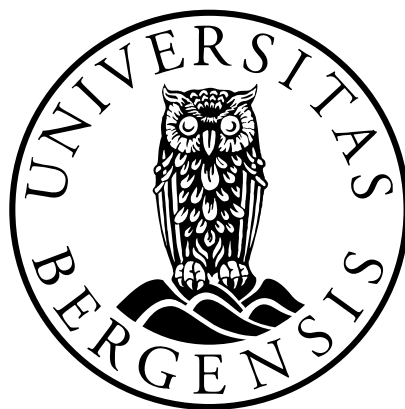


Kravet til "presise opplysninger" i MAR art. 7 (2)

*En rettsdogmatisk analyse av innsidedefinisjonen
etter overgangen fra direktiv til forordning*

Kandidatnummer: 261

Antall ord: 13234



JUS399 Masteroppgave

Det juridiske fakultet

UNIVERSITETET I BERGEN

10.05.2022

Innholdsfortegnelse

Innholdsfortegnelse	2
1 Innledning	4
1.1 Tema og problemstilling	4
1.2 Bakgrunn og aktualitet	5
1.3 Formål og hensyn	6
1.4 Rettskilder og metode	8
1.5 Fremstillingen videre	9
2 Vilkårene for at insideinformasjon skal foreligge	11
2.1 Rettslig utgangspunkt	11
2.2 Tilgjengelighetsvilkåret – opplysninger må ikke være offentliggjort	12
2.3 Tilknytningsvilkåret – opplysningene må gjelde utstedere eller finansielle instrumenter	14
2.4 Påvirkningsvilkåret – opplysningene må være egnet til å påvirke kursen merkbart	17
2.4.1 Opplysningen må være egnet til å påvirke kursen	19
2.4.2 Kursen må påvirkes merkbart	21
3 Nærmere om kravet til “presise opplysninger” i MAR art. 7 (2)	24
3.1 Opplysningene må indikere at omstendigheter eller hendelser foreligger	24
3.1.1 Nærmere om hva “omstendigheter” omfatter	25
3.1.2 Nærmere om hva “hendelser” er	27
3.2 Nærmere om opplysninger om fremtidige omstendigheter eller hendelser	27
3.2.2 Sannsynligheten for at omstendigheter eller hendelser vil inntreffe	29
3.2.3 Kort om rykter kan utgjøre presise opplysninger	33
3.2.4 Særlig om rimelig mulighet er riktig forståelse	34
3.3 Spesifikasjonsvilkåret – opplysninger må være tilstrekkelig spesifikke	36
3.4 Sammenhengen mellom vilkårene i MAR art. 7 (1), (2) og (4)	38
4 Oppsummering og konklusjon	40
Kilderegister	42

1 Innledning

1.1 Tema og problemstilling

Avhandlingens overordnede tema er definisjonen av innsideinformasjon. Hovedproblemstillingen er hva som utgjør "*presise opplysninger*" i definisjonen av innsideinformasjon i EUs markedsmisbruksforordning art. 7 (1) bokstav a (MAR).¹ MAR art. 7 (1) bokstav a definerer innsideinformasjon følgende:

"Presise opplysninger som ikke er blitt offentliggjort, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere utstedere eller ett eller flere finansielle instrumenter, og som er egnet til å påvirke kursen på disse finansielle instrumentene eller kursen på tilknyttede finansielle derivater merkbart dersom de blir offentliggjort".²

Bestemmelsen oppstiller fire kumulative vilkår for at en opplysning skal utgjøre innsideinformasjon. Opplysningene må (1) være presise, (2) ikke være offentliggjort, (3) direkte eller indirekte vedrøre utstedere eller finansielle instrumenter og (4) være egnet til å påvirke kursen merkbart, se punkt 2.1. Ordlyden presise opplysninger er nærmere definert i MAR art. 7 (2) første punktum, hvor det fremgår følgende:

"Ved anvendelsen av nr. 1 skal opplysninger anses som presise dersom de indikerer at en eller flere omstendigheter foreligger, eller at det er rimelig å forvente at de kan komme til å foreligge, eller en hendelse som har inntruffet, eller som det er rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe, dersom disse opplysningene er tilstrekkelig spesifikke til at det kan trekkes en slutning om den mulige påvirkningen disse omstendighetene eller denne hendelsen kan ha på kursene på de finansielle instrumentene [...]".

I tillegg til hovedproblemstillingen er det nødvendig å se på flere underproblemstillinger for å belyse avhandlingens tema. For det første vil det sees på hvordan ordlyden "*rimelig å forvente*" i art. 7 (2) skal forstås i lys av EU-domstolens uttalelser i sak C-19/11 *Geltl v. Daimler*.³ For det andre vil det sees på når en opplysning er tilstrekkelig spesifikk til at en investor kan konkludere med kurspåvirkning. For det tredje vil det spørres om forståelsen av reglene i norsk

¹ 596/2014/EU: Markedsmisbruksforordningen.

² Offisiell norsk oversettelse på Lovdata, EØS-tillegget nr. 102/2019/s. 126, doknr. 32014R0596.

³ C-19/11 *Markus Geltl v. Daimler AG* EU:C:2012:397.

rett harmoniserer med forståelsen av innsidedefinisjonen i EU-retten. For det fjerde vil det sees på hvordan sammenhengen mellom de ulike vilkårene i MAR art. 7 (1) a påvirker forståelsen av ordlyden.

Definisjonen av innsideinformasjon i MAR art. 7 (1) omfatter aksjer, finansielle instrumenter, råvarederivater og utslippskvoter. Denne avhandlingen vil begrense seg til å bare behandle innsideinformasjon om aksjer og finansielle instrumenter, slik at råvarederivater og utslippskvoter ikke vil behandles nærmere i det følgende.

1.2 Bakgrunn og aktualitet

Markedsmisbruksforordningen er en del av verdipapirrettens regulering av kapitalmarkedene og regulerer hvilken adferd investorer eller selskaper kan ha i markedet. Forordningen pålegger aktørene i kapitalmarkedene, herunder selskaper og investorer, flere plikter og forbud. Når det oppstår innsideinformasjon, utløser det informasjonsplikt for selskapene etter MAR art. 17, og i MAR art. 14 er det oppstilt et forbud mot å handle på bakgrunn av innsideinformasjon og å spre slik informasjon. Bakgrunnen for forbudet er at misbruk av innsideinformasjon er skadelig for allmennhetens ønske om å investere i markedet, jf. fortalens pkt. 2 siste punktum.

Før gjennomføringen av MAR var definisjonen av innsideinformasjon hjemlet i EUs Markedsmisbruksdirektiv (MAD) art. 1 nr. 1. Bakgrunnen for overgang fra direktiv til forordning er Larosière-rapporten. EU ba et utvalg ledet av Jacques de Larosière, Larosière-utvalget, om blant annet å undersøke hva som utløste finanskrisen i 2008. Utvalget konkluderte med at reguleringen av markedene var for svak og at markedene var blitt så komplekse at MAD ikke ga et effektivt vern mot markedsmisbruk.⁴ For å regulere kapitalmarkedene på en mer effektiv måte valgte EU å gå over fra direktiv til forordning⁵. Når formålet er å harmonisere regelverket på tvers av medlemslandene, vil en forordning være en mer effektiv løsning.⁶

Innsidedefinisjonen i MAR art. 7 er derfor særlig viktig av hensyn til kapitalmarkedenes rolle i samfunnet og tilliten til at kapitalmarkedene skal kunne spille en slik rolle. Definisjonen av

⁴ Se Larosière-utvalgets rapport av 25. februar 2009 for "High Level Group on Financial Supervision in the EU" s. 3.

⁵ Direktiver er rettsakter som fastsetter mål medlemslandene skal oppnå, mens en forordning er en bindende rettsakt for alle medlemslandene, se Sejersted m.fl. (2011) *EØS-rett*, s. 53.

⁶ Sejersted m.fl. (2011) s. 53.

innsideinformasjon er derfor aktuell, både fra et større samfunnsperspektiv og fra et rent rettslig perspektiv.

For det første har Høyesterett avsagt dom om definisjonen av innsideinformasjon, se HR-2022-695-A (*Reno Norden*). En tidligere aksjeeier i selskapet Reno Norden ASA hadde fremsatt krav om erstatning etter allmennaksjeloven § 17 mot selskapets tidligere styremedlemmer.⁷ Erstatningskravet bygget på at aksjeeieren mente at selskapet ikke hadde overholdt dets løpende informasjonsplikt etter MAR art. 17 (1). Aksjeeieren vant ikke frem med erstatningskravet i lagmannsretten, men anket over lovanvendelsen til Høyesterett. Saken var for Høyesterett begrenset til tolkningen av ordlyden "*med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe*" jf. vphl. § 3-2 (2).⁸ Bestemmelsen i vphl. bygget på det tidligere markedsmisbruksdirektivet (MAD), som hadde en tilsvarende ordlyd i art. 1 (1). EU-domstolen har tolket ordlyden i *Geltl v. Daimler*, men dommen gir ikke noe klart svar på hvordan ordlyden med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe skal forstås se nærmere under pkt. 3.2.2.

For det annet har det etter koronapandemiens inntog i mars 2020 skjedd en massiv økning i aktivitet på Oslo Børs.⁹ Med flere børsnoterte selskaper og flere investorer, er det nærliggende å anta at enda flere investorer enten besitter innsideinformasjon eller havner i situasjoner hvor de kan komme i besittelse av slik informasjon. Av hensyn til ivaretagelsen av formålet med MAR om å sikre tillit til markedet, er det viktig at reglene om markedsmisbruk overholdes. Markedsmisbruk omfatter f.eks. manipulasjon, innsidehandel eller utilbørlig utnyttelse av markedet, og resulterer i handel på ulike vilkår. MAR skal fungere som verktøy for å oppnå handel på like vilkår.

1.3 Formål og hensyn

Velfungerende verdipapirmarkeder som allmennheten har tillit til, er en forutsetning for økonomisk vekst.¹⁰ Med verdipapirmarkeder menes det i denne avhandlingen markedsplasser for kjøp og salg av verdipapirer. Videre er markedsmisbruk, herunder utnyttelse av innsideinformasjon eller manipulasjon av markedet, skadelig for integriteten og tilliten til markedet.¹¹ Formålet med MAR er dermed å sikre allmennhetens tillit til markedet. Formålet

⁷ Se LB-2019-130220 (*Reno Norden*).

⁸ Bestemmelsen ble opphevet ved innføringen av MAR i norsk rett med virkning fra 1. mars 2021, og definisjonen av innsideinformasjon i vphl. § 3-2 (2) er erstattet av MAR art. 7 (1).

⁹ Se AksjeNorges årsrapport for 2021: <https://aksjenorge.no/aktuelt/2022/01/07/stat2021/>

¹⁰ Jf. fortalen pkt. 2 annet punktum.

¹¹ Se fortalens pkt. 2 tredje punktum.

skal oppnås gjennom ensartede regler, klarhet i de viktigste begrepene og et felles regelverk.¹² MAR søker derfor å skape et klart, felles regelverk.

Foruten å regulere kapitalmarkedenes rolle i samfunnet, har innsideinformasjon også en side mot strafferetten. I MAR art. 14 er det oppstilt et forbud mot innsidehandel, og det følger av verdipapirhandelloven (vphl.) § 21-15 at overtredelse av forbudet straffes med bøter eller fengsel i inntil seks år. Høyesterett har uttalt i Rt. 2006 s. 1049 (*Sense*) at overtredelse av forbudet mot innsidehandel som hovedregel skal straffes med ubetinget fengsel. Ettersom vphl. § 21-15 oppstiller en strafferamme på seks år for overtredelse av MAR art. 14 skjerpes kravet til klar lovhjemmel, jf. legalitetsprinsippet i GrL § 113. Økt rettssikkerhet for investorene er et formål MAR søker å oppnå.¹³ Kravet om klar lovhjemmel, sammenholdt med formålet om økt rettssikkerhet for investorene, tilsier at det bør stilles like strenge krav til klarhet i MAR art. 7, som i straffebud ellers.¹⁴ Den strafferettslige siden vil dermed ha betydning for tolkningen av innsidedefinisjonen i MAR art. 7 (1) bokstav a, fordi bestemmelsen definerer hvilken informasjon som er ulovlig å utnytte etter MAR art. 14.

Aktørene i markedet består av både profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer som må forholde seg til regelverket. Profesjonelle investorer er f.eks. investeringsselskaper, fond eller privatpersoner som lever av å investere, mens ikke-profesjonelle typisk er investorer som er i markedet for å ha en inntekt ved siden av sitt opprinnelige yrke. De profesjonelle investorene bruker mer tid på analyser av selskaper forut for investeringer, har et større nettverk av kontakter innad i markedet og blir invitert til å investere i selskaper som f.eks. skal noteres på børs. Det oppstår dermed en naturlig ulikhet i tilgangen på informasjon mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle. Av den grunn skal ikke analyser eller estimater på bakgrunn av offentlig tilgjengelig informasjon anses som innsideinformasjon.¹⁵

Den verdipapirrettslige reguleringen av markedene har også en side mot blant annet børsnoterte selskaper. Selskapene har en plikt til å offentliggjøre innsideinformasjon etter art. 17. Plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon bør ikke strekkes for langt, fordi selskapene ikke skal pålegges å offentliggjøre all selskaps sensitiv informasjon. Dermed vil selskapenes plikt til å offentliggjøre innsideinformasjon ha betydning for tolkningen av innsidedefinisjonen i art. 7 (1) bokstav a.

