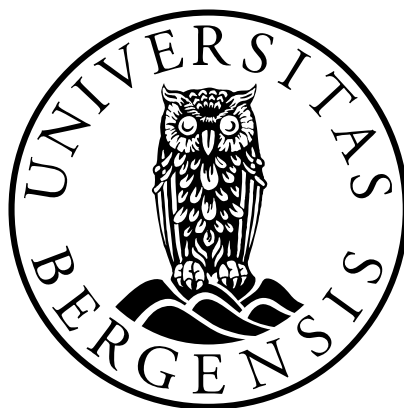


Definisjonen av innsideinformasjon -
Hvilket krav til sannsynlighet kan
utledes av presisjonsvilkåret?

*En gjennomgang av rettstilstanden etter
HR-2022-695-A (Reno Norden)*

Kandidatnummer: 179

Antall ord: 14 445



JUS399 Masteroppgave
Det juridiske fakultet

UNIVERSITETET I BERGEN

11. desember 2023

Innholdsfortegnelse

Innholdsfortegnelse	1
1 Innledning.....	3
1.1 Tema og problemstilling.....	3
1.2 Introduksjon til verdipapirmarkedet	5
1.3 Avgrensninger	6
1.4 Den videre fremstillingen	7
2 Metode og rettskilder	8
2.1 Rettskildebilde	8
2.2 Legalitetsprinsippets betydning på strafferettens område	11
3 Innsidebegrepet	12
3.1 Rettslig utgangspunkt	12
3.2 Kurspåvirkningvilkåret.....	12
3.3 Presisjonsvilkåret.....	15
3.3.1 Presisjonsvilkårets oppbygning.....	15
3.3.2 Spesifikasjonskriteriet	16
3.3.3 Eksistenskriteriet	18
4 Nærmere om vilkåret "rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe"	19
4.1 Tolkning av lovtekst	19
4.1.1 Ordlyden.....	19
4.1.2 Sannsynlighetskravet i lys av klarhetskravet	20
4.2 Praksis fra EU-domstolen: Geltl v. Daimler.....	25
4.3 Underrettspraksis og børspraksis.....	30
4.4 Formål og hensyn	32
4.5 Er definisjonen av innsideinformasjon relativ til det aktuelle rettsområde?	36
5 HR-2022-695-A (Reno Norden)	38
5.1 Introduksjon.....	38
5.2 Saksforholdet	38
5.3 Gjennomgang av Høyesteretts resonnement	40
6 Medfører ulike beviskrav at sannsynlighetskravet tolkes forskjellig?.....	43

6.1	Innledning.....	43
6.2	Beviskrav.....	43
6.3	En todelt konkretisering av beviskravet.....	46
7	Avsluttende refleksjoner.....	48
	Litteraturliste.....	50

1 Innledning

1.1 Tema og problemstilling

Mediebildet har den siste tiden vært preget av oppslag om innsidehandel, informasjonsplikt og habilitetsspørsmål i relasjon til aksjehandel.¹ Oppmerksomheten i media har bidratt til å forme et offentlig fokus rundt samfunnsmessige og juridiske sider ved finansmarkedet. En fellesnevner for medieoppslagene er at de er knyttet til begrepet innsideinformasjon. Begrepet innsideinformasjon refererer til konfidensiell informasjon som ikke er tilgjengelig for allmennheten og som er egnet til å påvirke markedskursen til et finansielt instrument. Personer med tilgang på innsideinformasjon kan handle med betydelig mindre risiko og dermed oppnå et konkurransefortrinn på bekostning av andre markedsaktører.

Tema for oppgaven er kravet til sannsynlighet under presisjonsvilkåret i definisjonen av innsideinformasjon. Problemstillingen for oppgaven er hvilket krav til sannsynlighet som stilles til eksistensen av fremtidige omstendigheter og hendelser for at de utgjør "presise opplysninger" i definisjonen av innsideinformasjon etter Markedsmisbruksforordningen artikkel 7 nr. 1 bokstav a (MAR).²

Definisjonen av innsideinformasjon er 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 tilknyttende finansielle derivater merkbart dersom de blir offentliggjort."

For at en opplysning utgjør innsideinformasjon, må fire kumulative vilkår være oppfylt. Innsidedefinisjonen stiller krav til opplysningens (1) presisjon, (2) tilgjengelighet, (3) tilknytning og (4) kurspåvirkningspotensial. Det nærmere innholdet i vilkåret om "presise

¹ Sommer og høst 2023, se Marie Kirkedam m.fl., "Kjøpte våpenaksjer – innrømmer habilitetsbrudd", Dagens Næringsliv, 21. juli 2023, <https://www.dn.no/politikk/kjopte-vapenaksjer-innrømmer-habilitetsbrudd/2-1-1490042> (lest 1.11.2023) og Kenneth Stensrud "- Vanskeligere å bevise innsidehandel nå sammenlignet med før", Dagsavisen, 3. november 2023, <https://www.dagsavisen.no/nyheter/politikk/2023/11/03/vanskeligere-a-bevise-innsidehandel-na-sammenlignet-med-for/> (lest 9.12.2023).

² Europaparlaments- og Rådsforordning nr. 596/2014 om markedsmissbruk (markedsmissbruksforordningen).

opplysninger" er uthevet i et eget ledd i MAR artikkel 7 nr. 2 første punktum, og lyder som følger:

"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 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 [...]".

Innfrielse av vilkårene i definisjonen av innsideinformasjon utløser flere plikt- og forbudsbestemmelser for markedsaktørene. Overtredelse av disse plikt- og forbudsbestemmelsene er knyttet til ulike strafferettslige sanksjoner.³ Dette viser at innsidedefinisjonen også har en side til strafferetten. Det strafferettslige aspektet ved definisjonen av innsideinformasjon reiser en problemstilling om hvilken betydning sannsynlighetskravet har for grensene ved det strafferettslige ansvaret.

I forlengelsen av dette vil det være interessant å undersøke rekkevidden av definisjonen av innsideinformasjon og om sannsynlighetskravet kan tolkes forskjellig utfra hvilket rettsområde og beviskrav man står overfor.

Innsidedefinisjonen ble på ny aktualisert i "Reno Norden-dommen". For første gang avsa Høyesterett i HR-2022-695-A *Reno Norden* en dom om hva som kreves av sannsynlighet for at en fremtidig omstendighet kan utgjøre innsideinformasjon. Høyesterett slo fast at det må kreves "opp mot sannsynlighetslikvekt, men noe lavere".⁴ Kritikken fulgte umiddelbart i tiden etter Høyesteretts avgjørelse. Det har blant annet blitt hevdet at avgjørelsen strider mot praksis fra EU-domstolen, børspraksis og klarhetskravet etter Den europeiske menneskerettskonvensjon artikkel 7 (EMK).⁵

Det er grunn til å stille spørsmål ved om gjeldende rett kan sies å være noe annet enn det Høyesterett har gitt uttrykk for. Hvilket krav til sannsynlighet som kan legges til grunn under

³ Se Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven – vphl.).kapittel 21.

⁴ HR-2022-695-A *Reno Norden* avsnitt 61.

⁵ Convention for the Protection of Human Rights and Fundamental Freedoms, Roma, 4. November 1950. For kritikken, se blant annet Knut Bergo, "Sannsynlighet, forventning og mulighet – kommentarer til HR-2022-695-A" *Tff* 2022 s. 36-46.

presisjonsvilkåret, er både et rettslig og praktisk viktig spørsmål. Det gjeldende sannsynlighetskravet er fortsatt omdiskutert, og det er behov for å foreta en gjennomgang av rettstilstanden.

1.2 Introduksjon til verdipapirmarkedet

Verdipapirmarkedet er en finansiell plattform for kjøp og salg av verdipapirer. En av hovedfunksjonene til verdipapirmarkedet er å sikre økonomisk vekst og viktige samfunnsøkonomiske prosesser. Verdipapirhandelloven legger til rette for en ordnet og effektiv handel med finansielle instrumenter samtidig som den skal sikre investorbesskyttelse, jf. vphl. §1-1. Målsettingen om et velfungerende verdipapirmarked skal sikre effektive investeringskanaler og en hensiktsmessig kapitalallokering som allmennheten har tillit til.⁶

En viktig forutsetning for et velfungerende verdipapirmarked, er markedets tilgang på informasjon. Forventningene til verdipapirmarkedet vil baseres på den informasjonen som til enhver tid er tilgjengelig. Kursen på verdipapirene vil gjenspeile de reelle markedsforholdene. Markedet kan sies å fungere effektivt når prisen på det enkelte verdipapir korrekt reflekterer tilbud og etterspørsel.⁷ Hvilken informasjon som tilflytter offentligheten vil være avgjørende for verdsettelsen av verdipapiret og har innvirkning på markedsaktørenes beslutningsprosesser og investeringsvilje.

Ulike former for markedsmisbruk vil slå sprekker i målsettingen om et tillitsskapende og transparent verdipapirmarked.⁸ Det er dermed inntatt plikt- og forbudsbestemmelser i den internasjonale og nasjonale lovgivningen for å forebygge uønsket markedsatferd. Her vil både forbudet mot innsidehandel etter MAR artikkel 14 bokstav a og informasjonsplikten etter MAR art. 17 nr. 1 nevnes. Utformingen av misbruksforbudene er lagt til tanken om at misbruk av innsideinformasjon er egnet til å skape et informasjonsfortrinn som går på bekostning av de øvrige markedsaktørene. Formålet bak plikt- og forbudsbestemmelsene er veiledende i vurderingen av hvilket krav til sannsynlighet som kan oppstilles.

⁶ Vphl. §1-1 og MAR art. 1, jf. fortalen punkt 2.

⁷ Bergo (2022c) *Norsk lovkommentar: verdipapirhandelloven §1-1*, note 1.

⁸ Fortalen punkt 2 tredje punktum.

1.3 Avgrensninger

Oppgavens problemstilling er knyttet til forståelsen av innholdet i vilkåret "presise opplysninger" i definisjonen av innsideinformasjon. Som utgangspunkt vil det avgrenses mot en behandling av de øvrige vilkårene i innsidedefinisjonen. Presisjonsvilkåret og kurspåvirkningsvilkåret er nært forbundet med hverandre, og forståelsen av kurspåvirkningsvilkåret vil påvirke tolkningen av "presise opplysninger". Det vil dermed foretas en redegjørelse for de sentrale sidene ved kurspåvirkningsvilkåret. Sett opp mot rettstilstanden oppgaven søker å fastlegge, må det likevel avgrenses mot en fullstendig behandling av kurspåvirkningsvilkåret.

Fremstillingen avgrenses til å behandle innsideinformasjon knyttet til finansielle instrumenter i form av "omsettelige verdipapirer", jf. vphl. §2-2 (1) nr. 1.⁹ Øvrige finansielle instrumenter vil bli holdt utenfor. Avgrensningen fremstår hensiktsmessig ettersom rettspraksisen presentert i oppgaven først og fremst omhandler kursfastsettelsen til verdipapirer. I tillegg utgjør noterte aksjer det verdipapiret som det omsettes mest av i verdipapirmarkedet.¹⁰ Som et resultat av den høye omsetningsaktiviteten, vil mengden av og potensialet for misbruk i relasjon til innsideinformasjon være stor.¹¹

I forlengelsen av dette presiseres det at det vil foretas en avgrensning mot varederivater og utslippskvoter da disse oppstiller egne definisjoner av innsideinformasjon, jf. MAR artikkel 7 nr. 1 bokstav b og c.

EU-direktiv 2014/57/EU (MAD II) regulerer minimumsstandarder for strafferettslige sanksjoner ved markedsmisbruk.¹² Ettersom MAD IIs strafferettslige karakter faller utenfor området for EØS-samarbeidet gjelder ikke direktivet som norsk rett. Innholdet etter direktivet har ikke blitt vektlagt ved utformingen av straffebestemmelsene vedrørende MAR.¹³ Det vil derfor avgrenses mot en behandling av straffesanksjoner etter direktivet.

⁹ Hva som menes med "*finansielle instrumenter*" fremgår av vphl. §2-2 første ledd som implementerer 2014/65/EU MiFID II og 2014/600/EU MiFiR i norsk rett. Se også MAR art. 3 nr. 1 punkt 1 med henvisning til definisjonen i vedlegg 1 avsnitt C i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 15.

¹⁰ Beholdningen av aksjer registrert i Verdipapirsentralen for 3. kvartal 2023 var det omsatt aksjer for 3 913 av den totale omsetningen på 6 960. Tallene er oppgitt i milliarder norske kroner og er hentet fra SSB.

¹¹ Misbrukspotensialet for omsetningen av aksjer er også lagt til grunn i teorien, se Svedberg (2007) s. 118.

¹² TEUV art. 83 nr. 2.

¹³ NOU 2017: 14 punkt 11.4.

Øvrige avgrensninger i oppgaven vil foretas underveis der dette fremstår som hensiktsmessig.

1.4 Den videre fremstillingen

Oppgaven er en rettsdogmatisk analyse med sikte på en systematisk fremstilling av gjeldende rett gjennom anvendelse av juridisk metode.

Den økte globaliseringen av finansmarkedene har resultert i et krevende lovgivningsapparat og et komplekst rettskildetilbud. For å plassere problemstillingen i sin rettslige kontekst, vil det i kapittel 2 redegjøres for de metodiske særegenhetene ved rettskildetilbudet. Problemstillingens strafferettslige vinkling aktualiserer en gjennomgang av legalitetsprinsippet betydning for tolkningen. Denne fremstillingen vil bli utskilt i et eget punkt 2.2.

Kapittel 3 gir en introduksjon til innsidebegrepet med sikte på en klargjøring av det materielle innholdet *de lege lata*. En oversikt over de ulike sidene ved innsidedefinisjonen er nødvendig for den nærmere fastleggelsen av sannsynlighetskravet.

I kapittel 4 vil det foretas en nærmere tolkning av presisjonsvilkårets formulering "rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe". Her vil de ulike rettskildene trekkes inn ved vurderingen av hvilket krav til sannsynlighet som kan utledes av vilkåret.

Videre under kapittel 5 vil det foretas en nærmere gjennomgang av saksforholdet i HR-2022-695-A *Reno Norden*. Som et metodisk grep vil dommen vurderes i lys av det som tidligere har blitt lagt til grunn i oppgaven. En vurdering av Høyesteretts resonnement vil være avklarende for om rettstilstanden kan sies å være noe annet enn det domstolen har gitt uttrykk for.

Kapittel 6 reiser spørsmål ved om de ulike beviskravene i sivil- og straffeprosessen medfører ulik tolkning av sannsynlighetskravet. Drøftelsen har betydning for om sannsynlighetskravet i realiteten blir vurdert forskjellig ut fra hvilket rettsområde man befinner seg på.

Til slutt vil det gjøres noen avsluttende refleksjoner i kapittel 7.

2 Metode og rettskilder

2.1 Rettskildebilde

Verdipapirhandelloven er sentral for reguleringen og overvåkingen av det norske verdipapirmarkedet. Gjennom vphl. §3-1 første ledd og verdipapirhandelforskriften §3-1 gjelder MAR som norsk rett. Norge er ikke medlem av EU, men forplikter seg gjennom EØS-avtalen artikkel 7 bokstav a å etterleve relevant regelverk gjennom inkorporasjon.¹⁴

Utgangspunktet for drøftelsen i denne oppgaven er underlagt norsk juridisk metode. Ettersom oppgavens problemstilling er knyttet til relevant EU-lovgivning, vil EØS-rettslig metode øve innflytelse over den norske rettskildelæren.¹⁵ Formålet ved å anvende en egen EØS-rettslig metode, er å etterleve det overordnede siktemålet med EØS-avtalen hvilket er å integrere EFTA-medlemsstatene inn i EUs indre marked.¹⁶ Gjennom reguleringen i MAR tar EU-lovgiver sikte på å samordne reglene knyttet til innsideinformasjon i medlemstatene.¹⁷

Utgangspunktet for fremstillingen av gjeldende rett springer ut av definisjonen av innsideinformasjon nedfelt i MAR artikkel 7 nr. 1 bokstav a. Tolkningen av ordlyden må dermed skje i tråd med EØS-rettslige tolkningsprinsipper. Drøftelsen vil ta utgangspunkt i den norske oversettelsen av MAR, slik også anvendt av Høyesterett i HR-2022-695-A *Reno Norden*. Den engelske språkversjonen vil bli trukket inn der dette kan bidra til nærmere avklaring av innholdet i sannsynlighetskravet.

Helt sentralt for tolkingen av EØS-rettslig relevant regelverk, er forståelsen av EU som en autonom rettsorden. MAR skal være gjenstand for en selvstendig og ensartet fortolkning uten innslag og referanser til nasjonal verdipapirhandelrett.¹⁸ MAR er en fullharmoneringsforordning.¹⁹ I dette ligger det at sentrale definisjoner og handlingsnormer i

¹⁴ Avtale om det Europeiske Samarbeidsområdet, Oporto 1992.

