de vurderer om informasjonen utgjør innsideinformasjon, (ii) tiltakene som er nødvendige for å overholde bestemmelsene i artikkel 8 og 10 (innsidehandel og ulovlig spredning av innsideinformasjon), og (iii) dokumentasjonskravene som viser at bestemmelsene er overholdt.

ESMA sine retningslinjer utdyper kun forpliktelsene etter MAR og gir veiledning for hvordan markedsdeltakere skal overholde dem. Retningslinjene etablerer ikke selvstendige plikter, slik at personene som mottar markedssonderinger ikke er pålagt å rapportere at de har overholdt kravene.<sup>180</sup>

I henhold til retningslinjene forventes det at personer som mottar markedssonderinger etablerer interne prosedyrer som fastsetter hvordan innsideinformasjon skal forvaltes og sikrer at de som behandler informasjonen er tilstrekkelig opplært. ESMA uttrykker at de interne prosedyrene og opplæringen avhenger av den enkelte investors størrelse og virksomhet.<sup>181</sup> Gjennomføringen

---

<sup>178</sup> ESMA/2016/1477.

<sup>179</sup> ESMA/2016/1477 note 5.

<sup>180</sup> ESMA/2016/1477 note 8.

<sup>181</sup> ESMA/2016/1477 note 9.



av forpliktelsene skal derfor styres av prinsippene om hensiktsmessighet og forholdsmessighet. Det stilles dermed strengere krav til større investorer sammenlignet med de mindre.<sup>182</sup>

Mer spesifikt bør de interne prosedyrene innebære at formidlende markedsdeltaker informeres om kontaktpunkt/person for markedssonderinger innenfor virksomheten. Og dersom en slik person er utpekt, sikre at informasjonen kun formidles internt ved behov og kun via forhåndsbestemte formidlingskanaler. I tillegg sikre at tilstrekkelig identifisering og opplæring av personen(e), funksjoner eller organer internt som har ansvaret for å vurdere om markedssonderingen involverer innsideinformasjon, og også kontrollere forvaltningen av innsideinformasjon innad i virksomheten slik at ansatte overholder artikkel 8 og 10 i MAR.<sup>183</sup>

Mottakeren av markedssonderingen skal altså uavhengig vurdere om informasjonen utgjør innsideinformasjon, eller har opphørt å være det. Relevante faktorer i vurderingen omfatter den formidlende markedsdeltakeren sin vurdering og informasjonen gitt fra denne, samt all annen informasjon som er tilgjengelig for personen(e) som skal ta vurderingen – da alle disse opplysningen samlet sett, om ikke alene, kan utgjøre innsideinformasjon.<sup>184</sup> Personen(e) er imidlertid ikke forpliktet etter artikkel 11 (7) til å skaffe tilgang til informasjon bak informasjonsbarrierer i egen virksomhet, såkalte «chinese walls».<sup>185</sup>

Den mottakende markedsdeltakeren er ikke pålagt å foreta ytterligere skritt når det er uenighet mellom egen vurdering og den formidlende markedsdeltaker sin vurdering, bortsett fra å sikre at egne handlinger er i samsvar med kravet om å ikke handle på grunnlag av innsideinformasjon og ikke å spre slik informasjon i strid med artikkel 8 og 10 i MAR. Videre, er det viktig å påpeke, at den mottakende markedsdeltakeren ikke er pålagt å informere tilsynsmyndighetene dersom den mener at innsideinformasjon er blitt formidlet på feil grunnlag.<sup>186</sup>

Avslutningsvis, forventes det at de(n) som mottar markedssonderingen skal; føre og oppbevare dokumentasjon over de interne prosedyrene som skal etableres, og varsle og dokumentere at de(n) ikke ønsker å motta fremtidige markedssonderinger (dersom det er tilfellet). I tillegg føre dokumentasjon om informasjonens karakter med tilhørende begrunnelse, og dokumentere og

---

<sup>182</sup> Bergan (2017) punkt 5.3.1.

<sup>183</sup> ESMA/2016/1130 note 9 bokstav a til d.

<sup>184</sup> Hössl-Neumann og Torggler (2021) s. 157.

<sup>185</sup> ESMA, MAR Guidelines: Persons receiving market soundings, para 12.

