

Mastergradsoppgave JUS399
Universitetet i Bergen



**Kurspåvirkningsvilkåret i definisjonen av
innsideinformasjon i verdipapirhandeloven § 3-2**

Kandidatnr.: 181162
Veileder: Tore Bråthen
Antall ord: 14 614

09.12.2011

Innholdsfortegnelse

1. INNLEDNING	2
1.1. OPPGAVENS TEMA: INNSIDEINFORMASJON OG KURSPÅVIRKNINGSVILKÅRET	2
1.2. PRESISERING OG AVGRENSNING	4
1.3. TERMINOLOGI	5
1.4. RETTSKILDEBILDET	6
1.4.1. Norsk rett	6
1.4.1.1. LB-2009-196723 «Nettavisen»	7
1.4.1.2. TOSLO-2010-162959 «Pareto-megler»	8
1.4.2. <i>Marked Abuse Directive (MAD) og implementering av direktivet i norsk rett</i>	8
1.5. DEN VIDERE FREMSTILLINGEN	11
2. NÆRMERE OM REGULERINGEN AV INNSIDEINFORMASJON	11
2.1. INNLEDNING	11
2.2. HVORFOR MÅ INNSIDEINFORMASJON LOVREGULERES?	12
3. OPPLYSNINGENE KAN IKKE VÆRE «OFFENTLIG TILGJENGELIG ELLER ALLMENT KJENT»	15
4. OPPLYSNINGENE MÅ VÆRE «PRESISE OPPLYSNINGER»	16
4.1. INNLEDNING	16
4.2. HVA ER «OPPLYSNINGER»?	17
4.3. OPPLYSNINGENS OBJEKTIVITET – SLUTNING OM MULIG PÅVIRKNING PÅ KURSEN	18
5. OPPLYSNINGENE MÅ VÆRE «EGNET TIL Å PÅVIRKE KURSEN PÅ DE FINANSIELLE INSTRUMENTENE ELLER DE TILKNYTTETE FINANSIELLE INSTRUMENTER MERKBART»	19
5.1. INNLEDNING	19
5.2. KURSPÅVIRKNINGSVILKÅRETS OPPBYGNING: FORHOLDET MELLOM FØRSTE OG TREDJE LEDD	20
5.3. RETTSANVENDELSENS PERSPEKTIV: EN «FORNUFTIG INVESTOR»-VURDERING	22
5.3.1. <i>Ordlyden «fornuftig investor»</i>	22
5.3.2. <i>Hva er «grunnlaget for [fornuftig investor] sin investeringsbeslutning»?</i>	24
5.4. OPPLYSNINGER DEN FORNUFTIGE INVESTOR «SANNSYNLIGVIS VIL BENYTTE» SOM EN DEL AV GRUNNLAGET FOR SIN INVESTERINGSBESLUTNING	26
5.5. NÅR ER OPPLYSNINGEN «EGNET TIL Å PÅVIRKE KURSEN PÅ DE FINANSIELLE INSTRUMENTENE ELLER DE TILKNYTTETE FINANSIELLE INSTRUMENTER»?	27
5.5.1. <i>Et krav om kurspåvirkningspotensiale</i>	27
5.5.2. <i>Hvilken sannsynlighetsgrad for kurspotensiale kreves?</i>	28
5.5.3. <i>Når er kurspåvirkning sannsynlig?</i>	32
5.6. NÅR ER KURSPÅVIRKNING «MERKBART»?	36
5.6.1. <i>Ordlyden «merkbart»</i>	36
5.6.2. <i>Hvilket krav gjelder etter Markedsmisbruksdirektivet og dets tilhørende rettsaker?</i>	37
5.6.3. <i>Når kan kurspåvirkning identifiseres?</i>	40
5.7. HVILKE OPPLYSNINGER VIL DEN FORNUFTIGE INVESTOR «SANNSYNLIGVIS [...] BENYTTE» SOM EN DEL AV GRUNNLAGET FOR SIN INVESTERINGSBESLUTNING?	41
5.8. SKAL DET INNFORTOLKES ET TILLEGGSKRAV I DEFINISJONENS KURSPÅVIRKNINGSVILKÅR?	43
5.9. OPPSUMMERING	47
6. KILDER	49



1. Innledning

1.1. Oppgavens tema: Innsideinformasjon og kurspåvirkningsvilkåret

Oppgavens tema er kurspåvirkningsvilkåret i definisjonen av innsideinformasjon i § 3-2 i lov om verdipapir 29. juni 2007 nr. 75.¹

Et verdipapirmarked kjennetegnes av at en rekke aktører tolker og bearbeider kurspåvirkende informasjon i et forsøk på å forutse verdipapirets kursutvikling. Den grunnleggende tanken er at aktørene i dette forsøket skal ha lik informasjonstilgang ved å ha tilgang på samme informasjon til likt tidspunkt.² Denne grunntanken forrykkes dersom enkelte aktører har et informasjonsfortrinn.

¹ Heretter verdipapirhandelloven eller vphl.

² Bøhren og Michalsen (2010) side 239.

Innsideinformasjon kan gi innehaveren av informasjonen et informasjonsfortrinn på bekostning av de øvrige aktørene i markedet.³ Fortrinnet er at den enkelte investor er i stand til å foreta en investering med nærmest garantert avkastning, og lav eller tilnærmet ingen risiko.⁴ Denne fordelene kan være fristende å utnytte.

Legaldefinisjonen av innsideinformasjon er inntatt i verdipapirhandelloven § 3-2 første ledd, og lyder som følger:

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

Definisjonen består av tre skjønsmessige og kumulative hovedvilkår: Opplysningene kan ikke være «offentlig tilgjengelig eller allment kjent», det må være «presise opplysninger» og opplysningene må være «egnet til å påvirke kursen [...] merkbart». Problemstillingen for avhandlingen gjelder kurspåvirkningsvilkåret, herunder når en opplysning er «egnet til å påvirke kursen [...] merkbart».

Kurspåvirkningsvilkåret er nærmere angitt i verdipapirhandelloven § 3-2 tredje ledd:

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

Etter lovens ordlyd er utgangspunktet at en opplysning er egnet til å påvirke kursen merkbart når denne er en opplysning «som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning», jf. verdipapirhandelloven § 3-2 tredje ledd. Vurderingstemaet betegnes som «fornuftig investor»-vurderingen.

Avhandlingen tar også for seg hvilken betydning «fornuftig investor»-vurderingen har for ordlyden «egnet til å påvirke kursen [...] merkbart».

³ Bøhren og Michalsen (2010) side 484.

⁴ Gravir (2005) side 103.

1.2. Presisering og avgrensning

Legaldefinisjonens øvrige hovedvilkår vil kun kort gjennomgå der det er nødvendig for et dekkende bilde av lovens definisjon, og således kurspåvirkningsvilkåret.⁵

Avhandlingen vil ta utgangspunkt i omsettelige verdipapir, herunder børstoterte aksjer, jf. verdipapirhandelloven § 2-2 (2) nr. 1, jf. (1) nr. 1. Øvrige finansielle instrument holdes utenfor behandlingen. Avgrensningen innebærer at definisjonen av innsideinformasjon for varederivater faller utenfor oppgaven.⁶

Innsideinformasjon utløser en rekke plikt- og forbudsbestemmelser. Avhandlingen konsentrerer seg imidlertid om vilkårene for kurspåvirkning, og ikke rettsvirkningene av at innsideinformasjon foreligger. Handleforbudet i verdipapirhandelloven § 3-3 er likevel velegnet for å plassere definisjonen i en større sammenheng.

Handleforbudet i verdipapirhandelloven § 3-3 retter seg mot ulovlig innsidehandel. Ulovlig innsidehandel foreligger dersom handelen er et «misbruk av innsideinformasjon», jf. § 3-3 andre ledd. Utgangspunktet er at personer med særlig tilknytning til utsteder av verdipapirene, såkalte primærinnsidere, kan handle aksjer som en del av sitt naturlige handlemønster så lenge handleforbudet ikke brytes og en meldeplikt respekteres.⁷ Slik innsidehandel er lovlig og gir et viktig signal til markedet, ettersom primærinnsidere ofte er i besittelse av informasjon som er velegnet for å vurdere aksjekursens utvikling.

Brudd på lovens plikt- og forbudsbestemmelser er straffesanksjonerte, jf. verdipapirhandelloven § 17-3. De strafferettslige poeng skal ikke gjennomgå, utover det poeng at legaldefinisjonen må tolkes i tråd med det strafferettslige legalitetsprinsippet i

⁵ Kurspåvirkningsvilkåret vil også refereres til som vilkåret om merkbar kurspåvirkning.

⁶ Se verdipapirhandelloven § 3-2 (4).

⁷ Primærinnsidere er typisk styret, ledelsen, andre ansatte eller utenforstående som selskapet definerer som primærinnsidere. Se verdipapirhandelloven §§ 8-5 og 8-6 angående meldeplikten.

Grunnloven § 96.⁸ Som følge av dette vil ikke forholdet til straffelovens § 270 om bedrageri tas med i avhandlingen.⁹

Norsk lovgivning implementerer Markedsmisbruksdirektivet og dets tilknyttede rettsakter.¹⁰ Det er naturlig å vurdere norsk rett opp imot EUs praktisering av direktivet og andre nasjoners forståelse av EUs definisjon. I denne forbindelse vil ulike synspunkter i dansk og svensk rett vil bli trukket frem. Særlig vil en betenkning fra det danske Finanstilsynet av 2010 være relevant.¹¹

1.3. Terminologi

Verdipapirhandelloven opererer både med begrepene opplysninger og informasjon. Språklig vurdert synes informasjon å ha en større rekkevidde enn begrepet opplysninger. I fremstillingen vil *insideinformasjon* bli brukt som et samlebegrep for de opplysninger som tilfredsstillende hovedvilkårene i definisjonen.

I gjennomgangen av kurspåvirkningsvilkåret vil økonomisk teori være av sentral betydning. Innledningsvis bør derfor enkelte økonomiske begreper forklares nærmere.

Et begrep som vil brukes gjennomgående i avhandlingen er verdipapirmarkedets *informasjonseffisiens*. Informasjonseffisiens er en utbredt økonomisk hypotese om at prisen på en aksje i et effektivt marked vil reflektere all tilgjengelig informasjon i markedet.¹²

Graden av informasjonseffisiens i et marked kan variere. Det normale er å operere med tre typer informasjonseffisiens; svak, halvsterk og sterk. Disse bygger på henholdsvis aksjens kurshistorie, all offentlig tilgjengelig informasjon og all informasjon.¹³

⁸ Legaldefinisjonen er en del av den objektive gjerningsbeskrivelse i flere plikt- eller forbudsbestemmelser. Brudd på disse bestemmelsene kan føre til offentlig myndighetsutøvelse i form av straff, jf. verdipapirhandelloven § 17-3.

⁹ Lov av 22. mai 1902 nr. 10. Det er i juridisk teori blitt hevdet at bedrageribestemmelsen ved direktetransaksjoner teoretisk kan gå lengre enn definisjonen i verdipapirhandelloven, siden bedrageribestemmelsen ikke innehar et vilkår om kurspåvirkning, se Andenæs (1996) side 98 og Verdipapirhandelloven lovkommentar (2002) side 78 § 2-1 note 0-5. I LB-2009-196723 blir misbruk av insideinformasjon betegnet som et tyveri.

¹⁰ Rdir. 2003/6/EF. Se avhandlingens punkt 1.4.2.

¹¹ Betenkning om insiderhandel (2010), betenkning nr. 1521.

¹² NOU-1996-2 punkt 2.4.2.

¹³ Bøhren og Michalsen (2010) side 482.

Informasjonseffisiens innebærer at det bare er de første informasjonsbrukerne som høster informasjonens nyhetsverdi.¹⁴ Det er investorenes bruk av ny informasjon som resulterer i at informasjonen prises inn (diskonteres) i kursprisen, og dermed styrker informasjonseffisiens i markedet. Jeg mener derfor man ved ny informasjon kan hevde at markedets informasjonseffisiens svekkes midlertidig, inntil diskontering har skjedd.¹⁵

Aksjekurser vil som kjent være preget av svingninger. *Volatilitet* er et begrep som brukes for aksjens svingninger over tid. Aksjens svingninger, altså risikoen, deles inn i systematisk (markedsspesifikk) og usystematisk risiko (selskapsspesifikk). Et mål på hvor mye en aksje svinger i forhold til markedet refereres til som *beta*.¹⁶ Aksjens beta multiplisert med den prosentvise endringen i markedet gir den *forventede* prosentvise endringen i aksjen.

1.4. Rettskildebildet

1.4.1. Norsk rett

En legaldefinisjon av innsideinformasjon ble vedtatt i Norge første gang i 1985.¹⁷ I etterkant har definisjonen vært endret flere ganger.¹⁸ Som følge av at definisjonen har vært gjennom flere lovendringer de siste årene har dette resultert i et begrenset utvalg av oppdaterte norske rettskilder om definisjonen. Kartleggingen av kurspåvirkningsvilkåret i norsk rett reiser derfor flere rettskildefordringer.

Det foreligger ikke Høyesterettspraksis hvor vilkåret om kurspåvirkning settes på spissen. I tillegg er det lite juridisk litteratur som tar for seg dagens lovtekst. De to juridiske hovedverkene om innsidehandel er skrevet av forfatterne Rune Sæbø og Bjørn Gabriel Reed. Begge er imidlertid skrevet lenge før vesentlighetsvilkåret fjernet, og merkbarhetsvilkåret ble

¹⁴ Bøhren og Michalsen (2010) side 482.

¹⁵ Se Sæbø (1995) side 30 for hypotesens paradoks. Paradokset er at et effektivt marked gir ikke oppfordring for aktørene til å foreta analyser av det enkelte utstederforetaket, mens et effektivt marked også avhenger av at aktørene foretar analyser slik at opplysningene diskonteres i verdipapirkursen.

¹⁶ Se definisjoner i Oslo Børs' minileksikon: <http://oslobors.no/Oslo-Boers/Om-oss/Minileksikon>

¹⁷ Lov av 14. juni 1985 nr. 61 § 1-8. Tidligere ble det antatt at fenomenet også var omfattet av avtaleloven § 33 og straffelovens regler om bedrageri.

¹⁸ Se avhandlingens punkt 1.4.2.

introdusert i den norske lovteksten.¹⁹ Rettskildebildet utvides av to nylig avsatte domsavgjørrelser; LB-2009-196723 («Nettavisen») og TOSLO-162959 («Pareto-megler»²⁰). Disse vil være av sentral betydning for kartleggingen av kurspåvirkningsvilkåret.

Begge dommene gjaldt definisjonen av innsideinformasjon i tidligere verdipapirhandellov § 2-2.²¹ Daværende definisjon er videreført med tilsvarende ordlyd og oppbygning i gjeldende § 3-2.²² I tillegg har begge dommene sin bakgrunn i Nettavisens negative artikkel 10. januar 2006 om Det Norske Oljeselskap ASAs oljeprosjekt i Irak, og de pågående forhandlingene om oppkjøp av hele eller deler av Sinvest ASA i juni 2006.

1.4.1.1. LB-2009-196723 «Nettavisen»

Dommen fra Borgarting lagmannsrett av 29. august 2011 gjelder en vurdering av Oslo tingretts lovanvendelse i TOSLO-2008-184013. De tiltalte, sønnen Thomas Gulbrandsen (heretter «B») og faren Hallvard Gulbrandsen (heretter «A»), var tiltalt for ulovlig innsidehandel av aksjer.

Tiltalte B i hadde sine opplysninger om oppkjøpsforhandlingene vedrørende Sinvest fra tiltalte i «Pareto-megler». Tiltalte i «Pareto-megler» hadde sine opplysninger om artikkelen om DNO fra tiltalte B. De var begge tiltalt for begge forholdene.

Tiltalen mot A i «Nettavisen» gjaldt ulovlig innsidehandel av aksjer i Det Norske Oljeselskap ASA (DNO). Tingretten mente Nettavisens artikkel ikke var å regne som innsideinformasjon, og at det derfor ikke forelå ulovlig innsidehandel. A måtte følgelig frifinnes. Tilsvarende resonnement lå til grunn for frifinnelsen av B. Tiltalte B ble imidlertid domfelt for ulovlig innsidehandel av aksjer i selskapet Sinvest ASA.

Påtalemyndigheten anket frifinnelsene, og Borgarting lagmannsrett opphevet tingrettens dom som følge av uriktig lovanvendelse. Lagmannsretten mente tingretten hadde operert

¹⁹ Fra henholdsvis 1995 og 1996.