¹² Jf. fortalen pkt. 3.

¹³ Jf. fortalen pkt. 18.

¹⁴ Se også Rt. 2012 s. 752 (*Helikopter*) avsnitt 26.

¹⁵ Jf. fortalen pkt. 28 første punktum.

1.4 Rettskilder og metode

Avhandlingen er en rettsdogmatisk analyse som tar sikte på å klarlegge gjeldende rett etter innføringen av MAR. Utgangspunktet vil være den offisielle norske oversettelsen av forordningen. Norge er imidlertid ikke medlem av EU, og den norske oversettelsen vil derfor sammenlignes med oversettelsen i ulike EU-land, fordi land som f.eks. Danmark er bundet av EU-lovgivningen i utgangspunktet.¹⁶

Ettersom MAR er en EU-forordning vil praksis fra EU-domstolen ha betydning for tolkningen i norsk rett. De sentrale dommene fra EU-domstolen om definisjonen av innsideinformasjon er *Geltl v. Daimler*, *Lafonta v. AMF* og *Spector Photo Group*.¹⁷ Dommene er avsagt etter det tidligere markedsmissbruksdirektivet (MAD), men er fortsatt relevant fordi MAR viderefører rettstilstanden under MAD.¹⁸

Det var forut for innføringen av MAR en større diskusjon rundt misbruksreglene og særlig definisjonen av innsideinformasjon var gjenstand for diskusjon.¹⁹ Ulike syn på hvordan reglene skal forstås kan by på noen utfordringer i denne avhandlingen. Det samme gjelder ulike oversettelser av regelverket til nasjonalt språk, da det kan gi ulike utslag i praksis om man benytter ord eller uttrykk med et allerede etablert rettslig innhold.

Norge er ikke bundet av lovgivningen i EU gjennom EØS-avtalen, men ved å innføre MAR som gjeldende regulering av markedsmissbruk har Norge forpliktet seg til det som følger av forordningen. Norge er derfor forpliktet til å sørge for lik anvendelse av norsk rett og EU-retten når det gjelder regelverket knyttet til markedsmissbruk. Harmoniseringen forutsetter at anvendelsen av MAR er i tråd med anvendelsen i EU. Historisk har det vært tvetydig tolkning av ordlyden "*presise opplysninger*" i innsidedefinisjonen i norsk rett, se nærmere pkt. 3.2.2.

Dersom det er uklarhet ved tolkningen av en EU-forordning skal den tolkes i lys av formål og kontekst.²⁰ Fortalen til MAR gir veiledning om formålet bak MAR, og vil derfor stå sentralt i den videre fremstilling. Særlig tolkning i lys av formålet bak reglene er viktig i EU-retten, for

¹⁶ Bergo (2021), *Børs- og verdipapirrett*, s. 455.

¹⁷ C-19/11 *Markus Geltl v. Daimler AG*, C-628/13 *Jean-Bernard Lafonta v. Autorité des marchés financiers* og C-45/08 *Spector Photo Group NV and Chris Van Raemdonck v. Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen* (CFBA).

¹⁸ Direktiv 2003/6/EF om innsidehandel og markedsmanipulering (markedsmissbruk) [opphevet]

¹⁹ Veil (2017), *European capital markets law*, s. 195 avsnitt 15.

²⁰ Sejersted m.fl. (2011), *EØS-rett*, s. 226.

å oppnå lik tolkning på tvers av landegrensene hvor oversettelsen av regelverket kan være sprikende.²¹

Spørsmålet om definisjonen av innsideinformasjon har i norsk rett vært behandlet i HR-2022-695-A (Reno Norden). Forarbeidene i NOU 2017: 14 og Prop. 96 LS (2018–2019) berører innholdet i MAR art. 7 i liten grad, og gir dermed begrenset veiledning om forståelsen, se mer om dette nedenfor under kap. 2 og 3. Hovedvekten av rettskilder fra norsk rett som analyseres i den videre fremstillingen vil derfor være ordlyd, rettspraksis og juridisk teori.

Definisjonen av innsideinformasjon er omfattende behandlet i juridisk teori. Det vil derfor vises til juridisk teori fra både norsk rett og europeisk rett i den videre analysen.²² Juridisk teori har begrenset vekt ved tolkningen sammenlignet med ordlyd, forarbeider eller rettspraksis. Der det foreligger bred enighet om forståelsen av en rettsregel eller et rettsstiftende forhold i juridisk teori, vil teori likevel kunne vektlegges til en viss grad.²³

Det vil i avhandlingen også vises til rapporter, retningslinjer eller andre uttalelser fra organer i EU som kan belyse temaet. Rapporter har ingen rettskildemessig vekt, og retningslinjer er ofte rettet mot spesifikke organer i EU. Rapporter og retningslinjer er derfor bare egnet til å belyse forståelsen av MAR.

1.5 Fremstillingen videre

Som nevnt innledningsvis er hovedformålet med avhandlingen vil være å klarlegge hva som utgjør "*presise opplysninger*" etter innføringen av MAR.

I den videre fremstillingen vil det først gjøres rede for vilkårene i art. 7 (1) bokstav a om opplysningenes tilknytning til utstedere eller finansielle instrumenter. Det vil også sees på hvorvidt opplysningene er offentliggjort og om opplysningene er egnet til å påvirke kursen merkbart, se kap. 2. Deretter vil det gjøres rede for avhandlingens hovedproblemstilling, som er vilkåret om at opplysningene må være "*presise*", i kap. 3. Under behandlingen av

²¹ Jf. C-283/81 *Cilfit v. Ministry of Health*, se også Rt. 2012 s. 761 (*Q-Free*) avsnitt 32.

²² I europeisk rett, se: Ventrizzo og Mock (2018), *Market abuse regulation: Commentary and annotated guide* gir en utfyllende fremstilling av gjeldende rett etter innføringen av MAR, Veil (2017) *European capital markets law* og Schaumburg-Müller/Werlauff (2012), *Børs- og kapitalmarkedsret*.

I norsk rett, se: Stordrange (2019), *Aksjeutsteders løpende informasjonsplikt og erstatningsansvar*, Bergo (2021), *Børs- og verdipapirrett*, Bergan (2016), "Definisjonen av innsideinformasjon i lys av obligasjoners særtrekk", *Tidsskrift for forretningsjus* s. 152-249, Kinander (2022), "Presisjonskriteriet i innsidehandelsdefinisjonen i markedsmissbruksforordningen", *Karnovs tidsskrifter* 1/2022.

²³ Jf. HR-2021-2248-A avsnitt 62.

hovedproblemstillingen vil det også sees nærmere på definisjonen av presise opplysninger i MAR art. 7 (2) første punktum.

2 Vilkårene for at innsideinformasjon skal foreligge

2.1 Rettslig utgangspunkt

Ordlyden i MAR art. 7 (1) bokstav a oppstiller fire vilkår for at en opplysning skal være innsideinformasjon, se pkt. 1.1. For det første kreves det at opplysningene må være "*presise*", ofte omtalt som "*presisjonsvilkåret*", hvilket betyr at opplysningene må være konkrete nok.²⁴ For det andre kan ikke opplysningene være offentliggjort, som betyr at opplysningene må være ukjent for allmennheten. For det tredje må opplysningene "*direkte eller indirekte vedrøre*" en utsteder eller finansielle instrumenter, slik at det kreves en viss tilknytning mellom opplysningene og utsteder eller det finansielle instrumentet. For det fjerde må disse opplysningene være "*egnet til å påvirke kursen [...] merkbart*" dersom de offentliggjøres. Kravet om påvirkning på kursen innebærer at det må skje en endring i prisen på aksjene i et børsnotert selskap eller prisen på det finansielle instrumentet.

MAR art. 7 (1) bokstav a viderefører i hovedsak den tilsvarende regelen i MAD art. 1 (1), og ordlyden er mer eller mindre identisk.²⁵ Nedenfor vil det gås nærmere inn på innholdet i vilkårene om (1) opplysningens tilknytning til selskaper, (2) om opplysningene er offentliggjort og (3) om opplysningene er egnet til å påvirke kursen merkbart, se pkt. 2.2 t.o.m pkt. 2.4.

MAR art. 7 (1) bokstav a regulerer som nevnt definisjonen av innsideinformasjon. Det som kjennetegner innsideinformasjon er at opplysningene har en verdi for investorene. Prisen på aksjer i børsnoterte selskaper varierer hele tiden, i takt med at informasjon om selskapene blir gjort offentlig. Opplysningene kan komme fra selskapet selv, f.eks. gjennom en kvartalsrapport eller melding om at selskapet har inngått en kontrakt. Om Norges Bank endrer styringsrenten kan man også forvente en reaksjon fra aktørene i aksjemarkedet. Beslutninger fra OPEC om redusert produksjon av olje vil påvirke prisen på oljen. Investorene har i de tre eksemplene blitt kjent med opplysningene, slik at endringer i prisen skjer som en reaksjon på at opplysninger blir gjort offentlige.

Opplysninger om et selskap utgjør innsideinformasjon frem til opplysningene blir gjort offentlige. Innsideinformasjonens verdi ligger i at opplysningene ikke er kjent for markedet ennå. Investorer som besitter slik informasjon har dermed en fordel resten av markedet ikke

²⁴ Se f.eks. Stordrange (2019) s. 145.

²⁵ Ordlyden er endret noe ved at "*utstedere av finansielle instrumenter*" i MAD art. 1 (1) er endret til "*en eller flere utstedere*" i MAR art. 7 (1), men dette innebærer ingen realitetsendring.

har. Et praktisk eksempel er når en advokat som jobber med transaksjoner blir kjent med at et selskap skal kjøpe et annet selskap, så utgjør dette innsideinformasjon.

I praksis er dermed reglene rundt innsideinformasjon av stor betydning for både aktørene i markedet, advokater, regnskapsførere, aksjemeglere og andre som i det daglige kommer over slike opplysninger. Også såkalte primærinnsidere vil måtte forholde seg til regelverket. En primærinnsider er typisk direktører, styremedlemmer eller andre i ledelsen av et børsnotert selskap, som i kraft av sin stilling vil sitte på innsideinformasjon.

Ettersom et større antall personer har tilgang på innsideinformasjon, må selskapene derfor utarbeide lister over personer som har tilgang på innsideinformasjon, jf. MAR art. 18 (1) bokstav a. Slike innsidelister må følge de formkrav som fremgår av art. 18 (3) bokstav a til d. Listene må også kontinuerlig oppdateres dersom en person f.eks. ikke lengre har tilgang på innsideinformasjon, jf. art. 18 (4) bokstav a til c. Personer med ledelsesansvar i et selskap må også selv melde fra til selskapet dersom de kjøper aksjer i selskapet, jf. MAR art. 19 (1) bokstav a. Bruk av innsidelister og melding om at personer som besitter innsideinformasjon har kjøpt aksjer bidrar til å sikre tilliten til markedet.

2.2 Tilgjengelighetsvilkåret – opplysninger må ikke være offentliggjort

Som nevnt i punkt 2.1 er det et vilkår for at en opplysning skal regnes som innsideinformasjon at opplysningen ikke er offentliggjort. Vilkåret om at informasjonen ikke kan være offentliggjort ennå, kan betraktes som et inngangsvilkår for at vurderingen av om en opplysning er innsideinformasjon. Det er markedets manglende kjennskap til opplysningene som kjennetegner innsideinformasjon, se pkt. 2.1. I det følgende vil det sees nærmere på vilkåret om at opplysningene ikke kan være offentliggjort i MAR art. 7 (1) bokstav a.

Det følger av MAR art. 7 (1) bokstav a at opplysningene ikke kan være offentliggjort. Ordlyden "*ikke er blitt offentliggjort*" gir ingen nærmere anvisning på når en opplysning skal anses for å være gjort offentlig. For å avklare om noe ikke er offentliggjort er det trolig enklere å se på hva som kreves for at en opplysning skal anses offentliggjort. Spørsmålet er etter dette hva som skal til for at en opplysning anses offentliggjort.

Ordlyden "*ikke er blitt offentliggjort*" i art. 7 (1) bokstav a må sees i sammenheng med kravet om at innsideinformasjon skal offentliggjøres fortest mulig i MAR art. 17 (1). Det fremgår av MAR art. 17 (1) at utstederne må gjøre opplysningene offentlig på en måte som "*muliggjør at*

offentligheten raskt kan få tilgang til den og foreta en fullstendig, korrekt og rettidig vurdering av denne informasjonen", jf. MAR art. 17 (1). En naturlig språklig forståelse av ordlyden fullstendig, korrekt og rettidig i MAR art. 17 (1) tilsier at det stilles krav til en presis angivelse av opplysninger på en slik måte at investorene uten særlige hindringer kan gjøre seg kjent med opplysningenes innhold. Etter MAR art. 17 (1) skal utsteder selv offentliggjøre informasjonen. Selskapet skal etter MAR art. 17 (1) også helst gjøre opplysningene offentlige på en måte som nevnt i EUs rapporteringsdirektiv for omsettelige verdipapirer, men dette er ikke et krav. Et tilsvarende krav om at selskapet selv skal gjøre opplysningene offentlige fremgår ikke av ordlyden *"ikke er blitt offentliggjort"* i MAR art. 7 (1) bokstav a.

