

Definisjonen av innsideinformasjon i verdipapirhandellogen § 3-2

*Særlig fokus på betydningen av Daimler-
saken og Lafonta-saken*



JUS399 Masteroppgave
Det juridiske fakultet

UNIVERSITETET I BERGEN

Kandidatnummer: 103

Antall ord: 14972

[Leveringsfrist: 10 desember 2015]

Innholdsfortegnelse

1 Innledning	4
1.1 Tema og problemstilling	4
1.2 Avgrensning av oppgaven og videre fremstilling	5
1.3 Rettskilder og metode	6
1.3.1 Lov og forarbeider	6
1.3.2 EU og EØS-rett	6
1.3.3 Rettspraksis og forvaltningspraksis	7
1.3.4 Juridisk litteratur	8
2 Formålet med reguleringen av innsideinformasjon	9
3 Generelle bemerkninger til verdipapirhandelloven § 3-2 og MAD	11
4 Vilkåret om «<i>presise opplysninger</i>»	12
4.1 Generelt om vilkåret « <i>presise opplysninger</i> » i § 3-2	12
4.2 Presiseringen av vilkåret « <i>presise opplysninger</i> » i § 3-2 andre ledd.	13
4.3 Eksistenskriteriet etter § 3-2 andre ledd og Daimler-saken	14
4.3.1 Generelt om eksistenskriteriet	14
4.3.2 Kort om Daimler-saken	15
4.3.3 Videre om forståelsen av dommen	17
4.4 Slutningskriteriet	20
4.4.1 Kravet til opplysningens objektivitet og innhold	20
4.4.2 Særlig om det såkalte «retningskriteriet» og Lafonta-saken	22
4.4.2.1 Innledende bemerkninger	22
4.4.2.2 Kort om Lafonta-saken	23
4.4.2.3 Forståelsen av dommen i forhold til vilkåret « <i>presise opplysninger</i> »	24
5. Vilkåret om at «<i>opplysningene må være egnede til å påvirke kursen merkbart</i>»	27
5.1 Innledende bemerkninger og videre fremstilling	27
5.2 «fornuftig investor-testen»	30
5.2.1 Begrepet «fornuftig investor»	30
5.2.2 Vurderingsmomenter for «fornuftig investoren»	30
5.2.3 Særlig om Lafonta-saken og «fornuftig investor-testen»	34
6 Mulige virkninger som følge av Lafonta-saken	39
7. Vilkåret om at opplysningen ikke må være «<i>allment kjent eller offentlig tilgjengelig på markedet</i>»	41

7.1 Innledende bemerkninger og videre fremstilling.....	41
7.2 Nærmere om begrepene «offentlig tilgjengelig» og «allment kjent»	42
7.3 Vurderingen av hvorvidt opplysningen er « <i>allment kjent eller offentlig tilgjengelig på markedet</i> »	42
8 Avsluttende kommentarer	44
9 Litteraturliste	45
10 Øvrige kilder.....	46

1 Innledning

1.1 Tema og problemstilling

Innsidehandel er handel av finansielle instrumenter gjort av personer med tilgang til innsideinformasjon. De med tilgang til innsideinformasjon vil kunne handle med mindre risiko og har en fordel i forhold til de andre aktørene på markedet. Innsidehandel kan derfor svekke tilliten til markedet. For å avgjøre hvorvidt det dreier seg om innsidehandel er det nødvendig å definere hva som er å regne som innsideinformasjon.

Avhandlingens tema er definisjonen av innsideinformasjon i § 3-2 i verdipapirhandelloven 29. juli 2007 nr. 75¹ med hovedfokus på nyere rettspraksis avsagt av EU-domstolen. Av § 3-2 følger det:

§ 3-2. Definisjon av innsideinformasjon

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

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

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

Bestemmelsen implementerer definisjonen av innsideinformasjon som følger av art. 1 No. 1 i direktiv 2003/6/EF² om innsidehandel og markedsmanipulasjon. Bestemmelsen oppstiller tre hovedvilkår for at det skal foreligge innsideinformasjon. Det må for det første dreie seg om «*presise opplysninger*». For det andre må opplysningen være «*egnet til å påvirke kursen merkbart*» og for det tredje må ikke opplysningen være «*offentlig tilgjengelig eller allment kjent på markedet*». Paragraf 3-2 andre ledd og tredje ledd inneholder presiserende definisjoner av de to første vilkårene. Etter § 3-2 andre ledd følger det at en opplysning er presis dersom den «*indikerer at begivenhet eller omstendighet har inntruffet*

¹ Heretter verdipapirhandelloven.

² Heretter MAD (markedsmisbrukdirektivet).

og med rimelighet kan ventes å inntreffe». Videre må opplysningen være tilstrekkelig spesifikk til at en kan trekke slutning om den mulige påvirkningen av kursen på det finansielle instrumentet den omhandler. Etter § 3-2 tredje ledd følger det at en opplysning er «egnet til å påvirke kursen merkbart» dersom en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte seg av den i sin investeringsbeslutning. Dette kalles gjerne for «fornuftig investor-testen»³.

To nyere dommer avsagt av EU-domstolen reiser enkelte spørsmål i forhold til vilkåret om «*presise opplysninger*» og vilkåret om at «*opplysningen må være egnet til å påvirke kursen merkbart*».

Den første dommen, C-19/11 (Daimler-saken), reiser spørsmål om hvilket sannsynlighetskrav som gjelder for fremtidige «*begivenheter*» eller «*omstendigheter*» etter § 3-2 andre ledd.

I den andre dommen, C-628/13 (Lafonta-saken), kom EU-domstolen til at en opplysning vil kunne oppfylle vilkåret om «*presise opplysninger*» selv om det ikke er mulig å trekke en konklusjon om hvilken retning kursen vil bevege seg. Saken reiser spørsmål om grensedragningen mellom presise og vage opplysninger. Videre omhandler enkelte av uttalelsene i Lafonta-saken «fornuftig investor-testen», som er implementert i § 3-2 tredje ledd i verdipapirhandelloven. Spørsmålet er hvilken betydning disse uttalelsene får for tolkningen av denne.

Jeg vil i avhandlingen ta for meg alle hovedvilkårene i § 3-2, men hovedfokuset vil være på hvilken betydning Lafonta-saken og Daimler-saken får for definisjonen av innsideinformasjon i § 3-2.

1.2 Avgrensning av oppgaven og videre fremstilling

Innsideinformasjon er informasjon som er egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter, jfr. § 3-2 i verdipapirhandelloven. Hva som omfattes av begrepet «finansielle instrumenter» følger av § 2-2 i verdipapirhandelloven: omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsandeler, derivater og pengemarkedsinstrumenter.

Avhandlingen vil for det meste bruke eksempler relatert til omsettelige verdipapirer, men når det gjelder enkelte investeringsstrategier er det hensiktsmessig å komme med eksempler vedrørende derivater. Paragraf 3-2 fjerde ledd inneholder en særlig definisjon av innsideinformasjon for varederivater. Denne definisjonen vil jeg ikke komme nærmere inn på i avhandlingen.

³ Se i Rt.2012 s.629

Avhandlingen vil som nevnt i all hovedsak fokusere på vilkårene for at det skal foreligge innsideinformasjon. De forskjellige reglene knyttet til virkningene av at det foreligger innsideinformasjon vil derfor ikke bli særlig omtalt. Jeg vil likevel trekke fram enkelte av disse reglene for å illustrere hvilke virkninger ulike forståelser av definisjonen kan medføre.

Det har vært skrevet mye om definisjonen av innsideinformasjon i juridisk teori. Avhandlingen vil derfor være så kortfattet som mulig der temaet tidligere har blitt utførlig behandlet

I punkt 2 vil jeg Innledningsvis ta for meg bakgrunnen for regulering av markedet og den legislative begrunnelsen for et forbud mot handel med innsideinformasjon. Videre vil jeg i punkt 3 komme med noen generelle bemerkninger til § 3-2, før jeg i punkt 4 tar for meg vilkåret «*presise opplysninger*». Punkt 5 omhandler vilkåret om at «*opplysningen må være egnet til på påvirke kursen merkbart*» og i punkt 6 vil jeg ta for meg eventuelle virkninger som følge av Lafonta-saken. Deretter vil jeg i Punkt 7 se på vilkåret om at «*opplysningen ikke må være offentlig tilgjengelig eller allmentkjent på markedet*». I Punkt 8 vil jeg til slutt komme med enkelte avsluttende kommentarer.

1.3 Rettskilder og metode

1.3.1 Lov og forarbeider

Innsidehandel var først regulert gjennom verdipapirhandelloven fra 1985.⁴ Denne ble senere erstattet av verdipapirhandelloven fra 1997.⁵ Innsidehandel er nå regulert gjennom verdipapirhandelloven av 29. juli 2007. nr 75. Hovedformålet med loven er å sikre sikker og effektiv handel.⁶ Definisjonen av innsideinformasjon følger av § 3-2 og vil være den sentrale bestemmelsen for denne avhandlingen. Forarbeidene til de tidligere lovene vil på enkelte områder fortsatt være av interesse.

1.3.2 EU og EØS-rett

Den 28. januar 2003 vedtok EU Market Abuse Direktive(markedsmisbruksdirektivet). Direktivet tar sikte på å sikre integriteten til verdipapirmarkedene innenfor EU-EØS områdene.⁷ Gjennom Lamfalussy prosedyren ble det gitt utfyllende regler til MAD i form av tre direktiver; 2003/124/EF,

⁴ Lov av 14. juni. 1985 nr. 61(opphøvet).

⁵ Lov av 19. juni. 1997 nr. 79(opphøvet).

⁶ Verdipapirhandelloven § 1-1.

⁷ Johan Svedberg, «Begrepet Innsideinformasjon», *Tidsskrift for forretningsjuss 2007-2* s.119.

2003/125/EF og 2004/124/EF.⁸ Videre er det gitt rådgitende uttalelser fra CESR⁹ vedrørende direktivet. Disse rådgitende uttalelsene har blitt tillagt stor vekt. CESR ble i 2011 erstattet av det uavhengige EU-organet ESMA.¹⁰ Norge har gjennom verdipapirhandelloven innført direktivet.¹¹

Direktivet er et fullharmoneringsdirektiv, noe som innebærer at sentrale definisjoner og handlingsnormer må tolkes og praktiseres likt innenfor EU/EØS området.¹² Hvilket betyr at definisjonen av innsideinformasjon i MAD får stor betydning i forhold til tolkningen av definisjonen i § 3-2. Det er som nevnt språklige forskjeller mellom den norske definisjonen og definisjonen i MAD. MAD vil derfor sammen med rettspraksis være en viktig kilde for forståelsen av definisjonen i § 3-2. Jeg har valgt å forholde meg til den engelske utgaven av MAD (og de øvrige direktivene).

I 2014 vedtok EU CMAD og MAR.¹³ Direktivet og reguleringen innfører ingen endringer av selve definisjonen av innsideinformasjon slik den følger av MAD. Jeg kommer derfor ikke til å gå nærmere inn på disse direktivene i avhandlingen.

1.3.3 Rettspraksis og forvaltningspraksis

Avhandlingen vil vise til rettspraksis avsagt av Høyesterett og øvrig underrettpraksis. Særlig tre dommer er sentrale for avhandlingen: Rt.2012 s.629 (NA24-dommen) som er relevant for «fornuftig investor-testen» i § 3-2 tredje ledd, samt RG 2013 s.1426 (Bionor-dommen) og TOSLO-2014-40539(Intex-dommen) som begge har relevans for forståelsen av Daimler-saken.

Avhandlingen vil vise til tre dommer avsagt av EU-domstolen. Foruten Daimler-saken og Lafonta-saken som er hovedfokuset for avhandlingen, vil C-45/08(Spector-saken) være av betydning. Saken har relevans ved spørsmålet om forholdet mellom vilkåret «*egnet til å påvirke kursen merkbart*» og «fornuftig investor-testen» i § 3-2 tredje ledd

På grunn av fokuset på rettspraksis avsagt av EU-domstolen er det metodisk hensiktsmessig å klargjøre hvilken rettskildemessig betydning avgjørelser avsagt av EU-domstolen får for norsk rett. Selv om det er EFTA-domstolen som tolker EØS-avtalen der tolkningsspørsmål oppstår i EFTA-land, plikter EFTA-domstolen å legge vekt på EU-domstolens avgjørelser etter EØS art. 6 og ODA art.3.¹⁴ En tilsvarende

⁸ Gaute S. Gravis, «Implementeringen av EUs markedsdirektiv», *Tidsskrift for foretningsjuss* 2005-1 s. 98.

⁹ Committee of European Securities Regulators.

¹⁰ European Securities and Markets Authority.

¹¹ Ot.prp.nr.12 (2004-2005)

¹² Johan Svedberg, s.119.

¹³ Direktiv 2014/57/EU (CMAD) og REGULATION (EU) No 596/2014 (MAR)

¹⁴ Fredrik Sejersted m.fl, «EØS-rett», 3.utgave 2011 s. 156.

plikt for EU-domstolen til å legge vekt på EFTA-domstolen sine avgjørelser eksisterer ikke og EU-domstolen sin forståelse vil derfor ved motstrid gå foran EFTA-domstolen sin tolkning.¹⁵

EFTA-domstolens sine avgjørelser er ikke bindende for norske domstoler. EØS-avtalen legitimerer ikke EFTA-domstolen som overordnet nasjonale domstoler, men anerkjenner nasjonale domstolers uavhengighet.¹⁶ Likevel fungerer EFTA-domstolen (og dermed EU-domstolen) langt på vei som prejudikatskapende også for norsk rett. Det følger av rettspraksis at norske domstoler har en lojalitetsplikt til EØS-avtalen, og plikter å tolke nasjonal rett i samsvar med fellesskapsretten.¹⁷ Der EU-domstolen har avsagt en avgjørelse om hvorledes et direktiv skal tolkes, vil tolkningen i praksis virke bindende for norske domstoler. Det er trolig kun der lovgiver bevisst har fattet lov som strider med EU-domstolens tolkning eller der ordlyden er uforenlig, at norske domstoler vil fravike EU-domstolens avgjørelse.