<sup>186</sup> ESMA/2016/1130 note 28-30.

listeføre i kronologisk rekkefølge ved enhver markedssondering personer som internt hos den mottakende markedsdeltakeren gjennom sitt arbeid gis tilgang til informasjonen.<sup>187</sup>

Mottakeren av markedssonderinger pålegges ikke å møte de detaljerte kravene for listeføring i artikkel 18, eller å sørge for at utstederen listefører dem. Listeføringen og dokumentasjonskravene etter ESMA-retningslinjene er for å sikre dokumentasjon for vedkommende myndigheter ved undersøkelser, og er ikke en forlengelse av artikkel 18.<sup>188</sup>

ESMA krever at dokumentasjonen oppbevares i fem år, i likhet med det som gjelder for formidlende markedsdeltakere etter artikkel 11 nr. 8.<sup>189</sup>

---

<sup>187</sup> ESMA/2016/1477 note 16.

<sup>188</sup> ESMA/2016/162 note 44.

<sup>189</sup> ESMA/2016/1477 note 40.

## 6 Avsluttende konklusjon og refleksjoner

Siktemålet med oppgaven har vært å klarlegge innholdet i MAR artikkel 11 og hva som utgjør en «markedssondering». Særlig med vekt på når det er legitimt å formidle informasjon som både er, og ikke er innsideinformasjon ved gjennomføringen av markedssonderinger. For å besvare problemstillingen var det først nødvendig å først avklare hva en «markedssondering» er, etter definisjonen i artikkel 11 nr. 1.

Oppgaven har vist at flere kriterier i definisjonen av markedssonderinger er uklare. MAR skal øke harmoniseringen av finansmarkedsretten i EU/EØS gjennom et felles regelverk – uten rom for nasjonale tilpasninger. En svakhet er at få relevante kilder belyser innholdet i definisjonen. Verken avgjørelser fra EU-domstolen, eller rettsakter på nivå 2 eller 3 utdyper innholdet i særlig grad. Stående igjen er primært ordlydens tolkningsbidrag, samt formåls- og systembetraktninger.

Markedssonderinger må gjennomføres «før offentliggjøringen» av transaksjonen. Vilkåret henger sammen med offentliggjøringsplikten i artikkel 17, som tilsier at når transaksjonen får mer håndfaste vilkår er offentliggjøring nært. Utover dette er vilkåret knyttet opp mot utvikling og transaksjonens art. Vilkåret omfatter også tilfeller der transaksjonen aldri ble offentliggjort da informasjonsutveksling i disse tilfellene likefullt kan medføre markedsmisbruk.

Vilkåret «vurdere interessen» må sies å være det sentrale vilkåret i definisjon av markedssonderinger. Utenfor rekkevidden er kommunikasjon som bærer preg av å være en forhandling, istedenfor vurdering av interesse hos potensielle investorer for å avklare interessen i markedet. Kommunikasjonen må gjelde en spesifikk transaksjon og «vilkårene for den». Hva gjelder transaksjoner, omfattes kun de betydelige som skiller seg fra «vanlig handel». Det vil være hensiktsmessig med avklaring rundt hvilke transaksjoner som er innenfor rekkevidden. ESMA kan eksempelvis gi en veiledende liste med tilfeller som omfattes tilsvarende den som ble gitt for «legitime interesser» i artikkel 17.<sup>190</sup>

Etter å ha avklart det nærmere innholdet i definisjonen, og den personelle avgrensningen må også kravene til gjennomføring og dokumentasjon oppfylles. Er kravene som ble gjennomgått under kapittel 5 oppfylt, anses ikke formidlingen av informasjon som ulovlig spredning av

---

<sup>190</sup> ESMA70-159-4966 s. 5.

innsideinformasjon. I de tilfellene artikkel 11 ikke overholdes, oppstilles ingen presumsjon for at informasjonen er ulovlig spredt. Markedsdeltakerne må i de tilfellene artikkel 11 ikke overholdes, oppfylle kravene i artikkel 10 nr. 1 og den tilhørende «strictly necessary»-testen. Dersom disse vilkårene heller ikke oppfylles, anses informasjon trolig som ulovlig spredt. Med andre ord er vurderingen av om vilkårene i artikkel 11 er oppfylt, og hvorvidt spredning av innsideinformasjon faktisk foreligger to tester som opererer uavhengig av hverandre.