The Committee of European Securities Regulations (CESR) var en komité som skulle overse arbeidet med å forbedre reguleringen av verdipapirmarkedet i EU.²⁶ I CESRs nivå 3-anbefaling heter det at *"information can be publicly available even if it was not disclosed by the issuer"*, før det videre uttales at *"this applies whether the information became public through an incorrect disclosure by the issuer or a third party."*²⁷

Anbefalingen gir uttrykk for at det etter MAR art. 7 (1) bokstav a ikke kan kreves at selskapet selv har gjort opplysningene offentlige. Opplysningene er også offentliggjort dersom en tredjeperson har gjort opplysningene offentlige. Dermed kan det neppe kreves at opplysningene må være offentliggjort av selskapet, for at opplysningene skal omfattes av definisjonen i MAR art. 7 (1). En slik forståelse har også støtte i juridisk teori.²⁸

En lignende bestemmelse til MAR art. 17 (1) finnes i vphl. § 5-12 om offentliggjøring, innsending og oppbevaring av opplysninger. Det følger av vphl. § 5-12 (1) første punktum at opplysningene må offentliggjøres på en *"effektiv og ikke-diskriminerende måte"*. Opplysningene må dermed gjøres kjent for allmennheten på en måte som ikke gjør det vanskelig å finne frem til opplysningene.

Selv om MAR art. 17 og vphl. § 5-12 gjelder krav til hvordan selskapene gjør informasjon offentlig er det relevant for tolkningen av ordlyden *"ikke er blitt offentliggjort"* i MAR art. 7 (1) bokstav a. Hva som skal til for at selskapene har fulgt kravene kan være veiledende for hvordan en opplysning er blitt offentlig kjent for investorene. Dermed er det egnet til å belyse hvordan *"ikke er blitt offentliggjort"* i MAR art. 7 (1) bokstav a skal forstås. I lys av det

²⁶ CESR er i dag erstattet av European Securities and Markets Authority (ESMA).

²⁷ The Committee of European Securities Regulations (CESR); CESR/06-562b, juli 2007.

²⁸ Stordrange (2019) s. 138-139.

ovennevnte er det nærliggende å anta at spørsmålet om en opplysning er blitt offentliggjort må avgjøres på bakgrunn av en mer helhetlig vurdering.

Spørsmålet om når en opplysning anses offentliggjort har praktisk betydning. Det må være klart at dersom en journalist havner i besittelse av innsideinformasjon på ene eller andre måten, og velger å publisere denne informasjonen i en riksdekkende avis, så må den anses å være offentliggjort. Informasjonen er gjennom publiseringen av nyhetsartikkelen gjort tilgjengelig for allmennheten.

Her vil det være av interesse at den engelske tilsynsmyndigheten Financial Conduct Authority (FCA) i sin veiledning har lagt til grunn at informasjon tilgjengelig gjennom arkiver eller på internett – også der informasjonen er lagt bak en såkalt betalingsmur – må anses offentliggjort.²⁹ Selv om engelsk rett etter Englands uttredelse av EU ikke lengre er bundet av EU-retten, er veiledningen fra FCA skrevet før England trakk seg ut av EU. Veiledningen kan derfor tjene til å belyse hvor grensen for når noe er gjort offentlig går. At informasjonen er gjort tilgjengelig, må forstås som at enhver har muligheten til å gjøre seg kjent med den uten for store hindringer eller innsats. En slik forståelse harmonerer samtidig godt med kravet om "effektiv" offentliggjøring i vphl. § 5-12. Legger man en slik forståelse til grunn, kan det trolig ikke stilles strenge krav til når en opplysning skal anses offentliggjort.

Det må etter dette legges til grunn at informasjonen anses offentliggjort når den er gjort tilgjengelig for allmennheten, og at terskelen for om opplysningene er tilgjengelig for allmennheten dermed ikke er særlig høy. Sammenlignet med selskapenes løpende informasjonsplikt har den generelle definisjonen i MAR art. 7 (1) bokstav a en vesentlig lavere terskel, og åpner for at informasjon kan anses allment tilgjengelig også når den ikke er gjort offentlig av utsteder selv. Det avgjørende er hvorvidt man kan finne informasjonen uten for store utfordringer eller at den bærer preg av eksklusivitet.

2.3 Tilknytningsvilkåret – opplysningene må gjelde utstedere eller finansielle instrumenter

Foruten at opplysningene ikke er offentliggjort, er det et vilkår at opplysningene – for å regnes som innsideinformasjon – har tilknytning til selskaper eller finansielle instrumenter, jf. MAR

²⁹ Bergo (2021) s. 438.

art 7 (1) bokstav a. I det følgende vil det ses nærmere på hvor sterk tilknytningen til et selskap eller et finansielt instrument må være, for at opplysningen skal anses som innsideinformasjon.

Det følger av art. 7 (1) bokstav a at opplysningene "*direkte eller indirekte må vedrøre en eller flere utstedere eller en eller flere finansielle instrumenter*". En naturlig språklig forståelse av ordlyden tilsier at opplysningene må ha tilstrekkelig tilknytning til et selskap eller et finansielt instrument. Ordlyden "*direkte*" tilsier at opplysningene konkret må gjelde spesifikke selskaper eller finansielle instrumenter. Det er trolig ikke vanskelig å slå fast om en opplysning har direkte tilknytning til et selskap. Spørsmålet blir etter dette hvor grensen for indirekte tilknytning går.

En alminnelig språklig forståelse av ordlyden "*indirekte vedrører*" i art. 7 (1) bokstav a tilsier at det er tale om opplysninger med en mer fjerntliggende tilknytning. Blir tilknytningen for fjern, faller opplysningene utenfor ordlyden, jf. "*vedrører*". Utover at ordlyden "*indirekte vedrører*" setter en nedre grense for opplysningers tilknytning til selskaper, gir den ingen anvisning på hvor grensen for når noe er indirekte går.

Dette vil i all hovedsak bero på et spørsmål om det foreligger informasjon som kan knyttes opp mot konkrete utstedere eller finansielle instrumenter, jf. ordlyden "*en eller flere*". Det vil derfor måtte oppstilles et krav om at opplysningene ikke er av generell karakter, f.eks. ved at det innføres pengepolitiske tiltak som søker å regulere hele eller store deler av kapitalmarkedet. Dette kan typisk være sentralbankens beslutninger om rentenedsettelse.³⁰

I norsk rett er det blant annet i to høyesterettsavgjørelser lagt til grunn at vilkåret om direkte eller indirekte tilknytning til utstedere er uten betydning. Høyesterett la i Rt. 2012 s. 761 (Q-Free) til grunn at innsideinformasjon omfatter "*opplysninger av enhver art som ikke er offentlig tilgjengelig*".³¹ Uttalelsen kan gi inntrykk av at det ikke skal tas hensyn til opplysningenes tilknytning til selskaper eller finansielle instrumenter, jf. "*opplysninger av enhver art*". Videre ble det ikke nevnt noe om tilknytningskravet i Rt. 2013 s. 874 (Pareto) når man tok stilling til hvilke vilkår som gjelder for at opplysningene skal anses som innsideinformasjon.³² Deretter er det i HR-2022-695-A lagt til grunn at det er tre vilkår for at en opplysning skal utgjøre innsideinformasjon.³³

³⁰ Bergo (2021) s. 437.

³¹ Rt. 2012 s. 761 (Q-Free) avsnitt 21.

³² Rt. 2013 s. 874 (Pareto) avsnitt 24.

³³ HR-2022-695-A (Reno Norden) avsnitt 38.

EU-domstolen har på sin side uttrykkelig uttalt at det er fire vilkår, hvor tilknytningsvilkåret er ett av dem, se premiss 25 i *Geltl v. Daimler*. At innsidedefinisjonen oppstiller fire vilkår er også gjentatt i *Lafonta v. AMF* premiss 24. Selv om avgjørelsene tar utgangspunkt i MAD er dette uten betydning, da MAR på dette punkt er en ren videreføring av MAD.

Videre tilsier sammenhengen mellom vilkåret om tilknytning og at opplysningene må være tilstrekkelig spesifikke at det må kreves en viss tilknytning, se nærmere pkt. 3.4. En investor kan trolig ikke konkludere med kurspåvirkning i et selskap dersom opplysningen mangler tilstrekkelig tilknytning til selskapet. En slik forståelse bringer også håndhevelsen av reglene i norsk rett mer i samsvar med MAR, slik forordningen forutsetningsvis søker å oppnå.³⁴

Når det er tilstrekkelig at opplysningene har indirekte tilknytning til selskaper eller finansielle instrumenter, må det sees i sammenheng med ulike selskapsstrukturer og strukturen i finansielle instrumenter. Et selskap kan inngå i et større konsern hvor informasjon om et datterselskap kan påvirke aksjekursen i et morselskap og omvendt. En investor kan også få opplysninger om en underliggende aksje som påvirker kursen i et derivat eller informasjon om et selskap som inngår i en ETF og påvirker kursen på ETF-en.³⁵ Informasjon om et datterselskap påvirker kursen i morselskapet og har dermed indirekte tilknytning til morselskapet. Dette gjelder også dersom den underliggende aksjen i derivatet er børsnotert, mens selve derivatet er omsatt på regulert handelsplass.³⁶

At det bare skal oppstilles tre vilkår for at en opplysning utgjør innsideinformasjon er trolig riktig i relasjon til selskapenes løpende informasjonsplikt etter MAR art. 17 (1).³⁷ Årsaken til det er at tilknytning blir irrelevant under vurderingen av om selskap A har gjort opplysninger om selskap A offentlige. Det vil derimot være relevant å vurdere tilknytningen mellom opplysningene og selskapet dersom en investor står tiltalt for utnyttelse av innsideinformasjon etter MAR art. 14. Det kan derfor skilles mellom vilkåret om opplysningens tilknytning i MAR art. 7 (1) bokstav a på strafferettens område og på verdipapirrettens område.

Det må etter dette være klart at det kreves en viss tilknytning mellom opplysningene og selskaper eller finansielle instrumenter. Denne tilknytningen kan ikke være for fjern, jf. ordlyden "*indirekte vedrører*" i MAR art. 7 (1) bokstav a.

³⁴ Se fortalens pkt. 3.

³⁵ ETF står for Exchange Traded Funds, og er fond som omsettes på børs.

³⁶ Bergo (2021) s. 436.

³⁷ Stordrange (2019) s. 138.

2.4 Påvirkningsvilkåret – opplysningene må være egnet til å påvirke kursen merkbart

Til nå er det gjort rede for vilkårene om at informasjonen ikke kan være offentliggjort og at opplysningene må ha tilstrekkelig tilknytning til selskaper eller finansielle instrumenter. I det følgende vil det gjøres rede for vilkåret i art. 7 (1) bokstav a om at opplysningene må være "egnet til å påvirke kursen" til den aktuelle utstederen eller det aktuelle finansielle instrumentet "merkbart". Vilkaarene er nærmere definert i MAR art. 7 (4), hvor det fremgår følgende:

"ved anvendelsen av nr. 1 skal opplysninger som, dersom de blir offentliggjort, *er egnet til å påvirke kursen [...] merkbart, bety opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sine investeringsbeslutninger*".

(mine uthevinger)

Når vilkåret i art. 7 (1) bokstav a er gjentatt i art. 7 (4) er det trolig fordi den alminnelige fornuftige investor må antas å ikke basere investeringsbeslutningene sine på informasjon av liten eller ingen verdi³⁸. Vurderingen av om opplysningene er informasjon en alminnelig fornuftig investor ville benyttet i sine investeringsbeslutninger er ofte omtalt som "den fornuftige investor"-testen.³⁹

Det oppstår i denne sammenheng tre spørsmål. Det første er når en opplysning "er egnet til å påvirke kursen", det andre er hva som utgjør en "merkbar" kursendring, og det tredje er hva som inngår i "den fornuftige investor"-testen.

Som nevnt innledningsvis er det i EU-retten variasjoner i hvordan ordlyden i forordninger og direktiver oversettes til nasjonalt språk, se pkt. 1.4. Ordlyden i den norske oversettelsen av art. 7 (4) sikter til opplysninger som er "egnet til påvirke kursen [...] merkbart". Den engelske versjonen av MAR art. 7 (4) benytter "would be likely to have a significant effect on the prices", som kan oversettes til et krav om at opplysningene "sannsynligvis ville hatt en vesentlig påvirkning på kursen". Ordlyden "egnet" i den norske oversettelsen kan gi inntrykk av en lavere terskel enn hva ordlyden "sannsynligvis ville/ would be likely to" i den engelske.

På samme måte tilsier "vesentlig påvirkning" at det kreves mer enn der kursen påvirkes "merkbart". I dansk rett har man oversatt dette til opplysninger som "mærkbart ville kunne påvirke kursen". Denne formuleringen minner mer om den norske oversettelsen. Det kan

³⁸ Bergo (2021) s. 451.