Forvaltningspraksis vil være relevant for å se hvorledes definisjonen av innsideinformasjon har vært og blir forstått i norsk rett. Oslo Børs har en klagenemnd: Børsklagenemnden, som avgjør klager på Børsstyret og Børsrådets avgjørelser etter børsloven.¹⁸ Avhandlingen vil vise til Børsklagenemnden sin forståelse av Daimler-saken i «Intex-saken».¹⁹ Videre vil avhandlingen vise til en avgjørelse fra britisk forvaltningspraksis: «FCA v Ian Hannam», som har betydning i forhold til Daimler-saken.

1.3.4 Juridisk litteratur

Det har vært skrevet mye om innsidehandel og definisjonen av innsideinformasjon i juridisk litteratur. Avhandlingen vil blant annet vise til litteratur av forfattere som Knut Bergo, Rune Sæbø, Bjørn Gabriel Reed og Johan Svedberg.

¹⁵ Fredrik Sejersted, s. 159.

¹⁶ Hans Petter Graver, «Domstolene og EØS», *Lov og Rett* 10/2005 s. 577.

¹⁷ Rt. 2000 s.1811 (Finanger-dommen).

¹⁸ Link: <http://www.nsd.uib.no/polsys/data/forvaltning/utvalg/16064000>.

¹⁹ Børsklagenemnda Sak 1/2013 (Intex-saken).

2 Formålet med reguleringen av innsideinformasjon

Hovedformålet med en regulering av verdipapirmarkedet er oppnåelsen av et velfungerende marked. Etter § 1-1 i verdipapirhandelloven følger det at formålet med loven er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter. Dette er overordnede enkelthensyn som må ivaretas dersom verdipapirmarkedet skal kunne anses som velfungerende. Dette skjer gjennom nærmere detaljregulering i de øvrige bestemmelsene i verdipapirhandelloven.²⁰

Begrepene er nærmere utdypet i forarbeidene.²¹ «[E]ffektiv handel» i finansielle instrumenter vil det være der prisene i markedet reflekter den underliggende realøkonomiske verdi av det enkelte verdipapir.²² «[O]rdnet handel» i § 1-1 viser til hvordan selve handelen på det aktuelle verdipapirmarkedet fungerer. Begrepet er også ment å dekke kravet om at handel med verdipapirer skal tilfredsstillе alminnelige rettferdighetsnormer.²³ For eksempel skal verdipapirmarkedet reguleres slik at aktører med innsideinformasjon ikke skal kunne tappe ut verdier av markedet på bekostning av andre aktører. En ordnet handel vil igjen føre til en effektiv handel. «[S]ikker handel» handler primært om oppgjørsmåten på det aktuelle markedet. Aktørene må føle seg sikker på at betaling for verdipapirene finner sted og at verdipapirene etter betaling har skjedd, faktisk blir overlevert.²⁴ Ett marked med stor usikkerhet vil gjøre handelen ineffektiv.

Et hensyn som anses som grunnleggende for et velfungerende marked er at aktørene på markedet skal ha tillit til det.²⁵ Svekket tillit til markedet antas å ha flere negative samfunnsøkonomiske virkninger. Dersom investorer ikke har tillit til markedet vil risikoen kunne oppleves for høy til å rettferdiggjøre investeringer. Resultatet vil blant annet kunne medføre lavere markedsdeltagelse, lavere avkastning og redusert likviditet.²⁶ Tilliten til markedet beskyttes derfor gjennom rettslig regulering.

En regulering av innsidehandel er nødvendig for å oppnå et velfungerende marked. Verdipapirmarkedet er et marked der verdipapirene prises ut fra den informasjon som foreligger om usteder eller selve verdipapirene.²⁷ Etter den såkalte «Efficient Capital Market Hypothesis» vil verdipapirkursen i et effektivt marked reflektere all tilgjengelig informasjon og gi et riktig uttrykk for

²⁰ Johan Svedberg, s.122.

²¹ NOU 1996:2 avsnitt 2.1.

²² NOU 1996:2 avsnitt 2.1.

²³ NOU 1996:2 avsnitt 2.1.

²⁴ NOU 1996:2 avsnitt 2.1.

²⁵ NOU 1996:2 avsnitt 2.3.

²⁶ Johan Svedberg, s.124.

²⁷ Knut Bergo, «Børs- og verdipapirrett», 4.utgave 2014, s. 275.

verdipapirets reelle verdi.²⁸ Det er den som sitter på oppdatert og korrekt informasjon som vil være i posisjon til å fatte de beste beslutningene ved handel av finansielle instrumenter. Derfor vil det svekke tilliten til markedet hvis aktører som sitter på kurssensitiv informasjon, som resten av markedet ikke har tilgang til, skal kunne handle fritt på markedet. Dette vil i verste fall medføre at aktører uten innsideinformasjon vegrer seg fra å investere i markedet. Verdipapirhandelloven oppstiller derfor et forbud mot innsidehandel.²⁹ Samtidig er det også oppstilt en rekke regler for håndteringen av innsideinformasjon. Legaldefinisjonen av innsideinformasjon i § 3-2 fungerer som et koblingsbegrep for en rekke plikt og forbudsregler i verdipapirhandelloven.³⁰ Dette er regler som først får virkning dersom det foreligger innsideinformasjon. Dette gjelder blant annet for reglene om utsteders informasjonsplikt etter § 5-2, jfr. § 3.6, for utsteders listeføringsplikt etter § 3-5, det generelle handleforbudet etter § 3-3, for taushetsplikten og kravet om tilbørlig informasjonshåndtering etter § 3-4 og rådgivingsforbudet etter § 3-7.

Hvorvidt et forbud mot innsidehandel faktisk sikrer tillit til markedet har vært diskutert i juridisk teori. I «*Innsidehandel med verdipapir*»³¹ viser Rune Sæbø blant annet til en undersøkelse av markedsdeltagelsen før og etter innføringen av den amerikanske føderale verdipapirlovgivningen i 1933 og 1934. Undersøkelsen viser ikke tegn til at aktørene mister tillit til markedet som følge av at det foreligger innsidehandel. Sæbø peker imidlertid på den svakhet ved undersøkelsen at «*sammenlignbare data ville forutsette to eller flere helt eller vesentlig identiske markeder på et og samme tidspunkt, henholdsvis med og uten den aktuelle innsidehandelreguleringen*».³² Johan Svedberg viser til den samme undersøkelsen i sin artikkel «Begrepet innsideinformasjon» i Tidsskrift for forretningsjuss³³, men viser videre til at undersøkelsen skjedde for 70 år siden (nå 80) og at markedet har endret seg radikalt siden den gang blant annet på grunn av ny teknologi og handel med mye større volum.³⁴

Det må nok legges til grunn at et forbud mot innsidehandel er nødvendig for å sikre tilliten på verdipapirmarkedet. Som Sæbø påpeker er det vanskelig å vite hvordan aktørene i dag ville reagert dersom innsidehandel var tillatt. Forbudet kan allerede ha hatt en preventiv effekt.

Et annet spørsmål er hvorvidt for stort fokus på innsidehandel kan ha en motsatt effekt og selv svekke tilliten til markedet. Det har blant annet blitt vist til at sakene som har vært pådømt etter

²⁸ Rune Sæbø: *Innsidehandel med verdipapir*, 1995 s. 29.

²⁹ Knut Bergho, s 275.

³⁰ Johan Svedberg, s.117.

³¹ Rune Sæbø: *Innsidehandel med verdipapir*,1995.

³² Rune Sæbø, s. 35.

³³ Johan Svedberg, «Begrepet Innsideinformasjon», *Tidsskrift for forretningsjuss* 2007 2.

³⁴ Johan Svedberg, s. 124-125.

verdipapirhandelloven kun har dreid seg om små aktører med begrenset fortjeneste som følge av innsidehandelen. Videre kan det virke vilkårlig hvilke saker myndighetene velger å gripe tak i.³⁵

3 Generelle bemerkninger til verdipapirhandelloven § 3-2 og MAD

Definisjonen av innsideinformasjon i verdipapirhandelloven er en gjengivelse av definisjonen slik den lyder i MAD art 1. nr. 1 og har derfor samme form og uttrykk. Nedenfor vil jeg vise til både uttrykkene slik de lyder i verdipapirhandelloven og slik de lyder i MAD art. 1 nr. 1. Jeg har som nevnt valgt å forholde meg til den engelske utgaven av MAD.

Begrepet «innsideinformasjon» fungerer som nevnt som et koblingsbegrep og er et selvstendig rettsvilkår i flere av reglene i verdipapirloven. Det har vært diskutert i juridisk teori hvorvidt begrepet skal forstås forskjellig ut i fra hvilken kontekst begrepet forekommer eller hvorvidt det skal forstås likt uavhengig av kontekst. Dette er særlig aktuelt i forbindelse med spørsmålet om avgrensningen er den samme for informasjonsplikten og innsidehandel jfr. punkt 5.2.3.³⁶ Det kan anføres at det er mest hensiktsmessig at legaldefinisjoner gis samme mening uavhengig av kontekst. Noe annet vil kunne medføre at legaldefinisjonen kun får en retningsgivende funksjon. Videre vil det komplisere anvendelsen av reglene dersom hver regel operer med en egen definisjon for hva som anses som innsideinformasjon. Et motargument er at det kan være et behov for en forskjellig definisjon ut i fra hvilken regel det gjelder. I forhold til opplysninger som omhandler begivenheter som enda ikke har inntruffet kan det for eksempel være betenkelig innenfor legalitetsprinsippets område å operere med en lavere sannsynlighetsgrad enn sannsynlighetsovervekt.³⁷ Derimot kan et slikt problem muligens løses ved å operere med et sannsynlighetskrav som ikke er i strid med legalitetsprinsippet i forhold til alle reglene vedrørende innsidehandel og ikke bare de med straffevirkninger. Slik jeg ser det bør derfor definisjonen forstås likt uavhengig av kontekst.

Innsideinformasjon må etter § 3-2 dreie seg om opplysninger om «*finansielle instrumenter*», om «*utsteder av finansielle instrumenter*» eller om «*andre forhold*» som er egnet til å påvirke kursen på

³⁵ Knut Bergo, s. 275-276.

³⁶ Knut Bergo, s. 120-127

³⁷ Fredrik Berg forutsetter for eksempel at det burde være et krav om sannsynlighetsovervekt på legalitetsprinsippet sitt område i sin artikkel «Kravene til presis informasjon og krav til sannsynlighet» i *Tidsskrift for forretningsjuss 2014-2*, s. 57.

de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart. «[A]ndre forhold» vil omfatte all tenkelig informasjon så lenge informasjonen oppfyller de øvrige kravene i § 3-2.³⁸ Bestemmelsen oppstiller tre kumulative hovedvilkår. For det første må det dreie seg om en «*presis opplysning*». For det andre må opplysningen være «*egnet til å påvirke kursen merkbart*». For det tredje må ikke opplysningen «*være offentlig tilgjengelige eller allment kjent for markedet*». Først vil jeg ta for meg vilkåret «*presise opplysninger*».

4 Vilkåret om «*presise opplysninger*»

4.1 Generelt om vilkåret «*presise opplysninger*» i § 3-2

Etter § 3-2 første ledd følger det et vilkår om at opplysningene må være «*presise*» for at det skal kunne dreie seg om innsideinformasjon. Vilkaeret er ment å tilsvare vilkaeret om at opplysningene må være av en «*precise nature*» slik det følger av definisjonen i MAD art .1 nr .1.

Ordlyden «*presise opplysninger*» viser til et krav om at opplysningene må oppfylle en viss grad av objektivitet, sikkerhet og nøyaktighet. Opplysningene må ikke være basert på et usikkert grunnlag.³⁹ Vilkaeret fungerer som et avgrensingskriterium. Selv om de øvrige vilkaerene i § 3-2 er oppfylt, er det ikke slik at alle opplysninger vedrørende finansielle instrumenter kan regnes som innsideinformasjon.

Spekulasjoner og rykter vil ikke anses som innsideinformasjon etter § 3-2 i verdipapirhandelloven.⁴⁰ Med «*spekulasjon*» menes et utsagn der kilden er kjent, men der det er stor usikkerhet med hensyn til utsagnets innholdsmessige riktighet. Et «*rykte*» derimot kjennetegnes dersom det foreligger stor usikkerhet på grunn av omstendigheter rundt opphavet til opplysningen eller rundt meddelelsen av opplysningen. Hvis kilden ikke er kjent kan det for eksempel tale for at det dreier seg om et rykte.

Hvis rykter og spekulasjoner skulle regnes som innsideinformasjon ville det i for stor grad gått på bekostning av investorenes kontraheringsadgang.⁴¹ Aktørene vil for eksempel kunne vegre seg fra å investere på markedet på grunn av frykt for strafferettslig forfølgelse. Et annet scenario er at aktørene

³⁸ Knut Bergo, s. 278.

³⁹ Johan Svedberg, s. 133.

⁴⁰ NOU 1996:2 avsnitt.

⁴¹ Rune Sæbø, s. 153.

bevisst unngår posisjoner der en kommer i kontakt med rykter og spekulasjoner for å beholde sin kontraheringsadgang. Som nevnt ovenfor vil en for streng og rigid lovgivning i forhold til innsidehandel også kunne svekke likviditeten på markedet.