¹⁵ Norske rettsanvendere er forpliktet til å anvende EU/EØS-rettslig metode, se EØS-avtalen artikkel 6, Rt. 2000 s. 1811 *Finanger I* side 1827-1828 og homogenitetsmålsettingen. For innføring i EØS-rettslig juridisk metode, se Fredriksen og Mathisen (2022) kapittel VII.

¹⁶ Fredriksen og Mathisen (2022) s. 19.

¹⁷ Med "medlemsstatene" siktes det også til assosierte medlemmer av EUs indre marked, herunder Norge, jf. TEUV art. 217 om EUs adgang til å inngå assosieringsavtaler med tredjestater.

¹⁸ Ventoruzzo og Mock (2022) s. 8, se også Fredriksen og Mathisen (2022) s. 329. Det finnes imidlertid unntak fra utgangspunktet om å ilegge begrep autonom forståelse, se sak C-283/81 *CILFIT* avsnitt 19.

¹⁹ Kredittilsynets høringsnotat 01.03.04 punkt 1.2 om MAD som fullharmoneringsdirektiv. Fullharmonisering er også forutsatt i Ot.prp.nr.12 (2004-2005) og Fredriksen og Mathisen (2022) s. 48.

full utstrekning skal anvendes ensartet, og det er etterlatt lite handlingsrom og mulighet for tilpasninger på nasjonalt nivå.

Ved tolkningen av EØS-rettslig regelverk følger det et prinsipp om EU-konform tolkning. Prinsippet om konformitet innebærer at rettsanvendere skal skape rettsenhet gjennom å tolke nasjonal rett i samsvar med sine internasjonale forpliktelser. Prinsippet har sin EØS-rettslige parallell i presumsjonsprinsippet: EØS-rettslig relevant regelverk skal presumeres å være i overenstemmelse med EU-retten.²⁰ Prinsippet har også en side til forrangsbestemmelsen i EØS-loven §2 ved at rettsanvenderen skal unngå tolkningsalternativer som potensielt skaper et folkerettsstridig resultat.²¹

Hva gjelder det øvrige rettskildebilde, er forarbeider en viktig rettskilde i norsk rett. Forarbeider tillegges normalt liten vekt i EU, men for det enkelte tilfellet kan disse benyttes kontekstuell ved vektleggingen av et tolkningsalternativ.²² Fortalen til MAR gir viktig veiledning til forståelsen av definisjonen av innsideinformasjon og utfyller noen av de samme funksjonene som forarbeider etter norsk rett.²³

For norsk retts vedkommende har spørsmål om fastsettelse av sannsynlighetskravet for første gang vært oppe for Høyesterett i HR-2022-695-A *Reno Norden*.²⁴ Ettersom MAR er en EU-rettslig forordning vil praksis fra EU-domstolen være av betydning.²⁵ Ved inntoget av MAR ble det tidligere Markedsmisbruksdirektivet (MAD), erstattet i sin helhet.²⁶ Rettstilstanden er videreført slik at rettspraksis etter MAD fortsatt er relevant ved tolkningen av gjeldende rett.²⁷ Helt sentralt for problemstillingen står EU-domstolens avgjørelse i *Geltl v. Daimler* (Daimler).²⁸

Ettersom omfanget av norsk høyesterettspraksis tilknyttet problemstillingen er svært begrenset, vil underrettsavgjørelser og forvaltningspraksis bli tillagt mer omtale enn hva som ellers ville

²⁰ Arnesen og Stenvik (2015) s. 58.

²¹ Lov 27. november 1992 nr. 109 om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde. Konformitetsprinsippet følger av lojalitetsplikten nedfelt i TEU artikkel 4 nr. 3. Se også Fredriksen og Mathisen (2022) s. 413-414.

²² Fredriksen og Mathisen (2022) s. 339.

²³ Fredriksen og Mathisen (2022) s. 339. Fortalen oppfyller TEUV artikkel 296 annet ledd som stiller krav til at rettsakter må begrunnes.

²⁴ HR-2022-695-A *Reno Norden* blir behandlet under punkt 5.

²⁵ Arnesen og Stenvik (2015) s. 56.

²⁶ Europaparlaments- og Rådsdirektiv 2003/6/EC av 28. januar 2003. "MAD" er den engelske forkortelsen for Market Abuse Directive.

²⁷ Ventoruzzo og Mock (2022) s. 8.

²⁸ C-19/11 *Geltl v. Daimler*. Se punkt 4.2 for en nærmere gjennomgang av avgjørelsen.

vært alminnelig. Dette gjelder særlig praksis fra børsstyret og Børsklagenemnden. Praksisen har likevel ingen rettskildemessig vekt ved tolkningen av vilkårene i MAR. Praksisen vil kun være interessant i et rettshistorisk perspektiv for hvilket krav til sannsynlighet som har blitt praktisert i norsk rett. Den sparsomme mengden retts- og myndighetspraksis styrker problemstillingens aktualitet og behovet for å foreta en grundig gjennomgang av kravet til sannsynlighet under presisjonsvilkåret.

I EU-retten henvises det også til uttalelser fra generaladvokaten. Det er bred enighet om at generaladvokatens uttalelser er en viktig kilde til forståelsen av EU-domstolens resonnement, men har ikke selvstendig rettskildemessig vekt.²⁹ Hva gjelder retningslinjer og uttalelser fra andre organer innad i EU, vil disse kunne belyse de uttalte lovgiverhensyn som ligger bak regulering av innsideinformasjon. Eksempelvis vil rådgivende uttalelser fra markedstilsynsorganet CESR trekkes inn for å danne et klarere bilde av forståelsen av MAR.³⁰ Den rettskildemessige vekten vil likevel være begrenset ved at de først og fremst er utarbeidet for de enkelte organene i EU-pilaren, og får liten betydning utover dette.

I lys av den begrensede mengden rettskilder fra EU-lovgiver og domstolspraksis knyttet til problemstillingen, vil det løpende henvises til relevant juridisk teori og hensyn innenfor verdipapirsektoren. Den juridiske litteraturen knyttet til problemstillingen er omfattende, og illustrerer sannsynlighetskravet som en omstridt og kompleks side ved presisjonsvilkåret i innsidedefinisjonen.

Øvrige metodespørsmål vil bli behandlet fortløpende.

²⁹ Se i motsatt retning Broberg og Fenger (2021) s. 410 som tillegger generaladvokatens uttalelser rettskildemessig vekt.

³⁰ CESR er forgjengeren til den nåværende tilsynsmyndigheten European Securities and Markets Authority (ESMA).

2.2 Legalitetsprinsippets betydning på strafferettens område

Det har i lengre tid eksistert regler om straff ved overtredelse av verdipapirhandelregelverket.³¹ I tillegg til å regulere ulike sider ved kapitalmarkedet, har definisjonen av innsideinformasjon også en betydning i strafferetten. Dette gjør at innsidebegrepet også er å gjenfinne på legalitetsprinsippets område.

Opgavens problemstilling aktualiserer en behandling av hvilket krav til sannsynlighet som er anvendelig på legalitetsprinsippets område. Det er dermed nødvendig å redegjøre for det nærmere innholdet i legalitetsprinsippet.

Legalitetsprinsippet er et anerkjent rettslig prinsipp som stiller krav til etableringen av rettsnormer og setter skranker for myndighetenes inngrep overfor den enkelte.³² Det skilles mellom legalitetsprinsippet i og utenfor strafferetten. Legalitetsprinsippet har en funksjon som hjemmelskrav og som tolkningsprinsipp. Dette innebærer at legalitetsprinsippet både stiller krav til at myndighetsutøvelsen må ha hjemmel i lov og at lovbestemmelsen gir en tilstrekkelig klar hjemmel for inngrepet.³³ Som et resultat av dette, vil legalitetsprinsippet påvirke utgangspunktene for lovtolkningsprosessen og krever at ordlyden har forrang.³⁴

Innsidedefinisjonens vilkår må dermed tolkes i lys av det strafferettslige legalitetsprinsippet.³⁵ Selv om ordlyden står særlig sterkt i strafferetten, er ikke det øvrige rettskildet bildet uten betydning ved tolkningen av definisjonen av innsideinformasjon.³⁶

For å sette problemstillingen i sin rette kontekst, er det nødvendig å redegjøre for innholdet i innsidebegrepet. I det følgende vil det nærmere innholdet i innsidedefinisjonen fastlegges.

³¹ Helt siden tidligere Lov 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel, men med den reservasjonen om at "påtale finner sted bare når allmenne hensyn krever det", jf. §9-1 femte ledd.

³² Hopsnes og Solberg (2005) s. 126.

³³ Norsk rett oppstiller et krav til hjemmel i formell lov eller forskrift, jf. Grl. §113. Lovskravet i EMK vil imidlertid kunne oppfylles med normer som har sitt rettslige fundament i sedvane, rettspraksis og administrativ praksis, se *Case of Sunday Times The United Kingdom* avsnitt 47. De nærmere forskjellene i lovskravene vil ikke bli kommentert.

³⁴ Andenæs (2016) s. 112.

³⁵ Det strafferettslige legalitetsprinsippet betydning for lovtolkningen behandles nærmere under punkt 4.1.2.

³⁶ Blandhol (2015) s. 322.

3 Innsidebegrepet

3.1 Rettslig utgangspunkt

Definisjonen av innsideinformasjon går igjen i store deler av verdipapirhandelloven og MAR. Innsidedefinisjonens sentrale plass i regelverket gjenspeiler viktigheten av begrepet, men gir også en indikasjon på innsidebegrepets kompleksitet. Kompleksiteten er særlig utfordrende gitt den betydelige innvirkningen begrepet har for ulike sider ved markedsprosessene.

Definisjonen av innsideinformasjon er et juridisk koblingsord med sentral og praktisk betydning.³⁷ Ved fastsettelsen av hvilket krav til sannsynlighet som kan oppstilles for at en fremtidig begivenhet kan forventes å ville inntreffe, må det først klarlegges hvordan innsidebegrepet skal forstås. Ettersom plikt- og forbudsbestemmelsene utløses i det øyeblikket det foreligger innsideinformasjon, er det av vesentlig betydning å avklare rekkevidden av innsidebegrepet.

3.2 Kurspåvirkningvilkåret

Som nevnt i punkt 1.3, vil forståelsen av kurspåvirkningvilkåret ha betydning for tolkningen av vilkåret om "presise opplysninger". Fremstillingen i det følgende vil kort redegjøre for de sentrale sidene ved kurspåvirkningvilkåret.

Et av elementene i innsidedefinisjonen er kravet til at opplysningen må være "egnet til å påvirke kursen på disse finansielle instrumentene [...] merkbart", jf. MAR artikkel 7 nr. 1 bokstav a. Kurspåvirkningvilkåret stiller krav til informasjonens kurspåvirkningskraft eller kurssensitivitet.³⁸ Den engelske språkversjonen av MAR formulerer kurspåvirkningvilkåret om opplysningen "would be likely to have a significant effect on the prices of financial instruments".

Etter samme modell som for presisjonsvilkåret, må det nærmere innholdet i kurspåvirkningvilkåret harmoniseres med presiseringen uthevet i MAR artikkel 7 nr. 4.

³⁷ NOU 2017:14 s. 25.

³⁸ Ventoruzzo og Mock (2022) s. 283.

Vurderingen som må foretas omtales som "fornuftig investor"-testen. Opplysninger som er egnet til å påvirke kursen, er de opplysninger som en "fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sine investeringsbeslutninger". Den underliggende antakelsen er at allment tilgjengelig informasjon som inngår i den fornuftige investorens investeringsgrunnlag, vanligvis reflekteres i markedsprisen.³⁹

I den engelske språkversjonen av forordningen vil opplysningen ha en tilsvarende kurspåvirkende effekt dersom det er informasjon "a reasonable investor would be likely to use as a part of the basis of his or her investment decisions."

Innføringen av et forenklet vurderingstema gjennom fornuftig investor-testen var ment å styrke rettssikkerheten til markedsaktørene.⁴⁰ Fremtidige omstendigheters inntreden reiser særlige spørsmål knyttet til opplysningens kurspåvirkningspotensial. En fornuftig investor baserer sine beslutninger på *ex ante* tilgjengelig informasjon i markedet.⁴¹ I denne vurderingen vil det ikke bare tas i betraktning den forventede kurseffekten, men også graden av sannsynlighet for at omstendigheten vil inntreffe inngår som en del av vurderingen.⁴²

CESR har i en rådgivende uttalelse påpekt at *ex ante*-vurderingen må betraktes som et spørsmål om hvor sannsynlig det er for at kurspåvirkningseffekten, basert på den foreliggende informasjonen, var rimelig å forvente.⁴³ I forlengelsen av dette er det interessant å se hen til hvilket sannsynlighetskrav som skal legges til grunn for kurspåvirkningsvilkåret.

Sannsynlighetskravet under kurspåvirkningsvilkåret er uttrykk gjennom begrepet "sannsynligvis". Tradisjonelt benyttes begrepet "sannsynligvis" om tilfeller som antakeligvis vil komme til å skje, men der det likevel er knyttet noe usikkerhet til det faktiske utfallet. Ordlyden tilsier isolert sett at det må være mer sannsynlig at den fornuftige investoren benytter opplysningen, enn at investoren ikke gjør det. I norsk lovgivning benyttes begrepet vanligvis for å betegne tilfeller der det kreves sannsynlighetsovervekt.⁴⁴

³⁹ Ventrizzo og Mock (2022) s. 284.

⁴⁰ Fortalen punkt 18.

⁴¹ Fortalen punkt 14.

⁴² C-19/11 *Geltl v. Daimler* avsnitt 55.

⁴³ CESR/02-089d punkt 23.

⁴⁴ Se eksempelvis pasientskadeloven §3 første ledd og luftfartsloven §10-22 femte ledd der vilkåret "sannsynligvis" skal forstås som et krav til sannsynlighetsovervekt.

I engelsk språkdrakt er kravet til opplysningens kvalitet uttrykt gjennom ordet "likely". Begrepet har blitt praktisert og forstått som et krav til sannsynlighetsovervekt.⁴⁵ Den norske språkversjonen legger til grunn at opplysningen må være "egnet til" å påvirke kursen merkbart. Gjennom denne formuleringen er det tilsynelatende tilstrekkelig å kunne påvise at opplysningen er i stand til å påvirke kursen noe. Oversettelsen av vilkåret fremstår dermed ikke som en helt treffende gjengivelse av hvilket kravet som stilles til sannsynlighet.

Tatt i betraktning MAR som en fullharmoneringsforordning, er dette særlig problematisk. De ulike språkversjonene av forordningen forutsettes å legge samme forståelse av vilkårene til grunn. Det avgjørende for om norsk rett er i overensstemmelse med sine internasjonale forpliktelser er likevel hvorvidt vilkårene gis det samme meningsinnholdet.⁴⁶

Høyesterett har i Rt. 2012 s. 629 *NA24* vært avklarende på dette punkt. Etter *NA24*-dommen følger det at:

" [...] retten skal foreta en prøving av om en gitt og presis innsideopplysning er sensitiv eller viktig nok til at den får den alminnelige fornuftige investor til å reagere på den. Som aktor har anført er det nok at investoren sannsynligvis vil bruke opplysningene som en del av sitt beslutningsgrunnlag, dersom han ser at den sannsynligvis vil utløse en gevinst."⁴⁷

Ut fra domspremissene vil en opplysning sannsynligvis bli benyttet av den fornuftige investor dersom den sannsynligvis utløser gevinst. Domstolen legger her til grunn et krav om sannsynlighetsovervekt for gevinst, noe som også må bety sannsynlighetsovervekt for kurspåvirkning. Som gjennomgangen her viser, må det legges til grunn et krav om sannsynlighetsovervekt under kurspåvirkningsvilkåret.

⁴⁵ Vantoruzzo og Mock (2022) s. 283 fotnote 107. Krav til sannsynlighetsovervekt har blitt lagt til grunn i C-628/13 *Lafonta* og C-45/08 *Spector Photo*.

⁴⁶ Erdal (2012) s. 101.

⁴⁷ Rt. 2012 s. 629 avsnitt 57 med videre henvisninger til lagmannsrettens avgjørelse i LB-2009-196723.

3.3 Presisjonsvilkåret

3.3.1 Presisjonsvilkårets oppbygning

Presisjonsvilkåret utgjør det innledende vilkåret i definisjonen av innsideinformasjon. Lovgiver i EU-fellesskapet har utarbeidet en utførlig definisjon av presisjonsvilkåret, med den hensikt at rettssikkerheten til markedsaktørene lettere ivaretas.⁴⁸ Til tross for at vilkåret har vært til behandling i flere avgjørelser for EU-domstolen og norske domstoler, er det likevel knyttet uklarheter til innholdet.⁴⁹ Vilkårets oppbygning gir en noe uoversiktlig definisjon, og det er behov for å klarlegge det nærmere innholdet i presisjonsvilkåret.