³⁹ Se HR-2022-695-A (Reno Norden) avsnitt 59 og Stordrange (2019) s. 173.

samtidig spørres om "*ville kunne*" skal tolkes som et krav om sannsynlighetsovervekt, fordi offentliggjøring av opplysningene *ville kunnet* medføre en merkbar endring i kursen. Ordlyden "*ville*" trekker i retning av et krav om at noe faktisk må skje, mens "*kunne*" kan tolkes som en slags reservasjon mot at noe faktisk skjer, som tilsier at det kreves sannsynlighetsovervekt for at kursen endres. Legges en slik forståelse til grunn må kurspåvirkning være et sannsynlig utfall dersom opplysningene offentliggjøres.

Hvordan ordlyden "*egnet til å påvirke kursen [...] merkbart*" i art. 7 (4) skal tolkes er ikke behandlet av EU-domstolen, og det er vanskelig å utlede av ordlyden. EU-domstolen har vært innom det nærmere innholdet i art. 7 (4) i sak C-45/08 *Spector Photo Group NV*, men har ikke tolket ordlyden på en slik måte at det kan legges til grunn en konkret forståelse.⁴⁰

Det er bred enighet i juridisk teori innenfor EØS om at det er "den fornuftige investor"-testen som er avgjørende og som skal anvendes⁴¹. I norsk rett har Høyesterett konkludert med at det er hva en alminnelig fornuftig investor vektlegger som er avgjørende ved vurderingen av om det foreligger innsideinformasjon.⁴² Et gjennomgående argument for at "den fornuftige investor"-testen i dag er det avgjørende er at vilkåret om sannsynlig påvirkning og graden av påvirkning fremgikk direkte av MAD, mens "den fornuftige investor"-testen var plassert i et annet kommisjonsdirektiv. I dag er både testen og vilkårene samlet i MAR art. 7 (4). Hvordan "den fornuftige investor"-testen skal gjøres er imidlertid ikke klart.

Om en slik forståelse skal ha noe for seg, bør "den fornuftige investor"-testen gjøres på bakgrunn av om opplysningene "*er egnet til å påvirke kursen [...] merkbart*", da det vil være svært vanskelig å skulle foreta en vurdering basert på hva som inngår i en alminnelig fornuftig investors beslutningsgrunnlag uten retningslinjer eller momenter for vurderingen.

I fortalens pkt. 14 heter det at vurderingen må gjøres "*på grunnlag av tilgjengelige forhåndsopplysninger*" og at det ved:

"en slik vurdering må tas hensyn til opplysningens forventede virkning sett i lys av den berørte utstederens samlede virksomhet, informasjonskildens pålitelighet og eventuelle andre markedsvariabler".

⁴⁰ Se nærmere pkt. 2.4.2.

⁴¹ Andersen og Clausen (2014), *Børsretten*, s. 598, Veil (2017), *European Capital Markets Law*, s. 204, Stordrange (2019) s. 170.

⁴² Jf. HR-2022-695-A (Reno Norden) avsnitt 59.

Fortalen legger dermed opp til en helhetlig vurdering av utsteders virksomhet, hvor og hvem opplysningene stammer fra, det samlede informasjonsbildet og andre mekanismer som styrer markedet og kan påvirke beslutningsgrunnlaget. Samtidig er det uttalt at man må ta hensyn til "opplysningens forventede virkning" i lys av de nevnte momentene. Det vil derfor være nærliggende å anta at "den fornuftige investor"-testen er vilkåret i art. 7 (4), og at testen gjøres ved å se på om opplysningene "er egnet til å påvirke kursen" og hvor stor påvirkning de i så tilfelle vil ha på kursen.⁴³ De momentene som er nevnt i fortalens pkt. 14 vil da inngå i vurderingen av sannsynlig påvirkning og grad av påvirkning.

På bakgrunn av det ovennevnte er det derfor nødvendig å se nærmere på hvordan ordlyden i art. 7 (1) og (4) om sannsynligheten for kurspåvirkning skal forstås, da det i norsk rett er inntatt en noe annerledes ordlyd.

2.4.1 Opplysningen må være egnet til å påvirke kursen

Ordlyden "egnet til å påvirke kursen" må forstås slik at det ikke er krav til faktisk påvirkning, men at det tilstrekkelig å påvise at opplysningene kunne påvirket kursen. Dette fremgår også av fortalens pkt. 14, hvor det er lagt til grunn at vurderingen skal skje på bakgrunn av informasjon som har vært tilgjengelig for investoren *ex ante*, altså før den ble tilgjengelig for markedet. Er det skjedd en kursendring må det dermed tas utgangspunkt i kursen på det tidspunktet investoren ble gjort kjent med opplysningene det gjelder. En allerede inntrådt kursendring kan likevel belyse hvilke konklusjoner en alminnelig fornuftig investor kunne trekke, og fungerer som et moment i vurderingen.⁴⁴ Sistnevnte er også lagt til grunn i *Spector Photo Group*.⁴⁵

Spørsmålet blir dermed hvilken grad av sannsynlighet som skal kreves for at kursen endres. Det fremgår av fortalens pkt. 14 at:

"spørsmålet om hvorvidt det er **sannsynlig** at en fornuftig investor vil ta i betraktning en bestemt opplysning i forbindelse med en investeringsbeslutning, bør vurderes på grunnlag av **tilgjengelige forhåndsopplysninger**". (mine uthevinger)

⁴³ Jesper Lau Hansen legger tilsvarende til grunn, se Lau Hansen, Say When: When must an issuer disclose inside information?, *Nordic and European Company Law LSN Research Paper Series* no. 16-03, s. 15.

⁴⁴ Jf. fortalens pkt. 15.

⁴⁵ C-45/08 *Spector Photo Group* avsnitt 69.

Om man legger til grunn at det er "den fornuftige investor"-testen som her er avgjørende, og det etter ordlyden i MAR art. 7 (4) kreves at opplysningene "sannsynligvis" ville inngått i investorens beslutningsgrunnlag, vil fortalen sammenholdt med art. 7 (4) tilsi at det kreves sannsynlighet for påvirkning av kursen.

Stordrange argumenterer for at det ikke bør kreves sannsynlighetsovervekt for endring i kursen. Hun begrunner det med at en investor som besitter innsideinformasjon kan velge å utnytte informasjonen dersom kursen potensielt kan endres svært mye, selv om det ikke er sannsynlighetsovervekt for at kursendring inntreffer.⁴⁶ Det er trolig riktig at en investor er villig til å ta høyere risiko dersom potensiell gevinst er svært høy, og det er heller ikke usannsynlig at en investor ville ha benyttet opplysningene som en del av sitt beslutningsgrunnlag dersom investoren f.eks. kunne oppnådd en avkastning på mer enn 50 %. Etter ordlyden og fortalen er det imidlertid ikke en investors vilje til å ta risiko som skal vurderes. Vurderingen er om opplysningen er noe en alminnelig fornuftig investor, på bakgrunn av en helhetlig vurdering, mest sannsynlig vil benytte som en del av sine investeringsbeslutninger.

Det legges til grunn i fortalens pkt. 15 at anvendelsen av art. 7 (4) ikke "*bør medføre at det reageres mot en person som har trukket rimelige slutninger på grunnlag av tilgjengelige forhåndsopplysninger*". Videre fremgår det av fortalens pkt. 18 at:

"markedsdeltakernes rettssikkerhet bør forbedres gjennom en mer detaljert definisjon av to av elementene som er vesentlige for definisjonen av innsideinformasjon, nemlig presise opplysninger og i hvilken grad de er egnet til å påvirke kursen". (mine uthevninger)

Om formålet er å skape større rettssikkerhet og ha en klarere definisjon av vilkåret om opplysningenes mulige kurspåvirkning, vil det – sammenholdt med at vilkåret synes å være hvilke opplysninger en alminnelig fornuftig investor ville benyttet seg av – være mest naturlig å lese ordlyden "*egnet*" som et krav om sannsynlighetsovervekt for at kursen påvirkes.

Det må derfor legges til grunn at det etter gjeldende rett kreves sannsynlighetsovervekt for at kursen vil påvirkes. I det følgende vil det ses nærmere på det andre leddet i "den fornuftige investor"-testen, som er i hvilken grad kursen vil påvirkes.

⁴⁶ Stordrange (2019) s. 171 – hun konkluderer imidlertid med at det etter gjeldende rett er et krav om sannsynlighetsovervekt, se s. 170.

2.4.2 Kursen må påvirkes merkbart

Etter gjeldende rett kreves det sannsynlighetsovervekt for at kursen vil endres etter at opplysningene er gjort offentlige, herunder at opplysningene er gjort tilgjengelige for allmennheten. I tillegg følger det av art. 7 (4) at det sannsynligvis må skje en merkbar endring av kursen, etter at opplysningene er offentliggjort. Spørsmålet er etter dette hvor stor endring i kursen som kreves.

En naturlig språklig forståelse av ordlyden "*merkbart*" tilsier at endringen må være av noe størrelse. Det gis imidlertid ikke nærmere anvisning på hvor stor endringen må være, eller hvordan man skal vurdere om en endring er stor eller liten.

Høyesterett har i Rt. 2012 s. 629 (*Nettavisen*), etter en gjennomgang av forarbeider og rettsutviklingen, lagt til grunn at det ikke kan kreves en vesentlig påvirkning av kursen.⁴⁷ Saken gjaldt en journalist som hadde tipset en aksjemegler om at avisen ville publisere en artikkel om et børsnotert selskap, og at artikkelen trolig ville være negativ for selskapet. Aksjemegleren antok at aksjekursen i selskapet ville falle, og ba kollegene sine om å shorte aksjer i selskapet.⁴⁸

Deretter drøftet Høyesterett betydningen av at det i både dagjeldende MAD, og i forslaget til MAR, var benyttet "*significant effect*".⁴⁹ Under henvisning til EU-domstolens avgjørelse i Spector-dommen konkluderer Høyesterett med at man skal se bort fra graden av påvirkning og at en opplysning er noe som merkbart vil påvirke kursen dersom opplysningen er noe en fornuftig investor vil benytte i grunnlaget for sine investeringsbeslutninger.⁵⁰

Slik Høyesterett tolker bestemmelsen, vil derfor graden av påvirkning ikke ha selvstendig betydning. I den nevnte Spector-dommen uttaler EU-domstolen at:

"the expression 'inside information', as defined in Article 1(1) of Directive 2003/6, is characterized, in particular, by the fact that, if that information were made public, it 'would be likely to have a significant effect on the price of [the] financial instruments [concerned] or on the price of related derivative financial instruments', ***that concept having itself been defined in Article 1(2) of Directive 2003/124 as being 'information***

⁴⁷ Rt. 2012 s. 629 (*Nettavisen*) avsnitt 39.

⁴⁸ Å shorte er å selge lånte aksjer og kjøpe dem tilbake til en lavere pris, hvor gevinsten utgjør forskjellen i pris ved salg og tilbakekjøp.

⁴⁹ Rt. 2012 s. 629 (*Nettavisen*) avsnitt 41–51.

⁵⁰ Rt. 2012 s. 629 (*Nettavisen*) avsnitt 55 – i dommen omtalt som "kvantifiserbar kurspåvirkningseffekt".

which a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decisions. "⁵¹ (min utheving)

I avsnittet ovenfor legger EU-domstolen til grunn at opplysninger som ved offentliggjøring sannsynligvis ville medført en vesentlig kursendring, er opplysninger en alminnelig fornuftig investor ville benyttet seg av. Det er også ovennevnte avsnitt i Spector-dommen Høyesterett mente tok til inntekt for at det skal sees bort fra størrelsen på kursendringen i Rt. 2012 s. 629 (*Nettavisen*).⁵² Om man leser avsnittet fra EU-domstolen motsatt, så kan det utledes at opplysninger som ikke har en merkbar påvirkning på kursen utgjør opplysninger en alminnelig fornuftig investor ikke ville benyttet seg av.

I *Lafonta v. AMF* har EU-domstolen slått fast at opplysninger som er for vage eller generelle til å konkludere med sannsynlig effekt på kursen faller utenfor definisjonen av innsideinformasjon.⁵³ En slik forståelse er forenlig med utgangspunktet om at en alminnelig fornuftig investor bare vektlegger opplysninger som har betydning for kursen. Investorene kjøper aksjer fordi de ønsker å tjene penger. Da har det formodningen mot seg om definisjonen av innsideinformasjon også skal omfatte opplysninger uten betydning for kursen. En slik forståelse vil være resultatet dersom man tolker ordlyden "*merkbar*" slik at det ikke kreves en viss påvirkning på kursen.⁵⁴

Ordlyden legger opp til at kursen må påvirkes "*merkbar*" eller "*significant*", og det gir da liten mening om det er tilstrekkelig for å konstatere kurspåvirkning at kursen blir værende på f.eks. 70 kr per aksje etter at opplysningene er offentliggjort. Om investoren derimot kjøpte opsjoner på bakgrunn av opplysningene, ville det kunne foreligge potensiell gevinst ved opplysningene, ved at investoren har kjøpt opsjonene for 50 kr per aksje, og nå kan innløse dem til en verdi som holder seg på 70 kr per aksje.

Definisjonen av innsideinformasjon er identisk for aksjer, finansielle instrumenter, råvarederivater og utslippskvoter, se pkt. 1.1. For å oppnå formålet om harmonisering og klarhet i markedsmisbruksreglene må det anvendes lik terskel enten man står overfor aksjer eller finansielle instrumenter. Dermed kan det ikke åpnes for at en opplysnings manglende

⁵¹ Se sak C-45/08 *Spector Photo Group* avsnitt 68.