På den andre siden stilles det ikke et krav om absolutt viten. Det kan dreie seg om «*presise opplysninger*» til tross for at den ikke fører til den tiltenkte markedsreaksjonen. Har en mottatt opplysninger fra en finansdirektør om at selskapets nysatsninger går bedre enn markedet forventer, vil det fortsatt kunne være en «*presis opplysning*» selv om markedet ikke reagerer positivt på den. Det er slik situasjonen fremstod for aktøren før offentliggjøringen som er avgjørende for vurderingen. Mellom objektivt konstaterbare fakta og løse rykter og spekulasjoner må det foretas en grensedragnings om hva som skal anses som «*presise opplysninger*».⁴²

4.2 Presiseringen av vilkåret «*presise opplysninger*» i § 3-2 andre ledd.

Av § 3-2 andre ledd følger det en ytterligere presisering av hva som regnes som «*presise opplysninger*». Presiseringen bidrar til å gjøre grensedragnings om hva som er «*presise opplysninger*» lettere. Paragraf 3-2 andre ledd implementer kommisjonsdirektivet 2003/124/EC art. 1 nr. 1.

Etter § 3-2 andre ledd følger det at med «*presise opplysninger*» menes «*opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkning av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene*».

Definisjonen som følger etter § 3-2 andre ledd kan deles inn i to deler. For det første må opplysningen «*indikere at begivenhet eller omstendighet har inntruffet eller med rimelighet kan ventes å inntreffe*». Dette har i juridisk teori blitt kalt eksistenskriteriet.⁴³ For det andre må det utfra opplysningen være mulig å trekke en slutning om den mulige kurspåvirkningen dersom opplysningen blir offentlig kjent. Dette kan kalles for slutningskriteriet. Nedenfor vil jeg vil først ta for meg eksistenskriteriet og deretter slutningskriteriet.

⁴² Johan Svedberg, s 133.

⁴³ Knut Bergo, s.279.

4.3 Eksistenskriteriet etter § 3-2 andre ledd og Daimler-saken

4.3.1 Generelt om eksistenskriteriet

Etter § 3-2 andre ledd vil en opplysning være presis dersom den «*indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe*». Det er språklige forskjeller mellom den norske definisjonen og definisjonen slik den lyder i direktivet. Den norske definisjonen taler om opplysninger som «*indikerer*» at begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan forventes å inntre. Kommisjonsdirektivet derimot taler om opplysninger som «*omhandler*» forhold som har inntruffet eller med rimelig grunn kan forventes å inntreffe.⁴⁴ Det er ingenting som taler for at denne språklige forskjellen er tilsiktet fra lovgiver. Det vil derfor være hensiktsmessig å forholde seg til definisjonen slik den lyder etter 2003/124/EC art. 1 nr. 1. For å være presis må altså en opplysning *omhandle* omstendigheter eller begivenheter som har inntruffet eller som med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe.

Begrepene «omstendigheter» og «begivenheter» er vide begreper som ikke bidrar særlig til presiseringen av hva som regnes som «*presise opplysninger*» etter § 3-2. At opplysningen må omhandle omstendigheter eller begivenheter som har «*inntruffet*» eller med «*rimelig grunn kan ventes å inntreffe*» medfører at rene spekulasjoner ikke vil være å anse som en «*presise opplysninger*». En analytiker sin mening om markedets framtidutsikter vil for eksempel ikke kvalifisere som en «*presis opplysning*». Dette til tross for at en slik vurdering etter omstendighetene vil kunne påvirke kursen til de finansielle instrumentene på markedet. En opplysning *om* at en bestemt analytiker mener noe om markedets framtidutsikter, vil derimot kunne være en «*presis opplysning*».⁴⁵

Vilkåret skiller mellom begivenheter og omstendigheter som har «*inntruffet*» og begivenheter og omstendigheter som med «*rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe*». I forhold til begivenheter som har «*inntruffet*» vil mellomliggende steg i en prosess kunne anses som en inntruffet begivenhet i seg selv.⁴⁶ Det er ikke et krav om at opplysningene skal dreie seg om en endelig avklart prosess. Opplysninger der det følger at en direktør vurderes kastet av styret vil for eksempel fortsatt kunne være «*presise opplysninger*» selv om beslutningen enda ikke er tatt. Dette ble endelig avklart i Daimler-saken⁴⁷, men definisjonen var i norsk rett forstått slik også før domsavsigelsen.⁴⁸ EU-domstolen la til

⁴⁴ Knut Bergo, s. 279.

⁴⁵ Knut Bergo, s.285

⁴⁶ C-19/11 note 40.

⁴⁷ C-19/11.

⁴⁸ Børsklagenemden sak:1/2013 s. 3 (intex-saken).

grunn at mellomliggende steg i en uavklart prosess kan være «*presise opplysninger*».⁴⁹ EU-domstolen begrunnet dette med at noe annet ville medføre at det ikke ville vært nødvendig å offentliggjøre slik informasjon, selv om de øvrige vilkårene for innsideinformasjon var til stede.⁵⁰ Dette ville gitt investorer med slik informasjon en uberettiget fordel på markedet.⁵¹

Når det gjelder begivenheter og omstendigheter som enda ikke har inntruffet er spørsmålet hvilken sannsynlighetsgrad som kreves for at en begivenhet eller omstendighet «*med rimelighet kan ventes å inntreffe*» Spørsmålet ble berørt i Daimler-saken. Nedenfor vil jeg ta for meg saksforholdet i Daimler-saken før jeg går nærmere inn på hvilken sannsynlighetsgrad som kreves for fremtidige begivenheter.

4.3.2 Kort om Daimler-saken

Daimler-saken dreide seg om en tysk investor som reiste sak for de tyske domstolene fordi han mente at selskapet Daimler hadde brutt sin offentliggjøringsplikt i forbindelse med en styreleder sin avgang. Styrelederen hadde i lengere tid vurdert å gå av før mandatets egentlige utløpsfrist. Dette hadde han diskutert med lederen i Daimler sitt «supervisory board». Resten av medlemmene i «supervisory board» ble informert om dette. Et par måneder senere ble styrelederen sin avgang godkjent og markedet ble informert om dette. Etter annonseringen av styrelederen sin avgang steg kursen på aksjene kraftig. Enkelte investorer som hadde solgt sine aksjer før annonseringen mente at annonseringen hadde skjedd for sent. I forbindelse med saken ble EU-domstolen forelagt to tolkningsspørsmål.

Det første var hvorvidt mellomliggende stadier i en uavklart prosess kunne anses som en «*inntruffet begivenhet*». På dette svarte EU-domstolen bekreftende.⁵²

Det andre spørsmålet var hvorvidt kravet til sannsynlighet varierer med betydningen av opplysningen. På dette svarte EU-domstolen benektende:

“The question whether the required probability of occurrence of a set of circumstances or an event may vary depending on the magnitude of their effect on the prices of the financial instruments concerned must be answered in the negative”⁵³

⁴⁹ C-19/11 note 40.

⁵⁰ C-19/11 note 35.

⁵¹ C-19/11 note 36.

⁵² C-19/11 note 40.

⁵³ C-19/11 note 50.

Daimler-saken inneholder enkelte prejudisielle uttalelser vedrørende hvilken sannsynlighetsgrad som gjelder for «*may reasonable come into existence.*»

Det stilles ikke et krav om sikkerhet eller høy sannsynlighet for at begivenheten skal inntre:

*“Consequently, Article 1(1) of Directive 2003/124, in using the terms ‘**may reasonably be expected**’, cannot be interpreted as requiring that proof be made out of a high probability of the circumstances or events in question coming into existence or occurring”*⁵⁴

Dette begrunner EU-domstolen med at et slikt krav ville svekket markedintegriteten og tilliten til markedet.⁵⁵ Samtidig uttaler EU-domstolen at det ikke vil dreie seg om «*presise opplysninger*» dersom det dreier seg om fremtidige begivenheter som anses som usannsynlige:

“precise information is not to be considered as including information concerning circumstances and events the occurrence of which is implausible.”⁵⁶

Det er naturlig å tolke «implausible» slik at tilfeller som ikke er sannsynlige vil falle utenfor vilkåret «*presise opplysninger*».⁵⁷ I note 49 derimot kan det spørres hvorvidt ikke EU-domstolen kun stiller krav til at det er en realistisk mulighet for at begivenheten skal inntre:

*“It follows that, in using the terms ‘may reasonably be expected’, Article 1(1) of Directive 2003/124 refers to 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”*⁵⁸

Spørsmålet blir etter dette hvilken sannsynlighetsgrad EU-domstolen legger i begrepet «realistisk prospect».

⁵⁴ C-19/11 note 46 (min utheving).

⁵⁵ C-19/11 note 47.

⁵⁶ C-19/11 note 48 (min utheving og understreking).

⁵⁷ Oxford dictionary Online versjon.

⁵⁸ Min utheving og understreking.

4.3.3 Videre om forståelsen av dommen

Dommen har vært diskutert i juridisk teori og det foreligger også noen rettsavgjørelser som har kommet i etterkant av dommen. Juridisk teori og avgjørelsene ser ut til å peke i forskjellig retninger.

I Bionor-dommen kom lagmannsretten til at Daimler-dommen må forstås slik at det er ikke et krav om sannsynlighetsovervekt for at en begivenhet skal inntre.⁵⁹ Lagmannsretten uttaler:

*«[...] lagmannsretten forstår uttalelsen slik at det ikke kreves bevis for at det er stor sannsynlighet for at den aktuelle begivenhet skal inntre. På den annen side, hvis det ikke er sannsynlig at begivenheten vil inntre, foreligger det heller ikke «precise» opplysninger. Det er ifølge EF-domstolen tilstrekkelig at det er en realistisk mulighet («realistic prospect») for at en omstendighet kan inntre. Det må etter dette skje en samlet bedømmelse av alle de forhold som allerede foreligger, hvor vurderingstemaet er om det basert på disse forhold er en reell mulighet for at begivenheten skal inntre.»*⁶⁰

Lagmannsrettens uttalelser er noe uklare. Hvis en opplysning ikke er presis dersom det ikke er sannsynlig at begivenheten den omhandler vil inntre, oppstilles et krav om sannsynlighet. Nedenfor legger derimot lagmannsretten til grunn at med «realistic prospect» forstås et krav om at det kun må være «en reell mulighet» for at begivenheten skal inntre. Dette tilsvarer det kravet en tidligere opererte med i norsk rett.⁶¹

I den senere Intex-saken derimot tolket Børsklagenemden Daimler-saken slik at det kreves en strengere sannsynlighetsgrad:

«[...]tradisjonell norsk forståelse av dette begrepet har vært at det kreves mindre enn sannsynlighetsovervekt. Daimler-saken antyder at kravet til sannsynlighet må stilles høyere enn dette»

⁶²

Avgjørelsen ble senere påanket av Økokrim og det ble reist straffesak for Oslo tingrett. Oslo tingrett viste til Bionor-dommen og la til grunn at det kun kreves at det er en reell mulighet for at begivenheten skal inntre.⁶³

Sannsynlighetskravet som ble lagt til grunn i Bionor-dommen og Intex-dommen har vært kritisert i juridisk teori. Knut Bergo viser blant annet til at tingretten og lagmannsretten ser ut til å ha tatt note

⁵⁹ RG 2013 s. 1426 (min utheving).

⁶⁰ RG 2013 s. 1426 (min utheving).

⁶¹ Børsklagenemden sak 1/2013 s. 28.

⁶² Børsklagenemden sak 1/2013 s. 28.

⁶³ TOSLO-2014-40539.

49 i Daimler-saken på ordet uten å vurdere det opp imot det som følger av note 46-48.⁶⁴ Note 46-48 ser ut til å legge opp til et krav om sannsynlighetsovervekt utfra hensynet til forutberegnelighet. Han argumenter for at det ikke er nærliggende at domstolen med hensikt først avgrenser definisjonen mot det usannsynlige, for så å lempe kravet til sannsynlighet i noten under. Videre argumenter han for at et slikt syn vil gjøre det vanskeligere for selskapene å vite når det oppstår innsideinformasjon. Ved kun å kreve at det skal dreie seg om en reell mulighet for at begivenheten inntreffer, vil investorer kunne måtte offentliggjøre sine fremtidige mulige beslutninger på markedet selv om beslutningene ikke fremstår som sannsynlige. Videre vil disse begivenhetene i tillegg kunne være motstridende.⁶⁵ Dersom den ene begivenheten inntreffer vil det for eksempel kunne utelukke at den andre inntreffer.

I sin artikkel i *Tidsskrift for forretningsjuss*⁶⁶ syns Fredrik Berg også å være kritisk til en sannsynlighetskrav lavere enn sannsynlighetsovervekt. Foruten å peke på samme svakhet ved dommene som Bergo⁶⁷ taler han i sine avsluttende bemerkninger for at det på legalitetsprinsippets område i hvert fall burde stilles et krav til sannsynlighetsovervekt.⁶⁸

Spørsmålet om hvilken sannsynlighetsgrad som ligger i uttrykket «realistic prospect» har også blitt behandlet av det britiske kontrollorganet Financial British Authority⁶⁹ i Ian Hannam-saken. FCA uttaler:

*«We take the “realistic prospect” test as the law which we should apply. This does not mean that there must be a more than even chance of the circumstances coming into existence or the event occurring. It certainly means that the prospect must not be fanciful. But as we see it there can be a realistic prospect of circumstances coming into existence or of an event occurring without it being more likely than not that they will do so»*⁷⁰

Slik FCA ser det foreligger det altså ikke et krav om sannsynlighetsovervekt. Samtidig oppstilles det et strengere sannsynlighetskrav enn det som følger av Bionor-dommen og Intex-dommen. Uttalelsene kan forstås slik at det kan dreie seg om «*presise opplysninger*» selv om det er like sannsynlig at begivenheten inntreffer som at den ikke inntreffer («even chance»). Hvis det er sannsynlighetsovervekt for at opplysningen *ikke* inntreffer vil det altså ikke dreie seg om «*presise opplysninger*». Det er dermed ikke tilstrekkelig dersom det kun foreligger en «en reell mulighet».