For markedsdeltakerne er det viktig å ha forutberegnelighet. Det er per i dag flere grensetilfeller hvor det kan være uklart for en markedsdeltaker hvorvidt de er underlagt forpliktelsene i MAR artikkel 11. Reguleringer av finansmarkedene bør ha som mål å oppmuntre til investering som legger til rette for effektiv ressursallokering til riktig markedspris. Ved markedssondering får man større effektivitet i finansmarkedene da oppfatninger hos tilbydere, utsteder og potensielle investorer samordnes slik at transaksjoner kan gjennomføres med større sikkerhet, eller de kan trekke seg hvis resultatet ikke var i tråd med forventningene. Forbyr man slike disponeringer ved å kreve full offentliggjøring fra første stund vil det være hemmende for mange markedsaktører.

Det oppstår altså en spenning mellom den ene siden som tilsier full offentliggjøring av innsideinformasjon og forbudet mot innsidehandel og på den andre siden fordelaktige konsekvenser av kommunikasjon ved bruk av innsideinformasjon for å oppnå bestemte formål. EU-lovgivningen prøver med dette å finne en balanse mellom ulike formål og prinsipper, ved å regulere ulike unntak fra de generelle prinsippene.

EU har som en respons på tilbakemeldinger om byrdefulle forpliktelser ved gjennomføring av markedssonderinger blant annet innført endringer i MAR artikkel 11 nr. 1a i henhold til SMB-forordningen. Innføring av unntaket viser at EU-lovgiver responderer på at de omfattende kravene til gjennomføring og dokumentasjon, kan være hemmende for finansmarkedet, spesielt i vekstmarkeder. Strenge krav er imidlertid nødvendig for å beskytte konfidensialiteten til informasjonen, og sikre tillitt blant markedsdeltakerne og tilsynsmyndighetene om et gjennomskiktig marked selv om forordningen åpner for slike safe harbour-unntak som artikkel 11 gir.

Hvordan veien videre vil bli er usikkert. Et særlig viktig spørsmål vil bli vurderingen til Kommissjonen om hvorvidt artikkel 11 er «obligatorisk». Hvis så er tilfelle, kreves det trolig endring av MAR, da ileggelse av administrative sanksjoner krever klar forankring i lovteksten.

# Litteraturliste

## Norske lover og forskrifter

- 2007 Lov 29 juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven).
- 2007 Forskrift 29 juni 2007 nr. 876 om verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften).
- 2014 Lov 20 juni 2014 nr. 28 om forvaltning av alternative investeringsfond (AIF-loven).

## EU-forordninger og EU-direktiver

- 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.
- MAR Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC.
- 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.
Den tekniske gjennomføringsstandarden	Commission Implementing Regulation (EU) 2016/959 of 17 May 2016 laying down implementing technical standards for market soundings with regard to the systems and notification templates to be used by disclosing market participants and the format of the records in accordance with Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council.
Den tekniske reguleringsstandarden	Commission Delegated Regulation (EU) 2016/960 of 17 May 2016 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the appropriate arrangements, systems and procedures for disclosing market participants conducting market soundings.
EU (2017/590)	Commission Delegated Regulation (EU) 2017/590 of 28 July 2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the reporting of transactions to competent authorities.
Prospektforordningen	Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC with EEA relevance.
SMB-forordningen	Regulation (EU) 2019/2115 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 amending Directive 2014/65/EU and Regulations (EU) No 596/2014 and (EU)

2017/1129 as regards the promotion of the use of SME growth markets.

### **Opphevede rettsakter**

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

### **Konvensjoner**

EMK	Den europeiske menneskerettighetskonvensjon, Roma 1950.
TEU	Treaty on European Union, Maastricht 1992.
EØS-avtalen	Avtale om det europeiske samarbeidsområdet, Oporto 1992.
ODA-avtalen	Avtale mellom EFTA-statene om opprettholdelse av et Overvåkningsorgan og en Domstol, Oporto 1992.
TEUV	Treaty on the Functioning of the European Union, 2012.