Presisjonsvilkåret stiller krav til opplysningens kvalifikasjon. I dette ligger det at opplysningen må være tilstrekkelig klar slik at den er egnet til å påvirke kursen til det finansielle instrumentet. Definisjonen oppstiller ingen uttømmende liste over hvilke opplysninger som potensielt kan utgjøre innsideinformasjon og tilsynelatende kan alle opplysninger falle innenfor vilkårets rammer. Av hensyn til aktørene i verdipapirmarkedet, vil disse ha behov for en avgrensning mot usikker og intern informasjon som kan tilflyte markedet. Kvalifikasjonskravet "presise" snevrer inn rekkevidden av opplysninger med en markedsrelevant side.

Hvorvidt den foreliggende opplysningen er tilstrekkelig "presise" må avgjøres konkret utfra konteksten opplysningen inngår i. Imidlertid er det mulig å identifisere noen generelle forutsetninger for vilkåret.⁵⁰ Disse vil kommenteres i det følgende.

Den første åpenbare distinksjonen er mellom begrepene "omstendigheter" og "hendelse", jf. MAR artikkel 7 nr. 2 første punktum. Definisjonen skiller mellom presise opplysninger som indikerer "omstendigheter" det er rimelig å forvente kan komme til å foreligge og presise opplysninger som indikerer en "hendelse" som det er rimelig å forvente kan komme til å inntreffe.

Tidligere har lovteksten vært formulert som krav til "omstendigheter" og "begivenheter". Om det ved endringen var ment å være en realitetsforskjell fremstår usikkert, og en eventuell endring i meningsinnholdet er tilsynelatende ikke kommentert i forarbeidene til noen av de

⁴⁸ Fortalen punkt 18.

⁴⁹ Kinander (2022) s. 1.

⁵⁰ CESR/06-562b kapittel 1 punkt 1.5.

tidligere bestemmelsene i verdipapirhandelloven.⁵¹ En endring i ordvalget kan fremstå som et veloverveid valg dersom hensikten var å fremme at "hendelse" isolert sett kan bære på mer informasjon enn det én enkel "begivenhet" språklig sett kan sies å gjøre.

Forarbeidene har ikke tatt standpunkt til om det med denne endringen er ment å innskrenke eller utvide forståelse av innsidebegrepet. Dette må tas til inntekt for at en slik endring ikke er tilsiktet.⁵² Slik jeg leser forarbeidene tar ikke loven sikte på å foreta andre avgrensninger av hvilke opplysninger som kan utgjøre innsideinformasjon utover kvalifikasjonskravet "presise", og at det dermed ikke kan sies å ligge noen innholdsmessig begrensning i den nåværende ordlyden.⁵³

Ved fastsettelsen av det nærmere innholdet i presisjonsvilkåret forutsettes det at praksis og teori angående det tidligere begrepet "begivenheter" vil være av betydning også for fastsettelsen av innholdet i den nåværende formuleringen. Ettersom endringen ikke har noen innholdsmessig innvirkning av betydning for fastsettelsen av sannsynlighetskravet, vil begrepene benyttes om hverandre videre i oppgaven.

Det nærmere innholdet i presisjonsvilkåret er knyttet til to underliggende vurderinger; kravet til spesifisitet og kravet til eksistens. I den følgende redegjørelsen vil dette bli omtalt som spesifikasjonskriteriet og eksistenskriteriet. Oppgavens problemstilling er direkte knyttet til forståelsen av eksistenskriteriet, men av hensyn til den indre sammenhengen i oppgaven vil det gis en kortfattet fremstilling av spesifikasjonskriteriet.

3.3.2 Spesifikasjonskriteriet

Som en del av presisjonselementet i innsidebegrepet inngår et krav til opplysningens spesifisitet. Spesifikasjonskriteriet er formulert som krav til at opplysningene er "tilstrekkelig spesifikke" til at det kan trekkes en slutning om den mulige kurseffekten. Dette reiser spørsmålet om hva som kan anses spesifikt nok til å foranledige en konklusjon om kurspåvirkning. I det inneværende punkt vil det kort redegjøres for innholdet i

⁵¹ Ot.prp.nr.72 (1990-91); Ot.prp.nr.29 (1996-97); Ot.prp.nr.12 (2004-2005).

⁵² En slik slutning er også lagt til grunn i rettspraksis, se HR-2016-1439-A *Bergshav Holding* avsnitt 90.

⁵³ I samme retning se Bergan (2016) s. 193.

spesifikasjonskriteriet, nærmere bestemt hvilken informasjon som kan trekkes ut av den aktuelle opplysningen.

Ved å sette krav til opplysningens spesifisitet avgrenses vilkåret kvalitativt mot rykter, spekulasjoner og lignende markedsforventninger.⁵⁴ Opplysninger av denne typen vil ikke formidle tilstrekkelig klarhet til at en investor vil oppnå et informasjonsfortrinn ved å trekke slutninger fra denne.

Det skal heller ikke stilles for strenge krav til opplysningens spesifisitet. Dette kan leses kontekstuellt ut av ordlyden "indikerer". At det er tilstrekkelig at opplysningen "indikerer" at en omstendighet kan inntreffe, vil i seg selv ikke kunne oppstille for strenge krav til spesifisiteten. Hvor langt spesifikasjonskriteriet skal tolkes har også vært oppe i EU-domstolen. Domstolen har uttalt at det ikke er av betydning hvilken retning kursen antas å gå for om spesifikasjonskriteriet er oppfylt.⁵⁵

Denne siden av presisjonsvilkåret har ikke vært gjenstand for like mye usikkerhet som det eksistenskriteriet har vist seg å gjøre. Likevel kan det være vanskelig å skille kriteriet fra innholdet i kurspåvirkningsvilkåret ettersom det også her trekkes en linje til opplysningens kurspåvirkningspotensial.⁵⁶ CESRs rådgivende uttalelser bekrefter denne likheten mellom de to vilkårene.⁵⁷

Hvor spesifikk en opplysning behøver å være, må ses i sammenheng med fornuftig investortesten under kurspåvirkningsvilkåret. Markedets integritet er ikke utsatt for en like stor trussel for tilfeller der en investor treffer investeringsbeslutninger på grunnlag av en generell og vag opplysning. På lik linje vil ikke en investor kunne utnytte den uklare informasjon til å skaffe seg et informasjonsfortrinn på bekostning av de øvrige markedsaktørene.

⁵⁴ Rt. 2014 s. 452 *Eltek* avsnitt 43.

⁵⁵ C-628/13 *Lafonta* avsnitt 38. Det fremgår også av CESR rådgivende uttalelser i 02-089b punkt 32-33 om utkast til MAD med ordlyden at informasjonen var spesifikk når den "allow a conclusion to be drawn about the direction of its impact on prices". I det endelige direktivet gjaldt det kun et krav om "its impact on prices". At kravet til kursens retning ble fjernet fra den endelige versjonen tyder på at retningsangivelse ikke skal tillegges vekt under spesifikasjonskriteriet.

⁵⁶ Se punkt 3.2.

⁵⁷ CESR/02-089d punkt 18.

3.3.3 Eksistenskriteriet

Presisjonsvilkåret omfatter både hendelser som "har inntruffet" og som det er "rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe". Fra et bevismessig standpunkt kan det trekkes et skille mellom *fortidige* og *fremtidige* omstendigheter. Den første gruppen av hendelser reflekterer begivenheter som alt har funnet sted, men som likevel ikke er offentliggjort. Denne typen hendelser har et konkret og reelt innhold, og det avgjørende spørsmålet vil ofte knytte seg til om opplysningen har en tilstrekkelig kurspåvirkende effekt under kurspåvirkningsvilkåret.⁵⁸

I inndelingen av de *fremtidige* hendelsene, inngår de typer begivenheter som enda ikke har inntruffet, men som det likevel kan trekkes en slutning fra om mulig kurspåvirkning. Lovgiver har tatt standpunkt om at omstendigheter som enda ikke har inntruffet er like egnet til å påvirke verdipapirmarkedet og skape et urettmessig informasjonsfortrinn.

Denne siden av eksistenskriteriet fremstår som noe uhåndgripelig. Dette kan forsøkes besvart i selve karakteren av fremtidige begivenheter; hendelser som enda ikke har inntruffet kjennetegnes ved at de bærer preg av uforutsigbarhet og at opplysningens eksistens er knyttet til et usikkert utfall. For noen fremtidige hendelser kan det fremstå som like sikkert som usikkert at hendelsen vil manifestere seg, og skjæringstidspunktet for når innsideinformasjonen oppsto kan være vanskelig å stadfeste.

For å kunne fastslå om en fremtidig hendelse har en tilstrekkelig kurspåvirkende effekt, er det behov for å fastsette en grad av forventning til hendelsen. I vilkåret "rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe" inngår det en sannsynlighetsvurdering av fremtidige hendelser inntreden. I det følgende vil det foretas en gjennomgang av forståelsen av ordlyden "rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe".

⁵⁸ Her vil en vurdering av opplysningens spesifisitet etter spesifikasjonsvilkåret fremstå som overflødig ettersom spekulasjoner i markedsforventningene ikke lenger har virkning over fortidige hendelser.

4 Nærmere om vilkåret "rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe"

4.1 Tolkning av lovtekst

4.1.1 Ordlyden

Etter MAR artikkel 7 nr. 2 anses opplysninger som presise dersom de indikerer en hendelse som det er "rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe". I det følgende punktet vil det sees nærmere på forståelsen av ordlyden. Spørsmålet er nærmere bestemt hvilket krav til sannsynlighet som kan utledes fra vilkåret "rimelig å forvente".

Hva som forstås med "rimelig" er ikke nærmere presisert i bestemmelsen. En naturlig språklig forståelse av ordlyden kan imidlertid gi noe veiledning. I sin alminnelig mening peker ordlyden på tilfeller som antas å stemme eller som fremstår som et realistisk utfall av den informasjonen investoren besitter. Hva som er "rimelig" må dermed tolkes i lys av den øvrige konteksten som den potensielle innsideinformasjonen inngår i.⁵⁹ Denne språklige beskrivelsen av uttrykket indikerer at det ikke kan stilles strenge krav til sannsynligheten. For den nærmere forståelsen av ordlyden, er det relevant å se til hvilket meningsinnhold begrepet får i den øvrige lovgivningen.

Rimelig er et lovteknisk innarbeidet uttrykk som går igjen flere steder i lovgivningen. Straffeprosessloven §224 benytter "rimelig grunn" som et minstekrav for igangsetting av etterforskningsskritt.⁶⁰ Begrepet benyttes også som en terskel for beslutning om telefonopptak etter strpl. §216 1 og gir anvisning til en proporsjonalitetsvurdering som må foretas i det konkrete tilfellet.

Formuleringen "rimelig grunn" ble benyttet i den tidligere vphl. §3-11 første ledd. Bestemmelsen regulerte tidspunktet for inntredelsen av rapporteringsplikten og knyttet tidspunktet til "rimelig grunn" til mistanke om innsidehandel eller markedsmanipulasjon. Av

⁵⁹ Opinion of Advocate General Mengozzi on Case C-19/11 *Geltl v. Daimler* avsnitt 67.

⁶⁰ Lov 22. mai 1981 nr. 25 om rettergangsmåten i straffesaker.

forarbeidene til den nå opphevede bestemmelsen, fremgår det at "rimelig grunn" ikke skal forstås strengt og at det ikke kan oppstilles et krav til sannsynlighetsovervekt.⁶¹

Den språklige forståelsen av "rimelig", tilsier at det isolert sett ikke kan stilles strenge krav til sannsynligheten og at det ikke inngår et krav til sannsynlighetsovervekt.

Ut fra ordlyden gir "forvente" en anvisning til at det må skje en forhåndsvurdering av om omstendigheten vil inntreffe. Den språklige forståelsen sikter til et påregnelig utfall eller en antakelse om at en hendelse vil finne sted.⁶² Å ha en forventning om noe indikerer at noe mest sannsynligvis vil skje. Motsetningsvis har man ikke forventning om noe dersom det er lite sannsynlig for at situasjonen vil manifestere seg.

Begrepene sett i sin rette sammenheng utleder et krav om at en fremtidig begivenhet mest sannsynlig vil inntreffe. Det er dermed nærliggende å tolke "rimelig å forvente" som et krav til sannsynlighetsovervekt. Vurdert i sammenheng med ordlyden "indikerer" kan det likevel ikke stilles et så strengt krav som overveiende sannsynlighet. En slik forståelse vil øve motstand mot hva lovgiver har ment å godta av opplysninger etter spesifikasjonskriteriet.

Legalitetsprinsippet utgjør en integrert del av ordlydstolkningen. Av strukturelle grunner vil behandlingen av legalitetsprinsippet betydning for tolkningen bli skilt ut i et eget punkt 4.1.2.

4.1.2 Sannsynlighetskravet i lys av klarhetskravet

Som nevnt innledningsvis, er innsidedefinisjonen et koblingsbegrep som også er å gjenfinne på legalitetsprinsippet område.⁶³ Ettersom sannsynlighetskravet ikke kan trekkes direkte ut av ordlyden i MAR artikkel 7 nr. 2, kan det stilles spørsmål om hvilket sannsynlighetskrav som tilfredsstillers lovskravet i strafferetten.

I det følgende vil det tas stilling til hvilket krav til sannsynlighet som kan oppstilles under presisjonsvilkåret for å oppnå det tilsiktede formålet om et forutberegnelig og effektivt strafferettslig vern.

⁶¹ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 91.

⁶² Se motsetningsvis Bergan (2016) s. 194 som mener at "forvente" ikke bidrar noe til forståelsen utover at det må foretas en forhåndsvurdering.

⁶³ Punkt 1.1.

På et generelt grunnlag fastslår Grunnloven §113 at:

"[m]yndighetenes inngrep overfor den enkelte må ha grunnlag i lov."⁶⁴

Bestemmelsen tydeliggjør at hjemmel i lov er et grunnvilkår for å idømme straff. Kravet til lovhjemmel kalles for et lovskrav eller klarhetskrav. I Grl. §96 første ledd gjentas lovskravet, men formulert med sikte på inngrep av en strafferettslig art. Grunnlovsbestemmelsen lyder som følger:

"Ingen kan dømmes uten etter lov eller straffes uten etter dom."

Kjernen i lovskravet er at ingen skal dømmes uten hjemmel i lov eller fengsles uten dom. I tillegg skal ingen lover gis tilbakevirkende kraft. Formålet med lovskravet er å begrense påleggelsen av straffeansvar utover det lovteksten gir grunnlag for.⁶⁵ Prinsippet reflekteres også i grunnvilkårene for straffeansvar etter straffeloven §14.⁶⁶

Lovskravet kommer til uttrykk både i Grl. §96 første ledd, EMK artikkel 7 nr. 1 og EU Charteret om grunnleggende rettigheter artikkel 49.⁶⁷ Av hensyn til oppgavens kompleksitet og regelsettenes tilnærmet sammenfallende nedslagsfelt, vil fastsettelsen av sannsynlighetskravet kun bli behandlet og vurdert opp mot ordlyden slik den fremgår av EMK.⁶⁸ For det enkelte spørsmål vil det likevel vises til grunnlovsbestemmelsen der dette kan gi bidrag til den nærmere forståelsen.

EMK artikkel 7 nr. 1 gjelder utelukkende på det strafferettslige område. Bestemmelsen fastslår at:

"Ingen skal bli funnet skyldig i en straffbar handling på grunn av noen gjerning eller unnlattelse som ikke utgjorde en straffbar handling etter nasjonal eller internasjonal rett på den tid da den ble begått."

⁶⁴ Lov 17. mai 1814 Kongeriket Norges Grunnlov.

⁶⁵ Husabø (2022) nr. 4 punkt 13.

⁶⁶ Lov 20 mai 2005 nr. 28 om straff (straffeloven – strl.).

⁶⁷ Charter of Fundamental Rights of the European Union.

⁶⁸ Det fremgår uttrykkelig av Rt. 2014 s. 238 *Hønsehauk* avsnitt 18 at rekkevidden av vernet etter Grl. §96 første ledd sammenfaller med vernet etter EMK art. 7 nr. 1.

Et langt på vei tilsvarende lovskrav finnes i EU-rettens prinsipp om *legal certainty*. Prinsippet stiller krav til rettslig forutsigbarhet og inngår som et lovskrav ved tolkningen av EU-rettens kilder.⁶⁹ Effekten av prinsippet setter grenser for tolkningen av regelverket gjennom å stille krav til reglens klarhet, presisjon og forutsigbarhet.⁷⁰ EU-domstolen har ved en rekke anledninger fremhevet at prinsippet stiller strenge krav til lovens tydelighet, særlig ved påleggelse av plikter overfor borgerne.⁷¹

Hverken utformingen av klarhetskravet i Grunnloven eller EMK kaster lys over kravets nærmere innhold. Det må i det følgende klargjøres hva som kreves etter ordlyden i klarhetskravet.