⁶⁴ Knut Bergo, s.283.

⁶⁵ Knut Bergo, s.284.

⁶⁶ Fredrik Berg, «Kravene til presis informasjon og krav til sannsynlighet», *Tidsskrift for forretningsjuss* 2014-2

⁶⁷ Fredrik Berg, s.56.

⁶⁸ Fredrik Berg, s.57.

⁶⁹ Herunder FCA.

⁷⁰ FCA v Hannam 2014 UKUT 0233 note 76.

En er avhengig av ytterligere presisering fra EU-domstolen før en kan vite hvilken sannsynlighetsgrad som gjelder etter Daimler-saken. Tungtveiende argumenter taler for at det gjelder et krav om sannsynlighetsovervekt eller i det minste et slikt krav som følger av Ian Hannam-saken. Det er vanskelig å se hvordan EU-domstolens uttalelser kan tolkes slik at de kun stiller krav om at det må være en reell mulighet for at begivenheten skal inntreffe samtidig som at de skal virke sammenhengende. Det er lite hensiktsmessig først å avgrense mot det usannsynlige, men samtidig åpne for et sannsynlighetskrav som omfatter begivenheter som det er usannsynlig at vil inntre.

Videre peker også reelle hensyn i den retning at det stilles et krav til sannsynlighetsovervekt eller et slikt sannsynlighetskrav som følger av Ian Hannam-saken. Foruten argumentene til Knut Berge og Fredrik Berg kan det påpekes at det etter Lafonta-saken som et minimum bør oppstilles et slikt krav, jfr. pkt.4.4.2. Opplysninger som omhandler usannsynlige fremtidige begivenheter og som samtidig ikke er så presise at en trekke slutning om hvilken retning kursen sannsynligvis vil bevege seg, bør ikke anses som «*presise opplysninger*».

Det kan anføres at en slik opplysning likevel ikke vil kunne bli ansett som innsideinformasjon fordi opplysningen må oppfylle de øvrige vilkårene i verdipapirhandelloven § 3-2. Det er likevel ikke til å komme bort fra at en vid definisjon av «*presise opplysninger*» i større grad gjør det nødvendig for investorene å vurdere hvorvidt de øvrige vilkårene i § 3-2 er oppfylt. En slik forståelse vanskeliggjør avgrensningsspørsmålet.

Det kan argumenteres for at sannsynlighetsgraden det opereres med i Bionor-dommen og Intex-dommen vil gjøre det lettere for kontrollorganer å føre bevis for at det har skjedd noe i strid med reglene for håndtering av innsideinformasjon. Baksiden er at forutberegneligheten for aktørene på markedet kan svekkes. Det kan lede til at utstedere offentliggjør opplysninger som ikke har relevans for markedet. Det kan igjen medføre at det må brukes større ressurser for å sile ut den irrelevante informasjonen. Dersom definisjonen av innsideinformasjon blir for upresis vil det derfor kunne hindre effektiviteten på markedet. Hensynet til forutberegnelighet bør etter min mening veie tyngst her.

4.4 Slutningskriteriet

4.4.1 Kravet til opplysningens objektivitet og innhold

Det neste presiserende vilkåret som følger av § 3-2 er at «*opplysningene må være tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av kursen*». At det skal være «*mulig å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av kursen*» betyr at det ikke trenger å foreligge sannsynlighetsovervekt for at kurspåvirkningen inntreffer.

Vilkåret oppstiller et krav til opplysningens objektivitet og innhold.⁷¹ Vilkåret bidrar til å avgrense mot rykter. Videre lempes kravet til objektivitet som følger av den naturlige språkforståelsen av ordlyden i § 3-2 første ledd.⁷² Opplysningene trenger ikke være detaljerte eller dokumenterte for å anses som «*presise*».⁷³ Det avgjørende vil være om de er nøyaktige og troverdige nok til at en kan trekke en slutning om mulig kurspåvirkning.

Hvis for eksempel en aktør får opplysninger fra en for mottaker kjent og troverdig kilde om at selskapets årsregnskap ser bedre ut enn forventet, vil det kunne være en «*presis opplysning*». Det er ikke nødvendig å ha kjennskap til årsregnskapets konkrete innhold. Opplysningen er spesifikk nok til å trekke en slutning om den mulige kurspåvirkningen og det er det som er avgjørende etter § 3-2 andre ledd.

Ved vurderingen vil det kunne være hensiktsmessig å legge vekt på opplysningens utnyttelsespotensial. Ved å legge vekt på opplysningens utnyttelsespotensial vil en fange opp tilfeller der investorer oppnår en uberettiget fordel på markedet, til tross for at opplysningene ikke anses som presise etter den alminnelige språkforståelsen. CESR sine uttalelser taler for et slikt syn. CESR sine uttalelser er som nevnt kun rådgivende, men de tillegges likevel stor vekt. CESR uttaler:

«A piece of information allows a conclusion to be drawn about its impact on prices, either when it would enable a reasonable investor to take an investment decision without (or at a very low) risk(I) or when it is likely to be exploited immediately on the market(II).»⁷⁴

CESR viser i uttalelsene sine til den «*fornuftige investor*» og det må antas at uttalelsene også har relevans for «*fornuftig investor-testen*». Det er utnyttelsespotensialet til den konkrete opplysningen i

⁷¹ Johan Svedberg, s. 134.

⁷² Johan Svedberg, s. 134.

⁷³ NOU:2 1996 s. 77.

⁷⁴ CESR/02-089 punkt 20.

det konkrete enkelttilfellet som vil være avgjørende. I enkelte tilfeller er det imidlertid mulig å spørre seg om en ikke må vurdere flere opplysninger under ett. Da uttalelsene også har relevans for «fornuftig investor-testen» kommer jeg tilbake til dette under punkt 5.2.2.

Selv om utnyttelsespotensialet vil være et viktig moment er det likevel forutsatt at det også stilles visse krav til presisjonen til selve innholdet til opplysningene.⁷⁵

Definisjonen hjelper med avgrensningen mot vage opplysninger. Dersom opplysningen er flertydig, vil det kunne være vanskelig for en fornuftig investor å innrette seg etter den. Opplysninger som etter den alminnelige forståelsen fremstår som vage, kan imidlertid også oppfylle vilkåret til «*presise opplysninger*». Det avgjørende er som nevnt om det er mulig å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av kursen.

Det er på det rene at løse rykter faller utenfor definisjonen i § 3-2.⁷⁶ Det er ikke mulig å vite hvordan markedet vil reagere dersom et rykte blir kjent. Det er derfor ikke mulig å trekke en slutning om den mulige kurspåvirkningen. Hvilke opplysninger som skal *regnes* som rykter er ikke like sikkert. Det kan neppe trekkes en eksakt grense mellom rykter og presis informasjon.⁷⁷ Hvert tilfelle må vurderes konkret der flere momenter vil være avgjørende.

Et kjennetegn ved rykter er at opplysningene gjerne har et ukjent opphav.⁷⁸ Der kilden til opplysningene ikke kan identifiseres vil det som regel ikke dreie seg om innsideinformasjon. En anonym epost som hevder at årsregnskapet til Microsoft har gått mye bedre enn forventet vil ikke oppfylle kravet til «*presise opplysninger*». Dette til tross for at opplysningen skulle vise seg å være korrekt. En fornuftig investor vil ikke her kunne forsvarlig innrette seg etter informasjonen og oppnår derfor heller ikke en fordel i forhold til de andre aktørene på markedet. Opplysningene har ikke tilstrekkelig med troverdighet.

Situasjonen hadde stilt seg annerledes dersom det dreide seg om en epost fra administrerende direktør i utstederselskapet. I Nagel Erichsen-dommen uttaler lagmannsretten:

«Videre må det legges vekt på at opplysningene kom fra en person som utga seg for å representere - og som faktisk representerte - den industrielle aktøren som var i ferd med å kunne gjøre en transaksjon med banken, noe som også bidro til å gjøre at opplysningene framsto som mer konkrete»⁷⁹

⁷⁵ Johan Svedberg, s.135

⁷⁶ NOU: 1996 s. 57.

⁷⁷ Rune Sæbø: Innsidehandel med verdipapir s.154.

⁷⁸ Knut Bergo, s. 285.

⁷⁹ RG 2004 s.676.

En styreleder som gir opplysninger om at en direktør vurderes kastet er for eksempel mer troverdige enn opplysninger fra en ukjent person på Hegnar online. Slike opplysninger vil likevel etter omstendighetene også kunne utgjøre «*presise opplysninger*».

Videre vil også innholdet og hvorledes innholdet er meddelt få stor betydning. Selv om opplysningen er gitt av en administrerende direktør er det ikke sikkert at opplysningen tilfredsstillende kravet til presisjon i verdipapirhandelloven § 3-2. Forhold rundt meddelelsen av opplysningen vil kunne svekke troverdighet av informasjonen.

Det har vært hevdet at avgrensingen mot rykter ikke må være for streng. Det pekes på at også rykter vil kunne ha stor markedspåvirkning. Det avgjørende må nok likevel være hvorvidt en fornuftig investor vil kunne redusere risikoen i tilstrekkelig grad på grunn av opplysningene. Dette vil ikke være mulig der kilden ikke har troverdighet. Rykter kan etter omstendighetene også være skadelige for markedet, men det er ikke grunnlag for å karakterisere opplysninger uten troverdighet som innsideinformasjon av den grunn. Det må foretas en vurdering der de overnevnte momentene vil være avgjørende.

4.4.2 Særlig om det såkalte «retningskriteriet» og Lafonta-saken

4.4.2.1 Innledende bemerkninger

En opplysning må altså være tilstrekkelig spesifikk til at en kan trekke en slutning om den mulige påvirkningen av kursen. Et spørsmål som reiser seg er hvorvidt opplysningen også må være spesifikk nok til at en skal kunne trekke en slutning om *hvilken retning* kursen sannsynligvis vil utvikle seg. Dette har i juridisk teori blitt omtalt som «retningskriteriet».⁸⁰ Slik jeg ser det er det mulig å innfortolke et slikt krav i ordlyden «slutning om den mulige **påvirkningen av kursen**».⁸¹ Det er nok også mulig å innfortolke et slikt krav slik definisjonen følger av 2003/124/EC art. 1 nr. 1. Der følger det at en opplysning er presis dersom den er: «*specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of that set of circumstances or event on the prices of financial instruments.*»⁸² Selv om et slikt krav ikke kan innfortolkes kan en likevel argumentere for at en aktør på markedet ikke nødvendigvis vil ha fordel av en opplysning hvis han/hun ikke med rimelighet kan forutse hvilken

⁸⁰ Knut Bergo, s.285.

⁸¹ Min utheving.

⁸² Min utheving. EU-domstolen kom til at den naturlige språkforståelsen ikke oppstiller et slikt krav, jfr. nedenfor. Det er usikkert om det egentlig er så klart. Ordlyden taler om «the possible effect» og ikke «effects».

retning kursen vil ta som følge av informasjonen. En skulle kanskje derfor tro at det oppstilles et slikt krav. Slik har regelen vært forstått i engelsk rett.⁸³ I norsk juridisk teori er ikke problemstillingen viet mye plass, men det kan virke som at regelen har blitt forstått slik også her.⁸⁴ Det var derfor kanskje overraskende da EU-domstolen kom til motsatt resultat i Lafonta-saken.⁸⁵ Etter Lafonta-saken er det klart at det ikke stilles et krav om at informasjonsgrunnlaget må være av en slik art at en aktør kan trekke en slutning om hvilken retning kursen vil bevege seg. Det er dermed klart at det ikke lenger kan oppstilles «retningskriterium». Nedenfor vil jeg kort ta for meg saksforholdet i Lafonta-saken og hvorledes dommen skal forstås i forhold til vilkåret «*presise opplysninger*». Forholdet mellom Lafonta-saken og «fornuftig investor-testen» kommer jeg tilbake til i punkt 5 om vilkåret «*opplysningen må være egnet til å påvirke kursen merkbart*»

4.4.2.2 Kort om Lafonta-saken

Lafonta saken dreide seg om et fransk investeringselskap Wendel som i perioden 2006-2007 inngikk en rekke TRS-avtaler (trade swaps agreements) med aksjer i selskapet Saint global som underliggende verdier. TRS-avtalene ble senere på et styremøte, der Lafonta var styreformann, besluttet utfaset. Wendel skulle istedenfor kjøpe opp aksjer i Saint Global. TRS-avtalene viste seg å være en del av planen om å sikre seg aksjene i Saint Global. AMF⁸⁶, det franske finanstilsynet, anså planen om å overta aksjene i Saint global som innsideinformasjon og anklaget Wendel og Lafonta for brudd på plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon uten ugrunnet opphold. Lafonta anførte at planen om å overta aksjene i Saint Global ikke kunne anses som innsideinformasjon fordi det ikke var mulig å vite hvilken retning kursen til Wendel ville ta som følge av offentliggjøringen. Det kunne derfor ikke dreie seg om «*presise opplysninger*»

Tolkningsspørsmålet ble forelagt EU-domstolen. EU-domstolen kom til at definisjonen ikke er begrenset kun til å gjelde for opplysninger der det er mulig å trekke en slutning om hvilken retning kursen kommer til å bevege seg. Domstolen viser til generaladvokatens vurdering om at det ikke er åpenbart hvorvidt ordlyden i artikkel 1(1) i direktiv 2003/124 tilsier en slik begrensning.⁸⁷ Videre uttaler domstolen at etter den naturlige språkforståelsen vil det være tilstrekkelig dersom opplysningen er

⁸³ FCA v Hannam 2014 UKUT 0233 .