⁵² Se Rt. 2012 s. 629 (*Nettavisen*) avsnitt 48-51.

⁵³ Sak C-628/13 *Lafonta v. AMF*, se dommens avsnitt 31.

⁵⁴ Tilsvarende er også lagt til grunn i *Bergo* (2021) s. 454.

påvirkning på kursen i en aksje skal utgjøre innsideinformasjon, men kreves påvirkning om det er snakk om et finansielt instrument.

Ettersom det i EU-retten skal legges særlig vekt på formålet bak bestemmelsene ved tolkningen, og formålet her er å skape likhet i reglene, rettssikkerhet og tillit til markedet, vil det være mest forenlig med formålet å tolke ordlyden "*merkbar*" som et krav om endring i kursen. Om det da foreligger opplysninger som er "*egnet til å påvirke kursen [...] merkbar*", vil dette utgjøre opplysninger en alminnelig fornuftig investor baserer sine investeringsbeslutninger på. På den måten vil vilkåret være "den fornuftige investor"-testen, men vurderingen vil fortsatt bero på om opplysningene "*er egnet til å påvirke kursen [...] merkbar*" slik det følger av art. 7 (1) bokstav a. Det legges derfor til grunn at det etter gjeldende rett er et krav om at opplysningen sannsynligvis vil endre kursen tilstrekkelig til at en alminnelig fornuftig investor vil benytte opplysningen som en del av sitt beslutningsgrunnlag.

På bakgrunn av det ovennevnte må det legges til grunn at ordlyden "*egnet til å påvirke kursen [...] merkbar*" i art. 7 (1) bokstav a jf. art. 7 (4) etter gjeldende rett skal inngå i en helhetlig vurdering av om opplysningene er noe en alminnelig fornuftig investor ville benyttet seg av.⁵⁵ Ordlyden "*egnet til å påvirke kursen*" i art. 7 (4) må forstås som et krav om sannsynlighetsovervekt for kurspåvirkning. Videre må ordlyden "*påvirke kursen [...] merkbar*" forstås som et krav om at opplysningene ville ført til en viss endring i kursen, dersom opplysningene ble offentliggjort. For å vurdere om en opplysning er noe en fornuftig investor ville benyttet seg av må det sees på sannsynligheten for påvirkning og hvor stor påvirkning det er tale om. I denne vurderingen inngår også de momenter som er nevnt i fortalen.⁵⁶

I den videre fremstillingen vil det gås nærmere inn på kravet til "*presise opplysninger*" i MAR art. 7 (2).

⁵⁵ Jf. C-628/13 *Lafonta v. AMF*, C-45/08 *Spector Photo Group* og fortalens pkt. 14 annet punktum.

⁵⁶ Se fortalens pkt. 14 siste punktum.

3 Nærmere om kravet til “presise opplysninger” i MAR art. 7 (2)

3.1 Opplysningene må indikere at omstendigheter eller hendelser foreligger

Til nå har det vært redegjort for tre av de fire vilkårene i art. 7 (1) bokstav a. Det må foreligge en opplysning med direkte eller indirekte tilknytning til et selskap eller et finansielt instrument. Denne opplysningen kan ikke være kjent for offentligheten. Ved offentliggjøring av opplysningen må kursen på aksjen eller instrumentet sannsynligvis endres merkbart. I det følgende skal det sees nærmere på avhandlingens hovedproblemstilling, som er hva som utgjør "presise opplysninger".

Etter definisjonen i MAR art. 7 (1) bokstav a må det foreligge en "*presis opplysning*". I dette ligger det at opplysningen må være tydelig nok. Den engelske versjonen benytter ordlyden "*specific nature*", mens den danske versjonen viser til "*specifik viden*". Det nærmere innholdet i "*presis opplysning*" følger av art. 7 (2), hvor det heter at:

"Ved anvendelsen av nr. 1 skal opplysninger anses som presise dersom de *indikerer at en eller flere omstendigheter foreligger*, eller at det er *rimelig å forvente at de kan komme til å foreligge*, eller *en hendelse som har inntruffet*, eller som det er *rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe*, dersom disse opplysningene er *tilstrekkelig spesifikke til at det kan trekkes en slutning om den mulige påvirkningen disse omstendighetene eller denne hendelsen kan ha på kursene* på de finansielle instrumentene". (mine uthevinger)

Etter ordlyden må to vilkår være oppfylt. For det første må opplysningen gjelde omstendigheter eller hendelser som allerede har inntrådt, eller som det er "*rimelig å forvente at vil inntreffe*". Dette er ofte omtalt som eksistenskriteriet.⁵⁷ For det andre må opplysningen være spesifikk nok til at det gjør det mulig for en investor å trekke konklusjoner om påvirkningen av kursen på det aktuelle instrumentet. Ordlyden gir anvisning på det andre vilkåret, spesifikasjonskravet.⁵⁸ For ordens skyld vil de to vilkårene i art. 7 (2) første pkt. behandles separat nedenfor.

⁵⁷ Bergo (2021) s. 440 flg.

⁵⁸ Ibid. s. 440 flg.

Et første spørsmål som oppstår er når noe med rimelighet kan forventes å inntreffe. Ordlyden gir ingen nærmere anvisning på hvilket tidspunkt investoren fikk en rimelig forventning, eller hvordan man skal vurdere om det var grunnlag for å ha en rimelig forventning.⁵⁹

Et annet spørsmål som oppstår her er hvordan man skal forstå ordlyden "*en eller flere omstendigheter*". I den engelske versjonen er ordlyden "*a set of circumstances*", som kan gi inntrykk av at én enkelt omstendighet ikke kan utgjøre innsideinformasjon. Legger man den norske versjonen til grunn vil én enkeltstående omstendighet kunne utgjøre innsideinformasjon, dersom den er tilstrekkelig klar til at en investor kan trekke slutninger om kurspåvirkningen fra den.⁶⁰

Videre kan det utledes av ordlyden "*tilstrekkelig spesifikk til at det kan trekkes en slutning om den mulige påvirkningen [...] på kursen*" at man må lese spesifikasjonskravet i lys av vilkåret om opplysningene må inngå i beslutningsgrunnlaget til en alminnelig fornuftig investor. Utgangspunktet for vurderingen av om en opplysning er tilstrekkelig spesifikk må være om den var konkret nok til at en alminnelig fornuftig investor kunne trekke konklusjoner. Det må samtidig tas utgangspunkt i hvilke konklusjoner en alminnelig fornuftig investor er i stand til å trekke, altså kan det ikke kreves at investoren har dyptgående teoretiske kunnskaper om økonomi.⁶¹

Som nevnt ovenfor oppstår det flere spørsmål i relasjon til ordlyden i art. 7 (2), som vil behandles nærmere nedenfor. Det vil først sees på det nærmere innholdet i ordlyden "*omstendigheter*" og "*hendelser*".

3.1.1 Nærmere om hva "omstendigheter" omfatter

Det er naturlig å forstå ordlyden "*indikerer at en eller flere omstendigheter foreligger*" i MAR art. 7 (2) første punktum slik at den omfatter opplysninger som gir en antydning på at det foreligger omstendigheter av betydning for kursen på en aksje eller et finansielt instrument. Hva ordlyden "*omstendigheter*" omfatter er derimot ikke klart, utover at det ikke kan være opplysninger om endelige begivenheter, da ordlyden allerede skiller mellom omstendigheter og hendelser.

⁵⁹ Se pkt. 3.3

⁶⁰ Se pkt. 3.2

⁶¹ Se nærmere under pkt. 3.4

Omstendigheter kan defineres som bestemmende faktorer eller indre og ytre forhold.⁶² I relasjon til innsideinformasjon er det da nærliggende å forstå omstendigheter som faktorer og forhold av betydning for aksjekursen eller kursen på et finansielt instrument. I juridisk teori er omstendigheter omtalt som "*forutsetninger for at noe skal skje*".⁶³

Den norske versjonen er oversatt til "*en eller flere omstendigheter*", mens den engelske benytter "*a set of circumstances*" og den danske benytter "*en række forhold*".⁶⁴ Slik ordlyden i den norske oversettelsen lyder, gir den anvisning på at én enkelt omstendighet kan utgjøre en "*presis opplysning*", mens både den engelske og danske oversettelsen gir anvisning på at det kreves flere omstendigheter for at opplysningen skal være presis. Gitt formålet om å oppnå likhet i både tolkningen og anvendelsen av regelverket i EU-retten er det antagelig mest riktig å kreve mer enn én enkelt omstendighet etter gjeldende rett.

Når den norske oversettelsen benytter ordlyden "*en eller flere omstendigheter*" blir det uklart hvilke omstendigheter som alene kan utgjøre tilstrekkelig "*presise opplysninger*". Slike enkeltstående faktorer eller forhold av betydning for kursen vil normalt være såpass store at det er å regne som begivenheter eller hendelser, og fanges dermed allerede opp av ordlyden i art. 7 (2).

Fortalens pkt. 17 lister opp ulike eksempler på omstendigheter, men da bare i relasjon til omstendigheter "*som utgjør et mellomliggende trinn i en prosess bestående av flere trinn*". Her vil ikke omstendigheten stå alene, da den inngår i et større informasjonsbilde. Det er derfor lite støtte for en slik forståelse i fortalen.

Spørsmålet er i liten grad berørt i juridisk teori, men Kinander synes å konkludere med at en omstendighet bare kan utgjøre en presis opplysning dersom den inngår i et større informasjonsbilde eller sett av faktorer og forhold.⁶⁵

I lys av selskapenes løpende informasjonsplikt i art. 17 (1) og hensynet til den daglige driften av et selskap, fremstår det som problematisk å skulle kreve at en utsteder pålegges å offentliggjøre enhver omstendighet som foreligger. Opplysningene må tross alt være tilstrekkelig presise til at en investor skal kunne konkludere med mulig kurspåvirkning, jf. MAR

⁶² Det Norske Akademis Ordboks definisjon av "omstendigheter".

⁶³ Kinander (2022).

⁶⁴ Se også "*omständigheter*" i svensk versjon, "*eine Reihe von Umständen*" i tysk versjon og "*una serie de circunstancias*" i spansk versjon, som alle peker på omstendigheter i flertall.

⁶⁵ Kinander (2022) pkt. 3.1 første avsnitt, med videre henvisninger i note 3.

art. 7 (2) første punktum. Det må derfor legges til grunn at det etter gjeldende rett må foreligge "en rekke" eller "et sett" av omstendigheter for at omstendighetene skal utgjøre presise opplysninger.

3.1.2 Nærmere om hva "hendelser" er

Det å definere en hendelse er sjelden problematisk. Hendelser er endelige begivenheter, som f.eks. en fusjon, signering av en kontrakt eller generalforsamlingens beslutning om å gjennomføre en emisjon. Informasjon om at et børsnotert selskap har kjøpt opp et annet selskap, men hvor denne informasjonen enda ikke er offentliggjort, vil helt klart utgjøre innsideinformasjon. Ordlyden "hendelser" kan imidlertid ikke forstås som at enhver hendelse omfattes. For at opplysningen skal være innsideinformasjon må den ha betydning for aksjekursen i et selskap jf. art. 7 (2) og (4). Det må derfor være klart at opplysningene må knytte seg til hendelser av betydning for kursen som ikke er offentliggjort enda.

Et neste spørsmål er om ordlyden "indikerer" også skal innfortolkes under "en hendelse som har inntruffet". Det gir liten mening om en opplysning kan være presis dersom den indikerer at omstendigheter foreligger, men det kreves sikker informasjon om at en hendelse har inntruffet. Samtidig kan man se det slik at en opplysning i seg selv er presis dersom den omhandler en inntruffet hendelse. Dette forutsetter imidlertid at man opererer med en lavere terskel for at opplysninger om omstendigheter foreligger enn at en hendelse har inntruffet. Derfor vil det være nærliggende å tolke ordlyden slik at opplysningen er tilstrekkelig "presis" dersom den "indikerer en hendelse som har inntruffet". På bakgrunn av dette må det være klart at ordlyden skal forstås som et krav om at opplysningene må "indikere en hendelse som har inntruffet".

3.2 Nærmere om opplysninger om fremtidige omstendigheter eller hendelser

Som gjennomgangen ovenfor viser, kan hendelser defineres som selskapshendelser av betydning for aksjekursen i et selskap, og omstendigheter utgjør en rekke mindre forhold som leder til en endelig hendelse, se pkt. 3.1.1 flg. Ordlyden peker som nevnt ikke bare på allerede eksisterende omstendigheter eller inntrufne hendelser, men også hendelser eller omstendigheter som kan komme til å inntreffe i fremtiden, se pkt. 3.1.

I det følgende vil det sees nærmere på forståelsen av ordlyden "rimelig å forvente at vil inntreffe" i MAR art. 7 (2). Spørsmålet er hvordan ordlyden "rimelig å forvente" skal forstås.

Dette har vært svært omdiskutert både i praksis og teori, og har hovedsakelig vært et spørsmål om hvilken grad av sannsynlighet som må kreves.⁶⁶ Avhandlingen vil i det videre søke å klarlegge hvilken grad av sannsynlighet som kreves etter gjeldende rett.