I HR-2020-955-A *Settefisk* uttales det at innholdet i klarhetskravet må "være så klar[t] at det i de fleste tilfeller ikke vil være tvil om en handling rammes av regelen, og at det er mulig å forutse at straff kan bli konsekvensen av at regelen brytes".⁷²

EU-domstolen har i *Rosneft* presisert innholdet i klarhetskravet gjennom å kreve at "legislation must clearly define offences and the penalties which they attract" og at klarhetskravet er oppfylt når "the individual concerned is in a position, on the basis of the wording of the relevant provision and, if necessary, with the help of the interpretation made by the courts, to know which acts or omissions will make him criminally liable."⁷³

Ut fra formuleringene må det her kreves en stor grad av klarhet slik at hensynet til forutberegnelighet er tilstrekkelig ivaretatt sett opp mot konsekvensen ved å bli ilagt strafferettslig ansvar.

Videre presiserer EU-domstolen i samme avgjørelse at klarhetskravet ikke må forstås som et forbud mot klargjøring av straffeansvar gjennom en fortolkningsprosess i domstolene, forutsatt at tolkningsresultatet må være "reasonably foreseeable".⁷⁴ Innholdet i klarhetskravet oppstiller dermed et krav om "rimelig forutsigbare" tolkningsresultater.⁷⁵ Klarhetskravet skal dermed

⁶⁹ C-308/06 *Intertanko and Others* avsnitt 69-71.

⁷⁰ Fredriksen og Mathisen (2022) s.154 omtaler vilkåret som rettssikkerhetsprinsippet.

⁷¹ Se blant annet C-143/83 *Commission v. Kingdom of Denmark* avsnitt 10.

⁷² HR-2022-955-A *Settefisk* avsnitt 22.

⁷³ C-72/15 *Rosneft* avsnitt 161-164.

⁷⁴ C-72/15 *Rosneft* avsnitt 167.

⁷⁵ se også HR-2020-2019-A *Mobiltelefon* avsnitt 19-21 og *Case of Kononov v. Latvia* avsnitt 185.

sikre at tolkninger som ikke er en rimelig forutsigbar utvikling fra ordlydens kjerne, ikke kan anvendes for å ilegge straff.⁷⁶

Anvendt på problemstillingen om når det er "rimelig å forvente" at en fremtidig begivenhet utgjør innsideinformasjon, er det klart at man befinner seg i kjernen av ordlyden ved å legge til grunn et krav om sannsynlighetsovervekt. Det oppstår dermed vanskeligere grensedragninger angående hvilken nedre grense det kan settes for sannsynlighetskravet. Et krav til lavere sannsynlighet må på tilsvarende måte begrunnes utfra en rimelig forutsigbar forståelse av ordlyden.

I HR-2023-1246-A ble Høyesterett forelagt spørsmålet om ulovlig flyging av drone var omfattet av ordlyden "luftfartøyer" slik at forbudet mot å fly russiskregistrerte luftfartøy over norsk territorium var overtrådt, jf. sanksjonsloven §4, jf. §2 og den tilhørende sanksjonsforskriften §19, jf. §22.⁷⁷ Høyesterett uttrykte at:

"Begrepet er etter en naturlig forståelse tilstrekkelig vidt til å kunne omfatte droner, og har heller ingen klar avgrensning som tilsier at droner generelt må anses å falle utenfor."⁷⁸

Høyesterett la til grunn at de mange språkversjonene i EU gjør at et ensartet tolkningsresultat må søkes oppnådd gjennom bestemmelsens "kontekst og formål".⁷⁹ Gjennom en kontekstuell fortolkning og formålsbetraktninger, kom domstolen frem til at droner var omfattet av ordlyden "luftfartøyer" og at et slikt tolkningsresultat tilfredstilte kravene etter klarhetskravet.⁸⁰

Hvilken gjennomslagskraft klarhetskravet har for straffebud tilknyttet definisjonen av innsideinformasjon må videre søkes klarlagt gjennom konteksten og formålet med innsidedefinisjonen.

⁷⁶ Bergo (2022a) s. 374.

⁷⁷ Lov 16. april 2021 nr. 18 om gjennomføring av internasjonale sanksjoner og Forskrift 15. august 2014 nr. 1076 om restriktive tiltak m.v.

⁷⁸ HR-2023-1246-A avsnitt 44.

⁷⁹ HR-2023-1246-A avsnitt 41.

⁸⁰ HR-2023-1246-A avsnitt X, dommen ble avsagt under dissens der annenvoterende kom til motsatt resultat med grunnlag i Y.

Fortalen til MAR punkt 18 trekker frem markedsaktørens rettssikkerhet som et viktig hensyn som skal ivaretas gjennom markedsmisbruksreglene. Dette reiser imidlertid et nytt spørsmål om hva som egentlig menes med "markedsaktørens rettssikkerhet".⁸¹

Markedsaktørene i verdipapirmarkedet er knyttet til ulike posisjoner og sider ved markedsprosessene. Både investorer, utstederforetaket og innsiders medkontrahent går under betegnelsen markedsaktør. Markedsaktørene vil representere ulike hensyn og det er uklart hva som skaper en felles rettssikkerhet for markedsaktørene sett under ett. I første rekke vil hensynet til utstederselskapet tilsi at det ikke kan stilles krav til offentliggjøring av opplysninger som ikke har kurseffekt.⁸² Videre vil hensynet til investorer og personer i besittelse av innsideinformasjon, tilsi at det må være klart hva som omfattes av definisjonen for å ilegge strafferettslig ansvar.

Det er lagt til grunn at klarhetskravet antas å være relativt til inngrepets karakter.⁸³ På denne måten vil det stilles høyere krav til lovskravet ved ileggelse av fengselsstraff. Straffen ved innsidehandel utmåles normalt til ubetinget fengsel med den begrunnelse at betinget fengsel ikke har tilstrekkelig individualpreventiv virkning.⁸⁴ At også uaktsomme handlinger potensielt kan lede til 6 år fengselsstraff taler med tyngde for at det må stilles et strengt krav til lovhjemmelens klarhet.⁸⁵

Klarhetskravet har i noen tilfeller også blitt relativisert utfra aktørens profesjonalitet, der terskelen har blitt lagt lavere for disse tilfellene.⁸⁶ Gitt de ulike markedsaktørene i finansmarkedet, kan det vanskelig oppstilles én standard for den profesjonelle aktøren. Det må dermed avvises en relativisering av klarhetskravet i relasjon til den profesjonelle aktør.

En viktig side til forståelsen av definisjonen av innsideinformasjon, er at definisjonen knytter seg til to ulike regelsett. Den samme definisjonen legges til grunn for å regulere både informasjonsplikten og misbruksforbudene. Hva som inngår i "markedsaktørens rettssikkerhet" må avklares i relasjon til begge regelsettene. Sett opp mot handelsforbudet, er

⁸¹ Det har blitt gjennomgående henvist til "markedsaktørens rettssikkerhet" i den juridiske litteraturen uten videre redegjørelse for hva som inngår i dette hensynet.

⁸² Se også C-19/11 *Geltl v. Daimler* avsnitt 48.

⁸³ Aall (2021) s. 109.

⁸⁴ Rt. 2006 s. 1049 *Sense* avsnitt 19.

⁸⁵ Den uaktsomme handlingen vil imidlertid hensyntas ved straffeutmålingen, selv om bestemmelsen i seg selv ikke differensierer mellom forsettlige og uaktsomme handlinger.

⁸⁶ Case of *Vasiliasukas v. Litauen* avsnitt 157.

det mindre betenkkelig å oppstille et lavt krav til sannsynlighet for å motvirke innsidehandel. På den andre siden vil et tilsvarende lavt sannsynlighetskrav være problematisk utfra forutberegnelighetsbetraktninger ved ileggelsen av strafferettslig ansvar. Avveiningen som må foretas er om det er viktigere for investorenes tillit til markedet at denne typen handlingen straffes strengt, eller om hensynet til en forutberegnelig rettstilstand for investorene veier tyngre.⁸⁷

Viktigheten bak lovskravet viser seg ved å kunne forutse konsekvensene av egne handlinger, og at strafferettslig ansvar er en forutberegnelig følge ved overtredelsen av et straffebud. Kravet om klar lovhjemmel og hensynet til de ulike markedsaktørene, tilsier at det bør stilles et tilsvarende strengt krav til klarhet etter MAR artikkel 7 nr. 1 som for straffebud ellers. Innholdet i klarhetskravet taler for at et krav til lavere sannsynlighetsgrader ikke er like egnet til å ivareta hensynet til forutberegneligheten til de ulike markedsaktørene og taler med tyngde for at "rimelig å forvente" oppstiller et krav til sannsynlighetsovervekt.

Hva gjelder det øvrige rettskildebilde, gir forarbeidene etter norsk rett liten veiledning til forståelsen av "rimelig å forvente". Det ser heller ikke ut til at spørsmålet har blitt belyst i noen av de tidligere forarbeidene til verdipapirhandelloven.⁸⁸ Fortalen til MAR er tilsvarende taus om hvilke krav som stilles til sannsynlighet under presisjonsvilkåret og den nærmere fastsettelsen av sannsynlighetskravet må søkes besvart i de øvrige rettskildene.

4.2 Praksis fra EU-domstolen: *Geltl v. Daimler*

Spørsmål om hva som ligger i vilkåret "rimelig å forvente" har også vært forelagt EU-domstolen. EU-domstolens avgjørelse i *Geltl v. Daimler* (Daimler) berører sannsynlighetskravet for når en fremtidig omstendighet har inntruffet. I det følgende vil det redegjøres for innholdet i EU-domstolens avgjørelse og hvilke bidrag denne gir til fastleggelsen av sannsynlighetskravet.

Bakgrunnen for saken var fratredelsen til en tidligere administrerende direktør i selskapet Daimler AG. Frem til tidspunktet for den faktiske fratredelsen hadde direktøren diskutert

⁸⁷ Bergo (2021) s. 444.

⁸⁸ Ot.prp.nr.29 (1996-1997) og Ot.prp.nr.34 (2006-2007).

avgangen med flere personer innad i selskapet. Fratredelsen ble senere offentliggjort og resulterte i en økning i selskapets aksjeverdi. Flere investorer som hadde solgt seg ut av selskapet kort tid før offentliggjøringen, rettet erstatningskrav mot Daimler med den begrunnelse at det forelå innsideinformasjon og at fratredelsen skulle ha blitt offentliggjort på et tidligere tidspunkt.

Saken gikk for den tyske domstolen Bundesgerichtshof, som forela to prinsipielle spørsmål for EU-domstolen. I saken tok EU-domstolen stilling til innholdet i eksistenskriteriet under presisjonsvilkåret. Ved siden av å fastslå at også mellomliggende steg i en trinnvis prosess kan utgjøre innsideinformasjon, kom domstolen til viktige avklaringer hva gjelder sannsynlighetskravet i presisjonsvilkåret.⁸⁹

Domstolen ble forelagt spørsmålet om uttrykket "may reasonably be expected", tilsvarende "rimelig å forvente", krevde en bestemt form for sannsynlighet, eller om sannsynlighetskravet varierte utfra opplysningens kurspåvirkningspotensial.⁹⁰ Det siste alternativet er en henvisning til en "probability/magnitude"-test som kjent fra amerikansk innsideregulering.⁹¹ Testen legger til grunn en sammenheng mellom sannsynlighet og forventet kurseffekt. Innholdet i testen gir uttrykk for en norm der opplysningens forventede kursutslag er høy, stilles det lavere krav til sannsynligheten for at den vil inntreffe, og *vice versa*.

EU-domstolen vek bort fra generaladvokatens uttalelser og avviste oppstillingen av en "probability/magnitude"-test.⁹² At omstendighetenes kurseffekt ikke skal trekkes inn i vurderingen av sannsynlighetskravet er nå kodifisert i fortalen til MAR punkt 16. EU-domstolens avvisning av et relativt sannsynlighetskrav har gode grunner for seg. Dersom et relativt sannsynlighetskrav hadde blitt lagt til grunn, åpner dette for muligheten for at usannsynlige omstendigheter likevel oppfyller kriteriene under presisjonsvilkåret dersom opplysningens kurspåvirkningspotensial er av en tilstrekkelig størrelsesorden. En slik relativisering av sannsynlighetsgraden ville ha gjort presisjonsvilkåret og kurspåvirkningsvilkåret fullstendig betinget av hverandre. På bakgrunn av en systematisk tolkning presiserer domstolen at vilkårene er minimumsbetingelser som begge må være oppfylt

⁸⁹ C-19/11 *Geltl v. Daimler* avsnitt 40.

⁹⁰ C-19/11 *Geltl v. Daimler* avsnitt 23.

⁹¹ Opinion of Advocate Mengozzi on Case C-19/11 Markus Geltl v. Daimler (2012) avsnitt 101 fotnote 32.

⁹² C-19/11 *Geltl v. Daimler* avsnitt 52-53, se Generaladvokat Mengozzis uttalelser om forståelsen av vilkåret i Opinion of Advocate Mengozzi on Case C-19/11 Markus Geltl v. Daimler (2012) avsnitt 110.

for å kunne utgjøre innsideinformasjon.⁹³ EU-domstolens begrunnelse for sitt svar oppsummeres med at ingen av de ulike språkversjonene av tidligere MAD utleder en slik forståelse av ordlyden som å kreve en relativisering av vilkåret.⁹⁴

Etter avvisningen av dette tolkningsalternativet, står EU-domstolen igjen med spørsmålet om det kan kreves en bestemt form for sannsynlighet under presisjonsvilkåret. Tolkningsalternativet leder til det domstolen uttaler som:

"a set of circumstances which exists or may reasonably be expected to come into existence or an event which has occurred or may reasonably be expected to do so' refers only to circumstances or events the occurrence of which may be considered to be *preponderant or highly probable* [...]."⁹⁵

Bruken av begrepet "preponderant" kan direkte oversettes til overveiende eller vesentlig. Tilsvarende vil "highly probable" etter sin ordlyd bety høyt eller meget sannsynlig. Meningsinnholdet i begrepene er tilsynelatende sammenfallende og det er naturlig å tolke uttalelsene som en anvisning til sannsynlighetsovervekt. Basert på ordvalget kan det virke som at alminnelig sannsynlighetsovervekt i seg selv ikke er tilstrekkelig, men at det i tillegg må være *klar* sannsynlighetsovervekt. Resonnementet kan tolkes dithen at å fastlegge sannsynlighetskrav lavere enn dette, gjør at markøren "highly" ikke har noe for seg.

Skal man tro domstolens resonnement, åpnes det her opp for at det enten må stilles et krav om klar eller overveiende sannsynlighetsovervekt, alternativt et sannsynlighetskrav som er relativt til opplysningens kurseffekt. Etersom domstolen avviser en relativisering av sannsynlighetsgraden står vi igjen med det som tilsynelatende er et krav om klar eller overveiende sannsynlighet.

Videre drar EU-domstolen en ytterligere konklusjon fra begrepsbruken og legger til grunn at det ikke kan stilles krav til "high probability" for at en hendelse eller omstendighet vil inntreffe.⁹⁶ Med henvisning til prinsippet i EU-retten om *legal certainty* slik det fremgår av fortalen punkt 3 i tidligere Kommisjonsdirektiv 2003/124/EC, må det heller ikke være "implausible" at en slik omstendighet kan tenkes å ville inntreffe.⁹⁷ Utrykkene domstolen

⁹³ C-19/11 *Geltl v. Daimler* avsnitt 52-53.

⁹⁴ C-19/11 *Geltl v. Daimler* avsnitt 51.

⁹⁵ C-19/11 *Geltl v. Daimler* avsnitt 41, mine kursiveringer.

⁹⁶ C-19/11 *Geltl v. Daimler* avsnitt 46.

⁹⁷ C-19/11 *Geltl v. Daimler* avsnitt 48.

bruker kan forstås som et skille mellom hendelser av høy sannsynlighet og hendelser det er usannsynlig vil inntreffe. En slik avgrensning syntes fornuftig. En for høy grad av sannsynlighet medfører at innsideinformasjon i større grad er utsatt for misbruk gjennom tilbakeholdelse av opplysninger som det ikke er en tilnærmet visshet om at vil inntreffe. Dette vil underminere formålet bak markedsmisbruksreglene om å beskytte markedets integritet og investorenes tillit til markedet. Motsetningsvis vil et for lavt krav til sannsynlighet tilføre verdipapirmarkedet informasjon som ikke vil inngå i investorens beslutningsgrunnlag.