⁸⁴ Johan Svedberg ser ut til å oppstille et slikt krav på side 134 5. avsnitt.

Knut Bergo ser ut til å oppstille tilsvarende krav på side 285 3. avsnitt.

⁸⁵ Case C-628/13.

⁸⁶ Autorité des marchés financiers.

⁸⁷ Case C-628/13 note 30.

presis nok til trekke slutning om mulige kursutslag som følge av grunnlaget for opplysningen. Det er ikke et krav om at en må kunne trekke en slutning om hvilken retning kursen vil bevege seg.⁸⁸

Etter EU-domstolen sitt syn støtter også formålet med MAD en slik tolkning. Domstolen peker på at det finansielle markedet etterhvert har blitt mer komplisert og at det er vanskelig å spå hvilken retning kursen vil bevege seg som følge av ulike opplysninger. Forskjellige investorer vil derfor kunne tolke opplysningenes virkning på prisen forskjellig. Dersom det oppstilles et krav om at det skal være mulig å trekke en slutning om hvilken retning kursen vil bevege seg så vil aktører kunne påberope seg usikkerheten for å omgå reglene om håndtering av innsideinformasjon. Det vil igjen kunne føre til at aktørene som sitter på slik informasjon oppnår en fordel på markedet.⁸⁹

EU-domstolen viser også til uttalelser i direktivforarbeidene der det følger at en referanse til et slikt krav ble kuttet ut av de rådgivende uttalelsene fra CESR i CESR/02-089d. Referansen ble kuttet nettopp for å unngå at aktører påberopte seg usikkerheten for å omgå sin opplysningsplikt.⁹⁰

4.4.2.3 Forståelsen av dommen i forhold til vilkåret «*presise opplysninger*»

4.4.2.3 Nærmere om betydningen Lafonta-saken får for vilkåret om «*presise opplysninger*»

Lafonta-saken reiser flere spørsmål rundt forståelsen av vilkåret «*presise opplysninger*». Særlig kan det sies at dommen vanskeliggjør avgrensningsspørsmålet etter § 3-2. Det kan argumenteres for at definisjonen av «*presise opplysninger*» er etter blitt mer upresis som følge av Lafonta-saken.

Det kan for eksempel anføres at det ikke stilles nevneverdig krav til en opplysning sitt innhold hvis det kun stilles krav til at opplysningen skal kunne ha en kurspåvirkende effekt. En opplysning fra en finansdirektør om at markedet kommer til å reagere kraftig på grunn av årsregnskapet vil slik definisjonen tidligere har vært forstått, ikke kvalifisere som innsideinformasjon. Det er ikke utfra denne opplysningen mulig å vite hvilken retning kursen vil bevege seg, men det er likevel mulig å trekke en slutning om at kursen kan komme til å gå enten opp eller ned hvis opplysningen blir kjent. Etter Lafonta-saken kan det derfor argumenteres for at en slik opplysning kan anses som en «*presis opplysning*».

⁸⁸ Case C-628/13 note 31.

⁸⁹ Case C-628/13 note 36.

⁹⁰ Case C-628/13 note 37.

En slik opplysning vil, isolert sett, ikke nødvendigvis gjøre det mulig å trekke en slutning om mulig kurspåvirkning. Dersom markedet for eksempel kun har denne opplysningen vil ikke aktørene vite hvorvidt de skal selge eller kjøpe aksjer som følge av opplysningen. Det vil derfor ikke nødvendigvis komme en reaksjon fra markedet dersom opplysningen blir kjent.

Dette kan imidlertid stille seg annerledes dersom aksjen til selskapet inngår i enkelte typer derivater. Enkelte strategier basert på handel av derivater, er kun avhengig av at kursen beveger seg i stor nok grad for å oppnå gevinst. Disse strategiene kommer jeg tilbake til under punkt 5.2.3. Poenget er at gevinst kan oppnås uavhengig av hvilken retning kursen beveger seg. Opplysningen gjør det mulig å spå at kursen på et senere tidspunkt kommer til å bevege seg merkbart opp eller ned. Aktører vil derfor, hvis opplysning blir kjent, kunne kjøpe opp ulike derivater der aksjen i selskapet inngår i det underliggende. Videre vil aktørene kunne kjøpe opp det underliggende instrument for å kunne benytte seg av en eventuell salgsopsjon. Det vil kunne påvirke kursen på derivatene og kursen på det underliggende. En kan derfor argumentere for at en slik opplysning oppfyller vilkåret i § 3-2 andre ledd.

EU-domstolen uttaler at definisjonen fortsatt må avgrenses mot vage og generelle opplysninger.⁹¹ Spørsmålet er hvor vag eller generell en opplysning må være for å falle utenfor definisjonen av «*presise opplysninger*».

I begrunnelsen til Lafonta-saken peker EU-domstolen på at finansmarkedet er blitt veldig komplisert og at investorer vil kunne tolke effekten opplysninger har på kursen forskjellig.⁹² Forutsetningsvis må i hvert fall investorene ha tilstrekkelig med opplysninger for å i det hele tatt foreta en tolkning. Dette selv om de på grunn av saken kompleksitet ikke kan foreta en slutning om den mest sannsynlige retningsendringen. En kan anføre at definisjonen av «*presise opplysninger*» i et slikt tilfelle ellers vanskelig kan forenes med nettopp uttrykket «*presise opplysninger*». Enkelte av EU-domstolens uttalelser virker å være i samsvar med en slik forståelse:

« [...] **it need not be possible to infer from that information, with a sufficient degree of probability, that, once it is made public, its potential effect on the prices of the financial instruments concerned will be in a particular direction**»⁹³

En kan muligens tolke uttalelsene slik at det i hvert fall må være mulig for investoren å vurdere de ulike retningsendringene dersom opplysningen skulle bli kjent. Dette selv om investoren på grunn av

⁹¹ Case C-628/13 note 31

⁹² Case C-628/13 note 36

⁹³ Case C-628/13 note 39(min utheving og understreking)

markedets kompleksitet ikke med rimelighet kan forutse hvilken retning kursen vil bevege seg. Hvis opplysningen ikke gir investoren et visst vurderingsgrunnlag for å vurdere de ulike retningsendringene så kan det anføres at den ikke bør anses som «*presis opplysning*». Uttalelsen i eksempelet ovenfor gir ikke investoren et slikt grunnlag. Til det er innholdet av opplysningen for ubestemt. En slik tolkning vil derfor medføre at en slik opplysning faller utenfor definisjonen i § 3-2 i verdipapirhandelloven.

Slik jeg tolker dommen derimot virker det avgjørende å være hvorvidt det er mulig å trekke en slutning om den mulige kurspåvirkningen uavhengig av hvorvidt opplysningen gir et slikt «vurderingsgrunnlag». Kravet til spesifisering i § 3-2 andre ledd vil være oppfylt så lenge det er mulig å trekke en slutning om mulig kurspåvirkning og uttalelsen i eksempelet ovenfor oppfyller disse kravene. I note 31 uttaler Eu-domstolen:

« *Consequently, the only information excluded from the concept of 'inside information' by virtue of that provision is information that is vague or general, from which it is **impossible** to draw a conclusion as regards its possible effect on the prices of the financial instruments concerned*»⁹⁴

Videre vil en ved å se på utnyttelsespotensialet til opplysningen i eksempelet ovenfor, se at til tross for opplysningens vage karakter kan den fortsatt nyttiggjøres i derivatstrategier og gir derfor investorer en fordel. Det vil kunne være uheldig dersom slike opplysninger ikke skal regnes som innsideinformasjon. Etter min mening vil derfor opplysninger av vag karakter først falle utenfor vilkåret «*presise opplysninger*» dersom det er umulig å trekke en slutning om kurspåvirkning overhodet. Et eksempel på en slik opplysning kan være en uttalelse fra en finansdirektør om at «årsregnskapet ikke ser så verst ut». Her er opplysningen for vag til å anta at den vil føre til en markedsreaksjon dersom den blir kjent. Den vil ikke kunne anses som en «*presis opplysning*»

⁹⁴ Case C-628/13 note 31(min utheving)

5. Vilkåret om at «opplysningene må være egnet til å påvirke kursen merkbart».

5.1 Innledende bemerkninger og videre fremstilling

Videre følger det et vilkår av § 3-2 i verdipapirloven om at opplysningene må være «*egnet til å påvirke kursen merkbart*». Vilkåret slik det følger av § 3-2 samsvarer ikke med vilkåret slik det følger av MAD art. 1 no. 1. Etter Mad art. 1 no. 1 stilles det krav om at opplysningene må være «*likely*» til å påvirke kursen «*significantly*». Det norske begrepet «*egnet*» taler for en sannsynlighetsgrad lavere enn sannsynlighetsovervekt. «*Likely*» derimot oversettes til sannsynlig.⁹⁵ Begrepet «*significantly*» kan oversettes til «*vesentlig*» og tilsier en høyere terskel enn det norske begrepet «*merkbart*». Etter Rt.2012 s.629 (NA24-dommen) er det imidlertid klart at «*fornuftig investor-testen*» (se nedenfor) er uttømmende og det ikke kreves en kvantifiserbar kurspåvirkningseffekt i tillegg.⁹⁶ Kriteriet «*merkbart*» får derfor ingen selvstendig tolkningsverdi. Dette synes å være i samsvar med uttalelsene i Spector-saken avsagt av EU-domstolen:

« [...]the expression 'inside information' as defined of Article 1 (1) of Directive 2003/6, is characterized, in particular, by the fact that, if that information were made public, it 'would be likely to have a significant effect on the price of [the] financial instruments [concerned] or on the price of related derivative financial instruments', **that concept having itself been defined in Article 1 (2) of Directive 2003/124 as being 'information which a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decisions»⁹⁷**

I sin artikkel «Kurspåvirkningsvilkåret og fornuftig investortesten» i *Tidsskrift for forretningsjuss* argumenter Trine Erdal for at § 3-2 første ledd og tredje ledd må ses i sammenheng og at de samlet sett utgjør kurspåvirkningsvilkåret.⁹⁸ Hun peker på at både Høyesterett sine uttalelser i NA24-dommen og EU-domstolen sine uttalelser i Spector-saken tilsier en slik forståelse og at «*fornuftig investor-testen*» dermed utfyller vilkåret om at «*prisen må være egnet til å påvirke kursen merkbart*».

⁹⁵ Oxford dictionary online versjon.

⁹⁶ Rt.2012 s.629

⁹⁷ C-45/08 note 68(min utheving).

⁹⁸ Trine Erdal, «Kurspåvirkningsvilkåret og fornuftig investortesten», *Tidsskrift for forretningsjuss* 2012-2 s. 97-98.

Det kan spørres hvor klart det egentlig er at dommene taler for en slik løsning. Førstvoterende i NA24-dommen uttaler riktignok i note 46 at definisjonen som følger etter direktiv 2003/124/EF artikkel 1 etter hennes oppfatning, er en presisering av den definisjonen som følger av MAD art .1 no. 1. Flere uttalelser i dommen virker etter min mening imidlertid å legge til grunn at «fornuftig investor-testen» er en *definisjon* av hva som er egnet til å påvirke kursen merkbart. Innledningsvis i note 46 uttaler førstvoterende at:

«[...]etter denne bestemmelsen fremstår den fornuftige investor-testen klart som en *definisjon* av hva som menes med informasjon som har «significant effect»⁹⁹

I note 48 uttaler førstvoterende at:

«[...]også EU-domstolen har oppfattet definisjonen i første kommisjonsdirektiv artikkel 1 nr. 2 som en definisjon av begrepet innsideinformasjon i markedsmisbruksdirektivet artikkel 1 nr. 1.»¹⁰⁰

Videre i note 39: «På bakgrunn av lovens ordlyd, dens forhistorie og forarbeider finner jeg det klart at det avgjørende kriterium for om en opplysning er egnet til å påvirke kursen, blir om «en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte [den] som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning», jf. verdipapirhandelloven 1997 § 2-2 tredje ledd. **Det kan ikke innfortolkes et særlig kvantitetskrav i tillegg til denne testen**»¹⁰¹

EU-domstolens uttalelser ser ut til å ha blitt oversatt forskjellig på ulike språk. Dette er noe uheldig da alle utgavene er rettskildemessig likeverdige. Den danske utgaven taler i note 68 om definisjonen i 2003/124/EF artikkel 1 som en presisering av MAD art. 1 no .1 og bruker uttrykket: «nærmere beskrevet som».¹⁰² Den svenske og italienske utgaven bruker lignende uttrykk.

Den engelske utgaven på sin side omtaler «fornuftig investor-testen» som en definisjon av hva som går inn under MAD art. 1 . no 1 og bruker uttrykket: «that concept having itself been defined».¹⁰³

Motsetningene avdempes kanskje noe ettersom at den engelske utgaven også omtaler «fornuftig investor-testen» som en presisering i note 51.¹⁰⁴ I siste setning i samme note blir «fornuftig investor-testen» derimot igjen omtalt som en definisjon. I samme note i den danske utgaven brukes uttrykket

⁹⁹ Rt.2012 s.629 note 46 (min utheving).