Vilkåret om at informasjonen må indikere at en eller flere omstendigheter eller hendelser har inntruffet eller "*med rimelighet kan forventes å inntreffe*" er ikke nærmere definert i ordlyden. Det er naturlig å lese ordlyden på en slik måte at den baserer seg på hva en investor vurderer som et realistisk utfall basert på den informasjonen vedkommende er i besittelse av, men hvor den nedre grensen går for at noe skal være realistisk er uklart.

EU-domstolen har i sak C-19/11 *Geltl v. Daimler* blitt forelagt spørsmålet om hvordan ordlyden om fremtidige hendelser skulle tolkes i daværende MAD art. 1 (1). Bakgrunnen for saken var at daværende administrerende direktør i Daimler AG den 17. mai 2005 meddelte overfor styreleder at han ønsket å fratre stillingen. Oppsigelsen ble offentliggjort 28. juli 2005, og kursen på aksjen gikk opp. En investor framsatte krav om erstatning for det tap han mente han hadde lidt som følger av manglende offentliggjøring på et tidligere tidspunkt i prosessen. I forbindelse med behandlingen av erstatningssøksmålet ba tysk Bundesgerichtshof om en prejudisiell avgjørelse fra EU-domstolen på to spørsmål:

1. Om ordlyden omstendigheter som med rimelighet kan forventes å inntreffe også omfatter mellomliggende trinn i en lengre prosess?
2. Om ordlyden med rimelighet kan forventes å inntreffe skal forstås som et krav om sannsynlighetsovervekt for at omstendighetene vil inntreffe?

EU-domstolen konkluderte på det første spørsmålet med at ethvert ledd i en trinnvis prosess som kan lede til en endelig begivenhet kan utgjøre innsideinformasjon. Det er dermed ikke bare tale om en endelig hendelse, men også alle ledd som leder på veien til den endelige hendelsen. Sistnevnte følger nå også av MAR art. 7 (3), hvor det fremgår at et ledd i en trinnvis prosess kan utgjøre innsideinformasjon, dersom leddet i prosessen i seg selv oppfyller vilkårene i MAR art. 7 (1) bokstav a. Daimler-avgjørelsen går imidlertid enda lenger, og legger til grunn at fremtidige skritt i en pågående prosess som med rimelighet kan forventes å inntreffe også

⁶⁶ Se pkt. 3.3.2.

omfattes.⁶⁷ Det må derfor foretas løpende vurderinger av om det vil oppstå informasjon senere i prosessen som må offentliggjøres.

Spørsmålet om ordlyden "*rimelig å forvente*" skal forstås som et krav om sannsynlighetsovervekt behandles nedenfor under pkt. 3.2.2.

3.2.2 Sannsynligheten for at omstendigheter eller hendelser vil inntreffe

Det følger av ordlyden i MAR art. 7 (2) at det må være "*rimelig å forvente*" at omstendighetene eller hendelsene vil inntreffe. En naturlig språklig forståelse av ordlyden tilsier at en alminnelig fornuftig investor har en berettiget forventning om at f.eks. selskap A vil fusjoneres med selskap B basert på de opplysninger investoren besitter. Ordlyden gir imidlertid ingen anvisning på når det er "*rimelig å forvente*" at hendelsen eller omstendighetene vil inntreffe. Spørsmålet er etter dette når det er rimelig å forvente at en hendelse eller omstendighet vil inntreffe.

EU-domstolen har i den tidligere nevnte Daimler-dommen lagt til grunn at det må foreligge "*realistic prospect*" for at hendelsen eller omstendighetene vil inntreffe. Hva som ligger i "*realistic prospect*" er ikke klart, utover at ordlyden isolert sett tilsier at det må foreligge en "*realistisk mulighet*" for at den aktuelle hendelsen eller omstendigheten vil inntreffe.

EU-domstolen gir ikke noen nærmere anvisning på hva som ligger i "*realistisk mulighet*", men legger til grunn at det ikke kreves "*that proof be made out of a high probability of the circumstances or events in question coming into existence or occurring*".⁶⁸ Det kan altså ikke kreves "*høy grad av sannsynlighet*" for at hendelsene eller omstendighetene vil inntreffe i fremtiden.

Videre legger domstolen til grunn at "*precise information is not to be considered as including information concerning circumstances and events the occurrence of which is implausible*".⁶⁹ Domstolen konkluderer med at der det er "*usannsynlig*" at fremtidige hendelser eller omstendigheter vil inntreffe, vil opplysningene ikke være tilstrekkelig presise.

⁶⁷ Jf. sak C-19/11 *Geltl v. Daimler* avsnitt 38.

⁶⁸ Se sak C-19/11 *Geltl v. Daimler* avsnitt 46.

⁶⁹ Se sak C-19/11 *Geltl v. Daimler* avsnitt 48.

Det må altså kreves mer enn usannsynlighet, men mindre enn høy grad av sannsynlighet, for at hendelsene eller omstendighetene vil inntreffe i fremtiden. I juridisk teori er EU-domstolens uttalelser i *Geltl v. Daimler* premiss 46–49 forstått som et krav om sannsynlighetsovervekt.⁷⁰

Spørsmålet blir dermed om det skal kreves sannsynlighetsovervekt for at hendelsene vil inntreffe.

Generaladvokaten argumenterte i *Geltl v. Daimler* for en løsning hvor graden av sannsynlighet og den mulige effekten på kursen vil være flytende og påvirke hverandre, ofte omtalt som "probability/magnitude-formula".⁷¹ Denne løsningen medfører at det ved høy grad av sannsynlighet kreves lav sannsynlighet for påvirkning av kursen og vice versa.

EU-domstolen la imidlertid til grunn at det ikke kunne åpnes for en slik løsning:

*"the question whether the required probability of occurrence of a set of circumstances or an event may vary depending on the magnitude of their effect on the prices of the financial instruments concerned must be answered negative".*⁷²

Dersom en investor får beskjed om at kursen på en aksje potensielt kan femdoble seg, men hvor kursendring er lite sannsynlig, vil opplysningen altså ikke utgjøre innsideinformasjon.

I norsk rett synes oppfatningen å ha vært at tidligere vphl. § 3-2, som bygget på MAD, skulle forstås som et krav om sannsynlighetsovervekt. Det har riktignok vært sprikende underrettspraksis, men i juridisk teori har det tilsynelatende vært enighet om at sannsynlighetsovervekt er riktig terskel.⁷³

I forarbeidene til gjennomføringen av MAR i norsk rett er det fremhevet av departementet at:

*"forskjeller i rettsanvendelsen som nevnt, ikke vil være forenlig med systemet for gjennomføring av EØS-regler, og [departementet] mener det også synliggjør at man bør være tilbakeholden med å stille krav om sannsynlighetsovervekt eller lignende vilkår som en del av en handlingsnorm, uten at slike krav følger eksplisitt av forordningsreglene".*⁷⁴ (mine uthevinger)

⁷⁰ Ventoruzzo og Mock (2017), *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide*, s. 192.

⁷¹ Generaladvokat Mengozzis forslag til avgjørelse i sak C-19/11 *Geltl v. Daimler* EU:C:2012:153. Se også Veil (2017) s. 199 og RG 2013 s. 1426 (*Bionor Pharma*).

⁷² Sak C-19/11 *Geltl v. Daimler* avsnitt 50.

⁷³ Bergan (2016) s. 207 pkt. 6.3.4.3, Berge (2021) s. 441.

⁷⁴ Se Prop. 96 LS (2018-2019) s. 48.

Uttalelsen kan sees på som en reservasjon mot å oppstille noe krav om sannsynlighetsovervekt. Samtidig fremhever departementet et viktig poeng, nemlig forskjeller i rettsanvendelsen, og at ønsket om å unngå ulik praktisering av EU-lovgivning i seg selv taler for at man bør unngå et krav om sannsynlighetsovervekt. Deretter legger departementet til grunn at *Geltl v. Daimler* og fortalens pkt. 16 oppstiller et krav om "*realistisk mulighet*".⁷⁵

Tidligere har det i norsk rett vært ganske sprikende rettspraksis, som er interessant av hensyn til formålet om harmonisering i fortalens pkt. 3. Her foreligger det både praksis fra domstolene og børsklagenemnda som konkluderer i ulike retninger når det gjelder spørsmålet om hvilken terskel for sannsynlighet som skal anvendes.

På den ene siden har man LB-2019-130220 (*Reno Norden*), LB-2016-19016 (*Intex*) og LB-2018-26726 (*Next Biometrics*) som legger til grunn et krav om sannsynlighetsovervekt.⁷⁶ I motsatt retning er det lagt til grunn at det ikke kan kreves sannsynlighetsovervekt i LB-2014-106934 (*Crayon*), RG 2013 s. 1426 (*Bionor Pharma*) og LB-2017-153037-3 (*Funcom*). Særlig interessant er det her at det i Bionor Pharma-saken er gjort grundig rede for EU-domstolens uttalelser i Daimler-dommen, og at alle de overnevnte avgjørelsene er ført i pennen etter at Daimler-dommen skulle søke å avklare spørsmålet.

Av denne sprikende praksisen kan det utledes at uttalelsene fra EU-domstolen i Daimler-dommen ganske åpenbart ikke har ført til særlig avklaring – i alle fall ikke i norsk rett – da det konkluderes i ulike retninger i domstolene. Dette kan også sies å underbygge standpunktet til Kinander om at reglene knyttet til definisjonen av innsideinformasjon er blitt såpass komplekse at det er i ferd med å bli et rettssikkerhetsmessig problem.⁷⁷

I norsk rett er spørsmålet nå avgjort gjennom Høyesteretts avgjørelse i HR-2022-695-A (*Reno Norden*). Saken gjelder i utgangspunktet et erstatningskrav fra en investor mot styremedlemmene i Reno Norden ASA, jf. allmennaksjeloven § 17-1. Investoren hadde gått inn med totalt kr. 50 mill gjennom en rettet emisjon, samt påfølgende kjøp av aksjer i perioden før Reno Norden ASA gikk konkurs. Anken til Høyesterett var begrenset til å gjelde lagmannsrettens lovanvendelse av vphl. § 3-2 (opphevet), herunder tolkningen av hva som er rimelig å forvente at vil inntreffe i fremtiden. Høyesterett legger til grunn at ordlyden må forstås

⁷⁵ Se Prop. 96 LS (2018-2019) s. 49.

⁷⁶ Se også Børsklagenemnda sin behandling av Intex-saken i OBKN-2013-1 pkt. 9.3.

⁷⁷ Kinander (2022).

som et krav om "rimelig mulighet", og at terskelen ligger opp mot sannsynlighetslikevekt (50/50), men at det er noe lavere.⁷⁸

Høyesterett synes i stor grad å bygge konklusjonen på en kombinasjon av ordlyden i tidligere vphl. § 3-2 og MAD art. 1 nr. 1 om omstendigheter eller hendelser som "med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe" og EU-domstolens uttalelser i *Geltl v. Daimler* avsnitt 46-49. Videre uttales det at:

"behovet for å få frem all kursrelevant informasjon må veies opp mot hensynet til å unngå at utstederne ledes til å offentliggjøre informasjon som ikke er egnet til å påvirke rasjonelle investeringsbeslutninger".⁷⁹

Det må altså foretas en avveining mellom behovet for å gjøre kursrelevant informasjon offentlig på den ene siden og hensynet til å unngå at selskapene pålegges å gjøre irrelevant informasjon offentlig på den andre siden. Deretter legger Høyesterett til at:

"Den store vekt som EU-domstolen legger på behovet for å få frem all kursrelevant informasjon, taler imidlertid etter min mening for at det normalt bør være fornuftig investor-testen – som bygger på en totalvurdering – som avgjør om det foreligger innsideinformasjon. Dette taler i sin tur for at opp mot 50 % sannsynlighet for at fremtidige omstendigheter vil inntre, er tilstrekkelig."⁸⁰

Høyesterett legger dermed til grunn at det avgjørende er om en alminnelig fornuftig investor ville ha benyttet seg av informasjonen. Samtidig legges det til grunn, på bakgrunn av behovet for offentliggjøring av kursrelevant informasjon, at en opplysning om fremtidige omstendigheter eller hendelser er presis dersom det er opp mot sannsynlighetslikevekt for at omstendigheten eller hendelsen vil inntreffe.

Det kan diskuteres hvorvidt dommen har noe særlig rettskildemessig vekt, da den er avgjort på bakgrunn av tidligere vphl. § 3-2. Den tidligere bestemmelsen bygger imidlertid på MAD, hvor rettstilstanden etter MAD nå er videreført gjennom MAR. Av den grunn vil Høyesteretts avgjørelse måtte anses for å være gjeldende rett i Norge også etter MAR. Ettersom EU-domstolen aldri har fulgt opp eller presisert sine uttalelser i *Geltl v. Daimler*, vil det ikke nødvendigvis være slik at Høyesterett har landet på den riktige forståelsen av ordlyden i MAR

⁷⁸ Se HR-2022-695-A (Reno Norden) avsnitt 61.

⁷⁹ HR-2022-695-A (Reno Norden) avsnitt 58.

⁸⁰ HR-2022-695-A (Reno Norden) avsnitt 59.

art. 7 (2).⁸¹ Forståelsen av ordlyden i norsk rett vil heller ikke ha innvirkning på forståelsen av ordlyden i EU-retten, og EU-domstolen kan dermed komme til et annet resultat i fremtiden.