EU-domstolen trekker opp to ytterpunkter der sannsynlighetskravet må plasseres et sted mellom "implausible" og "high probability". Etableringen av sannsynlighetsskalaen skjer uten en nærmere anvisning til akkurat hvor sannsynlighetskravet skal settes. Etter å ha fastsatt de ytre rammene for sannsynlighetskravet, uttaler domstolen at det tidligere kommisjonsdirektivet artikkel 1 (1) refererer til:

"future circumstances or events from which it appears, on the basis of an overall assessment of the factors existing at the relevant time, that there is a *realistic prospect* that they will come into existence or occur."⁹⁸

Domstolen påpeker at vilkåret "may reasonably be expected" må forstås som et krav om det er "a realistic prospect" for at en fremtidig omstendigheten vil inntreffe. I den norske språkversjonen er vurderingstemaet oversatt til "realistisk mulighet", jf. fortalen punkt 16.⁹⁹

Hvorvidt denne begrepsavklaringen er egnet til å gi tolkningsbidrag til det nærmere innholdet i "rimelig å forvente" er usikkert. Formuleringen kan forstås som en presisering av vilkåret, slik at kravet til sannsynlighet ikke kan stilles lavere eller høyere enn dette. Det eneste utgangspunktet domstolen setter for vurderingen er at det må skje "on the basis of an overall assessment of the factors existing at the relevant time".¹⁰⁰ En introduksjon av formuleringen "realistic prospect" peker ikke entydig i retning av at en fremtidig begivenhet må være "preponderant or highly probable" for å rimelig kunne forventes å ville inntreffe. Tvert imot kan formuleringen "realistic prospect" åpne for at også lavere krav til sannsynlighet omfattes.

Tolker man domstolens utsagn dithen, ser det ut til at domstolens angivelse av "realistic prospect" dermed avkrefter om det med "rimelig å forvente" siktes til "preponderant or highly

⁹⁸ C-19/11 *Geltl v. Daimler* avsnitt 49, mine kursiveringer.

⁹⁹ Bergo (2022a) s. 40 mener at "realistiske utsikter" er en bedre oversettelse av "realistic prospect".

¹⁰⁰ C-19/11 *Geltl v. Daimler* avsnitt 49.

probable".¹⁰¹ Dersom det er dette domstolen har til formodning å gjøre, er drøftelsen ikke noe mer rettsavklarende enn det domstolen allerede har lagt til grunn gjennom en øvre avgrensning av sannsynlighetskravet gjennom terskelmarkøren "high probability". Uttalelsene må i beste fall forstås som at EU-domstolen har vært uoppmerksom på sin egen begrepsbruk.

Her fremstår det som at domstolen i første rekke snevrer inn forståelsen av vilkåret som et krav om klar sannsynlighetsovervekt, før den igjen åpner for at vilkåret også kan omfatte de lavere sannsynlighetsgrader. Gjennom introduksjonen av "realistic prospect" bytter domstolen tilsynelatende ut et vilkår med et annet generelt vurderingstema uten at dette bidrar til den nærmere regelforståelsen.¹⁰²

Slik spørsmålet ble formulert for EU-domstolen, er et krav om noe lavere enn sannsynlighetslikevekt kun relevant dersom tolkningsalternativet om relativ sannsynlighet førte frem. Ettersom domstolen avviser et relativt sannsynlighetskrav er det nærliggende å tenke at tolkningsalternativet "preponderant or highly probable" må legges til grunn og dermed et krav til sannsynlighetsovervekt.¹⁰³

Likevel kan det stilles spørsmål ved om hvorfor domstolen ikke uttrykkelig la til grunn et krav om sannsynlighetsovervekt fremfor å oppstille vurderingstemaet "realistic prospect". Dette kan trekke i retning av at det ikke var ment fra et domstolperspektiv å legge føringer for et krav om sannsynlighetsovervekt, men å overlate det til medlemsstatenes skjønnsmargin å fastsette det nærmere kravet. Slik som Kinander konstaterer, dersom EU-domstolen hadde hatt klare forestillinger om hvilket krav til sannsynlighet som burde gjelde, ville domstolen ha uttalt seg om dette.¹⁰⁴

Oppsummert må premissene i *Daimler* tas til inntekt for at det må kreves noe mindre enn høy sannsynlighet, samtidig som det må være snakk om noe mer enn en usannsynlig mulighet for at en fremtidig begivenhet vil inntreffe. Innføringen av "realistic prospect" kan tolkes på ulike måter, og bidrar ikke til én bestemt forståelse av sannsynlighetskravet. Slik jeg ser det vil både et minimumskrav til sannsynlighet og sannsynlighetsovervekt kunne tolkes ut av domspremissene.

¹⁰¹ C-19/11 *Geltl v. Daimler* avsnitt 41.

¹⁰² Høyesterett påpeker også dette i HR-2022-695-A *Reno Norden* avsnitt 55 "erstatte uttrykket".

¹⁰³ C-19/11 *Geltl v. Daimler* avsnitt 56, se Kinander (2022) s. 11.

¹⁰⁴ Kinander (2022) s. 13.

Hvorvidt EU-domstolen legger til grunn et krav til sannsynlighetsovervekt eller om det er tilstrekkelig med lavere sannsynlighetskrav, er dermed uavklart.¹⁰⁵ Det vil i det følgende redegjøres for norsk underrettspraksis og børspraksis for den nærmere praktiseringen og forståelsen av sannsynlighetskravet.

4.3 Underrettspraksis og børspraksis

Spørsmålet om hvilket sannsynlighetskrav som kreves under presisjonsvilkåret har vært behandlet flere ganger i underrettene og i børspraksis. I det inneværende punkt vil det redegjøres for hvilken linje underrettspraksis og myndighetspraksis har lagt seg på hva gjelder sannsynlighetskravet for når en fremtidig begivenhet er realisert.

Oslo Børs har kompetanse til å foreta markedsovervåkning, jf. vphl. §19-1 tredje ledd, jf. verdipapirforskriften §17-1. Børsens spesialorganer er satt til å forvalte og håndheve verdipapirmarkedet.

Oslo Børs har i tiden før *Daimler* lagt til grunn et krav om sannsynlighetsovervekt. Børsen uttalte at "[selskapet] blir trolig ikke informasjonspliktig før det er mer sannsynlig at forhandlingene vil fullføres enn at de ikke gjør det".¹⁰⁶

Under ett år etter avgjørelsen i *Daimler*, drøftet Børsklagenemnden kravet til sannsynlighet i *Intex*-saken. Saken gjaldt ileggelse av overtredelsesgebyr ved brudd på informasjonsplikten. Børsklagenemnden legger til grunn at kravet til sannsynlighet etter en "tradisjonell norsk forståelse" har vært at "det kreves noe mindre enn sannsynlighetsovervekt". Etter å ha lagt det norske utgangspunktet til grunn, tolker nemnden premissene i *Daimler* og kommer til at "kravet til sannsynlighet må stilles noe høyere enn dette" og legger til grunn et krav om minst sannsynlighetsovervekt.¹⁰⁷ Økokrim brakte avgjørelsen inn for tingretten med innvending om at beviskravet må ligge lavere enn sannsynlighetsovervekt. Tingretten sluttet seg til Økokrims anførsler om et krav til noe mindre enn sannsynlighetsovervekt, uten å begrunne valget nærmere.¹⁰⁸

¹⁰⁵ Se også Krause (2013) s. 299.

¹⁰⁶ Børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.4.3.

¹⁰⁷ OBKN-2013-1 *Intex* punkt 9.3.

¹⁰⁸ TOSLO-2014-40539 *Intex Resources ASA*.

Sannsynlighetsovervekt har blitt lagt til grunn i lagmannsrettens avgjørelser i *Next Biometrics* og *Vestrum*.¹⁰⁹ I den sistnevnte dommen slutter lagmannsretten seg til Børsklagenemndens forståelse i *Intex*-saken om et krav til sannsynlighetsovervekt, og begrunner dette med at krav til sannsynlighetsovervekt "harmonerer best [...] med klarhetskravet som oppstilles i strafferetten".¹¹⁰

I motsatt retning går børsstyrets vedtak i *Bionor Pharma*. I vurderingen av når det forelå innsideinformasjon, uttalte børsstyret at det var tilstrekkelig å kunne "indikere at det var grunnlag" for at kravet til sannsynlighet var oppfylt og forsvarer et krav til noe under sannsynlighetsovervekt.¹¹¹ Et lavere krav til sannsynlighet har også blitt lagt til grunn i en sak for Børsklagenemnden helt tilbake til 1996.¹¹²

Lagmannsrettens avgjørelse i *Crayon* stadfester at det er "tilstrekkelig at opplysningene indikerer at noe skjer, uten at det er krav om sannsynlighetsovervekt [...]".¹¹³ Et tilsvarende lavt krav til sannsynlighet syntes å bli anvendt i tingrettsdommen *Funcom*. Tingretten legger til grunn at hensynet til klarhet i straffelovgivningen taler for at det stilles krav til sannsynlighetsovervekt, men på tross av dette kommer til konklusjonen om at "lovens ordlyd og norsk rettspraksis [...] ikke innebærer at krav om sannsynlighetsovervekt for at fremtidige forhold vil inntreffe".¹¹⁴

På bakgrunn av den nevnte praksisen er det vanskelig å utlede en enhetlig regelforståelse om kravet til sannsynlighet. Tendensen i underrettene er at domstolen legger til grunn et tolkningsalternativ uten en nærmere redegjørelse for valget. Dette vanskeliggjør å trekke en samlet slutning om hva underrettene og børspraksis tidligere har enes om. Uenigheten springer ut av de mange forskjellige måtene å tolke EU-domstolens oppstilling av "realistic prospect". For de tilfellene der krav til sannsynlighetsovervekt har blitt lagt til grunn, blir dette gjort tilsynelatende med den begrunnelse at EU-domstolen i *Daimler* også har avvist en relativisering av sannsynlighetskravet. Motsatt, der et krav til noe mindre enn sannsynlighetsovervekt har blitt lagt til grunn, syntes dette å være basert på avgrensningen mot "high probability" uten at

¹⁰⁹ LB-2018-26726 *Next Biometrics* og LB-2016-19016 *Vestrum*.

¹¹⁰ Tingrettens avgjørelse i samme sak trekker også inn klarhetskravet i sin begrunnelse for sannsynlighetsovervekt, se TOSLO-2014-108244 punkt 5.3.3.

¹¹¹ OBS-2011-3 *Bionor Pharma* punkt 6.3.2.

¹¹² OBKN-1996-1 *Vital*.

¹¹³ LB-2014-106934 *Crayon*.

¹¹⁴ TOSLO-2016-33122 *Funcom*.

EU-domstolens avgrensninger mot usannsynlige forhold har blitt benevnt.¹¹⁵ Det mest overbevisende resonnementet fremstår som det lagmannsretten slutter seg til i *Vestrum* gjennom en henvisning til klarhetskravet i strafferetten. Men heller ikke her blir det foretatt en større inngående rettslig analyse.

Underrettene og børspraksis har brukt mye tid og krefter på å forsøke å fastslå gjeldende rett under presisjonsvilkåret. Fraværet av en felles forståelse av sannsynlighetskravet, vanskeliggjør å oppstille en norm basert på praksisen. Den sprikende praksisen viser at kriteriet og vurderingen av sannsynlighetskravet har fremstått som uhåndterbart i praksis. I det neste punktet vil spørsmålet om hvilket sannsynlighetskrav som kan oppstilles, vurderes i lys av de legislative hensynene bak verdipapirreglene.

4.4 Formål og hensyn

En felles forståelse og håndhevelse av definisjonen av innsideinformasjon er avgjørende for å oppnå målsettingen om et velfungerende verdipapirmarked.¹¹⁶ Avveiningen av ulike legislative hensyn vil påvirke det konkrete innholdet i presisjonsvilkåret og hvilket krav som kan stilles til sannsynlighet.

Et lavere krav til sannsynlighet under presisjonsvilkåret kan i første rekke begrunnes ut fra tanken om markedets behov for informasjon. Et lavere krav til sannsynlighet vil senke terskelen for når en opplysning må offentliggjøres etter den løpende informasjonsplikten, jf. MAR artikkel 17 nr. 1. En større informasjonsflyt til markedet åpner for at investorer har et bredere informasjonsgrunnlag å treffe beslutninger på. Til støtte for et krav om noe mindre enn sannsynlighetsovervekt inngår også tanken om likebehandling og investorens tillit til de finansielle systemene.

Den naturlige følgen av et høyere krav til sannsynlighet gjør at potensielt færre opplysninger når ut til offentligheten. I ytterste konsekvens vil et for høyt krav til sannsynlighet gjøre at opplysninger som det ikke er en nærliggende visshet om vil inntreffe, blir utnyttet av vedkommende i besittelse av informasjonen med den begrunnelse at det ikke er en nærliggende

¹¹⁵ Avgjørelsen *Hannam v FCA* (2014) fra engelsk rett syntes å fange opp denne distinksjonen. Tribunalet presiserer at avgrensningen mot forhold som er "implausible" ikke er det samme som å oppstille et krav om sannsynlighetsovervekt.

¹¹⁶ Punkt 1.2.

visshet om at omstendigheten vil inntreffe, og dermed ikke plikt til offentliggjøring.¹¹⁷ På denne måten har også plikt- og forbudsbestemmelser knyttet til innsideinformasjon en konkurranseregulerende funksjon. En investor som besitter opplysninger som med rimelighet forventes å inntreffe, vil kunne kontrahere på gunstigere betingelser enn hva som potensielt kunne ha vært oppnådd dersom markedet var informert.

I *Daimler* trekker EU-domstolen frem hensynet til markedets integritet. Gjennom et høyt krav til sannsynlighet, blir markedets integritet undergravd ved at de ulike atferdsreglene i MAR ikke blir tilstrekkelig adressert. Et for høyt krav til sannsynlighet kan potensielt gjøre innsidehandelforbudet illusorisk ved at det åpner for disposisjoner over opplysninger med en høy sannsynlighet for vil inntreffe, uten at disse utgjør innsideinformasjon.

I teorien tar Svedberg til ordet for et krav til en viss sannsynlighet, men at det ikke kan kreves sannsynlighetsovervekt.¹¹⁸ Han begrunner et lavere krav til sannsynligheten ved at opplysningens misbrukspotensiale allerede er til stede for opplysninger som kvalitativt skiller seg fra rykter og markedsforventninger. Som Svedberg argumenterer for, er det ingen grunn til at de ulike plikt- og forbudsbestemmelsene som utløses skal være avhengig av om det er et særskilt krav til sannsynligheten.¹¹⁹ Opplysningens misbrukspotensial oppstår ikke ved at vedkommende som besitter innsideinformasjon vet med sikkerhet at den vil inntreffe, men om dette hensynet kan begrunne hvilken retning kravet til sannsynlighet bør settes, er uvisst.

Motsetningsvis vil et lavt krav til sannsynlighet gjøre at usikker informasjon vil tilflyte markedet. I ytterste konsekvens kan informasjonsstrømmen gi et ukorrekt bilde av verdien på det omsettelige verdipapiret og dermed ikke realisere verdipapirhandellovens formål, jf. vphl. §1-1. Gjennom et krav til sannsynlighetsovervekt vil informasjonen som tilkommer markedet allerede ha blitt vurdert slik at det kun er informasjon med en stor sannsynlighet vil komme til å manifestere seg som også potensielt kan utgjøre innsideinformasjon.

Det er spesielt hensynet til utsteder som har gjort at Bergan tar standpunkt til at det må kreves sannsynlighetsovervekt.¹²⁰ Dersom det legges til grunn et lavere krav til sannsynlighet, må en utsteder informere om enhver fremtidig omstendighet som kan komme til å inntreffe. En slik

¹¹⁷ Se Bergan (2016) i samme retning.

¹¹⁸ Svedberg (2007) s. 139.

¹¹⁹ Svedberg (2007) s. 139.

¹²⁰ Bergan (2016) s. 206.

forståelse av kravet til sannsynlighet vil være kostnadsdrivende og potensielt skape en sammenblanding av informasjonsbærende og intetsigende opplysninger i markedet.

Formålet med den utdypende definisjon av presisjonsvilkåret i MAR artikkel 7 nr. 2, er å tilrettelegge for større rettssikkerhet for markedsaktørene.¹²¹ Dette hensynet setter begrensninger for hvor lave krav til sannsynlighet som kan oppstilles. EU-domstolen i *Daimler* presiserte nettopp dette ved at det må avgrenses mot usannsynlige tilfeller "in order to ensure legal certainty for market participants".¹²² Gjennom dette kan det argumenteres for at et krav til sannsynlighetsovervekt best ivaretar hensynet til forutberegnelighet. Fra perspektivet til en som besitter innsideinformasjon, er det særlig grunn til å oppstille et krav om sannsynlighetsovervekt. Hvis kravet til sannsynlighet settes lavt, vil det foreligge en risiko for å straffeforfølge personer som ikke med rimelighet kunne forutse at vedkommende handlet ulovlig.

Hensynet til effektiv regulering av verdipapirhandel tilsier å etablere et krav til sannsynlighetsovervekt. Det er enklere å praktisere et krav om sannsynlighetsovervekt fremfor å operere med 30% eller 40% sannsynlighet. Ved å sette et for lavt krav til sannsynlighet oppstår det en vanskelig grensedragning mot formålet om at markedsmisbruksreglene ikke skal forby drøftinger av generell art mellom markedsaktører, jf. fortalen punkt 19. Informasjonskonkurransen vil bli skadelidende gjennom en for stor begrensning av kontraheringsadgangen mellom markedsaktørene. Til tross for at markedsmisbruksreglene skal sikre likebehandling gjennom tilgang på samme informasjon til samme tid, har det aldri vært lovgivers intensjon å forhindre enhver informasjonsulikhet som forløper seg i markedet.