¹⁰⁰ Rt.2012 s.629 note 48(min utheving).

¹⁰¹ Rt.2012 s.629 note 39(min utheving).

¹⁰² C-45/08 dansk utgave note 68.

¹⁰³ C-45/08 engelsk utgave note 68.

¹⁰⁴ C-45/08 engelsk utgave note 51.

«ved viden, som mærkbart kan påvirke kursen på de finansielle instrumenter, forstås» noe som kan tale for at det er en definisjon.¹⁰⁵

I juridisk teori er det delte meninger. Johan Svedberg argumenterer for at «fornuftig investor-testen» ikke erstatter «*Significantly effect*» vilkåret ettersom at EU-kommisjonen ikke har hjemmel til å utvide definisjonen av innsideinformasjon.¹⁰⁶ Artikkelen er imidlertid skrevet før Spector-saken og kompetansespørsmålet til EU-kommisjonen er ikke direkte problematisert i dommen. Knut Bergo på sin side synes å legge til grunn at «fornuftig investor-testen» erstatter vurderingen av «*significantly effect*».¹⁰⁷

Slik jeg tolker Spector-saken og NA24-dommen fremstår «fornuftig investor-testen» som en presiserende definisjon av hva som er «egnet til å påvirke kursen merkbart». En fordel med en slik forståelse er at en lettere kan unngå sirkelargumentasjon. Det vil kunne være uheldig dersom en for eksempel argumenterer for at «fornuftig investor-testen» er bestått *fordi* opplysningen er egnet til å påvirke kursen merkbart. Poenget med testen er nettopp å avgjøre hvorvidt opplysningen er «egnet til å påvirke kursen merkbart». Baksiden er at en muligens mister et viktig vurderingskriterium. Vil en fornuftig investor reagere på en opplysning som ikke er egnet til å påvirke kursen merkbart? Hvorvidt forutberegneligheten økes av at merkbarhetskravet blir erstattet av «fornuftig investor-testen» er derfor diskutabelt.¹⁰⁸

Definisjonen slik den følger av Mad I art 1 no .1 vil likevel være veiledende for hvordan «fornuftig investor-testen» skal forstås. Selve vurderingsgrunnlaget vil være hvorvidt en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte opplysningen som en del av grunnlaget til sin investeringsbeslutning. Samtidig vil det øke forståelsen å ha i bakhodet at det «fornuftig investor-testen» søker å avklare er hvorvidt opplysningen er egnet til å påvirke kursen merkbart.

Nedenfor vil jeg først drøfte hva som menes med en fornuftig investor. Deretter vil jeg ta for meg hvilke opplysninger en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning. Til slutt vil jeg se på hvilke virkninger Lafonta-saken får for «fornuftig investor-testen».

¹⁰⁵ C-45/08 dansk utgave note 51.

¹⁰⁶ Johan Svedberg, s.141.

¹⁰⁷ Knut Bergo, s. 288.

¹⁰⁸ Knut Bergo, s. 288.

5.2 «fornuftig investor-testen»

5.2.1 Begrepet «fornuftig investor»

For å vurdere hvilke opplysninger en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av sin investeringsbeslutning, må en først ta stilling til hva som ligger i begrepet «fornuftig investor».

Med en «investor» menes en som investerer kapital i verdipapirmarkedet ved å investere i finansielle instrumenter.¹⁰⁹ I begrepet «fornuftig» ligger det et krav om at investoren må tenke og oppføre seg rasjonelt.¹¹⁰ Det er ikke et krav om at investoren skal kunne karakteriseres som «profesjonell». Det er den alminnelige investor sin sannsynlige og rasjonelle oppførsel som skal vurderes etter § 3-2 tredje ledd.¹¹¹

Begrepet «fornuftig investor» gir uttrykk for en objektiv rettslig standard.¹¹² Dette innebærer at hva som anses som rasjonell handlemåte vil kunne endre seg over tid. Formålet med å investere og ønsket om økonomisk avkastning vil alltid være en del av standarden. Det som kan endre seg over tid er hvorledes eller hvorvidt en fornuftig investor vil utnytte informasjonen som del av sin investeringsbeslutning.

Ordlyden tilsier en objektiv vurdering av den alminnelige investor sin økonomiske rasjonelle handlemåte. Det vil vanskeliggjøre bedømmelsen dersom en skal se på hver enkelt investor sine forutsetninger for å investere.¹¹³ Det er informasjonen investoren sitter på som må anses som avgjørende.

5.2.2 Vurderingsmomenter for «fornuftig investoren»

Lafonta-saken berører som nevnt enkelte sider ved «fornuftig investor-testen». Ettersom at det er uklart akkurat hvilken betydning Lafonta-saken får for «fornuftig investor-testen» vil jeg først ta for meg de ulike vurderingsmomentene for «fornuftig investor-testen» stort sett uavhengig av Lafonta-saken. Noen steder vil jeg imidlertid komme med enkelte henvisninger til Lafonta-saken.

¹⁰⁹ Trine Erdal, s. 111.

¹¹⁰ CESR/ 02-089d punkt 27 note 1.

¹¹¹ Rt.2012 s.629 note 57 sammenholdt med note 58.

¹¹² Rt.2012 s.629 note 57 sammenholdt med note 58.

¹¹³ Trine Erdal, s. 113.

Spørsmålet er hva som kjennetegner opplysninger som en fornuftig sannsynlig vil benytte seg av i grunnlaget for sin investeringsbeslutning.

For å avklare dette er det hensiktsmessig å ta utgangspunkt i lagmannsretten sine uttalelser om «fornuftig investor-testen» i NA24-dommen. Uttalelsene ble av Høyesterett ansett å gi uttrykk for riktig lovforståelse.¹¹⁴ På enkelte punkter må utgangspunktet trolig modifieres noe jfr. nedenfor. 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.»¹¹⁵

En opplysning vil etter NA24-dommen sannsynligvis anvendes av en investor som del av sitt beslutningsgrunnlag dersom den sannsynligvis utløser økonomisk gevinst. For at det skal være tilfelle må det i utgangspunktet stilles et krav om at kursen sannsynligvis vil bli påvirket av opplysningen dersom den blir kjent.¹¹⁶ Dersom det er usannsynlig at opplysningen vil påvirke kursen kan det anføres at det heller ikke er sannsynlig at investoren vil legge vekt på den i sitt investeringsgrunnlag. Det gjelder i utgangspunktet altså et strengere sannsynlighetskrav for «fornuftig investor-testen» enn for kravet til «*presise opplysninger*». Der er det tilstrekkelig å kunne trekke en slutning om en mulig kurspåvirkning, jfr. § 3-2 andre ledd.

Hvorvidt det må kunne kreves at det fremstår for investoren at den sannsynlig vil medføre gevinst eller sannsynlig at kursen beveger seg, er imidlertid noe uklart. Det avgjørende må etter min mening være hvorvidt opplysningen øker sannsynligheten for gevinst samtidig som risikoen ved handelen reduseres i så stor grad at en investor vil legge vekt på opplysningen i sitt beslutningsgrunnlag. Med gevinst forstås her også de situasjoner der investoren vil kunne forhindre tap eller eliminere risikoen for tap.

Det kan for eksempel tenkes en opplysning der det ikke er mulig å slutte hvorvidt kursen kommer til å forholde seg stabil eller hvorvidt den vil gå opp dersom opplysningen blir kjent. Vi kan tenke oss et tilfelle der det er 50% sannsynlighet for at kursen forblir upåvirket og 50% sannsynlighet for at kursen går opp. I dette tilfellet vil opplysningen eliminere risikoen ved handelen. En fornuftig investor vil i et slikt tilfelle klart velge å handle flere aksjer. En ser altså her at utgangspunktet for vurderingen slik den

¹¹⁴ Rt.2012 s.629 note 57.

¹¹⁵ Rt.2012 s.629 note 57 med en henvisning til lagmannsrettens uttalelser i LB-2009- 196723.

¹¹⁶ Knut Bergho, s 289

følger av NA24-dommen i enkelte tilfeller muligens må modifieres. Hvis opplysningen medfører at risikoen for tap er tilnærmet lik null og sannsynligheten for gevinst er 50%, er det ikke sannsynlighetsovervekt for at opplysningen vil medføre gevinst. Likevel er det klart at en slik opplysning vil utgjøre en del av en beslutningsgrunnlaget til en fornuftig investor.

Etter Lafonta-saken kan det trolig ikke oppstilles et absolutt krav om at det må være mulig for investoren å se hvilken retning kursen sannsynligvis vil bevege seg som følge av opplysningen.¹¹⁷ Det kan nok likevel anføres at i de fleste tilfeller må opplysningen være «retningsspesifikk» for at den skal kunne gi investoren en klar fordel, jfr. punkt 5.2.3.

Videre er det ikke et krav om at opplysningen faktisk påvirker kursen når den blir offentliggjort. Det avgjørende er hvorvidt det for den fornuftige investor fremstod som sannsynlig at opplysningen ville påvirke kursen dersom den ble offentliggjort.¹¹⁸ Ved eventuell etterprøving vil det moment at kursen ikke steg som følge av offentliggjøringen imidlertid kunne få betydning.¹¹⁹

Opplysningen trenger bare å utgjøre *en del* av investorens beslutningsgrunnlag. Det kan være andre forhold som også ligger til grunn for investorens beslutningsgrunnlag. Det som blir avgjørende er om opplysningen som en del av investoren sitt beslutningsgrunnlag, vil kunne redusere risikoen ved handelen av de finansielle instrumentene. En rasjonell investor vil sammenligne sannsynligheten for avkastning opp imot risikoen ved å investere. Hvis informasjonen sannsynligvis vil redusere risikoen øker sannsynligheten for gevinst.

Opplysningen må være så sensitiv eller så viktig at den fornuftige investoren sannsynligvis kommer til å reagere på den.¹²⁰ I dette ligger det et kvalifisert krav til opplysningens innhold. Det er ikke slik at all informasjon som sannsynligvis vil påvirke kursen vil bestå «fornuftig investor-testen». Det må også være *sannsynlig* at en investor vil benytte seg av opplysningen. Opplysningenes potensial for kurspåvirkning må således avklares. Fortalen til direktivet vil være til hjelp ved vurderingen:

«Such an assessment has to take into consideration the anticipated impact of the information in light of the totality of the related issuer's activity, the reliability of the source of information and any other market variables likely to affect the related financial instrument or derivative financial instrument related thereto in the given circumstances.»¹²¹

¹¹⁷ Se punkt 5.2.3.

¹¹⁸ Rt.2012 s.629 note 57 sammenholdt med note 58.

¹¹⁹ Rt.2012 s.629 note 57.

¹²⁰Rt.2012 s.629.

¹²¹ Directive 2003/124/EC.

I forhold til hvilke variabler som må vurderes utaler CESR:

«These variables would include prices, returns, volatilities, liquidity, price relationships among financial instruments, volume, supply, demand, orders' book, timing of prices' and news' disclosure, rules governing the exchange and market microstructure, etc.»¹²²

En må altså se på hva opplysningen omhandler og hvorledes markedet i sin helhet vil reagere på en mulig offentliggjøring. Jo kraftigere det må ventes at markedet reagerer dersom opplysningen blir kjent, jo større sannsynlighet er det for at opplysningen vil inngå i beslutningsgrunnlaget til den fornuftige investor. Selv små kursutslag vil kunne gi stor gevinst dersom en investerer nok i det finansielle instrumentet. Derimot vil kravet til opplysningens innhold måtte settes høyere hvis det skal fremstå som sannsynlig at den fornuftige investor vil benytte seg av opplysningen. Det kan spørres hvorvidt det ikke er hensiktsmessig å avgrense definisjonen mot marginale kursutslag.¹²³

Det er som nevnt utnyttelsespotensialet til den enkelte opplysningen i det enkelte tilfellet som vil være avgjørende for vurderingen. Det er mulig å tenke seg tilfeller der opplysninger som isolert sett ikke reduserer risikoen i stor nok grad fortsatt vil kunne nyttiggjøres. Dersom investoren ved senere anledninger får tilgang til tilsvarende opplysninger vil det være mulig å fordele risikoen slik at risikoen samlet sett fremstår som lav. Problemet er at den alminnelige investor neppe kan forvente å få tilgang til flere innsideopplysninger av samme karakter fortløpende.

Digitaliseringen av aksjemarkedet har imidlertid vist at enkelte finansielle mekanismer muliggjør systematisk utveksling av innsideinformasjon. Algoritmehandel i form av såkalt «High frequency trading» (HFT) gjør det mulig for investorer å tjene store summer ved å handle på informasjon de har tilegnet seg kun millisekunder før resten av markedet. HFT vil ikke i seg selv være innsidehandel. Det er ikke ulovlig å kapitalisere på informasjon raskere enn resten av markedet så lenge informasjonen er offentlig tilgjengelig. Enkelte finansielle tjenester i USA etterforskes imidlertid for å muliggjøre innsidehandel.¹²⁴ Dette gjelder for eksempel ved såkalte «flash trades» der HFT-selskap får kjøpe tilgang til ordreinformasjon av børsene millisekunder før resten av markedet.¹²⁵ Videre finnes det «mørke markeder» der markedet er lukket og handelen er anonymisert. Likevel selger bankene HFT-

¹²² CESR/02-089d punkt 25.

¹²³ Knut Bergo, s.290.

¹²⁴ Link: <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702304886904579473874181722310> .