Det er en bred oppfatning i juridisk teori i EU/EØS-området om at det må stilles krav til sannsynlighetsovervekt for at fremtidige omstendigheter vil foreligge.⁸² Dermed er det ikke utenkelig at EU-domstolen kan komme til en slik konklusjon. Det kan imidlertid konkluderes med at *Geltl v. Daimler* ikke gir noe klart svar på når noe utgjør en rimelig mulighet, og at rettstilstanden i EU fortsatt må anses som usikker.

En innvending mot å anvende en lavere terskel enn sannsynlighetsovervekt er at man opererer med sannsynlighetsovervekt under "den fornuftige investor"-testen, og en lavere terskel ved vurderingen av om opplysningene er presise. Ettersom det er en nær, indre sammenheng mellom vilkårene, kan det fremstå hensiktsmessig å operere med samme terskel i begge vilkår.⁸³ Det er imidlertid nærliggende å anta at lovgiver ville gitt vilkårene lik ordlyd dersom det hadde vært meningen at begge vilkårene skulle kreve sannsynlighetsovervekt. Høyesterett påpeker også dette i dommen.⁸⁴

3.2.3 Kort om rykter kan utgjøre presise opplysninger

Slik gjennomgangen av rettskildene viser, er det klart at det etter gjeldende rett må kreves noe opp mot sannsynlighetslikevekt for at opplysninger om fremtidige hendelser skal være tilstrekkelig "*presise*". Et annet spørsmål er om rykter kan utgjøre "*presise opplysninger*". I CESRs nivå 3-anbefaling ble det uttalt at:

"CESR considers that in determining whether a set of circumstances exists or an event has occurred, *a key issue is whether the information is firm and objective evidence for this as opposed to rumours or speculation*"⁸⁵. (mine uthevinger)

Anbefalingen skiller klart mellom konkrete og objektive bevis for at en rekke omstendigheter foreligger, og rykter om at omstendighetene foreligger. Dette vil være av særlig praktisk

⁸¹ Se pkt. 3.2 for uttalelsene i *Geltl v. Daimler*.

⁸² Se Stordrange (2019) s. 153 med videre henvisninger i note 549.

⁸³ Se nærmere pkt. 3.4.

⁸⁴ Se HR-2022-695-A avsnitt 50 siste punktum.

⁸⁵ CESR/06-652b nr. 1.5.

betydning i dagens samfunn, hvor det finnes utallige diskusjonsforum på internett, og hvor det tidvis kan være vanskelig å skille mellom fakta og rykter.⁸⁶

The Financial Services Markets Tribunal behandlet en sak hvor en revisor gjennom sin arbeidsgiver hadde fått kunnskap om at en klient planla å selge ut en del av virksomheten, og deretter kjøpte aksjer i selskapet.⁸⁷ Revisoren hevdet at det allerede forelå rykter om et salg av elektronikk-virksomheten i selskapet og at dette medførte at han ikke hadde sittet på innsideinformasjon. Tribunalet konkluderte med at han handlet på bakgrunn av innsideinformasjon, da han uavhengig av ryktene hadde fått mer eller mindre sikre opplysninger om at salget var nært forestående.

Motsatt konkluderte svenska Högsta domstolen i *Tivox AB* med at det ikke var handlet på bakgrunn av innsideinformasjon⁸⁸. En revisor hadde deltatt på styremøte i et selskap og fått opplysninger om at et morselskap planla å trekke tilbake en kreditt i et datterselskap og deretter informert en aksjonær om planene. Aksjonæren solgte aksjene i selskapet. Domstolen mente opplysningene var "*en vag anbefaling om salg*", og at de derfor ikke var tilstrekkelig presise, men mer å betrakte som et rykte.

Som de to sakene ovenfor viser, utgjør rykter neppe opplysninger som vil anses tilstrekkelig presise. Tilsvarende fremgår også av CESR-anbefalingen. Det legges derfor til grunn at rykter ikke kan utgjøre presise opplysninger etter gjeldende rett.

3.2.4 Særlig om rimelig mulighet er riktig forståelse

Etter mitt syn er ikke sannsynlighetsovervekt en helt treffende terskel. I juridisk teori fremstår det som om en slik terskel kan leses klart ut av EU-domstolens uttalelser i *Geltl v. Daimler* premiss 46-49.⁸⁹ Det vil i lys av formålet i fortalens pkt. 2 om å skape klarhet i reglene være mer presist å tolke uttalelsen i *Geltl v. Daimler* om at de må kreves "*realistisk mulighet*" på ordet.⁹⁰ og heller stille spørsmålet: sett i retrospekt, på hvilket punkt i prosessen ble det realistisk

⁸⁶ Som eksempel, se www.shareville.no som er et norsk diskusjonsforum for aksjehandel og investeringsvirksomhet.

⁸⁷ Se Mohammed /Financial Services Authority (2005).

⁸⁸ NJA 2008 s. 292.

⁸⁹ Se blant annet Ventruzzo og Mock (2017) s. 192 og Stordrange (2019) note 549 på s. 153.

⁹⁰ Realistisk mulighet er et synonym for rimelig mulighet, og terskelen og innholdet er det samme, se Kinander (2022).

at den endelige begivenheten eller hendelsen ville inntreffe? For å stille spørsmålet enklere; når anså man det, objektivt sett, som realistisk at oppkjøpet kunne gå gjennom?

En slik tilnærming vil være bedre tjent til å skape klarhet i reglene, både av hensyn til den strafferettslige siden og selskapenes løpende informasjonsplikt. For aktørene, herunder investorer og utstedere, vil det samtidig være enklere å konstatere hvor i prosessen det ble realistisk, enn når det ble mer sannsynlig at omstendighetene eller hendelsen kunne inntreffe enn at det ikke ville skje – det er tross alt det en vurdering av sannsynlighetsovervekt er. Ofte vil det riktignok kunne fremstå som realistisk på et tidligere tidspunkt i prosessen. Det vil likevel gi aktørene bedre forutberegnelighet, da regelverket er klarere med hensyn til når en opplysning utgjør innsideinformasjon.

Som en innvending mot dette kan det holdes at selskapene kan bli tvunget til å offentliggjøre langt mer informasjon enn det selskapene selv mener er riktig. Når EU har valgt å innføre MAR for å skape best mulig balanse i informasjonstilgangen for profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer, kan det ikke oppstilles for strenge krav til når en opplysning utgjør innsideinformasjon. Den allerede naturlige ubalansen i informasjonstilgangen ville da blitt forsterket. Den mest riktige forståelsen av MAR i EU-retten vil da være den Høyesterett har anvendt i *Reno Norden*-dommen.

Et annet argument for å kreve sannsynlighetsovervekt er tilfeller hvor et selskap er i forhandlinger med to ulike selskaper om f.eks. en fusjon. Forhandlingene med selskap A er kommet lenger enn forhandlingene med selskap B, men det foreligger ikke sannsynlighetsovervekt for at fusjonen med selskap A vil gå gjennom. Forhandlinger om fusjon utgjør klart nok kursrelevant informasjon. Om det kreves noe lavere enn sannsynlighetsovervekt for fremtidige hendelser, skal begge forhandlingene meldes til Oslo Børs for offentliggjøring? Eller blir det mest riktig av hensyn til selskapene som er involvert i forhandlingene å kreve at fusjonen ikke offentliggjøres før det foreligger sannsynlighetsovervekt?

Den mest logiske løsningen på overnevnte spørsmål ville vært å melde fra om forhandlingene med selskap A, som på nåværende tidspunkt fremstår som mest sannsynlig til å gå gjennom og lede til en endelig fusjon. Alternativt kunne selskapet meddelt at det er i forhandlinger om fusjon med selskap A, mens det også pågår forhandlinger med et annet selskap, uten å nevne hvilket – dette ville tross alt hatt betydning for kursen i selskap B, hvor det kan være usannsynlig at fusjonen vil gå gjennom. Begge løsninger lar seg gjennomføre selv om man benytter en

terskel som er noe lavere enn 50 %, og samtidig er behovet for offentliggjøring av kursrelevant informasjon ivaretatt.

Som nevnt innledningsvis har innsidedefinisjonen også en side mot strafferetten.⁹¹ Når strafferammen for innsidehandel er inntil seks års fengsel, gir det et klart uttrykk for et ønske om å ramme tilfeller hvor investorer benytter seg av innsideinformasjon til å kjøpe aksjer eller finansielle instrumenter. Innsidehandel er blant de mest alvorlige kriminelle handlinger på verdipapirrettens område.⁹² Ønsket om å straffe utnyttelse av innsideinformasjon tilsier at flest mulig tilfeller bør omfattes, hvilket taler for at det bør kreves noe lavere enn sannsynlighetsovervekt for at fremtidige hendelser eller omstendigheter foreligger.

På bakgrunn av det ovennevnte legges det derfor til grunn at den terskelen Høyesterett har anvendt i HR-2022-695-A må være den riktige. Den korrekte forståelsen av ordlyden "*rimelig å forvente*" i MAR art. 7 (2) er at den oppstiller et krav om noe lavere enn sannsynlighetslikevekt.

3.3 Spesifikasjonsvilkåret – opplysninger må være tilstrekkelig spesifikke

Det andre vilkåret i art. 7 (2) knytter seg til om opplysningen er "*tilstrekkelig spesifikk*" til at en investor kan trekke slutning om den mulige kurspåvirkningen opplysningen vil medføre dersom den offentliggjøres. Det er naturlig å lese ordlyden som et krav om at opplysningene er klar nok til at den alminnelige investor uten ytterligere undersøkelser vil være i stand i å kunne konkludere med at kursen vil endres etter at opplysningen er offentliggjort. Ordlyden gir imidlertid ingen nærmere anvisning på vurderingen av om en opplysning er tilstrekkelig spesifikk.

Et naturlig spørsmål i denne sammenheng er om det skal kreves at investoren kan konkludere med om kursen vil gå opp eller ned, også omtalt som et retningskrav.⁹³ Tidligere var det i norsk rett antatt at et slikt krav måtte oppstilles.⁹⁴ Tilsvarende var oppfatningen i juridisk teori.⁹⁵ Et slikt krav har også vært lagt til grunn i England, hvor det i *Ian Charles Hannam v. The Financial*

⁹¹ Se pkt. 1.3.

⁹² Se f.eks. Gulating lagmannsretts uttalelser i Acta-saken, LG-2013-52571-2 pkt. 7.1.1. annet avsnitt.

⁹³ Stordrange (2019), *Aksjeutsteders løpende informasjonsplikt og erstatningsansvar*, s. 163.

⁹⁴ Se LB-2012-197664 (Pareto-megler) og LB-2014-106934 (Crayon).

⁹⁵ Bergo (2021) s. 285.

Conduct Authority (2014) ble lagt til grunn et retningskrav. Motsatt har det i dansk rett vært oppfatningen at et slikt krav ikke kunne oppstilles.⁹⁶

Spørsmålet må anses løst etter at EU-domstolen i *Lafonta v. AMF* la til grunn at man ikke kan oppstille et krav om at investoren skal konkludere med opp- eller nedgang i kurs. Dette begrunnes delvis i en økende kompleksitet i kapitalmarkedene.⁹⁷ Et slikt argument vil det være naturlig å se i sammenheng med "den fornuftige investor"-testen, da man må bygge på en forutsetning om at opplysningen er noe en alminnelig investor skal kunne trekke konklusjoner fra.

Videre tilsier også formålet bak MAR om handel på like vilkår at man ikke kan stille for strenge krav til hvilke konklusjoner en investor trekker fra opplysninger. Oppstilles det slike retningskrav kan man raskt havne over i kompliserte vurderinger av estimerte reaksjoner fra markedet, hvilket forutsetter kompetanse man ikke kan forvente av en alminnelig fornuftig investor. Det må derfor være klart at det etter gjeldende rett ikke oppstilles noe retningskrav.

Den vurderingen som da må foretas, er hvorvidt opplysningen er tilstrekkelig spesifikk til at en alminnelig fornuftig investor kan konkludere med at kursen vil påvirkes. Det avgjørende er om opplysningen gjør det mulig å konkludere med effekt på kursen.⁹⁸ En slik forståelse har også fått tilslutning i juridisk teori.⁹⁹

For at en opplysning skal være tilstrekkelig spesifikk, bør det kreves at den er konkret nok til en investor kan trekke konklusjoner uten å måtte foreta omfattende vurderinger eller undersøkelser, etter at vedkommende er blitt kjent med opplysningen. Får en aksjemegler opplysning om at et selskap skal kjøpes opp, og at prisen per aksje vil være 30kr høyere enn hva den var da børsen stengte fredag ettermiddag, er dette en opplysning som helt klart gjør det mulig å konkludere om endring i kursen.

Vilkåret om at opplysningene må tilstrekkelig spesifikke til å konkludere med kurspåvirkning har nå trolig liten selvstendig betydning. Årsaken til dette er to-delt. Det første er at EU-domstolen i *Lafonta*-dommen la til grunn at det ikke kan oppstilles et krav om at investorer skal konkludere retningen på kursen. Det andre er at Høyesterett i HR-2022-695-A (*Reno Norden*)

⁹⁶ Stordrange (2019) s. 164 med videre henvisninger i note 582.

⁹⁷ Se *Lafonta v. AMF* avsnitt 36.