Slik Stordrange har tatt til ordet for, vil informasjonen innebære en fordel dersom den reduserer investeringsrisikoen. Dersom informasjon om enhver mulig hendelse skulle blitt ansett som en fordel, vil dette i praksis oppstille et handleforbud for primærinnsidere.¹²³

Definisjonen av innsideinformasjon gir rettsvirkninger i to ulike regelsett. Informasjonsplikten og misbruksforbudene representerer ulike interesser som i sin tur kan begrunne ulike fastsettelse av sannsynlighetskravet. Kritikken som rettet seg mot Høyesteretts avgjørelse i

¹²¹ Fortalen punkt. 18.

¹²² C-19/11 *Geltl v. Daimler* avsnitt 48.

¹²³ Stordrange (2019) s. 154.

Reno Norden gikk blant annet ut på at domstolen ikke skilte mellom disse to regelsettene ved fastsettelsen av sannsynlighetskravet i relasjon til den løpende informasjonsplikten.

Jo nærmere et resultat foreligger i tid og sannsynlighet, desto mindre betenkelig er det å offentliggjøre opplysninger i relasjon til denne. Å operere med et lavere krav til sannsynlighet gjør det lettere å straffe personer som agerer på usikker informasjon, der usikkerheten som foreligger på handelstidspunktet kan avfeies ved å senere vise til at informasjonen realiserte verdier og skapte gevinst.¹²⁴ Et lavere krav til sannsynlighet er mer problematisk sett opp mot den løpende informasjonsplikten. Markedsaktørene må forholde seg til vanskelige skjæringstidspunkter for når innsideinformasjonen oppstår, og vil måtte offentliggjøre alternative utfall eller praktisere utsatt offentliggjøring i en utstrakt periode, jf. MAR art. 17 nr. 4. Slik Bergo påpeker, kan det syntes mindre betenkelig å forby innsidehandel gjennom lavere krav til sannsynlighet for disse situasjonene enn det er å pålegge selskapet informasjonsplikt på samme grunnlag.¹²⁵

Det er dermed utfordrende å tolke innholdet i "rimelig å forvente" slik at sannsynlighetskravet ivaretar de ulike hensynene som ligger til grunn for misbruksforbudet og informasjonsplikten.

Av gjennomgangen er det klart at de reelle hensynene ikke peker i en bestemt retning. Et krav til lavere sannsynlighet under vilkåret "rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe" vil verne om markedets integritet og sikre informasjonstilgang på like vilkår. På den andre siden er et krav til sannsynlighetsovervekt best egnet til å ivareta forutberegneligheten og rettssikkerheten til markedsaktørene. Sett opp mot det som har blitt lagt til grunn om at sannsynlighetskravet ikke kan relativiseres utfra det enkelte rettsområde vil et krav til sannsynlighetsovervekt ha de beste grunner for seg, også fra et formål- og hensynsperspektiv.

I forlengelsen av det som har blitt lagt til grunn om formål og hensyn bak reglene i verdipapirmarkedet, oppstår spørsmålet om hvor langt innsidedefinisjonen rekker. I det neste punktet vil rekkevidden av definisjonen av innsideinformasjon drøftes.

¹²⁴ Bergo (2021) s. 443.

¹²⁵ Bergo (2021) s. 443.

4.5 Er definisjonen av innsideinformasjon relativ til det aktuelle rettsområde?

Som vi har sett hittil, skaper ordlyden i innsidebegrepet ulike tolkningsproblemer. MAR er taus om hvor langt definisjonen av innsideinformasjon strekker seg. Dette utgangspunktet leder an til spørsmålet om definisjonen av innsideinformasjon kan relativiseres ut fra det aktuelle rettsområde. Det vil være av betydning for oppgavens problemstilling om innholdet i innsidebegrepet må forstås forskjellig utfra hvilket rettsområde man befinner seg på.

Definisjonen av innsideinformasjon er en legaldefinisjon. Hensikten bak legaldefinisjoner er å avhjelpe på tolkningstvil i rettsanvendelsesprosessen og legge til rette for effektiv styring av vedkommende rettsområde.¹²⁶ Dette betyr at når MAR oppstiller en legaldefinisjon av innsideinformasjon skal definisjonen anvendes konsekvent i regelverket, uansett om forståelsen språklig sett er nærliggende eller ikke.¹²⁷

Det første som må legges til grunn er innsidedefinisjonen som et koblingsbegrep tilhørende ulike regelsett. Definisjonen av innsideinformasjon er knyttet til både misbruksforbudene og informasjonsplikten. Hensynet til forutberegnelighet for markedsaktørene taler for at samme forståelse av begrepet må legges til grunn for disse tilfellene. Rettssikkerhetsbetraktninger gjør det klart at man ikke kan operere med en forståelse av innsidebegrepet for forbudsbestemmelser, men legge til grunn en annen forståelse av begrepet ved reguleringen av informasjonsplikten.¹²⁸

I lys av MAR som en EU-rettslig forordning, vil forståelsen av innsidebegrepet ikke bare være av betydning i nasjonal kontekst, men også på tvers av landegrenser. En forståelse av innsidedefinisjonen som et relativt begrep vil dermed stå i motsetning til formålet bak forordningen om å sikre et mindre komplisert regelverk for markedsaktørene og konformitet gjennom ensartede vilkår.¹²⁹ Berg tolker de legislative grunnene som ligger bak EU-domstolens avgjørelse *Daimler* i den retning at det må oppstilles et ensartet krav til sannsynlighet. Dette vil

¹²⁶ Hoel (2012) s. 8.

¹²⁷ Boe (2010) s. 281 punkt 14.13.

¹²⁸ Dette fremkommer også implisitt av forarbeidene. Ot.prp nr. 12 (2004-2005) s. 54 omtaler "innsideinformasjon" i relasjon til informasjonsplikten og viser tilbake til forståelsen av begrepet tilknyttet innsidehandelforbudet på s. 27 flg.

¹²⁹ Fortalen punkt 4 og 5.

både sikre tilliten til verdipapirmarkedet og skaper en praktisk regel som forstås likt innenfor MARs geografiske virkeområde.¹³⁰

Hensynet til en forutberegnelig og praktikabel regel taler for at innsidedefinisjonen ikke kan relativiseres. Viktigheten av å utelukke at vilkårene i innsidedefinisjonen kan relativiseres etter omstendighetene, er at det ikke kan stilles varierende krav til forståelsen av når en fremtidig begivenhet utgjør innsideinformasjon. Det må legges til grunn en absolutt forståelse av innsidebegrepet slik at kravet til sannsynlighet er det samme, både for et sivilt krav som for et strafferettslig krav.

¹³⁰ Berg (2014) s. 56.

5 HR-2022-695-A (Reno Norden)

5.1 Introduksjon

Det er ikke nødvendig å se langt tilbake i tid før noen av de første sakene om markedsmissbruk ble behandlet av Høyesterett.¹³¹ Selv om det er avsagt flere rettsavgjørelser som omhandler innsideinformasjon og innsidehandel særskilt, er det kun én høyesterettsdom som direkte berører sannsynlighetskravet for når en fremtidig begivenhet utgjør innsideinformasjon.

En gjennomgang av rettstilstanden for hvilket krav som kan stilles til sannsynlighet forutsetter en vurdering av Høyesterett sitt resonnement i HR-2022-695-A og en etterfølgende kritisk vurdering av denne. Først vil det gis en nærmere fremstilling av saksforholdet i dommen.

5.2 Saksforholdet

En investor fremsatte erstatningskrav etter allmennaksjeloven §17-1 mot styremedlemmene i renovasjonstjenesteselskapet RenoNorden ASA for tap på aksjer i forbindelse med selskapets konkurs.¹³² Det ble gjort gjeldene at styremedlemmene hadde opptrådt uaktsomt ved å ikke ha offentliggjort opplysninger som utgjorde innsideinformasjon og at det dermed forelå brudd på selskapets løpende informasjonsplikt etter tidligere verdipapirhandelloven §5-2 første ledd, jf. §3-2 første ledd.¹³³

I forbindelse med børsnoteringen av selskapet inngikk RenoNorden en låneavtale med ulike banker som sikret selskapet et gunstig lånebeløp. Låneavtalen inneholdt en finansiell klausul, en covenant¹³⁴, som betinget at det måtte foreligge visse finansielle forholdstall under tiden for låneforholdets varighet. Covenanten ga bankene mulighet til å terminere avtaleforholdet dersom forholdstallet mellom selskapets nettogjeld ved kvartalsutløpet og dets justerte driftsresultat for de foregående tolv månedene (EBITDA)¹³⁵ oversteg terskelen 5,00. Styret i

¹³¹ Se blant annet Rt. 2006 s. 1049 *Sense* og Rt. 2007 s. 275 *Otrum-kjennelsen*.

¹³² Lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper.

¹³³ Jf. LB-2019-130220. Innholdet i tidligere vphl. §5-2 første ledd kommer til uttrykk gjennom MAR art. 17 nr.1.

¹³⁴ En covenant er typisk en skriftlig avtale mellom to kontraktsparter, der den ene parten forplikter seg til å etterleve gitte forutsetninger.

¹³⁵ Engelsk forkortelse for Earnings Before Interests, Taxes, Depreciations and Amortizations.

Reno Norden besluttet å foreta en fortrinnsrettsemisjon der tegningskursen ble satt til 1 kr. for at nøkkeltallet skulle møte lånekravene. Etter flere tapsbringende avtaler måtte selskapet begjære oppbud. Den 19. september 2017 ble selskapet slått konkurs.

Som et resultat av konkursen rettet et av investeringsselskapene erstatningskrav mot styret i Reno Norden for det økonomiske tapet som oppstod. Investeringsselskapet la til grunn at styret i Reno Norden opptrådte uaktsomt ved å ikke ha meldt fra om forventet brudd på covenanten i låneavtalen uten den påfølgende emisjonen.¹³⁶ Det ble argumentert for at opplysninger om selskapets mulige risiko for å bryte med covenanten utgjorde innsideinformasjon og dermed var underlagt en plikt til offentliggjøring. Opplysningene gjaldt nærmere bestemt informasjon som enda ikke hadde inntruffet og saken reiste spørsmål om når et børsnotert selskap er meldepliktig om omstendigheter som enda ikke har funnet sted.

Styremedlemmene ble frifunnet for skyldansvar både i tingretten og lagmannsretten.¹³⁷ Lagmannsretten la til grunn at innholdet i presisjonsvilkåret stilte opp et krav om sannsynlighetsovervekt og at det dermed ikke var grunnlag for krav om erstatning. Senere ble det anket over lovanvendelsen til Høyesterett. Spørsmålet som ble forelagt Høyesterett var om lagmannsretten hadde tolket loven riktig når den hadde lagt til grunn at kjennskap til en mulig fremtidig omstendighet bare kan utgjøre innsideinformasjon dersom det er sannsynlighetsovervekt for at omstendigheten vil inntre. En enstemmig Høyesterett kom frem til at minstekravet til sannsynlighet for at en fremtidig omstendighet skal kunne utgjøre innsideinformasjon ligger "opp mot sannsynlighetslikevekt, men noe lavere".¹³⁸ Høyesterett kom dermed til et annet resultat enn lagmannsretten og tingretten, og lagmannsrettens dom ble opphevet som følge av uriktig lovtolkning.¹³⁹

¹³⁶ LB-2019-130220.

¹³⁷ TOSLO-2018-15267 og LB-2019-130220.

¹³⁸ HR-2022-695-A avsnitt 61.

¹³⁹ Saken ble sendt tilbake til Lagmannsretten for endelig behandling LB-2022-54987. Domstolen la til grunn beviskravet som oppstilt av Høyesterett, men kom til at det ikke forelå opplysninger det med "rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe".

5.3 Gjennomgang av Høyesteretts resonnement

Høyesterett baserer hovedsakelig konklusjonen sin på en ordlydstolkning av tidligere vphl. §3-2, nå gjengitt i MAR artikkel 7, og EU-domstolens uttalelser i *Daimler*.

Innledningsvis konkluderer Høyesterett med at det utfra en naturlig språklig forståelse av ordlyden ikke kan utledes strenge krav til sannsynligheten. Dette utgangspunktet underbygges ved å vise til at språkversjonene på fransk, dansk og svensk oppstiller tilsvarende formuleringer som i den norske versjonen.

Høyesterett retter så blikket mot formuleringen av sannsynlighetskravet under kurspåvirkningsvilkåret. Gjennom en kontekstuell fortolkning legger Høyesterett til grunn at dersom hensikten hadde vært å oppstille et krav til sannsynlighetsovervekt ville det vært nærliggende å benytte samme formulering også for presisjonsvilkåret.¹⁴⁰ Høyesterett begrunner ut fra systembetraktninger at det ikke kan oppstilles et krav til sannsynlighetsovervekt.

Videre uttrykker Høyesterett at de felleseuropeiske kildene står sentralt ved lovtolkningen og trekker frem EU-domstolens premisser i *Daimler*-saken.¹⁴¹ Høyesterett behandler den tidligere formuleringen av vilkåret "med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe" opp mot EU-domstolens introduksjon av vurderingen om det er "a realistic prospect that they will come into existence or occur". I saken mente Høyesterett at introduksjonen av "realistic prospect", ("realistisk mulighet"), ikke bidro til noe annet enn å vise tilbakeholdenhet ved EU-domstolens utpensling av vilkårets nærmere innhold.¹⁴²

I forlengelsen av dette legger Høyesterett til grunn at verdipapirhandelreglene søker å balansere hensynet til behovet for å få frem all kursrelevant informasjon, opp mot hensynet til å unngå at utstederne må offentliggjøre informasjon uten innvirkning på investeringsbeslutningen.¹⁴³ Etter presentasjonen av hensynene bak verdipapirreglene, kommer Høyesterett frem til at det utfra dette *ikke* kan trekkes slutninger om nøyaktig hvilken grad av sannsynlighet som kreves for at fremtidige omstendigheter potensielt kan utgjøre innsideinformasjon. Derfra syntes det

¹⁴⁰ HR-2022-695-A *Reno Norden* avsnitt 50.

¹⁴¹ HR-2022-695-A *Reno Norden* avsnitt 47 og 51.

¹⁴² HR-2022-695-A *Reno Norden* avsnitt 55.

¹⁴³ HR-2022-695-A avsnitt 58.

motstridende at Høyesterett, noen få setninger senere, likevel konkluderer med at sannsynlighetskravet i det minste må ligge opp mot sannsynlighetslikevekt.

Fra dette bygger Høyesterett videre på at "den store vekten EU-domstolen legger på behovet for å få frem all kursrelevant informasjon" tilsier at det avgjørende momentet for om det foreligger innsideinformasjon beror på en vurdering av fornuftig investor-testen under kurspåvirkningsvilkåret. Høyesterett slutter seg til at det etter en totalvurdering gjennom fornuftig investor-testen vil være tilstrekkelig med lavere sannsynlighetsgrader under presisjonsvilkåret. Det kan her se ut til at Høyesterett legger overdreven vekt på hensynet til å få frem all kursrelevant informasjon sammenlignet med hva som faktisk fremkommer av premissene i *Daimler*. Tvert imot kan det argumenteres for at EU-domstolen tillegger hensynet til forutberegnelighet for markedsaktørene en større vekt.¹⁴⁴ Det er interessant å påpeke at formålsbetraktninger ikke bare er egnet til å utvide rekkevidden av en bestemmelse, men også egnet til å begrense bestemmelsens nedslagsfelt. Formålsbetraktningene kunne ha blitt anvendt tilsvarende som et argument for sannsynlighetsovervekt.

Høyesterett ser ut til å sammenblande vilkårene i innsidedefinisjonen og treffer avgjørelsen på bakgrunn av et annet vilkår enn presisjonsvilkåret. Høyesterett har her gått bort ifra sine egne innledende ord om det klare utgangspunktet om presisjonsvilkåret og kurspåvirkningvilkåret som to selvstendige minstevilkår som begge må være oppfylt.¹⁴⁵ Argumentasjonsrekken som følges gjør at meningsinnholdet i presisjonsvilkåret bortfortolkes. Uttalelsene og tolkningen som legges til grunn bryter med det folkerettslige prinsippet om *effet utile*. Innholdet i presisjonsvilkåret sammenblandes med et av innsidedefinisjonens øvrige vilkår og dermed fremstår som overflødig.

I teorien hevdes det at Høyesterett bryter med de internasjonale forpliktelsene ved å oppstille et sannsynlighetskrav som avviker fra premissene i *Daimler*.¹⁴⁶ Slik som det også fremgår av drøftelsen under punkt 4.2, fremstår det som uklart hvilket krav til sannsynlighet EU-domstolen mener å oppstille. Slik departementet uttaler bør rettsanvenderen være tilbakeholden med å stille krav om sannsynlighetsovervekt eller lignende vilkår dersom et slikt krav ikke følger direkte av forordningsreglene.¹⁴⁷ Uttalelsene kan tas til inntekt for at der en uklar EU-regel ikke

¹⁴⁴ C-19/11 *Geltl v. Daimler* avsnitt 48.