### **Norske forarbeider**

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

NOU 2003: 15	Fra bot til bedring — Et mer nyansert og effektivt sanksjonssystem med mindre bruk av straff.
NOU 2017: 14	Nye regler om markedsmisbruk – sanksjoner og straff – Gjennomføring av markedsmisbruksforordningen og gjennomgang av verdipapirhandellovens regler om sanksjoner og straff.
Prop. 77 L (2017-2018) s. 11	Endringer i verdipapirhandelloven og oppheving av børsloven mv. (MiFID II og MiFIR).
Prop. 96 LS (2018-2019)	Endringer i verdipapirhandelloven mv. (prospekt, markedsmisbruk, tilsyn og sanksjoner) og samtykke til deltakelse i en beslutning i EØS-komiteen om innlemmelse av forordning (EU) nr. 596/2014 og (EU) 2017/1129.

#### **Dokumenter fra ESMA**

ESMA/2013/1649	ESMA Discussion Paper: ESMA's policy orientations on possible implementing measures under the Market Abuse Regulation, 14 November 2013, ESMA/2013/1649.
ESMA/2014/809	ESMA, Consultation Paper: Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, 15 July 2014, ESMA/2014/809.
ESMA/2015/1455	ESMA, Final Report: Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, 28 September 2015, ESMA/2015/1455.
ESMA/2016/162	ESMA, Consultation Paper: Draft guidelines on the Market Abuse Regulation, 28 January 2016, ESMA/2016/162.



ESMA/2016/1130	ESMA, Final report: Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information, 13 July 2016, ESMA/2016/1130.
ESMA/2016/1477	ESMA, MAR Guidelines: Persons receiving market soundings, 10 November 2016, ESMA/2016/1477.
ESMA70-156-1459	ESMA, Consultation Paper: MAR review report, 3 October 2019, ESMA70-156-1459.
ESMA70-156-2391	ESMA, MAR Review Report, 23 September 2020, ESMA70-156-2391.
ESMA70-159-4966	ESMA, Final Report, Review of MAR Guidelines on delay in the disclosure of inside information and interactions with prudential supervision, 5 January 2022, ESMA70-159-4966.
ESMA70-145-111	ESMA, Questions and Answers – On the Market Abuse Regulation (MAR), Version 17, Last updated on 25 November 2022, ESMA70-145-111.

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

Sak C-384/02 (Grøngaard & Bang)	C-384/02 Grøngaard and Bang.
Sak C-45/08 (Spector)	C-45/08 Spector Photo Group NV and Chris Van Raemdonck v. Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA).
Sak C-19/11 (Geltl V. Daimler)	C-19/11 Markus Geltl v. Daimler AG.

Chacón Navas C-13/05      Sonia Chacón Navas v Eurest Colectividades SA C-13/05.

Probst C-119/12      Josef Probst v mr.nexnet GmbH C-119/12.

Karen Millen Fashions C-345/13      Karen Millen Fashions Ltd v Dunnes Stores, Dunnes Stores (Limeric) Ltd, C-345/13.

### **Høyesterettsavgjørelser**

HR-2020-695-A (RenoNorden).

### **Beslutninger**

EØS-komiteens beslutning (2019)      EØS-komiteens beslutning 259/2019 av 25. oktober 2019.

### **Rapporter**

Larosièrereporten (2009)      The High-Level Group on Financial Supervision, chaired by Jacques de Larosièrere, report, Brussel, 25 februar 2009 [http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/de\\_larosièrere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/de_larosièrere_report_en.pdf) [lest 12 november 2022]

### **Litteratur**

Bergan (2016)      Bergan, Morten Emil Eriksrud, «Definisjonen av innsideinformasjon – en rettslig analyse av definisjonen i lys

av obligasjoners særtrekk» *Tidsskrift for forretningsjus*, 2-3/2016, s. 152 – 249.