⁹⁸ Jf. *Lafonta v. AMF* avsnitt 31.

⁹⁹ Se bl.a. Lau Hansen, Say When: When must an issuer disclose inside information?, *Nordic and European Company Law LSN Research Paper Series* no. 16-03, s. 14.

har konkludert med at det avgjørende er hvorvidt en alminnelig fornuftig investor ville benyttet seg av opplysningene. Hele vurderingen av kurspåvirkning fanges dermed opp av "den fornuftige investor"-testen. Etter gjeldende rett er det dermed hovedsakelig nødvendig å se på eksistensen av kursrelevant informasjon når man vurderer om opplysningene er "presise".¹⁰⁰

3.4 Sammenhengen mellom vilkårene i MAR art. 7 (1), (2) og (4)

Som nevnt innledningsvis er det en nær sammenheng mellom vilkårene i art. 7 (1) bokstav a, se pkt. 1.1. I det følgende vil det gjøres rede for sammenhengen mellom de ulike vilkårene i MAR art. 7 (1) bokstav a jf. art. 7 (2) og (4).

En opplysning vil ikke kunne være presis dersom den har en for fjern tilknytning til et selskap eller et finansielt instrument. Man kan riktignok klare å trekke konklusjoner om mulige reaksjoner fra markedet basert på opplysninger som vil være av betydning for en hel bransje. Dette vil typisk være beslutninger om endring av styringsrenten eller redusert oljeproduksjon. Det blir imidlertid for vidtrekkende om definisjonen av innsideinformasjon skal omfatte tilfeller hvor en investor shorter aksjer i et oljeselskap fordi han er kjent med at Organization of the Petroleum Exporting Countries (OPEC) muligens vil beslutte redusert oljeproduksjon.¹⁰¹ Opplysningen mangler imidlertid den tilstrekkelige tilknytningen til et selskap, slik at

For at en opplysning skal være egnet til å påvirke kursen, må den være tilstrekkelig spesifikk til at en investor kan konkludere om mulig kursendring. Dersom en investor får opplysninger om at et selskap har ansatt tre nye medarbeidere på IT-avdelingen er informasjonen svært spesifikk, men den er ikke egnet til å endre kursen på aksjen. Dermed er ikke opplysningene noe en alminnelig fornuftig investor ville benyttet seg av.

Her er det interessant at Høyesterett i HR-2022-695-A (*Reno Norden*) konkluderte med at det er "den fornuftige investor"-testen som er avgjørende for om en opplysning er innsideinformasjon. Dersom en opplysning oppfylder vilkårene i MAR art. 7 (2), og dermed er presis, vil man i realiteten allerede ha konkludert med at opplysningen er egnet til å påvirke kursen. Opplysningen må tross alt gjøre det mulig for en investor å konkludere med mulig endring i kursen, for at opplysningen skal være tilstrekkelig spesifikk til å oppfylle vilkåret i

¹⁰⁰ Se pkt. 3.3.

¹⁰¹ Se note forklaring i note 46.

art. 7 (2). Det fremstår som lite logisk å skulle skille mellom opplysninger som taler for mulig endring av kursen og opplysninger som er egnet til påvirke kursen.

Når det vises til en alminnelig fornuftig investor i MAR art. 7 (4), bør det være utgangspunktet også for vurderingen av de øvrige vilkårene. Det er løper liten logikk i at man bare skal ta utgangspunkt i en alminnelig fornuftig investors evne til å vurdere om det er sannsynlig at opplysningene vil medføre kursendring. Det er derfor nærliggende å gå ut ifra at man også skal ta utgangspunkt i hvorvidt en alminnelig fornuftig investor med rimelighet kunne forvente at en fremtidig hendelse ville inntreffe. Det samme må også gjelde dersom man vurderer om en opplysning er tilstrekkelig spesifikk til at en investor kan konkludere med kursendring.

4 Oppsummering og konklusjon

MAR art. 7 (1) bokstav a oppstiller fire vilkår for at en opplysning skal utgjøre innsideinformasjon. Det må foreligge tilstrekkelig tilknytning mellom opplysningen og en eller flere utstedere eller finansielle instrumenter, se punkt 2.3. Denne opplysningen kan ikke være offentliggjort ennå, se pkt. 2.2. Videre må opplysningen sannsynligvis medføre en endring i kursen på aksjen eller det finansielle instrumentet, se pkt. 2.4. Opplysningene må samtidig være presise nok til at en investor kan trekke konklusjoner om endring i kursen, se pkt. **Error! Reference source not found.**

Det følger av ordlyden "*direkte eller indirekte vedrører*" i MAR art. 7 (1) bokstav a at opplysningene må ha tilstrekkelig tilknytning til et selskap eller et finansielt instrument.¹⁰² Avhandlingen viser at det trolig ikke stilles strenge krav for at noe skal anses å ha tilstrekkelig tilknytning. Videre er det avklart at vilkåret om tilknytning har selvstendig betydning i relasjon til innsideinformasjonens strafferettslige side, men ikke i relasjon til selskapers løpende informasjonsplikt, se pkt. 2.3.

Videre fremgår det av avhandlingen at en opplysning må anses offentliggjort dersom den er gjort tilgjengelig for allmennheten på en måte som enkelt lar allmennheten gjøre seg kjent med informasjonen, se pkt. 2.2. Det avgjørende vil være om en investor kan gjøre seg kjent med opplysningene dersom investoren ønsker å gjøre det.

Vilkåret om at opplysningene må være egnet til å påvirke kursen merkbart, bør etter gjeldende rett forstås som et krav om sannsynlig påvirkning av kursen dersom opplysningene offentliggjøres. I praksis og teori virker det som om det avgjørende er om en alminnelig fornuftig investor benytter seg av opplysningene, jf. MAR art. 7 (4).¹⁰³ Avhandlingen belyser at det må kreves en viss merkbart påvirkning av kursen.

Videre har avhandlingen klarlagt at hendelser skal forstås som kurssensitive selskaphendelser, og at omstendigheter omfatter kursrelevante faktorer som samlet danner et informasjonsbilde for investorene. Til slutt er det lagt til grunn at ordlyden "*rimelig å forvente*" i MAR art. 7 (2) etter gjeldende rett skal forstås som et krav om noe opp mot sannsynlighetslikevekt, se pkt.

¹⁰² Se også EU-domstolens avgjørelser i *Gelt v. Daimler* og *Lafonta v. AMF*.

¹⁰³ Se *Spector Photo Group* og Høyesteretts avgjørelse i HR-2022-695-A (Reno Norden).

3.2.2. En slik forståelse er samtidig mer forenlig med både ordlyden i MAR art. 7 (2), bestemmelsens side mot strafferetten og formålet om å sikre investorenes tillit til markedet.

.

Kilderegister

Lover, forarbeider og forskrifter

Grunnloven	Lov 17. mai 1814 om Kongeriket Norges Grunnlov
Verdipapirhandelloven	Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel
EØS-tillegget	EØS-tillegget nr. 102/2019/ doknr. 32014R0596
NOU 2017: 14	NOU 2017: 14 Nye regler om markedsmissbruk – sanksjoner og straff om gjennomføring av markedsmissbruksforordningen og gjennomgang av verdipapirhandellovens regler om sanksjoner og straff
Prop. 96 LS (2018-2019)	Prop. 96 LS (2018-2019) Om endringer i verdipapirhandelloven mv. (prospekt, markedsmissbruk, tilsyn og sanksjoner) og samtykke til deltakelse i en beslutning i EØS-komiteen om innlemmelse av forordning (EU) nr. 596/2014 og (EU) 2017/1129 (Prop. 96 LS (2018-2019), Innst. 336 L (2018-2019), Lovvedtak 90 (2018-2019), Prop. 96 LS (2018-2019), Innst. 337 S (2018-2019))

Direktiver og forordninger

Markedsmissbruksforordningen	Europaparlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 av 16. april 2014 om markedsmissbruk (markedsmissbruksforordningen) og om opphevelse av Europaparlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF og Kommisjonens direktiv 2003/124/EF, 2003/125/EF og 2004/72/EF EØS-relevant tekst
Markedsmissbruksdirektivet	Europaparlamentets- og Rådsdirektiv 2003/6/EF av 28. januar 2003 om innsidehandel og markedsmanipulering (markedsmissbruk). [Markedsmissbruksdirektivet 2003 om innsidehandel] (opphevet)
Rapporteringsdirektivet for omsettelige verdipapirer	Europaparlamentets- og Rådsdirektiv 2004/109/EF av 15. desember 2004 om harmonisering av innsynskrav med hensyn til opplysninger som utstedere av verdipapirer som er opptatt til notering på et regulert marked, og om endring av direktiv 2001/34/EF

EU-domstolen

Cilfit	Dom av 6. Oktober 1982, SRL CILFIT og Lanificio di Gavardo SpA v. Ministry of Health, C-283/81, EU:C:1982:335
Spector Photo Group	Dom av 23. desember 2009, Spector Photo Group NV og Chris Van Raemdonck v. Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CFBA), C-45/08, EU:C:2009:806
Geltl	Dom av 28. juni 2012, Markus Geltl v. Daimler AG, C-19/11, EU:C:2012:397
Lafonta	Dom av 11. mars 2015, Jean-Bernard Lafonta v. Autorité des marchés financiers, C-628/13, ECLI:EU:C:2015:162

Høyesterett

Sense	Rt. 2006 s. 1049
Nettavisen	Rt. 2012 s. 629
Helikopter	Rt. 2012 s. 752
Q-Free	Rt. 2012 s. 761
Pareto	Rt. 2013 s. 874
Aurstad Maskinutleige	HR-2021-2248-A
Reno Norden	HR-2022-695-A

Lagmannsretten

Bionor Pharma	RG. 2013 s. 1426
Acta	LG-2013-52571-2
Crayon	LB-2014-106934
Intex	LB-2016-19016
Funcom	LB-2017-153037-3
Next Biometrics	LB-2018-26726
Reno Norden	LB-2019-130220

Børsklagenemnda

Intex

OBKN-2013-1

Øvrige internasjonale domstoler, nemdspraksis, avgjørelser i tribunaler eller lignende

Mohammed/FSA

[2005] UKFSM FSM012 Mohammed v. Financial Services Authority (2005)

Tivox AB

NJA 2008 s. 292

G.A. Mengozzi

Generaladvokat Mengozzis forslag til dom i sak C-19/11 Markus Geltl v. Daimler AG EU:C:2012:153

Hannam

[2014] UKUT 0233 (TCC) FS/2012/0013 Ian Charles Hannam v. The Financial Conduct Authority (2014)

Rapporter, retningslinjer og anbefalinger

Larosière-rapporten

Larosière-utvalgets rapport av 25. februar 2009 for "High Level Group on Financial Supervision in the EU"

CESR nivå 3-anbefaling

CESR/06-562b, juli 2007 nivå 3-anbefaling

Litteratur

Andersen og Clausen (2014)

Bergo (2021)

Andersen, Krüger og Nils Jul Clausen, *Børsretten*, 5. utg., Juridisk Økonomiske Forlag 2014

Bergan (2016)

Bergo, Knut, *Børs- og verdipapirrett*, 5. utg., Cappelen Damm akademisk 2021

Blaauw (2019)

Bergan (2016), "Definisjonen av insideinformasjon i lys av obligasjoners særtrekk",

Blaauw, Harald, *M&A – En praktisk innføring*, 1. utg., Universitetsforlaget 2019

Kinander (2022)

Kinander, Morten, "Presisjonskriteriet i innsidehandelsdefinisjonen i markedsmissbruksforordningen", *Karnovs tidsskrifter* 1/2022

Lau Hansen (2016)

Lau Hansen, Jesper, *Say When: When must an issuer disclose inside information?*, *Nordic and European Company Law LSN Research Paper Series* no. 16-03, 2016

Schaumburg-Müller og Werlauff (2012)

Schaumburg-Müller/Werlauff, *Børs- og kapitalmarkedsret*, 5. utg., Jurist- og Økonomforbundets forlag 2012

Sejersted m.fl. (2011)

Sejersted, Fredrik, Finn Arnesen, Ole-Andreas Rognstad og Olav Kolstad, *EØS-rett*, 3. utg., Universitetsforlaget 2011

Skoghøy (2016)

Skoghøy, Jens Edvin A., *Tvistløsning*, 3. utg., Universitetsforlaget 2016

Stordrange (2019)

Stordrange, Caroline Bang, *Aksjeutsteders løpende informasjonsplikt og erstatningsansvar. Behov og potensial for effektivisering?*, 1. utg., Gyldendal 2019.

Veil (2017)

Veil, Rüdiger, *European Capital Markets Law*, 2. utg., Hart Publishing 2017

Ventoruzzo og Mock (2017)

Ventoruzzo og Mock, *Market abuse regulation: Commentary and annotated guide*, 2017

Linker

https://aksjenorge.no/wp-content/uploads/2021/07/Statistikk-Andre-Kvartal-2021_Final.pdf (Statistisk kvartalsrapport om aktivitet på Oslo Børs, Euronext Expand og Euronext Growth)

kvantifisere i Store norske leksikon på snl.no. Hentet 10. mai 2022 fra <https://snl.no/kvantifisere>

www.shareville.no Diskusjonsforum for investeringer i verdipapirer laget av Nordnet AB