¹⁴⁵ HR-2022-695-A *Reno Norden* avsnitt 39-40.

¹⁴⁶ Bergo (2022b) s. 40 flg.

¹⁴⁷ Prop. 96 LS (2018-2019) s.48.

dekker det aktuelle forholdet, må norsk rett gå foran. Kinander ser ut til å ha inntatt et tilsvarende syn.¹⁴⁸

Avgjørelsen berører ikke innsidedefinisjonens forbindelse til de to ulike regelsettene, herunder informasjonsplikten og misbruksforbudene. Dette forholdet åpnet for sterk kritikk fra det juridiske landskapet.

Den klareste kritikken mot Høyesteretts avgjørelse begrunnes i legalitetsprinsippets klarhetskrav.¹⁴⁹ Høyesterett er taus om begrepets strafferettslige betydning. Sett opp mot det som har blitt lagt til grunn om at innsidebegrepet ikke kan være relativt til det aktuelle rettsområde, skal legalitetsprinsippet tillegges vekt ved tolkningen av ordlyden. Alternativt, dersom Høyesterett tolket inn en relativ forståelse av innsidedefinisjonen, kunne dette ha forsvart et krav til lavere sannsynlighetskrav. Ettersom en slik forståelse av legaldefinisjonen ikke synes å bli anvendt, har legalitetsprinsippet tilsvarende mistet sin plass ved utpenslingen av rettstilstanden.

Klarhetskravet stiller imidlertid krav til "rimelig forutsigbare" tolkningsresultater, og stenger for mulig språklige forståelser av ordlyden slik det utfra Høyesteretts argumentasjon nettopp syntes å ha vært tilfellet.¹⁵⁰ Jeg slutter meg her til det Bergo har uttalt, nemlig at "prejudikatsverdien svekkes dersom sentrale rettskilder blir oversett, herunder når Grunnloven eller EMK er oversett".¹⁵¹

¹⁴⁸ Kinander (2022) s. 10 fotnote 34.

¹⁴⁹ Bergo (2022b) s. 45.

¹⁵⁰ I samme retning se Bergo (2023) s. 126.

¹⁵¹ Bergo (2022a) s. 46.

6 Medfører ulike beviskrav at sannsynlighetskravet tolkes forskjellig?

6.1 Innledning

I oppgaven er det lagt til grunn at definisjonen av innsideinformasjon er en legaldefinisjon og at det ikke er rom for en relativisering av begrepet.¹⁵² Dermed må den samme forståelsen av vilkårene i innsidedefinisjonen legges til grunn i alle tilfeller. Likevel vil ikke avvisningen av et relativt innsidebegrep utelukke at vurderingen som må foretas står seg annerledes overfor et sivilrettslig krav som for et strafferettslig krav. Denne betraktningen har tilsynelatende ikke blitt påpekt i praksis eller teorien og det er derfor spesielt interessant å undersøke om ulike beviskrav likevel medfører at sannsynlighetskravet tolkes forskjellig.

Etableringen av legalitetsprinsippets rettslige utgangspunkt aktualiserer en gjennomgang av hvilke krav som kan stilles til bevis i strafferetten.¹⁵³ Oppgaven vil i det følgende redegjøre for det sivilrettslige og strafferettslige beviskravet, og om dette tillegges vekt ved tolkningen av sannsynlighetskravet under presisjonsvilkåret.

6.2 Beviskrav

Som lagt til grunn under punkt 4.1.2, vil et krav til sannsynlighetsovervekt være best i overenstemmelse med klarhetskravet på strafferettens område. Klarhetskravet vil miste en del av sin betydning dersom domfellelse skjer uten hensyn til et tilstrekkelig grunnlag med bevis.¹⁵⁴ Det oppstår dermed et spørsmål om hvilket beviskrav som gjelder på strafferettens område.

Med beviskrav menes det kravet som stilles til bevisets styrke som må foreligge for at et gitt faktum kan anses bevist og legges til grunn for en dom.¹⁵⁵ Konsekvenshensyn er avgjørende for hvilket krav til bevis som kan kreves i det enkelte tilfellet. Hvor strengt beviskravet er, må

¹⁵² Punkt 4.5.

¹⁵³ Punkt 4.1.2.

¹⁵⁴ Dok.nr.16 (2011-2012) s. 130.

¹⁵⁵ Prop.62 L (2015-2016) s. 122.

vrderes konkret utfra rettsområde og sanksjon.¹⁵⁶ Det settes derfor ulike beviskrav utfra hvor mye usikkerhet rundt et faktum som tillates.¹⁵⁷

For sivilrettslige krav er det lagt til grunn et generelt prinsipp om sannsynlighetsovervekt. Hovedregelen for sivile saker er at domstolene skal basere avgjørelsen på det faktum den finner mest sannsynlig, det vil si mer enn 50% sannsynlighet for et påstått faktum.¹⁵⁸

Uskyldspresumsjonen legger føringer for hvilket beviskrav som anvendes i straffesaker. Innholdet i uskyldspresumsjonen er at ingen skal anses skyldig før skyld er bevist etter loven, og gir uttrykk for et grunnleggende rettssikkerhetsprinsipp.¹⁵⁹ Prinsippet er nedfelt i Grl. §96 annet ledd, EMK artikkel 6 nr. 2 og Den internasjonale konvensjonen om sivile og politiske rettigheter artikkel 14 nr. 2.¹⁶⁰

Uskyldspresumsjonen etter EMK artikkel 6 nr. 2 har følgende ordlyd:

"Enhver som blir siktet for en straffbar handling, skal antas uskyldig inntil skyld er bevist etter loven."

Konvensjonsbestemmelsen gir uttrykk for et komplekst prinsipp som stiller kvalitative krav til alle sidene ved straffeprosessen. Hensynet bak uskyldspresumsjonen er å forhindre straff og uriktige domfellelser, samtidig som prinsippet søker å ivareta omdømmet til personer som er under etterforskning for straffbare forhold.¹⁶¹ Det kan leses ut av ordlyden at presumsjonen retter seg mot flere adressater. Både lovgiver, domstolene og påtalemyndighetene plikter å overholde uskyldspresumsjonen.¹⁶²

Ved ileggelsen av straff skal domsavsigelsen bestemt og uttømmende angi det saksforholdet retten har funnet bevist, jf. strpl. §40 første ledd. For skyldspørsmålet kommer det strafferettslige beviskravet frem gjennom formuleringen *enhver rimelig tvil skal komme tiltalte til gode*.¹⁶³ I denne konteksten kan det utledes et krav om en overbevisning som grenser mot

¹⁵⁶ Rt. 2012 s. 1556 *Gran & Ekran* avsnitt 50.

¹⁵⁷ Øyen (2022) s. 424.

¹⁵⁸ Strandberg (2012) s. 19.

¹⁵⁹ Aall (2021) s. 294.

¹⁶⁰ Høyesterett bekrefter at innholdet og rekkevidden av Grl. §96 annet ledd må fastlegges i lys av den internasjonale parallellen i EMK med videre henvisninger til Grl. §92 om staten sikringsplikt, jf. Rt. 2014 s. 1292 avsnitt 14.

¹⁶¹ Se blant annet Dok.nr.16 (2011-2012) s. 130, NOU 2016: 24 punkt 13.2.8 og Øyen (2022) s. 424.

¹⁶² Dette følger også av sikringsplikten nedfelt i Grl. §92.

¹⁶³ Grl. §96 annet ledd, *Case of Barberà and Others v. Spain* avsnitt 77 og Øyen (2022) s. 425.

visshet.¹⁶⁴ Det skjerpede beviskravet reflekterer en streng norm, slik at faktum må være hevet over enhver rimelig tvil for å konstatere skyld.¹⁶⁵ Konsekvenshensynet kommer til uttrykk i uskyldspresumsjonen gjennom avveiningen om at uriktige domfellelser er en større konsekvens enn uriktige frifinnelser.

I lys av det ovennevnte lagt til grunn om beviskrav, gir uskyldspresumsjonen *enhver rimelig tvil skal komme tiltalte til gode* uttrykk for en bevisbyrderegel. Sammenlignet med "rimelig å forvente" i MAR artikkel 7 nr. 2, er vilkåret en terskelmarkør for når en opplysning anses å være presis nok til å kunne utgjøre innsideinformasjon. Beviskravet etter uskyldspresumsjonen og sannsynlighetskravet etter presisjonsvilkåret er tilsynelatende to forskjellige vurderinger. Betydningen av dette skillet er at uansett hvor lavt sannsynlighetskravet potensielt settes under presisjonsvilkåret, vil aldri sannsynlighetskravet komme i konflikt med uskyldspresumsjonen. Dersom sannsynlighetskravet etter presisjonsvilkåret ikke er oppfylt, vil det heller aldri være aktuelt å vurdere beviskravet etter uskyldspresumsjonen.

Med dette straffeprosessuelle utgangspunktet lagt til grunn, vil ikke uskyldspresumsjonen gi bidrag til tolkningen av sannsynlighetskravet. Omgåelseshensyn vil ikke kunne tillegges vekt ettersom en lavere grad av sannsynlighet under presisjonsvilkåret ikke vil lempe på det høye beviskravet som ligger til grunn i strafferetten. Dette blir også uttrykkelig presisert av departementet gjennom bemerkningen om at absolutte sannsynlighetskrav ikke referer seg til anvendelsen av nasjonale regler om beviskrav.¹⁶⁶

¹⁶⁴ Berg (2014) s. 44.

¹⁶⁵ *Case of Barberà and Others v. Spain* avsnitt 77.

¹⁶⁶ Prop. 96 LS (2018-2019) s. 49.

6.3 En todelt konkretisering av beviskravet

Til tross for at fastsettelsen av sannsynlighetskravet i presisjonsvilkåret og bevisvurderingen i strafferetten teoretisk sett er to separate vurderinger, er det interessant å undersøke om vurderingene i praksis likevel påvirker hverandre. I det inneværende punktet vil det foretas en drøftelse av forholdet mellom sannsynlighetskravet og de ulike beviskravene i sivil- og straffeprosessen.

En viktig forutsetning for vurderingen er Riksadvokaten uttalelser om en todelt konkretisering av beviskravet. Kvalitetsrundskrivet operasjonaliserer beviskravet i to ulike vurderinger. En side ved beviskravet er at påtalemyndigheten må være overbevist om siktedes straffeskyld. Samtidig må påtalemyndigheten være av den oppfatning at straffeskylden kan bevises i retten.¹⁶⁷ Eksempelvis må det føres bevis for at det har skjedd en overtredelse av innsidehandelforbudet, i tillegg til at straffeskylden må bevises utover enhver rimelig tvil foran en domstol. Konsekvensen av dette er at dersom det ikke kan føres tilstrekkelig med bevis, skal det ikke straffedømmes for forholdet selv om påtalemyndigheten er overbevist om at det foreligger skyld.

Gjennom en todelt konkretisering av beviskravet kan følgende situasjon utspille seg: Ettersom det opereres med et lavere beviskrav for sivilrettslige krav, vil man i realiteten kunne vinne frem med et lavere krav til sannsynlighet under presisjonsvilkåret for disse tilfellene. Strafferettens høye beviskrav vil derimot ikke tillate tilsvarende lave sannsynlighetskrav ved en prøvelse i retten. Det høye beviskravet vil i praksis bety at en fremtidig begivenhet som det er en lav sannsynlighet for vil inntreffe, ikke vil kunne bevises utover enhver rimelig tvil i retten.

Todelingen av beviskravet kan i realiteten medføre at det vil avvennes med å reise sak for domstolene til det foreligger tilstrekkelig sikkerhet om at den fremtidige omstendigheten vil inntreffe. Jo lenger en fremtidig omstendighet har utviklet seg i sitt hendelsesforløp, desto mer sikkerhet og bevis vil være knyttet til opplysningens eksistens. Beviskravenes ulike sannsynlighetsterskler kan gi et insentiv til å fremme et sivilrettslig krav knyttet til brudd på informasjonsplikten på et tidligere tidspunkt, enn det som ville ha vært tilfellet dersom det skulle blitt idømt straff for overtredelse av innsidehandelforbudet basert på den samme

¹⁶⁷ Riksadvokaten (2018) punkt 4.3.2. (Kvalitetsrundskrivet).

opplysningen. I lys av det som har blitt lagt til grunn i denne drøftelsen, kan det argumenteres for at det vil være lettere å vinne frem med et lavere krav til sannsynlighet under presisjonsvilkåret for et sivilrettslig krav i domstolen, dette til tross for at innholdet i definisjonen av innsideinformasjon rettslig sett er den samme.

Av gjennomgangen vil de ulike beviskravene som foreligger i sivil- og straffeprosessen påvirke sannsynlighetsvurderingen som må foretas under presisjonsvilkåret. På denne måten vil det i realiteten alltid praktiseres et sannsynlighetskrav som tilsvarer beviskravets styrke.

Domfellelse for overtredelse av misbruksbestemmelsene i verdipapirregelverket kompliseres ytterligere av den kriminelle handlingens karakter. Oppdagelsesrisikoen ved denne typen økonomisk kriminalitet er lavere sammenlignet med annen vinningskriminalitet. Dels kan dette besvares ved at misbruk av innsideinformasjon ikke etterlater fornærmede på lik linje med andre kriminaliserte handlinger. Videre vil misbruk av innsideinformasjon etterlate få observerbare spor, og et fåtall saker blir fremmet for domstolene.¹⁶⁸

Til tross for at vurderingen av sannsynlighetskravet under presisjonsvilkåret og bevisvurderingen er to forskjellige vurderinger, er disse ikke helt uavhengig av hverandre. Som det fremgår av drøftelsen, vil beviskravet i praksis konsumere fastsettelsen av sannsynlighetskravet. Til tross for at samme forståelse av innsidedefinisjonen skal legges til grunn for alle type krav, vil de ulike beviskravene i sivil- og straffeprosessen medføre at sannsynlighetskravet tolkes forskjellig. Det høye beviskravet i strafferetten og oppstillingen av et todelt beviskrav, taler for at det må oppstilles et krav til sannsynlighetsovervekt under presisjonsvilkåret for å ivareta hensynet til et forutberegnelig og effektivt strafferettslig vern.

¹⁶⁸ Rt. 2006 s. 1049 *Sense* avsnitt 18.

7 Avsluttende refleksjoner

Oppgaven har forsøkt å besvare hvilket krav til sannsynlighet som stilles til eksistensen av fremtidige omstendigheter og hendelser for at de utgjør "presise opplysninger" i definisjonen av innsideinformasjon etter MAR artikkel 7 nr. 1 bokstav a, jf. nr. 2.

Til tross for den tilsynelatende snevre problemstillingen, har oppgaven aktualisert flere utfordrende problemstillinger knyttet til definisjonen av innsideinformasjon.

I en verden der penger og verdipapirer skifter hender i stadig økende omfang, aktualiseres problemstillinger knyttet til innsidebegrepet i takt med at flere personer besitter innsideinformasjon eller befinner seg i en situasjon der de må håndtere opplysninger av kurssensitiv karakter. For å sikre et integrert, effektivt og transparent finansmarked, er regulering av besittelse og håndtering av innsideinformasjon avgjørende.

Én av flere utfordringer ved forståelsen av definisjonen av har i lengre tid vist seg å være knyttet til hvilket sannsynlighetskrav som skal legges til grunn for at en fremtidig begivenhet kan komme til å inntreffe. Gjennomgangen har vist at det er betydelige usikkerheter knyttet til hvilket sannsynlighetskrav som kan utledes ut av ordlyden "rimelig å forvente kan komme til å inntreffe", og det er en pågående debatt hvorvidt det kan oppstilles et krav til noe mindre enn sannsynlighetslikevekt eller sannsynlighetsovervekt.

Det meste av tolkningstvilen springer ut av de mange ulike forståelsene av EU-domstolens uttalelser i *Daimler*. De ulike forståelsene av domspremissene har latt rettsanvenderens personlige oppfatninger komme i forgrunnen. På bakgrunn av dette er det vanskelig å oppstille en ensartet oppfatning av sannsynlighetskravet i norsk rett.

Oppgaven har også gjort rede for legalitetsprinsippet som en skranke som sikrer at rettsfølgene av de ulike plikt- og forbudsbestemmelsene tilknyttet innsidedefinisjonen er i overenstemmelse med gjeldende rett. En avvisning av innsidedefinisjonen som et relativt begrep aktualiserte en behandling av sannsynlighetskravet i lys av legalitetsprinsippet. Saksforholdene i *Reno Norden* og *Daimler* gjaldt begge et erstatningskrav og gir ikke direkte veiledning til problemstillingen. Særlig klarhetskravet taler med styrke for å legge til grunn et krav om sannsynlighetsovervekt.