²⁰ Oslo tingrett avsa 9. desember 2011 dom i saken mot Alain Angeli. Tiltalte ble, blant annet, dømt for å ha foretatt ulovlig innsidehandel med aksjer ved flere anledninger i 2001 og 2003. Samlede gevinst var på mer enn 17 millioner kroner. Dommen gjelder forhold før innføringen av merkebarhetskriteriet i dagens definisjon i verdipapirhandelloven § 3-2.

²¹ Verdipapirhandellov av 4. mars 2005 nr. 11.

²² Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) til § 3-2.

med for høy terskel i forhold til hva som ble rammet av merkbarhetskriteriet i daværende verdipapirhandellov § 2-2. Lagmannsretten sluttet seg til samme rettsoppfatning som kom til uttrykk i «Pareto-megler». Domfellelsen av tiltalte B er anket til Høyesterett.²³

1.4.1.2. TOSLO-2010-162959 «Pareto-megler»

Dommen fra Oslo tingrett av 5. juli 2011 domfeller den tidligere Pareto-megleren til 1 år og 6 måneders ubetinget fengsel, for ulovlig innsidehandel av aksjer i Sinvest ASA. Når det gjaldt tiltalepostene knyttet til DNO-aksjene ble megleren frifunnet som følge av bevisets stilling. Tingretten gav uttrykk for at vilkåret om merkbar kurspåvirkning og «fornuftig investor»-vurderingen skulle ha samme tolkningsmessige innhold. Domfellelsen av tiltalte er anket til lagmannsretten.²⁴

1.4.2. Market Abuse Directive (MAD) og implementering av direktivet i norsk rett

Frem til 2001 gjaldt det et krav om vesentlig kurspåvirkningsgrad i norsk rett.²⁵ Lovgivningen bygget da på det tidligere Innsidehandel-direktivet.²⁶ Direktivet fremholdt opplysningen som tilstrekkelig kurspåvirkende om den «would be likely to have a significant effect on the price», jf. artikkel 1 nr. 1.

Innsidehandel-direktivet var et minimumsdirektiv. Dette innebar visse minimumskrav for den nasjonale lovgivningen, men var ikke til hinder for at den enkelte nasjon kunne fastsette en strengere regulering enn direktivets minstenorm.²⁷ Norge valgte å videreføre den strenge definisjonen av innsideinformasjon ved ordlyden «*opplysninger [...] som er egnet til å påvirke kursen på verdipapirene vesentlig*», jf. § 6 i daværende verdipapirhandellov.²⁸ Ved

²³ Per 9. desember er det uvisst om saken slipper inn for behandling i Høyesterett.

²⁴ Per 8. desember 2011 har Borgarting lagmannsrett mottatt saken (11-133290AST-BORG04), men ikke berammet den.

²⁵ Opphevet ved lov 15. juni 2001 nr. 43.

²⁶ Rdir. 89/592/EF.

²⁷ Sejerstad m.fl. (2004) side 280.

²⁸ Lovendring ved lov 8. november 1991 nr. 75 § 6. Se Sæbø (1995) side 172 om at vesentlighetskravet også gjaldt før lovendringen i 1991.

avgjørelsen av hva som var vesentlig kurspåvirkning skulle en prosentvis angivelse av et kursutslag være veiledende.²⁹

Vesentlighetskravet ble opphevet i 2001.³⁰ Definisjonen skulle i sin nye språkdrakt nå omfatte alle innsideopplysninger som var «egnet til å påvirke kursen». Formålet bak endringen var å effektivisere, klargjøre og skjerpe forbudet mot ulovlig innsidehandel.³¹

Lovregelen ble igjen endret ved lov 4. mars 2005 nr. 11, som følge av det nye Markedsmisbruksdirektivet.³² Oppdateringen av verdipapirhandelloven var begrunnet i at det nye Markedsmisbruksdirektivet var et totalharmoniseringsdirektiv.³³ Direktivet fastsatte dermed en absolutt norm for hvilke regler den enkelte stat kunne ha.³⁴

Norsk rett måtte derfor være i tråd med Markedsmisbruksdirektivets angivelse av vilkåret i artikkel 1 nr. 1: «likely to have a significant effect on the prices», jf. EØS-avtalen artikkel 7 bokstav b.³⁵ I norsk rett ble det således innført et merkbarhetskrav ved ordlyden «egnet til å påvirke kursen [...] merkbart» i verdipapirhandelloven § 3-2 første ledd. Forarbeidene understreket imidlertid at dette kun var språklige endringer, og en gjennomføring (rettere sagt en lovtekstopdatering) av de mer detaljregulerte reglene i EU-direktivene.³⁶

Direktivets definisjon av innsideinformasjon og øvrige utfyllende EU-rettslige rettsakter er derfor av sentral betydning for kartleggingen av når det foreligger innsideinformasjon og tilstrekkelig kurspåvirkning etter norsk rett.

Definisjonen i markedsmisbruksdirektivet artikkel 1 nr. 1 lyder som følger:

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

²⁹ Ot.prp. nr. 72 (1990-1991) punkt 6.1. side 67.

³⁰ Opphevet ved lov 15. juni 2001 nr. 43.

³¹ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 4.1. med henvisning til Ot.prp. nr. 80 (2000-2001).

³² Rdir. 2003/6/EF.

³³ Bergo (2008) side 263.

³⁴ Sejersted m.fl. (2004) side 279.

³⁵ Lov 27. november 1992 nr. 109.

³⁶ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 4.5.

Markedsmisbruksdirektivet er et resultat av en komitologiprosedyre og er dermed et rammeverk som suppleres av direktiv, standarder og forordninger.³⁷ Direktivet som et rammeverk er det øverste nivået i de fire nivåene regelverksprosessen bygger på.³⁸

Suppleringsdirektivene er 2003/124/EF, 2003/125/EF og 2004/72/EF.

Av suppleringsdirektivene har særlig 2003/124/EF (første kommisjonsdirektiv) betydning for forståelsen av markedsmisbruksdirektivets definering av innsideinformasjon. I første kommisjonsdirektiv artikkel 1 nr. 2 er det gitt utfyllende rettsakter til rammedirektivets definisjon:

«For the purposes of applying point 1 of Article 1 of Directive 2003/6/EC, "information which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of financial instruments or related derivative financial instruments" shall mean information a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decisions. »

I tillegg er det gitt rådgivende uttalelser fra en komité bestående av medlemslandenes tilsynsmyndigheter, Committee of European Securities Regulators (CESR). Innspillene som er av betydning for avhandlingen fremgår av CESR/02-089d.

Det må nevnes at EU-lovgivningen er flerspråklig, og at felleslovgivningen forfattes på ulike offisielle språk.³⁹ Som kjent vil dette gjerne resultere i språklige forskjeller mellom oversettelsene. I tillegg kan implementeringen i nasjonal rett også medføre større eller mindre språklige ulikheter. Det avgjørende er imidlertid at praktiseringen i nasjonal rett samsvarer med EUs forståelse av definisjonen. I avhandlingen brukes hovedsakelig direktivets engelske og danske språkversjoner.⁴⁰

³⁷ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 2.2 og 2.1.3. Se også Svedberg (2007) punkt 1.3.

³⁸ Se Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) for nærmere forklaring av de fire nivåene.

³⁹ Per 5. desember 2012 er det 23 offisielle språk. Se oversikt over språkversjonene på EUR-Lex sine nettsider, <http://eur-lex.europa.eu/>.

⁴⁰ Rdir. 2003/6/EF har totalt 22 språkversjoner. Disse er tilgjengelige på <http://eur-lex.europa.eu/Notice.do?val=284651:cs&lang=da&list=284809:cs,284651:cs,&pos=2&page=1&nbl=2&pgs=10&hwords=&checktexte=checkbox&visu=#texte> [8. Desember 2011].

1.5. Den videre fremstillingen

I den videre fremstilling vil vilkåret om merkbar kurspåvirkning i lovens definisjon av innsideinformasjon bli forsøkt kartlagt. Av de øvrige hovedvilkårene er det særlig vilkåret om «presise opplysninger» som er interessant for kartleggingen, herunder forholdet mellom kurspåvirkningsvilkåret og vilkåret om presise opplysninger.

For å få riktig forståelse av hvorfor innsideinformasjon lovreguleres er det nødvendig å vise hvordan verdipapirmarkedet fungerer. Denne forståelsen vil også legge rammene for tolkningen av definisjonens hovedvilkår. Sentrale vurderingstemaer er markedets oppbygning og funksjon, hvilke konsekvenser misbruk av innsideinformasjon har for markedet og hvordan lovregulering kan sikre at markedet forblir veletablert.

Problemstillingen er hvilke opplysninger som er «egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart» etter verdipapirhandelloven § 3-2. I tillegg til kartleggingen av innholdet kurspåvirkningsvilkåret, vil det også fokuseres på forholdet mellom definisjonens første og tredje ledd («fornuftig investor»-vurderingen). Endelig reises det spørsmål ved om det skal innfortolkes et tilleggskrav for hva som er en tilstrekkelig kursrelevant opplysning.

2. Nærmere om reguleringen av innsideinformasjon

2.1. Innledning

Verdipapirmarkedet er i utgangspunktet en fysisk møteplass for tilbydere og etterspørrere.⁴¹ Den som etterspør kapital (finansiering) utsteder aksjer, mens den som tilbyr kapital vil etterspørre aksjer (investeringsmuligheter).⁴² Et velfungerende verdipapirmarked er altså avhengig av at det både tilbys og etterspørres aksjer. En av verdipapirmarkedets

⁴¹ Et aksjemarked styres ikke på samme måte av skjæringspunktet mellom en stigende tilbudskurve og en fallende etterspørselskurve, som eksempelvis markedet for en vare. Men for å være et velfungerende marked er tilbud og etterspørsel like fullt avgjørende, se NOU-1996-2 punkt 2.4.2. Det er denne informasjonen som brukes til å danne et avkastningskrav og estimat på fremtidig inntjening, som til sammen danner grunnlaget for selskapsverdien, og dermed aksjekursen.

⁴² Bøhren og Michalsen (2010) side 148.

hovedoppgaver er derfor å tilrettelegge for dette ved å kanalisere og samle kapital, omfordele og spre risiko, samt verdsette økonomisk virksomhet.⁴³

For å sikre at verdipapirmarkedets hovedoppgaver realiseres, er det nødvendig å legge til rette for «sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter», jf.

verdipapirhandelloven § 1-1. Tilsvarende er formålet etter Markedsmisbruksdirektivet. I fortalens punkt 12 er det understreket at formålet er «to ensure the integrity of Community financial markets and to enhance investor confidence in those markets».⁴⁴

Norsk lovgivning og Markedsmisbruksdirektivet med dets tilhørende rettsakter har altså tillagt bevaring og styrking av markedsplassens tillit avgjørende vekt. Dette skiller seg fra amerikansk reguleringstradisjon, hvor det sentrale og bærende hensynet bak forbudet mot innsidehandel er investorbeskyttelse. Dette gjelder uavhengig av om det er en enkelt investor på den andre siden av handelen eller investorer som en gruppe.⁴⁵

2.2. Hvorfor må innsideinformasjon lovreguleres?

I Norge omsettes børsnoterte aksjer på Oslo Børs ASA, og markedsplassen omsetter store verdier hvert år.⁴⁶ Børsen som markedsplass for kapitaltilførsler er viktig for norsk næringsliv, og dermed av stor samfunnsøkonomisk betydning.⁴⁷

En forutsetning for denne kapitaltilførselen er imidlertid at investorer ønsker å tegne, kjøpe eller selge verdipapir. Som gjennomgangen i det følgende viser, kan dette ønsket reduseres eller falle helt bort som følge av misbruk av innsideinformasjon. Verdipapirhandellovens og markedsmisbruksdirektivets hovedformål er å hindre dette ved å sikre bevaring av markedsplassens integritet.⁴⁸

⁴³ Bøhren og Michalsen (2010) side 148.

⁴⁴ Rdir. 2003/6/EF

⁴⁵ Mydske (2006) punkt 7.1.1. side 92.

⁴⁶ I følge Oslo Børs' nettsider styrer Oslo Børs de eneste regulerte verdipapirmarkedene i Norge, august 2011 <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-oss>. Det understrekes imidlertid at norske aksjer ikke lenger bare omsettes i Norge, men i hele Europa på markedsplasser som Burgundy og ChiX.

⁴⁷ Reed (1996), side 34.

⁴⁸ Markedsmisbruksdirektivets fortale avsnitt 2 og 12, og Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 2.2

Sterk informasjonseffisiens innebærer at den tilgjengelige informasjonen umiddelbart blir reflektert i instrumentets pris.⁴⁹ Dette innebærer at det bare er de første informasjonsbrukerne som høster informasjonens verdi.⁵⁰

I et perfekt kapitalmarked vil alle markedsaktører ha full informasjon om markedsmulighetene, herunder tilgang til lik informasjon på samme tidspunkt.⁵¹ Hvilke investorer som blir såkalt vinnere eller tapere i konkurransen om gevinsten (avkastningen) avgjøres da etter investorenes evne til å identifisere og bearbeide kursrelevant informasjon, og den enkeltes betalingsvillighet og reservasjonspris for aksjen.⁵² Poenget er altså at de har ikke en spesiell mulighet til å påvirke hvilken kategori de havner i.

Dette utgangspunktet endres der det handles på bakgrunn av innsideinformasjon. Innsideinformasjon kan gi den enkelte investor en mulighet til å påvirke utfallet av hvem som er vinner eller taper av konkurransen om avkastningen. Den enkelte investor kan sikre seg informasjonens verdi ved å bruke den før øvrige aktører har fått mulighet til å identifisere eller bearbeide den.

Dersom den enkelte investor lar fristelsen ta overhånd og handler på bakgrunn av innsideinformasjon, så representerer dette en ujevn fordeling i tilgangen på informasjon for markedsaktørene.⁵³ Informasjonsulikheten blant investorene vil redusere deres interesse av å investere. Det enkle utgangspunktet er at investorer ikke vil ønske å tegne, kjøpe eller selge aksjer i et marked hvor de ikke har *mulighet* for å oppnå forventet avkastning. Manglende interesse hos investorene til å delta i markedet, gir igjen et ineffektivt marked med dårligere tilgang på kapital og dyrere kapital.⁵⁴

⁴⁹ Bøhren og Michalsen (2010) side 482.

⁵⁰ Bøhren og Michalsen (2010) side 482.

⁵¹ Bøhren og Michalsen (2010) side 239.

⁵² NOU-1996-2 punkt 2.4.2. I et informasjonseffisient marked vil det alltid være vinnere og tapere, jf. Bøhler og Michalsen (2010) side 483.

⁵³ Se rettens oppfatning i LB-2009-196723. Tilsvarende oppfatning for markedsmanipulasjon, jf. Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 10.6 side 63: «Markedsmanipulasjon kjennetegnes blant annet av at det ikke er snakk om en homogen forbrytelse i samme forstand som for eksempel et alminnelig tyveri.».

⁵⁴ Reed (1996), side 35.

Dårlig tilgang på kapital er en utfordring når det skal sikres tilfredsstillende likviditet for utsteder.⁵⁵ En velfungerende kapitaltilførsel ved utstedelse av aksjer i førstehåndsmarkedet er betinget av å kunne omsette aksjene i annenhåndsmarkedet i etterkant.⁵⁶ Disse omsetningsmulighetene avhenger av om annenhåndsmarkedet består av mange aktører som til enhver tid er villige til å handle aksjene.⁵⁷

Aktørenes vilje til å delta i markedet avpasses naturligvis etter forventet avkastning justert etter relevant risiko. I et marked hvor handler skjer på bakgrunn av innsideinformasjon, vil de øvrige aktørers konsekvensanalyser alltid være et skritt bak kursutviklingen. Dette medfører reduksjoner i avkastningene, og tilsvarende reduksjon i aktørenes tillit til markedet. Det er derfor nødvendig at lik informasjon er tilgjengelig for alle markedsaktører til likt tidspunkt.⁵⁸

Følgelig er en handel sikker, ordnet og effektiv, og således markedet velfungerende, om den enkelte markedsaktør kan stole på at kursen til de finansielle instrumentene reflekterer informasjonen i markedet.⁵⁹ Dermed er det nødvendig med en lovregulering som legger til rette for handel basert på lik informasjonstilgang for aktørene. Innsidereguleringene er med på å sikre oppnåelse av dette formålet ettersom de etablerer handleforbud for aktørene inntil opplysningene er offentlig tilgjengelige eller allment kjente i markedet. Det er først da verdipapirmarkedets samfunnsøkonomiske funksjon som finansieringskilde sikres.⁶⁰ Reglene er også nødvendige som en reaksjon for å forhindre utilbørlige spekulasjonsformer og fremme god forretningsskikk.⁶¹

⁵⁵ Christie (2005) punkt 2.1.