- Bergan (2017) Bergan, Morten Emil Eriksrud, «Markedsmisbruksforordningen og dens betydning for Norge og andre tredjeland» *Tidsskrift for forretningsjus*, 1/2017, s. 3 – 49.
- Bergo (2022) Knut Bergo, «Sannsynlighet, forventning og mulighet – kommentarer til HR-2022-695-A» *Tidsskrift for forretningsjus*, 1/2022, s. 36 – 46.
- Cleary Gottlieb (2017) Clearly Gottlieb, «Market Abuse Regulation: A Balance Approach to the Market Sounding Regime's Applicability in Capital Markets Transactions» *Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP* 2017.
- FMLC (2017) Financial Markets Law Committee, «Issues of Legal Uncertainty Arising in the Context of the Market Abuse Regulation» *Thomson Reuters Practical Law* 2017.
- Fredriksen og Mathisen (2018) Fredriksen, Halvard Haukeland og Gjermund Mathisen, *EØS-rett*, 3. utg., Fagbokforlaget 2018.
- Hössl-Neumann og Torggler (2021) Mario Hössl-Neumann og Ulrich Torggler, *Market Soundings*, i Susanne Kalss, Martin Oppitz, Ulrich Torggler, Martin Winner, *EU Market Abuse Regulation: A Commentary on Regulation (EU) No 596/204*, Edward Elgar Publishing Limited, Elgar commentaries in financial law 2021, s. 153 – 168.
- Kinander (2022) Morten Kinander, *Article 11: Market soundings*, i Marco Ventoruzzo og Sebastian Mock, *Market Abuse Regulation, Commentary and Annotated Guide*, 2. utg., The Oxford EU Financial Regulation Series 2022, s. 381 – 399.

- Lehmann og Kumpan (2019) Matthias Lehmann og Christoph Kumpan *European Financial Services Law: Article-by-Article Commentary*, International and European Business Law, First Edition., Namos Verlagsgesellschaft 2019, s. 718 – 730.
- Lombardo og Mucciarelli (2017) Stefano Lombardo og Federico M. Mucciarelli «Market soundings: the interaction between securities regulation and company law in the United Kingdom and Italy» *ECGI Working Paper Series in Law* N° 362/2017, August 2017.
- Mosca (2022) Chiara Mosca, *Article 10: Unlawful disclosure of inside information*, i Marco Ventoruzzo og Sebastian Mock, *Market Abuse Regulation, Commentary and Annotated Guide*, 2. utg., The Oxford EU Financial Regulation Series, (2022) s. 353 – 381.
- Reisberg (2017) Arad Reisberg, *Article 11: Market Soundings*, i Marco Ventoruzzo og Sebastian Mock, *Market Abuse Regulation, Commentary and Annotated Guide*, 1. utg., The Oxford EU Financial Regulation Series 2017 s. 297 – 308.
- Sejersted (2011) Sejersted, Fredrik, Finn Arnesen, Ole-Andreas Rognstad og Olav Kolstad. *EØS-rett*, 3. utgave, Oslo: Universitetsforlaget 2011.
- Ventoruzzo og Mock (2022) Marco Ventoruzzo og Sebastian Mock, *Market Abuse Regulation, Commentary and Annotated Guide*, 2.utg., The Oxford EU Financial Regulation Series 2022.

## Dokumenter fra Finanstilsynet

Finanstilsynet (2015) Finanstilsynet: «*Lov om verdipapirhandel – enkelte kommentarer til kapittel 3 og 4*», 25.04.2014, oppdatert versjon 18.08.2015. Tilgjengelig på:  
<https://www.finanstilsynet.no/globalassets/regelverk/markedsatferd/lov-om-verdipapirhandel---enkelte-kommentarer-til-kapittel-3-og-4.pdf>. [sist sjekket: 06.12.2022]

## Nettsteder

Amafi – Financial Market Professionals. «MAR Framework FAQ on Implementation and interpretation».

<http://amafi.fr/storage/snippet/FloCGDkOsWuxXpnTFRhaXrEMGorb5stCgZ5vWZCr.pdf>

hentet 02.11.2022.

Finanstilsynet. «Markedssonderinger».

<https://www.finanstilsynet.no/tilsyn/markedsatferd/markedssonderinger/> hentet 10.09.2022

Finanstilsynet. «Marketsmisbruksforordningen».

<https://www.finanstilsynet.no/tema/markedsmisbruksforordningen-mar/> hentet 10.09.2022

International Capital Market Association. «ESMA MAR CP 2019 – ICMA DRAFT response».

<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Primary-Markets/ESMA-MAR-CP-2019-Response-v6-Public-021219.pdf> hentet 20.09.2022.

Logwise. «A deep dive in the market soundings safe harbour».

<https://www.logwise.com/analysis/a-deep-dive-in-the-market-soundings-safe-harbour/> hentet

01.11.22.

Regjeringen. «Forordning for å fremme bruken av SMB-vekstmarkeder».

<https://www.regjeringen.no/no/sub/eos-notatbasen/notatene/2018/aug/fremme-av-bruk-av-vekstmarkeder-for-smb/id2617913/> hentet 03.10.2022.