¹²⁵ Link: <http://www.investopedia.com/terms/f/flash-trading.asp> .

selskapene tilgang til det lukkede markedet og de vil slik kunne tilegne seg markedsrelevant informasjon som ikke er offentlig tilgjengelig.¹²⁶ Det er ikke sikkert at slik praksis vil betraktes som innsidehandel. Poenget er likevel at det er *mulig* å se for seg systematisk utveksling av innsideinformasjon. I forlengelsen av dette kan en tenke seg opplysninger som alene ikke nødvendigvis kvalifiserer som innsideinformasjon, men som likevel vil kunne nyttiggjøres fordi investoren kan forvente flere slike opplysninger og risikoen samlet sett vil kunne være veldig lav. I slike tilfeller kan det være riktig å vurdere informasjonsgrunnlaget samlet og ikke hver enkelt opplysning isolert.

Hvilke opplysninger som vil bestå «fornuftig investor-testen» må avgjøres på bakgrunn av all de ovennevnte momenter. Det vil kunne dreie seg om all type informasjon så lenge de øvrige vilkårene i § 3-2 i verdipapirhandelloven er oppfylt.

5.2.3 Særlig om Lafonta-saken og «fornuftig investor-testen»

Lafonta-saken dreier seg om hvorvidt det foreligger et retningskriterium for vilkåret "*presise opplysninger*". Likevel omhandler enkelte av EU-domstolen sine uttalelser klart sider ved «fornuftig investor-testen». EU-domstolen uttaler i note 34 at i likhet med artikkel 1 (1) i direktiv 2003/124 oppstiller ikke ordlyden i artikkel 1 (2) et krav om at informasjonen skal gjøre det mulig å avgjøre hvilken retning kursen vil ta dersom opplysningen blir kjent.¹²⁷ EU-domstolen forutsetter i same note at en fornuftig investor vil kunne ha nytte av opplysninger selv om de i relasjon til kurspåvirkningen ikke er retningsespesifikke:

«A particular item of information can be used by a reasonable investor as one of the grounds for his investment decision and, accordingly, satisfy the condition laid down in Article 1(2) of that directive, even though it does not make it possible to determine the movement in a given direction of the prices of the financial instruments concerned»

Videre i note 36 uttaler EU-domstolen at kompleksiteten i finansmarkedet i enkelte tilfeller gjør det vanskelig å vurdere med sikkerhet hvilken retning kursen vil ta som følge av ulike opplysninger. Det vil etter EU-domstolen sitt syn være uheldig dersom definisjonen av innsideinformasjon skulle avgrenses til kun retningsespesifikke opplysninger:

¹²⁶ Link: <http://www.investopedia.com/articles/markets/050614/introduction-dark-pools.asp> .

¹²⁷ Case C-628/13 Note 34.

«[...]In those circumstances — which can lead to widely differing assessments, depending on the investor — if it were accepted that information is to be regarded as precise only if it makes it possible to anticipate the direction of a change in the prices of the instruments concerned, it would follow that the holder of that information could use an uncertainty in that regard as a pretext for refraining from making certain information public and thus profit from that information to the detriment of the other actors on the market. »¹²⁸

Selv om uttalelsene i note 36 handler om vilkåret «*precise opplysninger*» har de helt klart også relevans for «fornuftig investor-testen». Uttalelsene forutsetter at en investor vil kunne ha nytte av enkelte opplysninger som ikke er retningsspesifikke i forhold til kursen og at det vil være uheldig dersom en investor skulle kunne avstå fra å offentliggjøre slik informasjon, kun fordi informasjonen ikke er retningsspesifikk.

Spørsmålet er hvorvidt disse uttalelsene skal forstås som et obiter dictum og hvis det er tilfelle hvilken betydning de kan tenkes å få for «fornuftig investor-testen».

EU-domstolen tok kun stilling til et eventuelt retningskriterium for vilkåret «*precise opplysninger*». Til tross for dette er det nærliggende å anta at EU-domstolen vil komme til at det heller ikke gjelder et retningskriterium for «fornuftig investor-testen», dersom tolkningsspørsmålet kommer opp i forbindelse med denne. Den naturlige språkforståelsen av art 1 (2) oppstiller ikke et krav om at en med rimelighet må kunne gjette hvilken retning kursen vil bevege seg som følge av opplysningen. Videre gir det liten mening å argumentere for at det ikke burde gjelde et slikt krav for vilkåret «*precise opplysninger*» fordi investorene ellers vil kunne oppnå en utilbørlig fordel, mens en samtidig oppstiller et retningskriterium for «fornuftig investor-testen». I et slikt tilfelle vil opplysningen likevel ikke være å anse som innsideinformasjon. På dette punkt kan nok uttalelsene til EU-domstolen forstås som et obiter dictum; det gjelder ikke et retningskriterium for «fornuftig investor-testen».

Ved spørsmålet om hvilke opplysninger som ikke er retningsspesifikke, men likevel sannsynligvis vil utgjøre en del av en fornuftig investor sitt beslutningsgrunnlag, er Lafonta-saken mer uklar. Det er uklart akkurat hvordan uttalelsene skal forstås i forhold til «fornuftig investor-testen». Forutsetter uttalelsene at en opplysning kun vil utgjøre en del av en fornuftig investor sitt beslutningsgrunnlag dersom opplysningene sannsynligvis vil kunne utløse gevinst eller hvis de kan benyttes i en klar strategi for å oppnå gevinst? Eller skal uttalelsene tolkes slik at enkelte opplysninger, selv om de ikke er retningsspesifikke, er av en slik art at de vil inngå i beslutningsgrunnlaget til den fornuftige investor uavhengig av hvorvidt de kan utnyttes i en klar «plan»?

¹²⁸Case C-628/13 Note 36.

Uttalelsene i note 34 bidrar ikke særlig til å besvare dette spørsmålet. Uttalelsene forutsetter kun at en opplysning som ikke er retningsspesifikk *kan* inngå i beslutningsgrunnlaget til en fornuftig investor. Det er uttalelsene i note 36 som er av interesse i denne sammenheng.

Det EU-domstolen virker å legge vekt på i sin avgjørelse er som nevnt at kompleksiteten til enkelte opplysninger er av en slik art at det ikke er nødvendig å kunne trekke en slutning om hvilken retning kursen vil bevege seg for at de skal kunne utgjøre en del av en investor sitt beslutningsgrunnlag.

Uttalelsene kan muligens forstås slik at det kan være sannsynlig at en fornuftig investor legger vekt på opplysningene selv om han ikke kan trekke en konklusjon om hvilken retning den vil bevege seg. Det uavhengig av hvorvidt opplysningen kan utnyttes i klare strategier for å oppnå økonomisk gevinst. Poenget er at også den tenkte objektive fornuftige investoren vil kunne tolke og vektlegge informasjon forskjellig.¹²⁹ Informasjon om at Microsoft vil kjøpe Apple vil uansett inngå i en investor sitt beslutningsgrunnlag uavhengig av om det er mulig å trekke en slutning om hvilken retning kursen mest sannsynlighet vil bevege seg og uavhengig av om det objektivt sett klart vil utløse en gevinst. Slik informasjon kan anføres å være så viktig at det er informasjon relevant for resten av markedet. Det kan derfor tenkes at aktører vil reagere dersom de ikke gis samme mulighet til å vurdere slik informasjon.

Tolker en uttalelsene slik vil definisjonen av vilkåret «*opplysningen må være egnet til å påvirke kursen merkbart*» i § 3-2 tredje ledd bli veldig omfattende. En slik tolkning av uttalelsene i note 36 forutsetter nok likevel at det må foretas en skjønnsmessig vurdering i hvert enkelt tilfelle. Er det informasjon som er viktig for utviklingen for kursen til de finansielle instrumentene kan det anføres at en investor vil legge vekt på opplysningen i sitt beslutningsgrunnlag selv om de ikke er retningsspesifikke. «[F]ornuftig investor-testen» kan imidlertid neppe forstås slik at all informasjon med kurspåvirkningspotensial *sannsynligvis* vil inngå i beslutningsgrunnlaget til den fornuftige investor. Ved en slik tolkning må det være noe særegent ved den ikke-retningsspesifikke opplysningen for at den skal kunne inngå i den fornuftige investor sitt beslutningsgrunnlag.

En slik forståelse utelater imidlertid en viktig del av uttalelsene i note 36. Uttalelsene virker å forutsette at en investor kan profitere på kjennskapen til slike opplysninger («*thus profit*»¹³⁰). Er det like stor sjanse for at kursen går opp eller ned dersom opplysningen blir kjent, vil en investor ikke nødvendigvis ha en fordel sammenlignet med de andre aktørene på markedet (i forhold til risiko). Dette kan være opplysninger der det ikke er mulig å rasjonelt gjette hvordan markedet vil reagere positivt eller

¹²⁹ Oliver Pegden, «predicting the direction of price movement and insider dealing», s 3

¹³⁰ Case C-628/13 note 36 .

negativt. Videre kan det tenkes opplysninger der innholdet er for ubestemt til å trekke en konklusjon om retningsendringen, som situasjonen var i eksempelet ovenfor om uttalelsen «markedet kommer til å reagere kraftig på grunn av årsregnskapet». Hvis en investor ikke vet om han skal selge eller kjøpe det aktuelle instrumentet vil han isolert sett handle på samme risiko som de andre aktørene på markedet.¹³¹ Da vil ikke disse opplysningene kunne gi investoren grunnlag for profitt slik note 36 muligens forutsetter.

En annen måte å tolke uttalelsene i Lafonta-saken er derfor at det fortsatt gjelder et tilsvarende strengt krav som forutsatt i NA24-dommen. Det trenger neppe fremstå som sannsynlig at opplysningen vil utløse gevinst i det konkrete tilfellet, men opplysningen må være av en slik art at det objektivt sett må fremstå som klart *hvorledes* en slik opplysning skal nyttiggjøres. Normalt sett må en opplysning derfor være retnings spesifikk. Det er likevel mulig å tenke seg situasjoner der det er klart hvordan en ikke-retnings spesifikk opplysning kan anvendes for å oppnå gevinst.

Enkelte strategier, som nevnt tidligere, er ikke avhengige av en bestemt retningsendring for å oppnå økonomisk gevinst. Det er trolig slike strategier generaladvokaten sikter til med begrepet «financial mechanisms».¹³² Det generaladvokaten har hatt i tankene er trolig såkalte «straddle» and «strangle» strategier. Strategiene er regnet som dyre å gjennomføre, men risikoen for store tap er til gjengjeld relativt lav. Kjentegnet ved begge strategiene er at det dreier seg om handel av derivater. Derivater er finansielle instrumenter der verdien og kursutviklingen bestemmes av andre underliggende finansielle instrumenter¹³³ I «straddle» and «strangle» strategier dreier det seg om handel med såkalte «put» and «call» opsjoner. Det kan skilles mellom kjøpsopsjoner(call) og salgsopsjoner(put). Ved en kjøpsopsjon vil investoren gis en mulighet til å kjøpe det underliggende verdipapiret til en på forhånd fastsatt pris på et på forhånd fastsatt tidspunkt. En salgsopsjon følger samme prinsipp, men her gis investoren mulighet til å selge det underliggende finansielle instrumentet. Disse strategiene går ut på å kjøpe like mange kjøpsopsjoner og salgsopsjoner med samme «forfallsdato». Dersom kursen på det underliggende enten går tilstrekkelig opp eller tilstrekkelig ned, vil investoren oppnå økonomisk gevinst.¹³⁴ Det kan for eksempel tenkes at prisen for det underliggende er 20 dollar når investoren kjøper tilsvarende mengde kjøpsopsjoner og salgsopsjoner den 1. oktober med «forfallsdato» 1. november. Prisen for en kjøpsopsjon er 2 dollar, mens prisen for en salgsopsjon er 1 dollar. Videre legges det til grunn at investoren kjøper en opsjon for kjøp og en opsjon for salg. Så lenge kursen beveger seg mer enn 3 dollar opp eller ned, vil investoren oppnå økonomisk avkastning. Hvis kursen

¹³¹ FCA med samme vurderinger I FCA v Hannam 2014 UKUT 0233 note 86.

¹³² Case C-628/13 : Opinions of advocate general Whatelet note 49.

¹³³ Lary Shover: Trading options in turbulent markets, Second edition, 2013 s. 7.

¹³⁴ Lary Shover, s. 188-189.

for eksempel beveger seg oppover med 6 dollar, vil investoren på grunn av kjøpsopsjonen kunne kjøpe aksjene som er verdt 26 dollar for 20 dollar. Han vil ikke benytte seg av salgsopsjonen. Da har han utgifter på 3 dollar i forbindelse med opsjonene. Samtidig har han en gevinst på aksjene på 6 dollar. Den økonomiske avkastningen vil i dette tilfelle bli 3 dollar.

«[S]traddle» og «strangle» strategier er altså ikke avhengig av kursen til det underliggende beveger seg en bestemt retning. Strategiene er avhengig av at det underliggende har stor nok volatilitet for at de skal gi avkastning. En opplysningen slik som i Lafonta-saken vil derfor være av stor betydning dersom det underliggende opplysningen omhandler inngår i et derivat og så lenge det må antas at kursen vil bli påvirket i stor nok grad.