⁵⁶ Verdipapirhandelloven kommentarutgave (2002) side 76: Noe annet ville gi tilsvarende høye likviditetspremier.

⁵⁷ NOU-1996-2 punkt 2.1.

⁵⁸ Reed (1996) side 35 og 296, og Verdipapirhandelloven lovkommentar (2002) note 1.21.

⁵⁹ Bøhren og Michalsen (2010) side 94.

⁶⁰ NOU 1996: 2 punkt 2.3.

⁶¹ Reed (1996) side 34.

3. Opplysningene kan ikke være «offentlig tilgjengelig eller allment kjent»

Opplysninger som er «offentlig tilgjengelig eller allment kjent» i markedet, vil det aldri kunne regnes som innsideinformasjon i lovens forstand, jf. verdipapirhandelloven § 3-2. Dette er fordi et av de tre kumulative hovedvilkårene i definisjonen ikke er innfridd.

Begrunnelsen er at det er fullt ut lovlig å tolke og bearbeide tilgjengelig informasjon, og etablere seg en fordel på den måten. Dette som følge av at fordelene ikke skyldes ulik informasjonstilgang, men i stedet er et resultat av ulik tolkning og bearbeiding av allerede tilgjengelig informasjon. I et slikt tilfelle vil ikke hensynene bak loven gjøre seg gjeldende.

Det er imidlertid vanskelig å konstatere fullstendig informasjonslikhet der opplysningene ikke er offentliggjort, men kun «allment kjent» i markedet. Ordlyden bærer i stedet preg av en vurdering etter hvor mange aktører i markedet som antas å ha fått kjennskap til opplysningene.

Som hovedregel er ikke opplysningene offentlig tilgjengelig i markedet før de er offentliggjort i samsvar med de krav som følger av regelverket.⁶²

Gjeldende regelverk for utsteders informasjonsplikt finnes i verdipapirhandelloven § 5-2.⁶³

Der fremgår det at utsteder «uoppfordret og umiddelbart [skal] offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder, jf. § 3-2 første til tredje ledd», jf. § 5-2 første ledd. Offentliggjøringen skal skje i tråd med kravene til offentliggjøring, innsending og oppbevaring av opplysninger i verdipapirhandelloven § 5-12, jf. § 5-2 andre ledd.

Det er dessuten ikke avgjørende om alle faktisk leser, lytter eller på annen måte får med seg informasjonen i de aktuelle medier. Det avgjørende er om de har hatt formell mulighet til å skaffe seg kjennskap til disse opplysningene.⁶⁴ Følgelig vil opplysninger publisert i presse eller kringkasting, gjennom børsens informasjonssystem eller gjennom andre åpne

⁶² Verdipapirhandelloven lovkommentar (2002) note 1.33 til § 2-1.

⁶³ Bestemmelsen viderefører §§ 5-2 og 10-2 i børsforskriften av 1994, jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) side 423. Se også børsforskriften (1994) § 23-2 (opphevet).

⁶⁴ Bergo (2008) side 498 og TOSLO-2010-162959.

nyhetskanaler innebære at opplysningene blir offentlige og at innsideinformasjon ikke foreligger.⁶⁵

4. Opplysningene må være «presise opplysninger»

4.1. Innledning

Hovedvilkåret om «presise opplysninger» i verdipapirhandelloven § 3-2 første ledd har en nær sammenheng med hovedvilkåret om kurspåvirkning. Ordlyden «presise opplysninger» relaterer seg til hvilken type informasjon den enkelte person har, mens kurspåvirkningsvilkåret gjenspeiler hendelsene som utledes av de presise opplysningene.

Hva som utgjør «presise opplysninger» er nærmere definert i verdipapirhandelloven § 3-2 andre ledd:

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

Lovgivers nærmere presisering i verdipapirhandelloven § 3-2 andre ledd bygger på 2003/124/EF artikkel 1 nr. 1 og angir kravene til opplysningens presisjonsnivå. Disse kravene er av både materiell og objektiv karakter.⁶⁶

Det er uten tvil flere interessante og uavklarte problemstillinger som gjør seg gjeldende ved vilkåret om presise opplysninger. Grunnet avhandlingens tema, så begrenses gjennomgangen til kravet om opplysningens objektivitet i ordlyden «tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene». Først er det imidlertid nærliggende å se hen til de avgrensninger som allerede fremgår av ordlyden «opplysninger».

⁶⁵ Verdipapirhandelloven, lovkommentar (2002) note 1.34-1.36 til § 2-1. I følge note 1.37 skal nettbaserte informasjonsdistributører som Reuters, Bloomberg mv. inkluderes.

⁶⁶ Svedberg (2007) punkt 3.3.1. flg.

4.2. Hva er «opplysninger»?

Ordlyden «opplysninger» er naturlig å forstå som en informasjonsmengde som har som formål å opplyse eller gi viten til mottakeren. Konsekvensen er som regel at mottaker etablerer en gitt forståelse av et forhold, eller endrer, bekrefter eller avkrefter en allerede etablert forståelse.

Rene fakta må regnes for å utgjøre kjernen av «opplysninger». Motsetningsvis avgrenses det mot informasjon som i kvalitet og kildeopphav er for upresis og vag til at den kan regnes som «opplysninger» i lovens forstand.⁶⁷

Et rykte vil typisk være for upresist og vagt til å omfattes av «opplysninger» i verdipapirhandelloven § 3-2.⁶⁸ Rykter vil i lys av formidlingsmåten normalt mangle objektive holdepunkter. Uavhengig av om usikkerheten knytter seg til meddelelsen eller selve innholdet, er det naturlig og ytterst nødvendig, at det settes en grense for hva som utgjør «opplysninger» etter verdipapirhandelloven § 3-2.

Definisjonen av innsideinformasjon ville favne svært vidt om den skulle omfatte rykter og spekulasjoner. Et så vidt nedslagsfelt ville båndlegge markedet og gjøre fullt ut lovlige handler vanskelig, og om enn umulig, å gjennomføre i tråd med loven.⁶⁹ Det må imidlertid understrekes, at grensedragningen mot rykter og spekulasjoner ikke medfører at opplysningskilden må ha eksakte eller fullstendige opplysninger, for at de skal regnes som «presise opplysninger».⁷⁰

Videre må det klargjøres at det er en forskjell på om det er selve ryktet som anses som en presis opplysning, eller om det er særlige kunnskaper om ryktet som anses som presise opplysninger.

Samtidig er det et interessant poeng at psykologiske faktorer er svært fremtredende blant markedsaktørene, og er regnet som en kjent manipulasjonsmetode.⁷¹ Med dette menes at investorene er lett påvirkelige i forhold til hva som skjer eller antas å skje i markedet. Når

⁶⁷ Verdipapirhandelloven lovkommentar (2002) til § 2-1 note 1.21. Farstad (2003) punkt 2.1.

⁶⁸ Se blant annet Ot.prp. nr. 80 (2000-2001) punkt 3.5.

⁶⁹ Sæbø (1995) side 153 med videre henvisning til Hopt, The European Insider Dealing Directive s. 134, hvor det uttales at «*without rumors and speculations the market is not alive*».

⁷⁰ Verdipapirhandelloven lovkommentar (2002) til § 2-1, note 1.21. Sæbø (1995) side 155.

⁷¹ Reed (1996) side 125.

dette sees i lys av at det ikke er et krav at opplysningene må være korrekte eller fullstendige, så kan dette få innvirkning på hva som utgjør «presise opplysninger».⁷²

På denne bakgrunn er det vanskelig å trekke en grense mellom hva som utgjør opplysninger i verdipapirhandellovens forstand og de rykter som faller utenfor, alene basert på ordlyden «presise opplysninger».⁷³ Det er derfor den nærmere presiseringen av vilkåret i verdipapirhandelloven § 3-2 andre ledd er av stor betydning. Som nevnt begrenses gjennomgangen til de objektive krav til opplysningens presisjon.

4.3. Opplysningens objektivitet – slutning om mulig påvirkning på kursen

Ordlyden «tilstrekkelig spesifikke» er naturlig å forstå som at opplysningene må være noenlunde nøyaktige og klare.⁷⁴ Det understrekes at det med nøyaktighet ikke menes at opplysningen må være fullstendig, jf. avhandlingens punkt 4.2. Det er tilstrekkelig med en nøyaktighet som gjør investoren i stand til «å trekke en slutning om den mulige påvirkningen [...] på kursen». Ordlyden fordrer således en konkret vurdering av den enkelte opplysning med sikte på å identifisere kurspåvirkningens retning.

En slik forståelse støttes av hensynene bak regelen. Investoren vil ha en fordel om informasjonen gir ham en mulighet til å slå markedet. For at investoren skal slå markedet og sikre seg informasjonens nyhetsverdi, er det nødvendig at investoren handler forut for kurspåvirkningen og i tråd med kurspåvirkningens retning.

Tilsvarende forståelse er kommet til uttrykk i CESRs rådgivende uttalelser:

«A piece of information allows a conclusion to be drawn about its impact on prices, either when it would enable a reasonable investor to take an investment decision without (or at a very low) risk or when it is likely to be exploited immediately on the market.»⁷⁵

⁷² Reed (1996) side 125.

⁷³ Sæbø (1995) side 154. Reed (1996) side 123.

⁷⁴ Se også Svedberg (2007) punkt 3.3.3. med henvisning til Gravir (2005) side 102. Svedberg nevner også troverdighet. Etter min mening kan ikke troverdighet leses naturlig ut av ordlyden «tilstrekkelig spesifikke», men det vil nok være et moment av relevans for vurderingen av om investoren kan trekke en slutning.

⁷⁵ CESR/02-089d punkt 20.

Om det kan trekkes en slutning om den mulige kurspåvirkningens retning, avhenger naturligvis av opplysningens innhold. Slutninger basert på innholdet vil naturlig nok også formes etter hvem som er kilden til informasjonen og hvem som er mottaker.⁷⁶ Utfallet av vurderingen vil derfor kunne være annerledes om opplysningens kilde er selskapets direktør, enn om de kommer fra andre.⁷⁷

Som lovens ordlyd «den mulige påvirkningen [...] på kursen» viser forutsetter loven at opplysningen har kurspåvirkningsevne. Vurderingen av om opplysningen er tilstrekkelig presis glir dermed i stor grad over i vurderinger knyttet til kurspåvirkningsvilkåret.⁷⁸ Vilklårene har således en nær tilknytning til hverandre.

5. Opplysningene må være «egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumenter merkbart»

5.1. Innledning

Ordlyden «egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart» oppstiller et krav om merkbart kurspåvirkning, jf. verdipapirhandelloven § 3-2 første ledd. Spørsmålet er hva dette innebærer, og hvordan dette skal forstås.

Etter min mening angir kurspåvirkningsvilkårets ordlyd «egnet til å påvirke kursen [...] merkbart» en todelt vurdering. Opplysningen må være egnet til å påvirke kursen, og det er kurspåvirkningsevnen som skal være merkbart. Som nevnt innledningsvis er kurspåvirkningsvilkåret nærmere angitt i verdipapirhandelloven § 3-2 tredje ledd:

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

⁷⁶ Finanstilsynets rundskriv 28/2011 side 8.

⁷⁷ TOSLO-2003-180387 «Birdstep»: Retten la til grunn at oppfordringen fra markedssjefen i Birdstep Technology ASA om å selge aksjer på grunn av en negativ nyhet som kunne ventes, var innsideinformasjon.

⁷⁸ Se tilsvarende i CESR/02-089d punkt 18.

For å forstå hva den fornuftige investor «sannsynligvis vil benytte» er det nødvendig å se hen til hva som er førende for en investeringsbeslutning. Ordlyden fordrer en nærmere presisering av «fornuftig investor», hva som utgjør «grunnlaget for [dennes] investeringsbeslutning» og hvilke opplysninger investoren «sannsynligvis vil benytte» i dette grunnlaget. Disse komponentene utgjør «*fornuftig investor*»-vurderingen.

I tillegg er det nødvendig å se nærmere på kursvilkårets sammensetning, herunder forholdet mellom ordlyden «egnet til å påvirke [...] merkbart» og «fornuftig investor»-vurderingen. Det strafferettslige legalitetsprinsippet i Grunnlovens § 96 innebærer at den enkelte skal kunne danne seg et realistisk inntrykk av hvilke rettsregler som gjelder, og at rettsreglene skal være så presist angitt at man kan innrette sin atferd etter dem.⁷⁹ Vilkårets oppbygning gir imidlertid en noe uoversiktlig definisjon uten en nærmere gjennomgang.

5.2. Kurspåvirkningsvilkårets oppbygning: Forholdet mellom første og tredje ledd

En nærmere presisering av definisjonen av innsideinformasjon ble fremhevet som et behov på EU-nivå for å forenkle og klargjøre definisjonen for markedsaktørene.⁸⁰ Oppfordringen ble tatt på alvor av norsk lovgiver, som valgte å presisere kurspåvirkningsvilkåret i verdipapirhandelloven § 3-2 tredje ledd ved en «fornuftig investor»-vurdering.⁸¹

Spørsmålet er hvilken betydning inkluderingen av «fornuftig investor»-vurderingen har for forståelsen av kurspåvirkningsvilkåret.

Det fremgår av forarbeidene til lovendringen at lovendringens formål var å sikre gjennomføring av detaljreglene i det utfyllende EU-direktivet, lette tilgjengeligheten for utenlandske investorer og gi klarhet i utstederselskapenes informasjonsplikt.⁸² Lovfestingen

⁷⁹ Rehof og Trier (1990) side 127 flg.

⁸⁰ Punkt 3 i fortalen til 2003/124/EF: «Legal certainty for market participants should be enhanced through a closer definition of two of the elements essential to the definition of inside information, namely the precise nature of that information and the significance of its potential effect on the prices of financial instruments or related derivative financial instruments».

⁸¹ Lov 4. mars 2005 nr. 11.

⁸² Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 4.5.

av «fornuftig investor»-vurderingen innebar således ingen materielle endringer av gjeldende rett.⁸³

Et verdipapirmarked består av flere ulike markedsaktører med svært ulike forutsetninger for og muligheter til å ta del i markedet. Ordlyden i verdipapirhandelloven § 3-2 tredje ledd angir at vurderingen av om opplysningen er tilstrekkelig kursrelevant skal avgjøres i lys av en «fornuftig investor» sin investeringsbeslutning.

Dette tilsier at «fornuftig investor»-vurderingen angir *perspektivet* for rettsanvendelsen når det gjelder spørsmålet om opplysningen er «egnet til å påvirke kursen [...] merkbart». Dette innebærer at «egnet til å påvirke kursen» «merkbart» fremdeles utgjør vilkårene for når opplysningen er tilstrekkelig kursrelevant i lovens forstand.

Tilsvarende oppfatning kom til uttrykk i den nylig avsagte dommen i Borgarting lagmannsrett.⁸⁴ Lagmannsretten fremholdt at de to setningene om kurspåvirkning i første og tredje ledd har samme meningsinnhold og at de til sammen utgjorde legaldefinisjonen.

Dommen i Borgarting lagmannsrett er anket, men min oppfatning er at rettens forståelse av lovtekstens oppbygning er riktig.⁸⁵ At første og tredje ledd skal sees i en slik sammenheng støttes også av Rdir. 2003/124/EF artikkel 1 som viser at «fornuftig investor»-vurderingen skal være en utfylling av definisjonen av innsideinformasjon i Markedsmisbruksdirektivet. Dette er senere bekreftet av EU-domstolen i dom av 23. desember 2009, hvor «fornuftig investor»-vurderingen ble betegnet som en nærmere beskrivelse av definisjonens kurspåvirkningsvilkår.⁸⁶

Følgelig er det naturlig å lese første og tredje ledd i en sammenheng og at disse samlet sett utgjør kurspåvirkningsvilkåret i definisjonen av innsideinformasjon. Det er først ved en forening av vurderingstemaene at rettsanvendelsen får riktig perspektiv.

Før en gjennomgang av innholdet i de ulike vurderingstemaene, er det nødvendig å sikre at et riktig rettsanvendelsesperspektiv legges til grunn. Dette innebærer en kartlegging av grunnlaget for en fornuftig investors investeringsbeslutning.

⁸³ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 4.5.

⁸⁴ LB-2009-196723

⁸⁵ Det understrekes igjen at selve innholdet lovens ordlyd først tas stilling til i avhandlingens punkt 5.6. om merkbarhetskriteriet.

⁸⁶ Se formuleringen «nærmere beskrevet som» i dom av 23. desember 2009 C-45/08 avsnitt 68.