Definisjonen av innsideinformasjon anvendes i hele EU/EØS-området, og definisjonen er ikke særegen for den norske jurisdiksjonen. Utskiftningen fra direktiv til forordning ble foretatt med det siktemål å forsterke homogenitet og rettsenhet i EU- og EØS-medlemslandene.¹⁶⁹ Utviklingen av en unik, nasjonal forståelse av presisjonsvilkåret, vil slå sprekker i rettssikkerheten for norske og utenlandske markedsaktører som handler i det norske verdipapirmarkedet. Sett fra perspektivet til det norske verdipapirmarkedet er det viktig med et konkurransedyktig finansmarked der utenlandske aktører er villige til å investere kapital i næringslivet.

Hvilket krav til sannsynlighet som er best egnet til å reflektere samspillet mellom regelverk, hensynet til finansmarkedet og særegenhetene ved konseptet innsideinformasjon, fremstår fremdeles som uavklart. Per desember 2023 har det ikke kommet noen nye domsavgjørelser som vektlegger premissene i HR-2022-695-A Reno Norden, og den faktiske prejudikatvirkningen forblir uvisst. Det vil antakeligvis dukke opp en sak for domstolene angående sannsynlighetskravet under presisjonsvilkåret på strafferettens område. Det kan dermed ikke utelukkes at kravet til sannsynlighet vil settes høyere i tråd med klarhetskravet og beviskravet i strafferetten.

Det er mulig at konsekvensen av en slik avgjørelse vil være en omformulering av finanssektorens kanskje mest omstridte informasjonsflyt. Det er videre mulig at rettstilstanden, slik som Kinander gir uttrykk for, er på vei dit at den objektive gjerningsbeskrivelsen i en strafferettslig kontekst er i ferd med å bli så kompleks at den sprenger rammene for hva som kan tillates.¹⁷⁰ Og om mulig enda viktigere, fremstår dette som en oppfordring til kontinuerlig utvikling og forbedring av de mekanismene knyttet til definisjonen av innsideinformasjon som utmerker seg i verdipapirsektoren.

¹⁶⁹ Fortalen punkt 5.

¹⁷⁰ Kinander (2022) s. 20.

Litteraturliste

Norske lover og forskrifter

- | | |
|-----------------|--|
| 1814 | Lov 17. mai 1814 Kongeriket Norges Grunnlov (Grunnloven) |
| 1981 | Lov 22. mai 1981 nr. 25 om rettergangsmåten i straffesaker (straffeprosessloven) |
| 1985 (opphevet) | Lov 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) |
| 1992 | Lov om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) m.v. (EØS-loven) |
| 1993 | Lov 11. juni 1993 nr. 101 om luftfart (luftfartsloven) |
| 1997 | Lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven) |
| 2001 | Lov 15. juni 2001 nr. 53 om erstatning ved pasientskader mv. (pasientskadeloven) |
| 2005 | Lov 20. mai 2005 nr. 28 om straff (straffeloven) |
| 2007 | Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) |
| 2007 | Forskrift 29. juni 2007 nr. 876 til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften) |
| 2014 | Forskrift 15. august 2014 nr. 1076 om restriktive tiltak vedrørende handlinger som undergraver eller truer Ukrainas territoriale integritet, |

suverenitet, uavhengighet og stabilitet
(sanksjonsforskrift Ukraina)

2021

Lov 16. april 2021 nr. 18 om gjennomføring av
internasjonale sanksjoner (sanksjonsloven)

EU-direktiver og EU-forordninger

MAD (opphevet)

Europaparlamentets og Rådets direktiv
2003/6/EF av 28. januar 2003 om innsidehandel
og markedsmanipulering (markedsmisbruk).
(Markedsmisbruksdirektivet)

Kommisjonsdirektiv (opphevet)

Commission Directive 2003/124/EC of 22
December 2003 implementing Directive
2003/6/EC of the European Parliament and of
the Council as regards the definition and public
disclosure of inside information and the
definition of market manipulation, OJ L 339.

MAR

Europaparlamentets og Rådets forordning nr.
596/2014 av 16. april 2014 om markedsmisbruk
(markedsmisbruksforordningen) og om
oppheving av europaparlaments- og rådsdirektiv
2003/6/EF og kommisjonsdirektiv 2003/124/EF,
2003/125/EF og 2004/72/EF
(Markedsmisbruksforordningen)

MAD II

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

MiFID II	Europaparlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU av 15. mai 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om endring av direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU (Verdipapirmarkedsdirektivet)
MiFiR	Regulation (EU) No. 600/21014 of The European Parliament and the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No. 648/2012. (Verdipapirmarkedetsforordningen)
Norske forarbeider	
Ot.prp. nr. 29 (1996-97)	Om lov om verdipapirhandel
Ot.prp. nr. 72 (1990-91)	Om lov om endringer i lov 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel samt endringer i enkelte andre lover. (Innsideregler og emisjonskontroll mv)
Ot.prp. nr. 12 (2004-2005)	Om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføringen av markedsmisbruksdirektivet mv.)
Ot.prp. nr. 34 (2006-2007)	Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)
Dok.nr.16 (2011-2012)	Rapport fra Menneskerettighetsutvalget om menneskerettigheter i Grunnloven. avgitt 19. desember 2011
NOU 2016: 24	Om ny straffeprosesslov

NOU 2017: 14	Om nye regler om markedsmisbruk – sanksjoner og straff – Gjennomføring av markedsmisbruksforordningen og gjennomgang av verdipapirhandellovens regler om sanksjoner og straff
Prop. 62 L (2015-2016)	Om endringer i forvaltningsloven mv. (administrative sanksjoner mv)
Prop. 96 LS (2018-2019)	Om endringer i verdipapirhandelloven mv. (prospekt, markedsmisbruk, tilsyn og sanksjoner) og samtykke til deltakelse i en beslutning i EØS-komiteen om innlemmelse av forordning (EU) nr. 596/2014 og (EU) 2017/1129
Finanstilsynet (2004) (tidl. kredittilsynet)	Kredittilsynets høringsnotat til begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv. - implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv av 01.03.04. https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horings-begrenset-revisjon-av-verdipapirh/id459102/?expand=horingsnotater

Konvensjoner og traktater

EMK	Convention for the Protection of Human Rights and Fundamental Freedoms, Rome, 4 November 1950 (entered into force 3 September 1953)
SP	International Covenant on Civil and Political Rights, 16 December 1966 (entered into force 23 March 1976) 999 UNTS 171

TEU	Treaty on the European Union, 13 December 2007, Maastricht 1992
EØS-avtalen	Avtale om det europeiske samarbeidsområdet, Oporto 1992
ODA-avtalen	Avtale mellom EFTA-statene om opprettelse av et overvåkingsorgan og en domstol, med protokollene 1-7, Oporto 1992
TEUV	Treaty on the Functioning of the European Union, Consolidated version 7 June 2016, OJ C 202
EU Charteret	Charter of Fundamental Rights of the European Union, 7 June 2016, OJ C 202

Rettspraksis

Høyesterettspraksis:

Rt. 2000 s. 1811	Finanger I
Rt. 2006 s. 1049	Sense
Rt. 2007 s. 275	Otrum-kjennelsen
Rt. 2012 s. 629	NA24
Rt. 2012 s. 1556	Gran & Ekran
Rt. 2014 s. 238	Hønsehauk
Rt. 2014 s. 452	Eltek
Rt. 2014 s. 1292	

HR-2016-1439-A	Bergshav Holding
HR-2016-1458-A	Haxi
HR-2020-955-A	Settefisk
HR-2020-2019-A	Mobiltelefon
HR-2022-695-A	Reno Norden
HR-2023-1246-A	

Underrettspraksis:

LB-2014-106934	Crayon
LB-2016-19016	Vestrum
LB-2018-26726	Next Biometrics
LB-2019-130220	Reno Norden
LB-2022-54987	Reno Norden (endelig avgjørelse)
TOSLO-2014-40539	Intex Resources ASA
TOSLO-2014-108244	Vestrum
TOSLO-2016-33122	Funcom
TOSLO-2018-15267	Reno Norden

Praksis fra EU-domstolen

Sunday Times v. The United Kingdom	C-6538/74 Sunday Times v. The United Kingdom [P] 1979, no. 6538/74
C-283/81 (CILFIT v. Ministero della Sanità)	CILFIT v. Ministero della Sanità [J] 1982, no. 283/81
C-143/83 (Commission v. Kingdom of Denmark)	Commission v. Kingdom of Denmark [J] 1985, no. 143/83
Barberà and Others v. Spain	<i>Case of Barberà and Others v. Spain</i> [P], 1988, no. 10590/83
C-308/06 (Intertanko and Others)	The Queen, on the application of International Association of Independent Tanker Owners (Intertanko) and Others v. Secretary of State for Transport [GC] 2008, no. 308/06
Kononov v. Latvia	<i>Case of Kononov v. Latvia</i> [GC] 2010, no. 36376/04
C-426/12 (X)	X v. Voorzitter van het managementteam van het onderdeel Belastingdienst/Z van de rijksbelastingdienst [C5] 2014, no. 426/12
C-628/13 (Lafonta)	Jean-Bernard Lafonta v. Autorité des marchés financiers [C5] 2015, no. 628/13
Vasiliauskas v. Lithuania	<i>Case of Vasiliauskas v. Lithuania</i> [GC] 2015, no. 35343/05
Case-72/15 (Rosneft)	PJSC Rosneft Oil Company v. Her Majesty's Treasury and Others [GC] 2017, no. 72/15

Case-274/15 (Commission v. Luxembourg)

European Commission v. Grand Duty of Luxembourg [C5] 2017, no. 274/15

Børspraksis

Vital

OBKN-1996-1 Børsklagenemnden

Bionor Pharma

OBS-2011-3 Børsstyret

Intex

OBKN-2013-1 Børsklagenemnden

Praksis fra utenlandske domstoler

Hannam v. FCA

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

Rapporter, retningslinjer og anbefalinger

CESR nivå 3-anbefaling

Committee of European Securities Regulators. (2002) *CESR's advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive*, CESR/02-089d

CESR nivå 3-anbefaling

Committee of European Securities Regulators. (2007) *Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, CESR/06-562b

G.A. Mengozzi

Opinion of Advocate General Mengozzi on Case C-19/11 [C5] *Geltl v. Daimler*

Diverse rundskriv og retningslinjer

Børssirkulære 3/2005

Nye regler om informasjonsplikt m v.

Riksadvokaten (2018)

RA nr. 3/2018 "Kvalitetskrav til straffesaksbehandlingen i politiet og ved statsadvokatembetene mv. (kvalitetsrundskrivet)" datert 8. november 2018

Litteratur

Aall (2021)

Aall, Jørgen, *Rettsstat og menneskerettigheter 2: Statens plikt til effektiv og betryggende straffeforfølgning*, Fagbokforlaget 2021

Andenæs (2016)

Andenæs, Johs, *Alminnelig Strafferett*, 6 utg., Universitetsforlaget 2016

Arnesen og Stenvik (2015)

Arnesen, Finn og Are Stenvik, *Internasjonalisering og juridisk metode – Særlig om EØS-rettens betydning i norsk rett*, 2. utg., Universitetsforlaget 2015

Berg (2014)

Berg, Fredrik, "Innsidedefinisjonen – kravene til presis informasjon og krav til sannsynlighet" *Tidsskrift for forretningsjus* 2014, 20/2, s. 42-56

Bergan (2016)

Bergan, Morten Emil Eriksrud, "Definisjonen av innsideinformasjon i lys av obligasjoner særtrekk" *Tidsskrift for forretningsjus* 2016, 22/2-3, s. 152-249

- Bergo (2023) Bergo, Knut, "Tolkning av lovkravene i Grl. §§ 96 og 113 – noen kommentarer til Tomas Midttun Tobiassen" *Lov og Rett* (2023) nr. 2 s. 119-130
- Bergo (2022a) Bergo, Knut, *Rett praksis – Lærebok i norsk juridisk metode*, Fagbokforlaget 2022
- Bergo (2022b) Bergo, Knut, " Sannsynlighet, forventning og mulighet – kommentarer til HR-2022-695-A" *Tidsskrift for forretningsjus* 2022, 22/1, s. 36-46
- Bergo (2022c) Bergo, Knut, *Norsk lovkommentar: Verdipapirloven – vphl. 2007, note 1 til §1-1*, Rettsdata.no (lest 18.10.2023)
- Bergo (2021) Bergo, Knut, *Børs- og verdipapirrett*, 5 utg., Cappelen Damm Akademisk 2021
- Blandhol m.fl (2015) Blandhol, Sverre, Henriette N. Tøssebro og Øyestein Skotheim, "Innføring i juridisk metode" *Jussens Venner* (2015) nr. 6 s. 310-345
- Boe (2010) Boe, Erik Magnus, *Innføring i juss - Juridisk tenkning og rettskildelære*, 3. utg., Universitetsforlaget 2010
- Erdal (2012) Erdal, Trine, "Kurspåvirkningsvilkåret og "fornuftig investor"-testen i definisjonen av innsideinformasjon i verdipapirhandelloven §3-2" *Tidsskrift for forretningsjus* 2012, 18/2, s. 86-116

- Fredriksen og Mathisen (2022) Fredriksen, Halvard Haukeland og Gjermund Mathisen, *EØS-rett*, 4. utg., Fagbokforlaget 2022
- Hoel (2012) Schartum, Dag Wiese, "Juridisk terminologi i noen språk i Norge – status og utfordringer. Foredrag fra et seminar i Tromsø i november 2011" i *Terminologien - Språkrådets skriftserie for terminologi og fagspråk*, Jan Hoel (red.), (2012) nr. 1. s. 8-37
- Hopsnes og Solberg (2005) Hopsnes, Roald og Raymond Solberg, "Legalitetsprinsippet" *Jussens Venner* (2005) nr. 2 s. 77-155
- Husabø (2023) Husabø, Erling Johannes, *Karnov lovkommentar: Straffeloven - strl. 2005, note 4 til § 14 ...med hjemmel i lov...*, Lovdata.no (hentet 13. november 2023)
- Kinander (2022) Kinander, Morten "Presisjonskriteriet i innsidehandelsdefinisjonen i markedsmisbruksforordningen" *Karnovs tidsskrifter* 2022, s. 1-20
- Krause (2013) Krause, Hartmut og Michael Brellocks "Insider trading and the disclosure of inside information after *Geltl v Daimler* – A comparative analysis of the ECJ decision in the *Geltl v Daimler* case with a view to the future European Market Abuse Regulation" *Capital Markets Law Journal* (2014) nr. 3 s. 283-299

- Løvlie (2014) Løvlie, Anders, *Rettslige faktabegreper*, Gyldendal Juridisk 2014
- Reed (1996) Reed, Bjørn Gabriel, *Straffbar Innsidehandel: Verdipapirhandelens bestemmelser om misbruk av fortrolig informasjon*, Ad Notam Gyldendal 1996
- Sandvig (2021) Sandvig, Jenny. *Karnov lovkommentar: Menneskerettsloven - mrl 1999, note 1 til Art 7. Ingen straff uten lov*, Lovdata.no (hentet 13. november 2023)
- Schei m.fl (2015) Schei, Tore, Jens Edvin A. Skoghøy og Toril M. Øie, *Lov, Sannhet, Rett – Norges Høyesterett 200 år*, Universitetsforlaget 2015
- Sejersted m.fl (2011) Sejersted, Fredrik, Finn Arnesen, Ole-Andreas Rognstad og Olav Kolstad, *EØS-rett*, 3. utg., Universitetsforlaget 2011
- Stordrange (2019) Stordrange, Caroline Bang, *Aksjeutsteders løpende informasjonsplikt og erstatningsansvar*, Gyldendal 2019
- Strandberg (2012) Strandberg, Magne, *Beviskrav i sivile saker*, Fagbokforlaget 2012
- Ventoruzzo og Mock (2022) Mock, Sebastian. "History, Application, Interpretation, and Legal Sources of the Market Abuse Regulation" I *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*, 2. utg.,

Oxford EU Financial Regulation Series: Oxford University Press 2022, s. 3-12

Ventoruzzo og Mock (2022)

Ventoruzzo, Marco og Chiara Picciau. "Article 7: Inside information" I *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*, 2. utg., Oxford EU Financial Regulation Series: Oxford University Press 2022, s. 259-291

Øyen (2022)

Øyen, Ørnulf, *Straffeprosess*, Fagbokforlaget 2022

Nettsider

Kenneth Stensrud "-Vanskeligere å bevise innsidehandel sammenlignet med før", Dagsavisen, 3. november 2023, <https://www.dagsavisen.no/nyheter/politikk/2023/11/03/vanskeligere-a-bevise-innsidehandel-na-sammenlignet-med-for/>
(lest 9.12.2023)

Marie Kirkedam m.fl., "Kjøpte våpenaksjer – innrømmer habilitetsbrudd", Dagens Næringsliv, 21. juli 2023, <https://www.dn.no/politikk/kjopte-vapenaksjer-innrommer-habilitetsbrudd/2-1-1490042>
(lest 1.11.2023)

Statistisk Sentralbyrå (2023) 23. november. *Verdipapirer*, <https://www.ssb.no/bank-og-finansmarked/verdipapirmarkeder/statistikk/verdipapirer>
(lastet ned 29.11.2023)