5.3. Rettsanvendelsens perspektiv: En «fornuftig investor»-vurdering

5.3.1. Ordlyden «fornuftig investor»

Retningslinjer for begrepsbruken «fornuftig investor» er begrenset behandlet i norsk rett, herunder så vel i forarbeid, som rettspraksis og juridisk litteratur.⁸⁷ En nærmere presisering av ordlyden kan ved første øyekast derfor virke rettskildemessig utfordrende.

Begrepet er behandlet av Svedberg i Tid for Forretningsjus.⁸⁸ Svedberg argumenterer for at «fornuftig investor» er en rettslig standard, og at standarden er dynamisk i så måte at den skifter innhold i henhold til den enhver tid gjeldende forståelsen av begrepet.⁸⁹ Etter min mening er det grunn til å være kritisk til angivelsen av «fornuftig investor» som en rettslig standard.

En rettslig standard er ord eller uttrykk som gir anvisning på en vurdering utenfor loven. Dette er et resultat av at lovgiver har gitt lovens ordlyd liten eller ingen veiledning for den nærmere løsning av rettsspørsmålet.⁹⁰ I stedet angir standarden et skjønnsmessig grunnlag for domstolenes avgjørelse av enkeltsaker.

Spørsmålet om «fornuftig investor» utgjør en rettslig standard er verken diskutert eller behandlet i verdipapirhandellovens forarbeider, rettspraksis eller juridisk litteratur.⁹¹ Dette kan i seg selv tilsi at ordlyden ikke er ment å fremstå som en slik standard.

Av respekt for lovgiver, mener jeg, man bør være varsom med å legge til grunn at lovens ordlyd er så vag eller upresis at den gir for liten eller ingen veiledning for rettsregelen den oppstiller. Dette må særlig gjelde på strafferettens område. I så tilfelle vil man raskt bevege seg på tvers av de rettskildenorner som følger av Grunnloven § 96 og det strafferettslige legalitetsprinsippet.⁹²

Følgelig er det nødvendig å vurdere om ordlyden «fornuftig investor» gir veiledning for den nærmere løsningen av rettsspørsmålet.

⁸⁷ Dette selv om vurderingen ble regnet som gjeldende rett før lovfesting i 2005.

⁸⁸ Svedberg (2007).

⁸⁹ Svedberg (2007) punkt 3.4.3.

⁹⁰ Høgberg (2000) punkt 8.1. side 601 med henvisning til Knoph (1948) side 2 og 5.

⁹¹ Verken før eller etter lovendringen i 2005.

⁹² Høgberg (2000) punkt 8.1. side 601 flg.

Ordlyden «investor» er, i denne sammenheng, naturlig å forstå som en som plasserer kapital i verdipapirmarkedet ved å investere i aksjer. Ordlyden «fornuftig investor» er naturlig å forstå som en investor som investerer «fornuftig». Når lovgiver benytter ordlyden «fornuftig investor» skulle dette da tilsi en investor som foretar rasjonelle og gjennomtenkte investeringer i finansielle instrument. Forarbeidene til lovrevisjonen legger opp til en vurdering bygget på hva som er rasjonell økonomisk opptreden.⁹³ En slik tolkning er i samsvar med CESRs uttalelser til EU-kommisjonen:

*« [a] reasonable investor is a person that thinks and behaves in a rational way».*⁹⁴

Videre kan det virke naturlig å stille spørsmål ved hvem en «fornuftig investor» er. En slik identifisering vil være vanskelig og etter min mening heller ikke nødvendig. Ordlyden legger føringer på en objektiv vurdering etter hva som er rasjonell handlemåte, og ikke en konkret vurdering etter den enkelte investors forutsetninger.

Et eksempel fra rettspraksis hvor rettsanvendelsesperspektivet ble misforstått er TOSLO-2008-184013 «Nettavisen». Retten trakk frem aksjonærsammensetningen i DNO-aksjen og investorgruppens ulike kriterier for sine disposisjoner, som avgjørende for investorens egne vurderinger:

«En artikkels påvirkningsmulighet vil da kunne være en helt annen overfor en småinvestor enn for en profesjonell aktør, som benytter andre instrumenter og en bredere informasjonsinnhenting. Den profesjonelle aktør vil imidlertid kunne forutse et oppslags påvirkningsmulighet på amatørinvestoren og selv handle deretter. Denne profesjonelle aktørs handling vil i lys av dette kunne fremstå som «fornuftig».»

Domspremissene bærer preg av en misvisende praktisering av «fornuftig investor» ved at det er den profesjonelle aktør som har forutsetningene for å kunne fremstå som «fornuftig». Dommen er opphevet av Borgarting lagmannsrett.⁹⁵ En mer treffende forståelse av rettsanvendelsesperspektivet fremgår av TOSLO-2010-162959 «Pareto-megler»:

«Retten viser i den forbindelse til at det er opplyst at en ikke uvesentlig del av aksjene var eiet av småsparere og andre uprofesjonelle investorer. En for DNO negativ artikkel

⁹³ Fremgår av sammenhengen i NOU-1996-2 punkt 2.4.2.

⁹⁴ CESR/ 02-089d punkt 27 note 1.

⁹⁵ LB-2009-196723.

i Nettavisen ville således etter all sannsynlighet ha større påvirkningskraft overfor denne gruppe aksjeeiere enn overfor profesjonelle investorer. Men siden småsparerens reaksjoner vil kunne få betydning for aksjekursen, må en fornuftig investor – som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning – også ta hensyn til det.»

Poenget er at rettsanvendelsesperspektivet avhenger av en alminnelig, fornuftig investors bearbeiding av kursrelevant informasjon. Bearbeidingen er av sentral betydning for investorens rasjonelle økonomiske opptreden, og følgelig stilles det krav til den fornuftige investoren gjennom dennes investeringsbeslutning. Dette innebærer at ordlyden «fornuftig investor» presiseres ytterligere om den leses i lys av hva som utgjør grunnlaget for investorens investeringsbeslutning.

5.3.2. Hva er «grunnlaget for [fornuftig investor] sin investeringsbeslutning»?

Opplysninger som er «en del av grunnlaget for [investeringsbeslutningen]» er det naturlig å forstå som de forhold den fornuftige investoren baserer sin investering på. Ordlyden må derfor leses i et investeringsperspektiv.

En aksjeinvestering vil normalt gi avkastning ved kurspåvirkning eller direkteavkastning.⁹⁶ Det interessante for avhandlingen er de forhold som gir forventning om kurspåvirkning, og derfor en mulighet for avkastning.

Utgangspunktet er at enhver aksjeinvestering vil bygge på en vurdering av forventet avkastning justert etter risikoen ved investeringen.⁹⁷ Forventet avkastning er den fortjeneste investoren forventer å sitte igjen med som følge av investeringen. Risikoen er usikkerheten for ikke å oppnå den forventede avkastningen. En rasjonell investor vil regne større forventet avkastning som et gode og økende risiko som et onde.⁹⁸ Investeringsbeslutningen vil derfor måtte ta hensyn til en risikokompensasjon for investoren ved at den forventede

⁹⁶ Aksjer kan handles "long" eller "short", etter henholdsvis spekulering i stigende eller fallende kurs. Direkteavkastning foreligger enten ved utbytte til aksjonær eller utsteders tilbakekjøp av aksjer.

⁹⁷ Zakamouline og Koekebakker (2006) side 78.

⁹⁸ Bøhren og Michalsen (2010) side 26. Det må understrekes at en risikovillig investor ikke nødvendigvis er en urasjonell investor, så lenge det risikovillige aspektet vurderes i sammenheng med et rasjonelt investeringsformål – å øke verdier. Se også Svedberg (2007) punkt 3.4.3.

avkastning justeres etter relevant risiko.⁹⁹ Følgelig er den fornuftige investors investeringsbeslutning fremtidsrettet etter oppfatningen om hva som antas å være kursutviklingen.

En rasjonell investor er interessert i tapspotensialet ved investeringen, og hvor stor den mulige gevinsten ved investeringen er.¹⁰⁰ Det må kunne legges til grunn at fornuftige investeringer som hovedregel ikke alene er en plassering av kapital i aktiva, men plassering av kapital med (forventet) avkastning for øyet. En investeringsbeslutning må derfor ta tilstrekkelig stilling til dette formålet.

Investoren angir kravene om forventet avkastning og aksept av risiko på bakgrunn av tilgjengelig informasjon i markedet om foretakets inntjeningssevne.¹⁰¹ Som Sæbø skriver, kan verdipapirkursen grovt betraktes som syntesen av markedsaktørenes vurdering av nåverdien av de beløp som i fremtiden vil komme til utbetaling til innehaveren av verdipapiret, justert for antatt risiko.¹⁰² Den fornuftige investor vil basere investeringsbeslutningen på kursrelevant informasjon.¹⁰³

Følgelig er utgangspunktet at en «fornuftig investor [...] sin investeringsbeslutning» er en investeringsbeslutning som vil basere kravet til forventet avkastning og risikopremie på kursrelevant informasjon i markedet, med sikte på å øke sine verdier. Regelen er altså at der en slik investeringsbeslutning foreligger, vil denne gjøre investoren «fornuftig» i lovens forstand.

På den bakgrunn mener jeg ordlyden «fornuftig investor» ikke bør anses som en rettslig standard. Det dynamiske innslaget i «fornuftig investor»-vurderingen som Svedberg gir uttrykk for, vil alene være informasjonen i markedet til enhver tid.¹⁰⁴

⁹⁹ Bøhren og Michalsen (2010) side 25.

¹⁰⁰ Zakamouline og Koekebakker (2006) side 76.

¹⁰¹ Reed (1996) side 166. En aksje vil alltid bli vurdert og priset etter fremtidig inntjening, tidligere kursendringer er irrelevante.

¹⁰² Sæbø (1995) side 28.

¹⁰³ Se tilsvarende i 2003/124/EF fortalens punkt 1.

¹⁰⁴ Hvilken informasjon som er i markedet og aktørenes tolkninger av denne vil naturlig nok alltid variere.

5.4. Opplysninger den fornuftige investor «sannsynligvis vil benytte» som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning

Som vist i avhandlingens punkt 5.3.2., så bygger en investeringsbeslutning på et bredt spekter av opplysninger.¹⁰⁵ Ikke alle opplysningene er tilstrekkelig kurssensitive til at den fornuftige investoren «sannsynligvis vil benytte» dem ved investeringen, jf. verdipapirhandelloven § 3-2 tredje ledd.

Lovens ordlyd «sannsynligvis vil benytte» innehar et krav om sannsynlighetsovervekt. Det må være mer sannsynlig at den fornuftige investoren benytter opplysningen, enn at vedkommende ikke benytter den.

I et informasjonseffisient marked hvor aksjekursen reflekterer all offentlig tilgjengelig informasjon, vil kursen representere det optimale estimatet for investeringsverdien.¹⁰⁶ Et viktig poeng er at det ikke er opplysningene som direkte påvirker kursen på den børsnoterte aksjen, men markedsaktørenes reaksjoner på opplysningene.¹⁰⁷ Aksjekursen bygger på og utvikles av et stort antall ulike markedsaktørers tolkninger av informasjon i markedet. Dette gjelder både om disposisjonene dreier seg om å reagere på en opplysning eller la være å reagere.

Den fornuftige investorens reaksjon avhenger av om denne anser informasjonen som et bidrag til å oppnå (forventet) avkastning. Det avgjørende er derfor om opplysningene er av en slik art og viktighet at de har betydning for investorens bedømmelse av verdien på de finansielle instrumentene, og således kan bidra til realisering av forventet avkastning.¹⁰⁸

For at avkastning skal realiseres må det foreligge kurspåvirkning.¹⁰⁹ Som lovgiver har angitt, skal spørsmålet om kurspåvirkning avgjøres etter vurderingen av om opplysningen er «egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumenter merkbart», jf. verdipapirhandelloven § 3-2 første ledd.

¹⁰⁵ Som eksempel se også TOSLO-2010-162959, hvor relevante opplysninger varierte fra værvarsel om varmt vær på østkysten av USA til muligheten for et ytterligere drivverdig oljefunn.

¹⁰⁶ Bøhren og Michalsen (2010) side 482. Det forutsettes altså at markedet har halvsterk informasjonseffisiens.

¹⁰⁷ Reed (1996) side 166.

¹⁰⁸ LB-2009-196723. For øvrig også Ot.prp. nr. 80 (2000-2001) punkt 3.5. med henvisning til Kredittilsynets høringsnotat 21. januar 2000 side 29. Bergo (2008) side 270 om justering av tilbudspris eller prisforlangende.

¹⁰⁹ Se avhandlingens punkt 5.3.2. note 96 om hva som er forutsetningen for å oppnå forventet avkastning.

I det følgende vil innholdet i vilkårene «egnet til å påvirke» og «merkbart» gjennomgås nærmere. På bakgrunn av gjennomgangen, vil jeg i avhandlingens punkt 5.4. forsøke å presisere ytterligere hvilke opplysninger en fornuftig investor «sannsynligvis vil benytte».

5.5. Når er opplysningen «egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumenter»?

5.5.1. Et krav om kurspåvirkningspotensiale

Ordlyden «egnet til å påvirke kursen» er naturlig å forstå som at opplysningen evner, er skikket til eller har potensiale til å virke inn på kursen. Med «kursen» menes det enkelte instruments løpende noterte pris på dets autoriserte markedsplass, og ikke nødvendigvis den enkelte handledags sluttkurs.¹¹⁰ Forarbeidene angir en objektiv vurdering.¹¹¹

At opplysningen må ha evne til å påvirke kursen innebærer at ordlyden ikke oppstiller et krav om faktisk kurspåvirkning.¹¹² At det ikke gjelder et krav om faktisk kurspåvirkning er uomtvistet så vel i norske rettskilder som på EU-nivå, jf. eksempelvis første avsnitt i 2003/124/EF og uttalelser fra CESR.¹¹³ Kommisjonen betegner vurderingen som ex-ante.

En ex-ante-vurdering refererer til en vurdering av kurspåvirkningspotensialet i forkant av opplysningens eventuelle effekt i markedet. Dette innebærer at påvirkningspotensialet må foreligge på transaksjonstidspunktet, og at potensialet vurderes i lys av en tenkt offentliggjøring.

At det ikke gjelder et krav om faktisk kurspåvirkning har sin begrunnelse i at den nye informasjonen ikke alltid vil gi utslag i en kursendring.¹¹⁴ Oppfatningen er altså at en

¹¹⁰ Verdipapirhandelloven, lovkommentar (2002) note 1.29 til tidligere § 2-1. Se verdipapirhandelloven § 2-1 for hva som er finansielle instrument. Jeg understreker at lovens ordlyd er «kursen på de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumenter», men at det i avhandlingen fokuseres på aksjer som finansielle instrument og derfor tas utgangspunkt i aksjekursen.

¹¹¹ Tidligere var lovens ordlyd «kan antas». Denne ble endret ved før endringslov av 8. november 1991 nr. 75 til «egnet til å påvirke» for å sørge for at det ble foretatt en objektiv vurdering, jf. Ot.prp. nr. 72 (1990-1991) side 28.

¹¹² Den faktiske utviklingen kan imidlertid ha betydning for den påfølgende vurderingen av om opplysningen hadde kurspåvirkningspotensiale, se Sæbø (1995) side 166.

¹¹³ CESR/02-089d særlig punkt 22, 23 og 26.

¹¹⁴ Sæbø (1995) side 167.

aksjekurs må påvirkes for å endres, men at den ikke må endres for å kunne konstatere påvirkning. Et eksempel er opplysninger som publiseres samtidig, men som ikke fører til en kurspåvirkning fordi de utligner hverandre kursmessig. I tillegg kan det tenkes at innsideinformasjonen har den konsekvens at kursendring som egentlig skulle forekommet likevel ikke skjer.¹¹⁵ Eksistensen av et krav om faktisk kurspåvirkning ville derfor vært villedende og legge urimelige begrensninger for håndhevelsen av plikt- og forbudsbestemmelsene.

Følgelig er det tilstrekkelig for å innfri kravet om «egnet til å påvirke», om opplysningen representerer en mulighet for kurspåvirkning. Som Svedberg kommenterer i sin artikkel i Tidsskrift for Forretningsjus kan det derfor være grunnlag for å stille spørsmål ved om lovtekstens formulering av kurspåvirkningsevnen er i overensstemmelse med Markedsmisbruksdirektivet som et totalharmoniseringsdirektiv.¹¹⁶

Det er derfor nødvendig å presisere ordlydene ytterligere for å identifisere hvilken sannsynlighetsgrad som kreves. Spørsmålet er hvilken sannsynlighetsgrad som kreves etter Markedsmisbruksdirektivet, og om tolkningen av «egnet til å påvirke» til en ren mulighet er gjeldende oppfatning i norsk rett.

5.5.2. Hvilken sannsynlighetsgrad for kurspotensiale kreves?

Etter Markedsmisbruksdirektivet må opplysningen «likely to have [...] effect on the prices», jf. artikkel 1 nr. 1.¹¹⁷ Ordlyden «likely to have» forutsetter således en høyere grad av sannsynlighet for kurspåvirkning enn den rene mulighet. Oxford English Dictionaries forklarer «likely» som noe som er sannsynlig.¹¹⁸ At en ren mulighet ikke er tilstrekkelig er også løsningen etter Markedsmisbruksdirektivets danske formulering, jf. «ville kunne påvirke».

Direktivet krever derfor at det skal mer til før opplysningen regnes for å være tilstrekkelig kurssensitiv, enn ordlyden «egnet til å påvirke» i verdipapirhandelloven § 3-2 første ledd. At

¹¹⁵ Sæbø (1995) side 167.

¹¹⁶ Svedberg (2007) punkt 3.4.4.

¹¹⁷ Rdir. 2003/6/EF.

¹¹⁸ Oxford English Dictionaries, tilgjengelig på <http://oxforddictionaries.com/definition/likely>.

det skal kreves noe mer enn den rene mulighet for kurspåvirkning er også gjengitt i de rådgivende kommentarene fra CESR:

*«The ex-ante evaluation of the possibility of a price moving effect can be regarded as a question of determining the degree of probability with which at that point in time (due to the information) could reasonably have been expected. Assuming this, the mere possibility is not enough, as on the other hand a degree of probability close to certainty is not necessary either. »*¹¹⁹

Ut i fra formuleringen «could reasonably have been expected» er det naturlig å anta at opplysningen har tilstrekkelig kurspåvirkningspotensial om det med rimelighet kan forventes at kurspåvirkning inntreffer.

En forventning om noe, mener jeg, er et strengere krav enn en mulighet for noe. Uttalelsene gir dermed en føring på et krav om en viss grad av sannsynlighet for kurspåvirkning. CESRs uttalelser bekrefter derfor at direktivets krav om «likely to have» skal forstås som et krav om sannsynlighet, for å konstatere opplysningens kurspåvirkningsevne. Uttalelsene viser at sannsynlighetsgraden ikke er så streng som et krav om en overveiende sannsynlighet, men at det ei heller er tilstrekkelig med en ren mulighet for kurspåvirkning.

Følgelig er det klart at selve ordlyden «egnet til å påvirke» i den norske verdipapirhandelloven § 3-2 ikke samsvarer med kravene Markedsmisbruksdirektivet fastsetter. Det avgjørende er likevel det underliggende formål og meningsinnhold i direktivet kommer til uttrykk gjennom korrekt praktisering.¹²⁰ Det avgjørende er dermed hvilket krav til sannsynlighet for kurspåvirkning, og således kurspåvirkningsevne, som praktiseres i norsk rett.

Selv om ordlyden i verdipapirhandelloven § 3-2 tilsier at det er tilstrekkelig med en ren mulighet for kurspåvirkning, er oppfatningen i norsk rett at det skal mer til før opplysningen regnes som tilstrekkelig kurspåvirkende. Hvor mye mer som kreves, er det tilsynelatende noe uenighet om.

¹¹⁹ CESR-02/089d punkt 23.

¹²⁰ Se uttalelser i LB-2009-196723.

I forarbeidene til lovrevisjonen, NOU-1996-2, virker det å bli oppstilt et krav om en «realistisk mulighet» for kurspåvirkning.¹²¹ Et krav om realistisk mulighet for kurspåvirkning tilsier at det fremdeles er tilstrekkelig med en mulighet for kurspåvirkning, så lenge denne muligheten fremstår som virkelighetsnær. Etter min mening innehar «realistisk mulighet» et krav om en viss sannsynlighet for kurspåvirkning, men ikke like strengt som Markedsmisbruksdirektivets «likely to have».

Kravet om realistisk mulighet for kurspåvirkning var imidlertid et sannsynlighetskrav som gjaldt sammen med det daværende vesentlighetsvilkåret.¹²² Utvalget mente det strenge vesentlighetsvilkåret burde føre til en tilsvarende lempning av kravet til kurspåvirkningsevne. Utvalgets oppfatning var derfor at det normalt kun burde kreves rimelig mulighet for slik påvirkning, for at forbudet skulle inntre. De senere endringene i definisjonen, herunder bortfallet av vesentlighetsvilkåret, svekker derfor vekten av forarbeidenes uttalelser.

I de to nylig avsagte dommene blir ikke sannsynlighetsgraden nærmere behandlet, til tross for at det er kurspåvirkningsvilkåret som kommer på spissen.¹²³ I dommen «Pareto-megler» uttaler tingretten imidlertid:

*«En negativ artikkel kunne derfor lett bli «en liten tue som veltet stort lass». I alle fall var det påregnelig at artikkelen ville fremskynde et kursfall».*¹²⁴

Det må understrekes at rettens begrepsbruk ikke kommenteres nærmere i dommen, og at tingrettsdommer etter alminnelig juridisk metode som utgangspunkt har lav rettskildemessig vekt.¹²⁵ Etter min mening kan rettens bruk av påregnelighetsbegrepet likevel være veiledende for hvilket sannsynlighetskrav som skal oppstilles.

Etter juridisk tradisjon regnes påregnelighet for å foreligge der den som handler kan vente visse utfall som følge av handlingen, altså at utfallet er synbart for den enkelte.¹²⁶ Dette innebærer i så tilfelle et strengere krav til kurspåvirkningsevne enn forarbeidsuttalelsene om

¹²¹ NOU-1996-2 punkt 4.4.2.1.

¹²² NOU-1996-2 punkt 4.4.2.1.

¹²³ LB-2009-196723 og TOSLO-2010-162959.

¹²⁴ TOSLO-2010-162959.

¹²⁵ Det er dessuten også et poeng at retten synes å regne det som utvilsomt at kurspåvirkning ville inntre: «i det han ville regnet med at dette forhold *ville* ført til fall i kursen» (min kursiv).

¹²⁶ Begrepet er oftest brukt i erstatningsretten, herunder vurderingen av årsakssammenheng mellom ansvarsgrunnlag og skade.

realistisk mulighet for kurspåvirkning. En slik oppfatning er dessuten i tråd med CESRs uttalelse om «could reasonably have been expected».

I juridisk litteratur har Reed dessuten fremholdt et krav om «*en viss sannsynlighet for at [opplysningene] kunne hatt en slik virkning*». Forfatteren virker å mene at det må mer til enn den rene mulighet, for å konstatere tilstrekkelig kurspåvirkningsevne.¹²⁷ Tilsvarende oppfatning har Stordrange når han skriver «*for at kurspåvirkning vil inntre*» (min utheving).¹²⁸ I den andre ytterkant og uttalelsene i Lovkommentarene (2002). Der er det lagt til grunn at det «må foreligge en overveiende grad av sannsynlighet for at opplysningen vil være egnet til å endre kursbildet». ¹²⁹

Etter min mening er det viktig for verdipapirhandellovens formål at fastleggelsen av sannsynlighetsgraden tar hensyn til avveiningen mellom regelens effektivitet og innsidernes rettsikkerhet. Jeg mener derfor at Sæbø utvilsomt fremdeles har et poeng når han skriver at sannsynlighetsgrad for kurspåvirkning må ta hensyn til markedsaktørens muligheter for å handle, og på den andre siden hensynet til en effektiv håndhevelse av reglene.¹³⁰

Skulle enhver opplysning med potensiale til en teoretisk påvirkning av kursen regnes som tilstrekkelig kurspåvirkningspotensiale, ville de tilknyttede plikt- og forbudsreglene til definisjonen favne for vidt.¹³¹ Dette kan gi uheldige virkninger for hele verdipapirmarkedet ettersom en primærinnsiders handel er en viktig ressurs for både selskapet og verdipapirmarkedet generelt.¹³² Reelle hensyn tilsier derfor at det må en viss sannsynlighet til for at opplysningen skal ha tilstrekkelig kurspåvirkningspotensiale.

Rettskildene oppstiller dermed et strengere krav til kurspåvirkning enn en realistisk mulighet. Det gjelder et krav om sannsynlighet. Vurdert i lys av ordlyden «egnet til å påvirke» mener jeg imidlertid at det ikke kan oppstilles et så strengt krav som overveidende sannsynlig. Dette ville gi kurspåvirkningsvilkåret en snevrere rekkevidde enn hva lovgiver synes å ha ment. Et krav om overveiende sannsynlighet ville dessuten ikke vært i samsvar

¹²⁷ Reed (1996) side 168.

¹²⁸ Stordrange (2007) side 150: «hvilket sannsynlighetskrav som oppstilles for at kurspåvirkning vil inntre». Å skrive vil inntre kan imidlertid være noe uskjønnsomt ettersom det ikke er et krav om faktisk kurspåvirkning og således tilstrekkelig for med sannsynlighet for at kurspåvirkning kan inntre.

¹²⁹ Verdipapirhandelloven lovkommentar (2002) note 1.29 til § 2-1.

¹³⁰ Sæbø (1995) side 165.

¹³¹ Se tilsvarende hos Farstad (2003) punkt 2.2 side 285.

¹³² Primærinnsidere bidrar i stor grad til selskapets kapitaltilførsel og aksjeomsetning.

med Markedsmisbruksdirektivet. Skal lovens formål om å sikre et velfungerende og effektivt verdipapirmarked kunne oppnås, må en opplysning regnes for å ha tilstrekkelig kurspåvirkningsevne om en kurspåvirkning er sannsynlig.

Følgelig mener jeg opplysningene har kurspåvirkningspotensiale fra det tidspunktet en kurspåvirkning er sannsynlig, alternativt fra det tidspunktet investoren har en rimelig forventning om at kurspåvirkning vil inntre. Etter lovgivers angivelse av definisjonen vil dessuten en slik tolkning være i overensstemmelse med presiseringen og terskelangivelsen for hva som er «presise opplysninger» i verdipapirhandelloven § 3-2 andre ledd, jf. formuleringen «med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe».

5.5.3. Når er kurspåvirkning sannsynlig?

Spørsmålet om når en kurspåvirkning er sannsynlig må avgjøres konkret. Det klare utgangspunktet er at opplysningen ikke vil ha et kurspåvirkningspotensial om den på transaksjonstidspunktet allerede er diskontert i kursen. Opplysningen vil da ha mistet sin evne til å påvirke.¹³³

En nærmere angivelse av når en kurspåvirkning er sannsynlig, og opplysningen har tilstrekkelig kurspåvirkningsevne, er ikke avklart i lovens forarbeider eller rettspraksis. Som følge av at aksjemarkedet er preget av mange ulike aktører og rask informasjonsflyt må imidlertid den nye opplysningen vurderes i lys av den allerede eksisterende informasjonsmengden.¹³⁴ Reed formulerer vurderingen av opplysningens kurspåvirkningsevne som et resonnement som:

«må korrigeres med årsak-virkningsforholdets avhengighet av den øvrige faktiske kontekst. Om påvirkning kan skje, er avhengig av markedets bedømmelse av verdipapiret ut fra andre forhold, såkalte kombinasjonsvirkninger, og aksjens, eller rettere investorens, «følsomhet»»¹³⁵

¹³³ Sæbø (1995) side 167 med henvisning til amerikansk føderal praksis. Se tilsvarende i CESR/02-089d punkt 22: «This means that this assessment has to take into consideration the marked impact, which would be foreseeable at the moment when the informations has not yet been disclosed and the market impact is not yet measurable.»

¹³⁴ Bøhren og Michalsen (2010) side 485.

¹³⁵ Reed (1996) side 167.

Vurderingen av når kurspåvirkning er sannsynlig er svært sammensatt. At sannsynligheten for kurspåvirkning, og således opplysningens kurspåvirkningsevne, avgjøres etter en bred vurdering er også uttrykt i fortalen i Rdir. 2003/124/EF.¹³⁶ Fortalen trekker frem noen fremtredende moment i vurderingen av opplysningens kurspåvirkningsevne:

«Such an assessment has to take into consideration the anticipated impact of the information in light of the totality of the related issuer's activity, the reliability of the source of information and any other market variables likely to affect the related financial instrument or derivative financial instrument related thereto in the given circumstances. »

Det er utvilsomt at kilden for opplysningen gir en interessant indikasjon for aksjens mulige kursutvikling. Det vil for eksempel være stor forskjell på om opplysningen kommer fra en i utstederforetakets ledelse, eller om den kommer fra en utenforstående.¹³⁷ Dette innebærer også at vurderinger gjort i tilknytning til hovedvilkåret om «presise opplysninger» også kan være førende for kurspåvirkningsevnen.

I tillegg bygger vurderingen av kurspåvirkningsevne i stor grad på markeds- og selskapsspesifikke forhold.¹³⁸ CESR har presisert at alle forholdene som kan ha en innvirkning må tas i betraktning og at:

«These variables would include prices, returns, volatilities, liquidity, price relationships among financial instruments, volume, supply, demand, orders' book, timing of prices' and news' disclosure, rules governing the exchange and market microstructure, etc.»¹³⁹

Følgelig er det også nødvendig å ta hensyn til investeringsprofilen som børsnoterte aksjer baseres på, herunder forventet avkastning justert etter relevant risiko. Vurderingen av risiko avhenger i stor grad av hvilket finansielt instrument investoren investerer i. Dette fordi det knytter seg ulikheter til de underliggende investeringsbeslutningene for finansielle instrument i ulike aktiva klasser. Kursdannelsen til den enkelte aksje avgjøres i større eller mindre grad av markedsforhold eller selskapsspesifikke forhold.

¹³⁶ Bygger tilsynelatende på CESRs Level 2 advice av desember 2002 (CESR/02-089d) punkt 27.

¹³⁷ Se punkt 4.3 og henvisningen til Finanstilsynets rundskriv 28/2011.

¹³⁸ Se også Reed (1996) side 167.

¹³⁹ CESR/02-089d punkt 25.

Markedsforhold knytter seg til aksjens systematiske risiko, og omhandler aksjens svingninger i forhold til markedet.¹⁴⁰ Aksjens svingninger i forhold til markedet måles i beta og har betydning ved at aksjen beveger seg tilsvarende betaens størrelse.¹⁴¹ En aksje med høy betaverdi vil altså svinge mer enn markedet, sammenlignet med en aksje med lavere betaverdi. Dette kan tilsi at en opplysning lettere vil ha tilstrekkelig kurspåvirkningsevne om den relaterer seg til en aksje med høy beta.¹⁴²

Videre bygger ikke kursendringer nødvendigvis på tilsvarende endringer i utsteders underliggende verdier. Det er også andre forhold som kan innvirke på kursen og som investoren må ta hensyn til i sin investeringsbeslutning, herunder eksempelvis psykologiske forhold eller mer støyskapende elementer.¹⁴³ Bakgrunnen for et avvik fra riktig kurspris er blant annet «støy-handlere».¹⁴⁴ Dette er investorer som ikke handler på grunnlag av faktisk informasjon, men rykter eller mindre kvalifiserte råd.¹⁴⁵

Et eksempel er når en stor aksjonær selger seg ut og de øvrige investorene tolker dette som at vedkommende har fått en negativ nyhet. Enkelte investorer vil da nedjustere inntjeningsforventningene etter den nye forventningen om selskapets inntjening, og aksjekursen vil falle.¹⁴⁶ Selv om investorenes tolkning av bakgrunnen for handlemåten er uriktig vil dette i seg selv være en ny informasjon til markedet som kan gi utslag på kursen.

Det er klart at vurderingens komplekse karakter kan gjøre det vanskelig å angi hva som er en realistisk mulighet for kurspåvirkning. Til illustrasjon er Christies eksempel i Praktisk økonomi og finans:

¹⁴⁰ I motsetning til selskapsspesifikke hendelser (usystematisk risiko) er markedsrisikoen den del av aksjens bevegelse som ikke kan diversifiseres bort i en portefølje med flere aksjer.

¹⁴¹ Er en aksjes beta større enn 1 vil aksjen bevege seg mer enn markedet målt i prosent, jf. Oslo Børs' minileksikon, tilgjengelig på <http://oslobors.no/Oslo-Boers/Om-oss/Minileksikon#b>.

¹⁴² Se Oslo tingretts dom av 9. desember 2011 «Alain Angelil» side 42, hvor retten bemerker at volatilitet (les: høy beta) innebærer at det skal lite til for at kursen svinger nokså mye.

¹⁴³ NOU-1996-2 punkt 2.4.2. Det er altså ikke bare rasjonell økonomisk opptreden som er relevant for kursprisen.

¹⁴⁴ NOU-1996-2 punkt 2.4.5.

¹⁴⁵ «Støy-handlere» kan i visse tilfeller gi opphav til såkalte bobler i aksjemarkedet, det vil si perioder hvor prisene stiger eller synker vedvarende uten at det reflekterer noen fundamentale økonomiske forhold, jf. NOU-1996-2 punkt 2.4.5. Det er viktig å bemerke seg grensen mot markedsmanipulasjon etter verdipapirhandelloven § 3-8.

¹⁴⁶ NOU-1996-2 punkt 2.4.2.

«Det kan godt tenkes at en kontrakt mellom et mindre supplyrederi og et betydelig internasjonalt oljeselskap vil være innsideinformasjon og dermed informasjonspliktig for rederiet, men ikke tilstrekkelig for å være kurspåvirkende for oljeselskapet.»¹⁴⁷

Når det gjelder opplysninger som oppstår i utviklingsprosesser, må det merkes at kurspåvirkningspotensialet ikke nødvendigvis oppstår fra selskapets første vurderinger av mulig iverksettelse av selskapsspesifikke faktorer.¹⁴⁸ Samtidig er det heller ikke et krav etter gjeldende rett at styrebeslutning eller tilsvarende konkluderende avgjørelse foreligger.¹⁴⁹

Spørsmålet beror på om offentliggjøring av det aktuelle beslutningstrinnet i prosessen i seg selv ville være kurspåvirkende.¹⁵⁰ Det interessante er blant annet hvor langt man er kommet i prosessen, og hvor konkrete de enkelte tiltakene er.¹⁵¹ Om partene er i slutfasen av for eksempel kontraktinngåelsen, må det kunne legges til grunn som tilnærmet klart at opplysningen sannsynligvis vil påvirke kursen, og at den av den grunn har kurspåvirkningspotensiale.¹⁵²

Følgelig er det vanskelig å gi et enkelt svar på når kurspåvirkning er sannsynlig, og opplysningen har tilstrekkelig kurspåvirkningsevne. Dette er en bred og konkret vurdering som avhenger av flere ulike momenter. Det er imidlertid sikkert at oppfyllelse av lovens kurspåvirkningsvilkår i tillegg krever «merkbart» kurspåvirkningsevne, jf. verdipapirhandelloven § 3-2 første ledd.

¹⁴⁷ Christie (2005) side 62.

¹⁴⁸ Se dom av 9. desember 2011 «Alain Angelil» side 31, hvor retten bemerker at opplysninger om fusjoner og oppkjøp i sin alminnelighet er opplysninger som faktisk medfører at aksjekursen påvirkes, og at dette gjelder selv om forhandlingene for transaksjonene ikke er sluttført.

¹⁴⁹ Kredittilsynets høringsnotat av 14. januar 2005 med henvisning til høringsnotat av 19. januar 2000.

¹⁵⁰ Finanstilsynets rundskriv 28/2011 side 9, med henvisning til dom Salten tingrett 17. mars om brudd på undersøkelsesplikt. Dommen gjaldt et utkast til en konfidensialitets- og eksklusivitetsavtale. Avtalen var av en slik art at den var «egnet til å påvirke kursen» på aksjene i Nordlandsbanken ASA. Retten mente avtalen var første steg mot et oppkjøp, og at avtaletypen normalt førte til at aksjonærene ble tilbudt en pris for aksjen som betydelig overstiger børskursen. Følgelig var kurspåvirkningsvilkåret innfridd, og innsideinformasjon forelå.

¹⁵¹ Verdipapirhandelloven lovkommentar (2002) note 1.29 til § 2-1. Se også RG-2000-858 hvor retten mente opplysningene ikke var «egnet til å påvirke kursen på verdipapirene vesentlig» (daværende ordlyd), fordi henvendelsen til målselskapet var en av flere henvendelser om mulige oppkjøp, og opplysningen for øvrig var så løs at vilkårene ikke ble ansett oppfylt. Jeg understreker at dommen kun utgjør et eksempel, som rettskilde har den lite verdi etter opphevelsen av vesentlighetsvilkåret.

¹⁵² Verdipapirhandelloven lovkommentar (2002) note 1.29 til § 2-1.

5.6. Når er kurspåvirkning «merkbar»?

5.6.1. Ordlyden «merkbar»

At en kurspåvirkning er «[merkbar]» er naturlig å forstå som en påvirkning som skiller seg ut eller som kan identifiseres. En nærmere angivelse av innholdet i merkbarhetskriteriet er ikke gitt i lovens forarbeider.

En slik ordlydsfortolkning har imidlertid støtte i juridisk litteratur. Stordrange mener merkbar «*etter en alminnelig språklig forståelse vil [...] ha samme betydning som identifiserbar*».¹⁵³ Tilsvarende ordlydsfortolkning er også uttrykt av Svedberg, som angir merkbarhetskriteriet som et krav om «*et påviselig eller synlig kursutslag*».¹⁵⁴

I de nylig avsagte dommene fra Borgarting lagmannsrett og Oslo tingrett ble det stilt spørsmål ved merkbarhetskriteriets innhold.¹⁵⁵ Begge dommene understreker at det tidligere vesentlighetskravet var for strengt og at det ikke lenger gjelder et kvalifikasjonskrav for hva som er tilstrekkelig kurspåvirkning.

Som nevnt i avhandlingens punkt 5.2. uttrykker dessuten de nylig avsagte dommene at kurspåvirkningsvilkårets oppbygning i verdipapirhandellovens § 3-2 første og tredje ledd til sammen utgjorde legaldefinisjonen. Jeg mener dette må innebære at merkbarhetskriteriet må leses i lys av hva en «fornuftig investor sannsynligvis vil benytte» i sin investeringsbeslutning. Oppfatningen må da være at det ikke er avgjørende for den fornuftige investoren hvilket omfang kurspåvirkningsevnen kan ha, men at opplysningen evner å gi kurspåvirkning som kan realisere forventet avkastning.¹⁵⁶ Dette tilsier således at en opplysning har tilstrekkelig kurspåvirkningsevne om evnen skiller seg ut.¹⁵⁷

¹⁵³ Stordrange (2007) side 150.

¹⁵⁴ Svedberg (2007) punkt 3.4.5. Etter min mening er denne tolkningen noe uheldig ettersom lovens ordlyd ikke krever kursutslag, jf. «egnet til å påvirke» og særlig gjennomgangen i avhandlingens punkt 5.5.1. Det er viktig å være bevisst på forskjellen mellom kurspåvirkning og kursendring.

¹⁵⁵ LB-2009-196723 og TOSLO-2010-162959.

¹⁵⁶ Se Oslo tingretts dom av 9. desember 2011 «Alain Angelil» side 43. Dommen gjelder tidligere kurspåvirkningsvilkår, men angir at det sentrale er at utnyttelse av kunnskap om mindre mulige kurssvingninger (kurspåvirkning) også er ulovlig.

¹⁵⁷ Dette innebærer ikke en redusering av merkbarhetskriteriet til «fornuftig investor»-vurderingen, men en angivelse av perspektivet, se avhandlingens punkt 5.2.

Utgangspunktet er derfor at definisjonens kurspåvirkningsvilkår er innfridd om kurspåvirkning er «merkbar». Kurspåvirkning er «merkbar» når en kurspåvirkningsevne kan identifiseres.

Spørsmålet er om en slik forståelse av merkbarhetskriteriet kan forsvares etter Markedsmisbruksdirektivet og dets tilknyttede rettsakter.

5.6.2. Hvilket krav gjelder etter Markedsmisbruksdirektivet og dets tilhørende rettsakter?

Etter Markedsmisbruksdirektivet er kurspåvirkningsvilkåret formulert som et krav om «likely to have significant effect on the prices», jf. artikkel 1 nr. 1. Forsvarerne til tiltalte i «Nettavisen»-saken anførte for lagmannsretten at «significant» best kunne oversettes til norsk som «vesentlig».¹⁵⁸ Norsk lovgiver var bevisst på oversettelsesproblematikken, og valgte ordlyden «merkbar» ved implementeringen av direktivet.¹⁵⁹

Spørsmålet er hvordan kravet skal forstås etter EU-retten, og om den norske oversettelsen «merkbar» er i overensstemmelse med det som kreves.

Det foreligger ingen dommer eller andre rettsakter fra EU som presiserer innholdet i «significant» ytterligere.¹⁶⁰

Forståelsen av definisjonen virker ikke å være problematisert på EU-nivå. Oppfatningen er at definisjonen er velfungerende. Den særlige problematiseringen av definisjonen i norsk rett kan selvsagt ha flere begrunnelser. Det kan imidlertid ikke unngås å trekke frem at oppfatningen om Oslo Børs' historie som innsidebørs kan være av betydning.

¹⁵⁸ LB-2009-196723.

¹⁵⁹ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 4.5.

¹⁶⁰ Dom av 23. desember 2009 C-45/08 Spector Photo Group NV, avsnitt 52 og 53: «non-public and precise nature and its ability to influence the prices of financial instruments significantly, inside information grants the insider in possession of such information an advantage in relation to all the other actors on the market who are unaware of it».

Etter Oxford English Dictionary forklares imidlertid «significant» som noe som er «*sufficiently great or important to be worthy of attention*».¹⁶¹ Det kan derfor hevdes at om det skulle gjelde et vesentlighetskrav, ville kravet vært best illustrert med ordlyden «substantial». Ordet «substantial» kan nemlig forklares som «*of considerable importance*».¹⁶² Dette taler for at det ikke gjelder et så strengt krav som vesentlig i EU.

Det må dessuten understrekes at den engelske definisjonen bare er et av EUs mange offisielle språk.¹⁶³ Tilsvarende kurspåvirkningsvilkår er formulert i den danske versjonen av Markedsmisbruksdirektivet som opplysninger som «mærkbart ville kunne påvirke kursen», jf. artikkel 1 nr. 1. I dansk lov er direktivets formulering implementert i lovsform som opplysninger som «antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen», jf. § 34 stk. 2.¹⁶⁴ I det danske språk er «mærkbart» synonymt med blant annet *kendelig* eller *tydelig*.¹⁶⁵ Følgelig uttrykker den danske formuleringen at kurspåvirkningsgraden er oppfylt om kurspåvirkning kan identifiseres.

I tillegg må det nevnes at den svenske versjonen av Markedsmisbruksdirektivet formulerer kurspåvirkningskravet som opplysninger som «*skulle kunna förventas ha en väsentlig inverknad på priset på dessa finansiella instrument eller på priset relaterade derivatinstrument*», jf. artikkel 1 nr. 1. I svensk rett er dette implementert som «är egnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument», jf. 1 § nr. 1 i Lag om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument.¹⁶⁶ Dette kan tale for at det skal gjelde et krav om vesentlig kurspåvirkning. Et sentralt poeng er derimot at verken den svenske versjonen av Markedsmisbruksdirektivet eller svensk nasjonal lovgivning skiller mellom finansielle instrument og derivater.¹⁶⁷

¹⁶¹ Se Oxford English Dictionaries, tilgjengelig på <http://oxforddictionaries.com/definition/significant>. Tilsvarende aktors henvisning for lagmannsretten i LB-2009-196723 «Nettavisen»: «extensive or important enough to merit attention».

¹⁶² Oxford English Dictionaries, tilgjengelig på <http://oxforddictionaries.com/definition/substantial>.

¹⁶³ Se avhandlingens punkt 1.4.2. note 39 og 40.

¹⁶⁴ Værdipapirhandelloven, LBK nr. 883 af 09/08/2011. Se også Insider betænkning (2010) punkt 7.2.2.

¹⁶⁵ Ordbogen.com, <http://www.ordbogen.com/opslag.php?word=m%C3%A6rkbart&dict=ddsy>. Ordet er også forklart som noe «som tydeligt kan mærkes», jf. Den danske ordbog: <http://ordnet.dk/ddo/ordbog?query=m%C3%A6rkbart&search=S%C3%B8g>.

¹⁶⁶ Marknadsmissbrukslagen, Lag (2005:377) av 2005-06-02.

¹⁶⁷ For svensk rett se definisjon av finansielle instrument i Lag om värdepappersmarknaden (2007:528) 1. Kap. 4 § nr. 1. I norsk rett er varederivater utskilt i egen definisjon i verdipapirhandelloven § 3-2 fjerde ledd. Se også 2004/72 EF artikkel 4. Derivater påvirkes på en annen måte enn eksempelvis aksjer.

I Betänknande av Markedsmissbruksutredningen av 2004 ble vesentlighetskravet vurdert endret, men da til ordlyden «icke oväsentlig».¹⁶⁸ I norsk rett ble en lignende forståelse fraveket ved opphevelsen av vesentlighetskravet i 2001.¹⁶⁹ Svensk rett synes derfor å legge seg på en helt annen linje enn både EU og norsk rett, og kan ikke være avgjørende for forståelsen av kurspåvirkningsvilkåret.

På den bakgrunn virker det å være forskjeller i direktivets språkversjoner. Det er klart at verken den engelske eller den danske språkversjonen oppstiller et krav om vesentlighet, men hvor den nærmere terskel skal ligge er usikkert.

I den tyske språkversjonen anvendes formuleringen «erheblich zu beein flussen». Den franske angir vilkåret som «serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours ». Begge språkversjonene kan best oversettes som «likely to have significant effect on the prices».

Bergo mener «significant» skal forstås som «betydningsfull».¹⁷⁰ Dette virker å samsvare med forklaringen av «significant» i Oxford English Dictionary; «*sufficiently great or important to be worthy of attention*». Dette taler for at terskelen skal ligge høyere enn det identifiserbare. Det er likevel den nasjonale praktiseringen av regelen som er avgjørende for om direktivet og dets tilhørende rettsakter overholdes.

Ordlyden i verdipapirhandelloven § 3-2 første ledd og «fornuftig investor»-vurderingen i tredje ledd skal til sammen utgjøre kurspåvirkningsvilkåret i definisjonen. Dette tilsier at kurspåvirkningsvilkåret først er innfridd om den fornuftige investor «sannsynligvis vil benytte» den identifiserbare kurspåvirkningsevnen. Dette innebærer at det skal noe mer til.¹⁷¹ Følgelig mener jeg en tolkning av ordlyden «merkbart» til en kurspåvirkning som kan identifiseres, er forsvarlig både etter norske og EU-rettslige rettskilder. Det neste spørsmålet er *når* en kurspåvirkning kan identifiseres.

¹⁶⁸ Statens Offentliga Utredningar, SOU 2004: 69 side 76-77. Det ble ikke ansett nødvendig å endre ordlyden «väsentlig». Det ble også presisert at rettsoppfatningen for hva som var «väsentlig» ikke kunne låses fast til en prosentfastsettelse på 10 %: «En sådan tillämpning skulle bli alldeles för stelbent; hänsyn måste tas till flera omständigheter som typen finansiellt instrument, vad som är normala kursrörelser på den aktuella marknaden m.m. (jfr. Prop. 1999/2000:109 s. 53).»

¹⁶⁹ Lov 15. juni 2001 nr. 43 og Ot.prp. nr. 80 (2000-2001).

¹⁷⁰ Bergo (2008) side 265.

¹⁷¹ En slik forståelse, mener jeg, ikke går utover definisjonen i Markedsmissbruksdirektivets artikkel 1 nr. 1, ettersom det vil være en utfylling av kurspåvirkningsvilkåret.

5.6.3. Når kan kurspåvirkning identifiseres?

Aksjekurser måles kvantitativt ved at kursprisen og dens kursendringer angis i prosent. Det naturlige utgangspunktet virker å være at en kurspåvirkning identifiseres ved differansen mellom verdipapirkursen på tidspunktet før offentliggjørelse og den antatte kurs etter offentliggjøring.¹⁷²

Opphevelsen av vesentlighetskravet i 2001 innebar imidlertid at måling av kurspåvirkende effekt ved en kvantitativ prosentfastsettelse ble utdatert og ikke lenger gjeldende som norsk rett.¹⁷³ Jeg mener en slik prosentfastsettelse var et resultat av partskonstellasjonen vesentlighetskravet bygget på.¹⁷⁴ Før lovfesting av innsideinformasjon i verdipapirretten var misbruk av innsideinformasjon ulovlig etter avtaleretten, målt etter en identifiserbar urimelighet for avtalemotparten. Om «merkbar» skulle måles tilsvarende ville dette gitt en upraktisk og uheldig regel ettersom det er ekstremt vanskelig å operere med en fastsatt terskel for kurspåvirkende effekter.¹⁷⁵

I tillegg ville en identifisering etter en nærmere angitt prosentsats være misvisende. Det gjelder ikke et krav om faktisk kurspåvirkning i norsk rett.¹⁷⁶ Det er tilstrekkelig for innfrielse av kravene til kurspåvirkning at det kan identifiseres at opplysningen er «egnet til å påvirke kursen».

Lovgiver har derfor angitt at *perspektivet* for identifiseringen i verdipapirhandelloven § 3-2 tredje ledd. Identifiseringen av opplysningens kurspåvirkningsevne skal avgjøres etter hva den «fornuftige investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning», jf. verdipapirhandelloven § 3-2 tredje ledd. Bestemmelsen implementerer første kommisjonsdirektiv artikkel 1 nr. 2:

¹⁷² Svedberg (2007) punkt 3.4.5. med henvisning til Sæbø (1995) side 172.

¹⁷³ Se Ot.prp. nr. 72 (1990-1991) s. 67 og NOU 1996: 2 s. 57 når det gjaldt vesentlighetsvilkåret. Se også LB-2009-196723 og TOSLO-2010-162959.

¹⁷⁴ Se eksempelvis RG-2000-858 «Sævik Supply»-dommen hvor 33 % ikke var egnet til å påvirke kursen *vesentlig*. Før vesentlighetskravet ble ulovlig innsidehandel regnet for å falle under avtalelovens § 33. Tilsvarende er ordningen i USA, hvor handel basert på innsideinformasjon anses som bedragersk overfor den enkelte investor på den andre side av handelen, eller mot en gruppe investorer, jf. Mydske (2006) punkt 7.1.1.

¹⁷⁵ En aksjes kurs vil påvirkes svært ulikt, og ingen kan vite med nøyaktighet hvilken kurseffekt spesifikke opplysninger har, selv ikke etter at de har blitt kjent for markedet, jf. artikkel i DN «Merkbar dom» 7. juli 2011. Se også DN's artikkel «På innsiden: Voodoo-økonomi» 28. august 2011.

¹⁷⁶ Se gjennomgang i avhandlingens punkt 5.5.1. om «egnet til å påvirke kursen».

« *information a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decisions*». ¹⁷⁷

Spørsmålet er når den fornuftige investoren «sannsynligvis vil benytte [opplysningen] som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning».

5.7. Hvilke opplysninger vil den fornuftige investor «sannsynligvis [...] benytte» som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning?

Som nevnt i avhandlingens punkt 5.4., tilsier lovens ordlyd at det må være mer sannsynlig at den fornuftige investoren benytter opplysningen, enn at vedkommende ikke benytter den. Den fornuftige investoren benytter opplysninger som kan bidra til å realisere investeringens forventede avkastning.

Ordlyden «sannsynligvis vil benytte» er omtalt i Oslo tingretts «Pareto-megler», som Borgarting lagmannsrett sluttet seg til i «Nettavisen»-dommen. ¹⁷⁸ Etter min mening er det imidlertid nødvendig å påpeke svakheter ved rettens anvendelse av «fornuftig investor»-vurderingen i begge sakene.

I «Pareto-megler» fremgår det av domspremissene at tingretten mener både norsk rett og EU-retten krever «*at det skal vurderes hvordan den fornuftige investoren ville handlet når det skal avgjøres om det foreligger innsideinformasjon*» (min utheving). En omformulering av lovens ordlyd «sannsynligvis vil benytte» til «ville handlet» er uheldig. Jeg mener tingrettens omformulering er for streng sammenlignet med lovens ordlyd, og oppstiller en forventning om handling. Informasjon kan ha evne til å gi investoren enten grunn til å reagere eller å la være å reagere.

I motsatt retning er lagmannsrettens formulering i «Nettavisen». Domspremissene viser at «*opplysningen [må] være viktig nok til å tiltrekke seg oppmerksomhet hos investoren, eventuelt at han legger merke til den*». Rettens uttalelse synes imidlertid å knytte seg til merkbarhetsvilkåret og ikke «sannsynligvis vil benytte» i verdipapirhandelloven § 3-2 tredje ledd.

¹⁷⁷ 2003/124/EF artikkel 1 nr. 2.

¹⁷⁸ LB-2009-196723 og TOSLO-2010-162959.

I forhold til «sannsynligvis vil benytte» er det ikke tilstrekkelig at investoren bare legger merke til opplysningen. Lovens ordlyd er at investoren «sannsynligvis vil benytte [opplysningen] som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning». Det må altså noe mer til enn en ren identifikasjon av kurspåvirkningsevnen. Borgarting lagmannsrett opptrer derfor med større lojalitet til lovgivers vilje ved formuleringen:

*«en gitt og presis innsideopplysning er sensitiv eller viktig nok til at den får den alminnelig fornuftige investor til å reagere på den».*¹⁷⁹

Etter min mening kan det hevdes at dess sterkere kurspåvirkningsevne, dess mer sannsynlig at investoren vil benytte seg av opplysningen. På den andre siden må det antas at usikkerhet ved opplysningen innebærer at investoren tillegger den mindre vekt i sin investeringsbeslutning. Det kan tenkes at en opplysning isolert sett har tilstrekkelig kurspåvirkningsevne og er «egnet til å påvirke [...] kursen» etter verdipapirhandelloven § 3-2. Om opplysningene gjelder et prosjekt eller særlige tiltak, må det likevel være av betydning om en iverksettelse eller gjennomførelse er realistisk.

Som (oppdiktet) illustrasjon er Lerums ønske om å kjøpe opp det amerikanske gigantselskapet Coca Cola Company.¹⁸⁰ Det kan ikke utelukkes at opplysninger om dette kan skape reaksjoner i markedet, men en realisering av ønsket er nok urealistisk.¹⁸¹

Opplysningene vil bygge på en stor grad av usikkerhet. Grovt sagt, vil en investeringsbeslutning som tillegger opplysningene særlig stor vekt ha tilsvarende høy risiko, og større usikkerhet knyttet til realisering av forventet avkastning. Opplysningene vil derfor ikke være en opplysning som den fornuftige investoren «sannsynligvis vil benytte» som grunnlag for sin investering.

Videre er det et poeng om den fornuftige investoren vet at aksjen reagerer mye på lite informasjon, så skal det mindre til før det er sannsynlig at denne benytter opplysningen som

¹⁷⁹ LB-2009-196723.

¹⁸⁰ I samtale med statsadvokat Hans Christian Koss hos Økokrim.

¹⁸¹ Motsetningsvis, om Coca Cola Company ønsker å kjøpe opp norske Lerum, vil ha et mer realistisk og gjennomførbart opphav sett i lys av finansiering, oppkjøpspremie, videre drift, mv.

et grunnlag for sin investeringsbeslutning.¹⁸² Et moment av betydning er da også hvordan markedet tidligere tradisjonelt har reagert på tilsvarende opplysninger.¹⁸³

På den bakgrunn avgjøres «merkbart» etter en «fornuftig investor»-vurdering, jf. verdipapirhandelloven § 3-2 første, jf. tredje ledd. Følgelig er merkbarhetskriteriet et betydelig lempeligere krav til kurspåvirkningseffekt, sammenlignet med det tidligere vesentlighetskravet. Dette reiser spørsmål ved om lempningen av vilkåret til en «fornuftig investor»-vurdering er forsvarlig med tanke på nødvendig effektivitet i markedet, og om det i tillegg bør innfortolkes en sensitivitetsterskel eller sikkerhetsmargin.

5.8. Skal det innfortolkes et tilleggskrav i definisjonens kurspåvirkningsvilkår?

I norsk rett er det reist spørsmål ved om det skal innfortolkes en sikkerhetsmargin eller sensitivitetsterskel for hva som er tilstrekkelig kurspåvirkning.¹⁸⁴ Jeg mener det verken de lege lata eller de lege ferenda er grunnlag for å innfortolke et tilleggskrav i selve definisjon av innsideinformasjon i verdipapirhandelloven § 3-2.

I Oslo tingretts dom i «Nettavisen»-saken uttrykte retten bekymring for definisjonens rekkevidde og mente kravet til kurspåvirkning ikke burde være for strengt:

«Det bør legges inn en viss sikkerhetsmargin for aktørene for at ikke forbudet skal virke lammende også for fornuftige transaksjoner, da et for strengt krav her ellers over tid vil kunne svekke den nødvendige effektivitet i de finansielle markeder.»¹⁸⁵

Retten diskuterer sikkerhetsmarginen i tilknytning til kurspåvirkningsvilkåret i definisjonen i verdipapirhandelloven § 3-2. Slik jeg forstår, vil en sikkerhetsmargin ha tilsvarende funksjon som en sensitivitetsterskel, men med den forskjell at sikkerhetsmarginen representerer en reservasjon i stedet for et tillegg som ved sensitivitetsterskelen.

Det er riktig at tolkning av en lovbestemmelse skal skje i lys av rettsvirkningen bestemmelsen gir.¹⁸⁶ Etter min mening er det imidlertid uheldig at rekkevidden av handleforbudet i

¹⁸² En aksje med høy beta-verdi (beta over 1) vil bevege seg mer enn markedet målt i prosent.

¹⁸³ Kredittilsynets rundskriv 14/2005. Tilsvarende i dansk rett, Betænkning nr. 1521 (2010) side 74.

¹⁸⁴ Se TOSLO-2008-184013 og LB-2009-196723. Se også Svedberg (2007) punkt 3.4.5.

¹⁸⁵ Domsavgivelsen er anket og opphevet av lagmannsretten, jf. LB-2009-196723, men også lagmannsrettens dom er anket med sikte på ny runde i Høyesterett.

verdipapirhandelloven § 3-3 skal få betydning for selve definisjonen av innsideinformasjon. Dette vil være å knytte definisjonen for nært opp til handleforbudet som sådan. Etter min mening bør utfordringene i stedet avhjelpest av rettstridsbegrensningen i det enkelte forbud, eksempelvis handleforbudets misbruksreservasjon etter verdipapirhandelloven § 3-3 andre ledd.¹⁸⁷

Spørsmålet er om det i stedet skal innfortolkes et tilleggskrav ved en sensitivitetsterskel.

Aksjemarkedet består av mange ulike aktører og rask informasjonsflyt.¹⁸⁸ Den fornuftige investoren må derfor forholde seg til en omfattende mengde ulike opplysninger av større eller mindre viktighet. Samlet sett vil disse opplysningene til enhver tid ha innvirkning på aksjekursen, og gjøre den utsatt for endring og utvikling. Spørsmålet om den enkelte opplysning er kursrelevant vil alltid være nært knyttet til og avhenge av de opplysninger som allerede er offentlig tilgjengelige.¹⁸⁹ Det er derfor ikke så enkelt som at den kursrelevante opplysningen er kursrelevant bare fordi den er et nytt bidrag til informasjonsmengden i markedet. Dette taler for at en sensitivitetsterskel må innfortolkes for å sikre at anvendelsesområdet ikke ble utvidet mer enn det som var hensiktsmessig og nødvendig for å oppfylle lovens formål.

I tillegg kan det hevdes at visse ulemper ved ulovlig innsidehandel uansett må tåles og heller bli betraktet som en kostnad for å få reflektert informasjon i verdipapirkursen.¹⁹⁰ Ulovlig innsidehandel bidrar til at kurssensitiv informasjon blir raskere reflektert i aksjekursen, og medvirker til at kapitalen kanaliseres dit den gir mest avkastning. Markedets informasjonseffisiens ville derfor bli svekket ved en hemmende kontraheringsadgang for markedsaktørene.

Det er dessuten også et poeng å la de aktørene som sitter med mest velegnet informasjon om aksjekursens utvikling få handle friere i aksjen for å motvirke feilprising som «støyhandlerne» gir opphav til.¹⁹¹

¹⁸⁶ Nygaard (1999) side 74.

¹⁸⁷ En nærmere gjennomgang av misbruksreservasjonen i handleforbudet faller utenfor avhandlingen.

¹⁸⁸ Bøhren og Michalsen (2010) side 485.

¹⁸⁹ Se blant annet fortalens punkt 1 i Rdir. 2003/124/EF.

¹⁹⁰ NOU-1996-2 punkt 2.5.1.4.

¹⁹¹ NOU-1996-2 punkt 2.4.5.

Om det foreligger innsideinformasjon etableres det en rekke plikt- og forbudsregler for markedsaktøren. Disse plikt- og forbudsreglene lammer investorens reaksjoner av hensyn til de øvrige aktørene i markedet. Det ville være uheldig om denne lammelsen ble utnyttet ved at en investor, som ledd i vedkommendes investeringsstrategier, bevisst meddelte innsideinformasjon til investoren. Gode grunner kan da tale for at det skal kreves noe mer for at kurspåvirkningsvilkåret skal være oppfylt.

Etter min mening angir ikke lovens ordlyd og forarbeider at lovgiver har ment at det skal oppstilles et tilleggskrav utover lovens kurspåvirkningsvilkår. Tilsvarende er oppfatningen i de to rettsavgjørelsene fra 2011.¹⁹² Det avgjørende er uansett lovens formål om å legge til rette for et effektivt verdipapirmarked basert på tillit, jf. verdipapirhandelloven § 1-1. Formålet tilsier at enhver opplysning som er innsideinformasjon skal underlegges plikt- og forbudsbestemmelser inntil informasjonen er «offentlig tilgjengelig eller allment kjent», jf. § 3-2.

Sett i lys av lovens formål må det sentrale poenget være om det foreligger opplysninger som gir den enkelte investor en fordel på de øvrige markedsaktørers bekostning. Fordelen gir en mulighet til å høste verdier fra markedet uten å bli utsatt for samme risiko som de andre investorene på markedet. Så lenge det kan vinnes verdier som følge av et misforhold i informasjonstilgangen, herunder at opplysningen har et misbrukspotensiale, må dette være det avgjørende. Disse posisjonene må være underlagt lovgivning ved plikt- og forbudsregler.

En sensitivitetsterskel utover merkbarhetskriteriet er tilsynelatende heller ikke diskutert i EU.¹⁹³ På dette tidspunktet foreligger det ingen rettspraksis eller utfyllende rettsakter som gir grunnlag for å innfortolke en slik tilleggsterskel. CESR uttaler imidlertid:

«Regarding the various factors that can be taken into consideration, it becomes quite clear that fixed thresholds of price movements or quantitative criteria alone are not a suitable means of determining the significance of a price movement.»¹⁹⁴ (egen uthevelse).

¹⁹² LB-2009-196723 og TOSLO-2010-162959.

¹⁹³ TOSLO-2010-162959: «Retten kan ikke se at det er holdepunkter for at «den fornuftige investor»-testen som skal foretas etter EU-retten krever kvantitativt mer med hensyn til den mulige kurspåvirkningen enn hva som kreves etter norsk rett isolert sett.»

¹⁹⁴ CESR/02-089d punkt 24.

CESRs uttalelse viser at kvantitativt fastsatte terskler ikke er tilstrekkelig for å avgjøre kurspåvirkning. Det tillegget CESR synes å rette fokus på er ikke en sensitivitetsterskel, men kurspåvirkningsvilkårets komplekse oppbygning ved at «all market variables that affect the financial instrument in question should be taken into account.»¹⁹⁵

Svedberg antar i Tidsskrift for forretningsjus, at det var lovgivers hensikt at en sensitivitetsterskel skulle innfortolkes etter lovendringen for å hindre at omstendigheter av kun teoretisk kursbetydning omfattes av bestemmelsen.¹⁹⁶ Slik jeg forstår lovens kurspåvirkningsvilkår, vil dette imidlertid ikke være en problemstilling. En teoretisk mulighet for kurspåvirkning vil ikke oppfylle lovens krav til kurspåvirkningsevne. Slike opplysninger er ikke av betydning for hva en fornuftig investor «sannsynligvis vil benytte» for å oppnå forventet avkastning.¹⁹⁷

En sensitivitetsterskel vil dessuten lett resultere i et sjansespill hva gjelder (u)lovlighetenes grenser. Dette kan igjen vanskeliggjøre en opprettholdelse av prinsippet om likhet for loven siden terskelen vil foranledige svært konkrete vurderinger. Selv om sensitivitetsterskelen er til borgernes gunst, vil det samtidig være uheldig å skulle operere med slike skjønnsmessige kriterier på strafferettens område.

Jeg mener diskusjonen, om det skal oppstilles en sensitivitetsterskel for hva som utgjør insideinformasjon, et resultat av tidligere uheldige tolkninger av hovedvilkårene i definisjonen, og da særlig «presise opplysninger» og «egnet til å påvirke kursen [...] merkbart». Det er viktig at rettsanvender tolker og overholder definisjonen riktigst mulig ved å ta hensyn til lovens formål, det strafferettslige legalitetsprinsippet og regelens komplekse bakteppe hva gjelder faktiske forhold. Dette er nødvendig for å hindre en uheldig utvikling og en løssluppen holdning for hva som utgjør insideinformasjon.

¹⁹⁵ CESR/02-089d punkt 25.

¹⁹⁶ Svedberg (2007) punkt 3.4.5.

¹⁹⁷ Se Kredittilsynets høringsnotat av 19.01.00 side 25. En forventet avkastning er betinget av kurspåvirkning. Jeg mener derfor en teoretisk mulighet for kurspåvirkning ikke er tilstrekkelig.

5.9. Oppsummering

Kort fortalt mener jeg kurspåvirkningsvilkåret består av en vurdering av sannsynlighet for kurspåvirkning, herunder opplysningens kurspåvirkningsevne. I tillegg har ordlyden «merkbar» et selvstendig innhold ved at den oppstiller et krav om en identifiserbar kurspåvirkningsevne. Dette må sees i sammenheng med «fornuftig investor»-vurderingen.

Videre vil det normalt være sannsynlig at den fornuftige investoren benytter opplysningene som følge av opplysningenes identifiserbare kurspåvirkningsevne, og evnens betydning for avkastningsmulighetene. Tanken er at den fornuftige investorens reaksjon styres av målet om å høste verdier. Det avgjørende er dermed om opplysningen bidrar til realisering av (forventet) avkastning.

Slik jeg ser det utgjør ikke «fornuftig investor»-vurderingen en reduisering av kurspåvirkningsvilkåret. En slik oppfatning er bare naturlig om tolker «merkbar» strengere enn det identifiserbare. På bakgrunn av gjennomgangen i avhandlingens punkt 5.6., mener jeg det ikke er grunnlag for en slik forståelse av merkbarhetskriteriet. Tilsvarende mener jeg er oppfatningen de lege ferenda. Om opplysningene innebærer at en handel ikke kan foretas uten sannsynligvis å bevege markedskursen, bør opplysningene behandles som innsideinformasjon.¹⁹⁸ Det er kurspåvirkningen som gir innehaveren av innsideinformasjon mulighet til å høste verdier på øvrige markedsaktørers bekostning. Denne såkalte innhøstingen av verdier bør hindres uavhengig av antagelsene om kurspåvirkningens omfang.

En «fornuftig investor»-vurdering, mener jeg, sikrer riktig rettsanvendelsesperspektiv og forenkler vurderingen av når en opplysning er tilstrekkelig kurspåvirkende til å oppfylle definisjonens vilkår. I tillegg hindrer den urimelighet ved å begrense omfanget av kurspåvirkningsvilkåret ved et sannsynlighetskrav, jf. «sannsynligvis vil benytte».

Kurspåvirkningsvilkårets oppbygning kan, som vist i avhandlingens punkt 5.2., imidlertid gjøre definisjonen vanskelig tilgjengelig for markedsaktørene. Intensjonen bak lovendringene i 2005 var å skape en forenklet og mer rettsikker definisjon. Jeg mener lovgiver har lyktes i å gi en mer tilgjengelig definisjon, om det tas hensyn til både det

¹⁹⁸ Norges Fondsmeglerforbund, Anbefaling nr. 4 – Ordrebokinformasjon og innsidehandel, revidert utgave av 17. august 2005.

strafferettslige legalitetsprinsippet og rettsområdets komplekse oppbygning.¹⁹⁹ Etter min mening er det klart hvilke vurderingstemaer kurspåvirkningsvilkåret i definisjonen oppstiller.

Det problematiske er at vurderingstemaene kan være vanskelige å anvende, fordi de faktiske forhold i de enkelte tilfellene normalt er svært ulike og komplekse.

Loven løser en av utfordringene ved at definisjonen av innsideinformasjon er av rent objektiv karakter, og at det er «fornuftig investor»-vurderingen som er avgjørende for om opplysningen er tilstrekkelig kurspåvirkende.

Det sentrale poenget er likevel at kurspåvirkning avhenger av markedsaktørens tolkning av ny informasjon i markedet. Verdipapirmarkedet består av flere særdeles forskjellige aktører, hvor alle har forskjellige evner og forutsetninger for å tolke og bearbeide informasjonsmengden. Markedsaktørens reaksjon på informasjonen beror på om den oppleves som kursrelevant. Om den nye informasjonen er kursrelevant avhenger av flere forhold, blant annet allerede tilgjengelig informasjon i markedet.

Følgelig avhenger dynamikken i verdipapirmarkedet og aksjekursens utvikling i stor grad av flere forhold, som igjen er betinget av hverandre. Dette kan gjøre det nærmest umulig å la være å se hen til den etterfølgende kursutvikling ved vurderingen av om en opplysning var tilstrekkelig kurspåvirkende, og derfor å regne som innsideinformasjon.²⁰⁰ Etter min mening er det desto viktigere å understreke at spørsmålet om innsideinformasjon foreligger ikke skal løses «ex post», men «ex ante» ut fra den fornuftige investors antatte vurdering på transaksjonstidspunktet.

Endelig er det avgjørende at rettsanvenderen tar hensyn til det strafferettslige legalitetsprinsippet, lovgivervilje og forholdets kompleksitet ved forståelsen og anvendelsen av regelen. Det er først da kurspåvirkningsvilkåret vil få en optimalisert, rettsikker og mest mulig riktig anvendelse.

¹⁹⁹ Det strafferettslige legalitetsprinsippet stiller krav til «klar lovhjemmel» etter Grunnloven § 96, men de ulike og komplekse saksforholdene nødvendiggjør en tilpasningsdyktig lovbestemmelse.

²⁰⁰ Markedets reaksjon, og således kursutviklingen, etter offentliggjøring av opplysningene.

6. Kilder

6.1. Lov

Børsloven	Lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder.
EØS-avtalen	Avtale om det europeiske økonomiske samarbeidsområde inngått 2. mai 1992 mellom EU og EUs medlemsstater på den ene side og EFTA og EFTAs medlemsstater på den annen.
EØS-loven	Lov 27. november 1992 nr. 109 om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) m.v. (EØS-loven).
Lov om gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet (opphevet)	Lov 4. mars 2005 nr. 11 om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av Markedsmisbruksdirektivet mv.)
Lov om tiltak mot ulovlig innsidehandel (opphevet)	Lov 15. juni 2001 nr. 43 om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover.
Straffeloven (1902)	Almindelig borgerlig straffelov av 22. mai 1902 nr. 11.
Verdipapirhandelloven (2007)	Lov om verdipapirhandel 29. april 2007 nr. 75.
Verdipapirhandelloven (1997) (opphevet)	Lov om verdipapirhandel 19. juni 1997 nr. 79
Verdipapirhandelloven (1985) (opphevet)	Lov om verdipapirhandel 19. juni 1997 nr. 79

6.2. Forskrifter

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

6.3. Forarbeid

Innst. O nr. 72 (2004-2005)	Innstilling fra justiskomiteen om lov om straff (straffeloven)
NOU 1996: 2	Verdipapirhandel
Ot.prp. nr. 34 (2006-2007)	Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)
Ot.prp. nr. 12 (2004-2005)	Verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.)
Ot.prp. nr. 80 (2000-2001)	Lov 9. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (tiltak mot ulovlig innsidehandel mv.)

6.4. Rettspraksis

Lagmannsrett

Borgarting lagmannsrett «Nettavisen»	Dom av 29. august 2011. LB-2009-196723
Frostating lagmannsrett «Sævik Supply»	Dom av 4. februar 1999. RG-2000-858

Tingrett og byrett

Oslo tingrett «Alain Angelil»	Dom av 9. desember 2011 09-174686MED-OTIR/05
Oslo tingrett «Pareto-megler»	Dom av 5. juli 2011. TOSLO-2010-162959
Oslo tingrett «Nettavisen»	Dom av 25. august 2009. TOSLO-2008-184013
Salten tingrett «Nordlandsbanken ASA»	Dom av 17. mars 2005. Sak 04-143314
Oslo tingrett «Birdstep»	Dom av 10. september 2004. TOSLO-2003-18037

6.5. EU

Direktiv/forordninger

Innsidehandelsdirektivet Rdir. 89/592/EF (opphøvet)	Rådets direktiv 89/592/EØF af 13. november 1989 om samordning af retsforordningerne vedrørende insider-handel
Markedsmisbruksdirektivet Rdir. 2003/6/EF	Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (Rdir.) 2003/6/EF af 28. januar 2003 in insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug)
Første kommisjonsdirektiv Rdir. 2003/124/EF	Kommissionens direktiv 2003/124/EF af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til definition og offentliggjørelse af intern viden og kursmanipulation (EØS-relevant)
Andre kommisjonsdirektiv Rdir. 2003/125/EF	Kommissionens direktiv 2003/125/EF af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til redelig fremlæggelse af investeringsanbefalinger og oplysning om interessekonflikter (EØS-relevant)
Tredje kommisjonsdirektiv Rdir. 2004/72/EF	Kommissionens direktiv 2004/72/EF af 29. april 2004 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF, for så vidt angår accepteret markedspraksis, definition af intern vider i forbindelse med varederivater, udarbejdelse af lister over insidere, anmeldelse af ledende medarbejders transaktioner og af mistænkelige transaktioner (EØS-relevant tekst)

Praksis

Dom av 23. desember 2009 C-45/08	Saken Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck mot Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA).
-------------------------------------	---

Dokumenter fra CESR

CESR/02-089d	CESR's advice on Level 2 Implementing Measures for the Marked Abuse Directive
--------------	---

6.6. Utenlandske kilder

Dansk rett

Værdipapirhandelloven	Bekendtgørelse af lov om værdipapirhandel m.v. nr. 883 af 09/08/2011
Finanstilsynets Betænkning av 5. juli 2010	Betænkning om insiderhandel, Betænkning nr. 1521, juli 2010 Tilgjengelig på www.finanstilsynet.dk (Under Tal & Fakta – Rapporter)

Svensk rett

Marknadsmissbrukslagen Betänknande av Markedsmisbruksutredningen	Lag (2005:377) av 2005-06-02 Statens Offentliga Utredningar, SOU 2004: 69 side 76-77
--	---

6.7. Litteratur

Offentlige dokument

Finanstilsynets rundskriv 28/2011	Lov om verdipapirhandel – enkelte kommentarer til kapittel 3 og 4. Rundskriv av 4. november 2011.
Kredittilsynets (nå Finanstilsynet) høringsnotat av 1. mars 2004	Begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv. – implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv
Kredittilsynets (nå Finanstilsynet) høringsnotat av 21. januar 2000	Forslag til begrenset revisjon av verdipapirhandelloven – tiltak mot ulovlig innsidehandel mv.

Bøker

Andenæs (1996)	Andenæs, Johns.: <i>Formuesforbrytelsene</i> , 6. utg. Oslo, 1996.
----------------	--

- Bergo (2008) Bergo, Knut: *Børs og verdipapirrett*, 3. utg. Oslo, 2008.
- Bøhren og Michalsen (2010) Bøhren og Michalsen: *Finansiell økonomi*, 4. utg. Oslo, 2010.
- Eckhoff (2001) Eckhoff, Torstein/Helgesen, Jan: *Rettskildelære*, 5. utg. Oslo, 2001.
- Eide (1999) Eide, Erling: *Rettsøkonomi for offentlig rett*, 3. utg. Oslo, 1999.
- Knoph (1948) Knoph, Ragnar: *Rettslige standarder: særlig Grunnlovens § 97*, Oslo, 1948.
- Nygaard (2004) Nygaard, Nils: *Rettsgrunnlag og standpunkt*, 2. utg. Bergen, 2004.
- Nygaard (1999) Nygaard, Nils: *Rettsgrunnlag og standpunkt*, 1. utg. Bergen, 1999.
- Reed (1996) Reed, Bjørn Gabriel: *Straffbar innsidehandel*, Oslo, 1996.
- Rehof og Trier (1990) Rehof, Lars Adam og Tyge Trier: *Menneskerett*, Oslo, 1990.
- Sejerstad m.fl. (2004) Sejerstad, Fredrik ...[et al.]: *EØS-rett*. 2. utg. Oslo, 2004.
- Sæbø (1995) Sæbø, Rune: *Innsidehandel med verdipapir*, Bergen, 1995.
- Verdipapirhandelloven
Kommentarutgave (2002) Bechmann, Tore et. al.: *Verdipapirhandelloven kommentarutgave*, Oslo, 2002.

Artikler

- Christie (2005) Christie, Lars Knem: «Verdipapirrett og børsnotering – en oversikt», *Praktisk økonomi og finans*, 2005 nr. 4 side 53-64.
- Tanya (2003) Farstad, Tanya: «Straffbar innsidehandel». *Lov og rett* 2003 Nr. 04-05 s. 280-289

- Gravir (2005) Gravir, Gaute S.: «Implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv», *Tidsskrift for Forretningsjus*, 2005 nr. 1 side 97-116.
- Høgberg (2000) Høgberg, Alf Petter: «Om reelle hensyn og deres betydning for grensen mellom straffbare og straffrie handlinger», *Tidsskrift for Rettsvitenskap*, 2000 side 525.
- Mydske (2006) Mydske, Tore: «Amerikansk verdipapirlovgivning sett med norske øyne», *Tidsskrift for Forretningsjus*, 2006 nr. 2 side 71.
- Svedberg (2007) Svedberg, Johan: «Begrepet innsideinformasjon», *Tidsskrift for Forretningsjus*, 2007 nr. 2 side 117-162.
- Skjelbred (2009) Skjelbred, Thomas: «Fra Økokrim: Utviklingen i rettspraksis for verdipapirhandelkriminalitet 2006-2009», *Tidsskrift for Strafferett*, 2009 nr. 1 side 131-145.
- Skjerdal (2001) Skjerdal, Nicolai Vogt: «Hva betyr «klar lovhjemmel»?», *Jussens Venner 2001*, side 337.
- Zakamouline og Koekebakker (2006) Zakamouline, Valeri og Koekebakker, Steen: «Forventet avkastning på aksjeindeksobligasjoner», *Praktisk økonomi og finans*, 2006 nr. 4 side 75-87.

6.8. Diverse

Internettider

Bokmålsordboka & Nynorskordboka, UiO og Språkrådet

Forklaring av begrepet i UiO og Språkrådets ordbok, <http://www.nob-ordbok.uio.no/perl/ordbok.cgi?OPP=rykte&bokmaal=+&ordbok=bokmaal>.

EUR-Lex.europa.eu

EUR-lex.europa.eu (forsiden) <http://eur-lex.europa.eu/> [26. november 2011].

- Norges Fondsmeglerforbund,
Anbefaling nr. 4. Ordrebokinformasjon og innsidehandel, revidert
utgave av 17. august 2005.
- Ordbogen.com Ordbogen.com – Danmarks største online ordbog,
[http://www.ordbogen.com/opslag.php?word=m
%C3%A6rkbar&dict=ddsy](http://www.ordbogen.com/opslag.php?word=m%C3%A6rkbar&dict=ddsy)
[27. november 2011].
- Oslo Børs Minileksikon, [http://oslobors.no/Oslo-Boers/Om-
oss/Minileksikon](http://oslobors.no/Oslo-Boers/Om-oss/Minileksikon)
[2. desember 2011].
- Oxford English Dictionaries Oxford Dictionaries – The world’s most trusted
dictionaries
[http://oxforddictionaries.com/definition/significa
nt](http://oxforddictionaries.com/definition/significant)
[http://oxforddictionaries.com/definition/substan
tial](http://oxforddictionaries.com/definition/substantial)
[27. november 2011].
- Språkversjoner av Rdir. 2003/6/EF Access to European Union Law,
[http://eur-
lex.europa.eu/Notice.do?val=284651:cs&lang=da
&list=284809:cs,284651:cs,&pos=2&page=1&nbl=
2&pgs=10&hwords=&checktexte=checkbox&visu
=#texte](http://eur-lex.europa.eu/Notice.do?val=284651:cs&lang=da&list=284809:cs,284651:cs,&pos=2&page=1&nbl=2&pgs=10&hwords=&checktexte=checkbox&visu=#texte)
[26. november 2011].
- Media
- «På innsiden: Voodooøkonomi» Artikkel i Dagens Næringsliv 28. august 2009.
Tilgjengelig på DN.no,
[http://www.dn.no/forsiden/kommentarer/article
1730778.ece](http://www.dn.no/forsiden/kommentarer/article1730778.ece)
[22. november 2011].
- «Merkbar dom» Artikkel i Dagens Næringsliv 7. juli 2011.