Et spørsmålet som reiser seg er imidlertid hvorvidt det er tilstrekkelig i forhold til definisjonen av innsideinformasjon at det foreligger en strategi som gjør at investoren *kan* utnytte informasjonen. Vil det at investoren kan utnytte en strategi bety at den fornuftige investoren *sannsynligvis* vil benytte den som en del av sitt beslutningsgrunnlag? Spørsmålet får kanskje ikke så stor betydning for de som faktisk foretar handel med det finansielle instrumentet eller derivatet opplysningen gjelder. Dersom de ikke har investert i opsjoner vil de kunne imøtekomme en eventuell senere anklagelse om innsidehandel ved å påpeke at opplysningen ikke hadde relevans for deres beslutning, jfr. relevanskriteriet som synes oppstilt etter Spector-saken.¹³⁵ Definisjonen av innsideinformasjon er imidlertid et koblingsbegrep knyttet til flere ulike rettsregler. Etter offentliggjøringsplikten i § 5-2 må insidere ta stilling til hvorvidt opplysningen skal regnes som innsideinformasjon uten ugrunnet opphold, jfr. § 5-3. En vurdering av hvorvidt det dreier seg om innsideinformasjon må foretas selv om de ikke selv handler på grunn av informasjonen. Utsteder har kun plikt til å informere om innsideinformasjon som direkte angår utsteder, jfr. § 5-2 andre ledd. Informasjon som direkte angår utsteder vil ikke fra utsteder sitt synspunkt, isolert sett, kunne nyttiggjøres. Hvis den ikke kan nyttiggjøres kan den heller ikke anses som innsideinformasjon. Problemet oppstår dersom en tredjepart tilbyr opsjoner som kan brukes i for eksempel en «straddle». Opplysningen som for utsteder isolert sett ikke kunne nyttiggjøres vil nå kunne inngå i en strategi der opplysningen kan gi økonomisk gevinst. Spørsmålet blir hvorvidt utsteder må ta hensyn til hvorvidt en tredjeperson tilbyr opsjoner med utsteders finansielle instrument som underliggende i vurderingen av hvorvidt det foreligger innsideinformasjon. Hvis det er tilfelle må utsteder gjøre seg kjent med hvorvidt derivater tilbys på markedet der utsteders instrument inngår som underliggende, for avklare hvorvidt opplysningen er å regne som innsideinformasjon. Dette vil kunne bli ressurskrevende for utsteder.

¹³⁵ C-45/08.

I praksis vil dette kunne bli et problem. Forutsetter en at informasjonsplikten går så langt vil det kunne medføre at utstedere for å være på den sikre siden offentliggjør opplysninger markedet anser som irrelevante. Hvis informasjonsplikten derimot ikke går så langt, vil det bli vanskelig å ramme handel med derivatstrategier. Problemstillingen belyser en ulempe ved å ha en definisjon av innsideinformasjon som er lik uavhengig av hvilken regel det dreier seg om.

6 Mulige virkninger som følge av Lafonta-saken

I drøftelsen ovenfor tok jeg for meg hvorledes Lafonta-saken kan forstås. I dette avsnittet skal jeg forsøke å klargjøre hvilke virkninger Lafonta-saken muligens kan medføre. Innledningsvis er det viktig å bemerke at Lafonta-saken kan forstås på forskjellige måter. Drøftelsen blir derfor av en mer teoretisk karakter.

Lafonta-saken vil for det første kunne gjøre det lettere for myndighetene å ramme ulovlig håndtering av innsideinformasjon. Det kan argumenteres for at dersom det hadde vært oppstilt et retningskriterium for vilkåret «*presise opplysninger*» så ville det vanskelig kunne bevises at opplysningen utgjorde en del av insidieren sitt beslutningsgrunnlag. Enkelte transaksjoner er av en slik art at forskjellige investorer vil kunne vurdere kurspåvirkningseffekten forskjellig. Det ville vært lite heldig om en innsidehandler skulle kunne unngå straffesanksjoner ved å hevde at han ikke kunne vite hvilken retning kursen kom til å bevege seg. For myndighetene er det ikke lenger nødvendig å foreta en bevismessig vurdering av hvorvidt det for aktøren var mulig å forutse hvilken retning kursen kom til å ta dersom opplysningen ble offentliggjort. Det var også noe av grunnen til at EU-domstolen kom til et slik resultat.¹³⁶

På den andre siden risikerer en at investorer som ikke nødvendigvis har hatt fordel av opplysningen vil kunne straffes for innsidehandel.¹³⁷ Hvis Lafonta-saken forstås slik at en opplysning likevel kan anses som innsideinformasjon selv om det objektivt sett ikke er mulig å si med sannsynlighet hvordan en fornuftig investor vil anvende den, vil det være vanskelig for investoren å bevise at opplysningen ikke utgjorde en del av beslutningsgrunnlaget. Dette vil kunne stride med prinsippene som ble lagt til grunn i Spector-saken.

¹³⁶ Case C-628/13 note 36

¹³⁷ Oliver Pegden, s. 3.

Dersom en investor har foretatt handel samtidig som hun besitter innsideinformasjon er det presumert at hun har brukt informasjonen:

«[...] Finally, where such a market transaction is entered into while the author of that transaction is in possession of inside information, that information must, in principle, be deemed to have played a role in his decision-making. »¹³⁸

Videre I note 38:

«Once the constituent elements of insider dealing laid down in Article 2(1) of Directive 2003/6 are satisfied, it is thus possible to assume an intention on the part of the author of that transaction »¹³⁹

Hun skal likevel gis mulighet til å føre bevis for at den ikke utgjorde en del av beslutningsgrunnlaget:

«This Court considers that the principle of the presumption of innocence does not preclude the presumption in Article 2(1) of Directive 2003/6 that the intention of the author of insider dealing can be inferred implicitly from the constituent material elements of that infringement, provided that that presumption is open to rebuttal and the rights of the defence are guaranteed»¹⁴⁰

Problemet er at det kan bli vanskelig å føre bevis for at informasjonen i et slikt tilfelle ikke utgjorde en del av beslutningsgrunnlaget.¹⁴¹ Uttalelsene i note 36 synes å forutsette at investorer vil kunne vurdere betydningen av informasjon forskjellig. Som nevnt ovenfor må det foretas en objektiv tilnærming ved spørsmålet om en fornuftig investor vil anvende opplysningen. Det kan dermed bli vanskelig å komme med anførsler om at hun ikke vurderte opplysningen som betydningsfull. På den andre siden kan det anføres at domstolene lettere vil godta argumenter om at opplysningen ikke utgjorde en del av investeringsbeslutningen dersom den ikke er retnings spesifikk.

Videre vil Lafonta-saken kunne fremskynde tidspunktet for når en opplysningen må offentliggjøres etter § 5-2.¹⁴² Ved kun å stille krav til en mulig slutning om en mulig kurspåvirkende effekt vil en opplysning trolig utgjøre innsideinformasjon på et tidligere stadium. Hvilken retning kursen vil bevege seg vil for eksempel ikke nødvendigvis være mulig å avgjøre før begivenheten opplysningen omtaler inntreffer. Ved kun å stille krav til at det skal være mulig å trekke en slutning om en mulig

¹³⁸ C-45/08 note 36.

¹³⁹ C-45/08 note 38.

¹⁴⁰ C-45/08 note 44.

¹⁴¹ Oliver Pegden, s. 3.

¹⁴² Informasjonsskriv Simonsen Vogtviig:

Link: http://svw.no/contentassets/a2b76c3c0fa14270a7d73df0404ff878/ny-dom-fra-eu-domstolen_web.pdf.

kurspåvirkning vil opplysningen kunne utgjøre innsideinformasjon selv om det er uklart hvilken retning kursen vil bevege seg dersom begivenheten inntreffer.

7. Vilkåret om at opplysningen ikke må være «*allment kjent eller offentlig tilgjengelig på markedet*»

7.1 Innledende bemerkninger og videre fremstilling

Det siste vilkåret som må være oppfylt for at en opplysning skal kunne anses som innsideinformasjon er at opplysningen ikke er «*allment kjent eller offentlig tilgjengelig på markedet*», jfr. § 3-1 i verdipapirhandelloven.

Vilkåret er ment å implementere vilkåret i MAD art.1 no.1 om at det må dreie seg om en opplysning «*which has not been made public*». I utgangspunktet kan det se ut som at regelen slik den følger av MAD krever en aktiv handling fra selskapet for at en opplysning skal anses som offentliggjort. Det er imidlertid klart at det ikke kreves en aktiv handling.¹⁴³ I direktivets fortale følger det at:

*«Research and estimates developed from **publicly available** data should not be regarded as inside information»¹⁴⁴*

Dersom opplysningene er offentlig tilgjengelig på markedet vil det altså ikke dreie seg om innsideinformasjon selv om de ikke har blitt offentliggjort. Bakgrunnen for et vilkår om at opplysningen ikke må være «*allment kjent eller offentlig tilgjengelig på markedet*» for å anses som innsideinformasjon er åpenbar. Etter den såkalte «Efficient Capital Market Hypothesis» vil som nevnt verdipapirkursen i et effektivt marked reflektere all tilgjengelig informasjon og gi et riktig uttrykk for verdipapirets reelle verdi¹⁴⁵. Dersom opplysningen er offentlig tilgjengelig eller allment kjent på markedet vil ikke opplysningen lenger kunne sies å påvirke kursen. Opplysningene er allerede med i «beregningen». Det kan tenkes situasjoner der enkelte av aktørene på markedet ikke har kjennskap til

¹⁴³ Johan Svedberg, s 158

¹⁴⁴ 2003/6/EF: Direktivets fortale (min utheving).

¹⁴⁵ Rune Sæbø, s. 29.

opplysningene. Det er imidlertid ikke avgjørende. Lovens intensjon er ikke å fremme absolutt informasjonslikhet.¹⁴⁶ Det er *muligheten* til å skaffe seg informasjonen som skal vernes.

Nedenfor vil jeg ta for meg om begrepene «offentlig tilgjengelig» og «allment kjent» på markedet før jeg går nærmere inn på vurderingen av hvorvidt vilkåret er oppfylt.

7.2 Nærmere om begrepene «offentlig tilgjengelig» og «allment kjent»

Begrepet «*offentlig tilgjengelig*» og begrepet «*allment kjent på markedet*» gir uttrykk for to forskjellige vurderinger av hva som kan sies å være tilgjengelig informasjon på markedet.¹⁴⁷ En opplysning vil være «*offentlig tilgjengelig*» på markedet dersom aktørene kan gjøre seg kjent med den.¹⁴⁸ «*[A]llment kjent*» derimot vil en opplysning være dersom innholdet av opplysningene er kjent for en stor del av markedsaktørene.

Der en opplysning er offentlig tilgjengelig på markedet vil den som regel også være allment kjent. Det vil likevel kunne være tilfeller det opplysningen er tilgjengelig for aktørene på markedet, men de er likevel ikke kjent med den. Aktørene må bare ha en mulighet til å gjøre seg kjent med opplysningen, det er ikke dermed sagt at de faktisk gjør seg kjent med den. Det kan for eksempel tenkes at måten opplysningen er tilgjengelig på gjør at en stor del av aktørene ikke får gjort seg kjent med den. Et eksempel kan være at opplysningen er gjort tilgjengelig på et annet språk enn det en del av aktørene på markedet behersker.¹⁴⁹ Den vil likevel anses som offentlig tilgjengelig.

Tilfeller der opplysningen er «*allment kjent*», men ikke «*offentlig tilgjengelig*» kan for eksempel være der informasjonslekkasjer har ført til at en tilstrekkelig stor del av aktørene på markedet er kjent med opplysningen til tross for at det ikke nødvendigvis er mulig å søke den opp.

7.3 Vurderingen av hvorvidt opplysningen er «*allment kjent eller offentlig tilgjengelig på markedet*»

Innledningsvis er det viktig å bemerke at det i juridisk teori er enighet om at en må ta utgangspunkt i ståstedet til en profesjonell aktør. Profesjonelle aktører vil gjerne være bedre rustet til å analysere og

¹⁴⁶ Bjørn G. Reed: «Straffbar innsidehandel», 1996 s.131.

¹⁴⁷ Johan Svedberg, s. 159.

¹⁴⁸ Johan Svedberg, s. 159.

¹⁴⁹ Knut Berge, s. 286

til å fremskaffe relevant informasjon. Det vil kunne hindre konkurransen og dermed effektiviteten dersom vurderingen skulle ta utgangspunkt i den alminnelige investor sitt ståsted.¹⁵⁰ Avgjørende for vurderingen vil være hvorvidt en profesjonell aktør har mulighet til å fremskaffe informasjonen.¹⁵¹

Det er som nevnt ikke et krav om at informasjonen er gjort tilgjengelig for markedet av selskapet selv. Det er nok dersom en profesjonell aktør, etter en objektiv vurdering, hadde mulighet til å fremskaffe informasjonen. Hvis en aktør har fått informasjonen gjennom andre kanaler enn selskapets vil det fortsatt være innsideinformasjon dersom det objektivt sett ikke var mulig for en profesjonell aktør å fremskaffe samme informasjon.

Det normale er imidlertid at selskapet selv offentliggjør informasjonen. Som oftest skjer dette gjennom selskapets melding.¹⁵² Offentliggjøring kan også skje gjennom andre medier. Det er nok dersom det har skjedd en videreformidling som for markedet er generell og relevant.¹⁵³ Hvilke kanaler som er tilstrekkelige må avgjøres etter en konkret vurdering i hvert enkelt tilfelle.¹⁵⁴ Det kan for eksempel være offentliggjøring gjennom avis, radio, tv eller internett. Det avgjørende er hvorvidt opplysningene senere lar seg søke opp av en profesjonell aktør. En formidling gjennom en «instant» chatteside vil ikke medføre at opplysningen er offentliggjort. Det er ikke mulig å søke opp opplysningene etter at de har blitt meddelt. Er opplysningen formidlet gjennom relevante finansportaler må opplysningen anses som offentliggjort og derfor «*offentlig tilgjengelig*» for markedet.

Ved selve vurderingen av hvorvidt en opplysning er «*allment kjent*» på markedet vil en ikke foreta en konkret vurdering av hvilke typer medier som er brukt. Det avgjørende er hvorvidt en tilstrekkelig stor del av aktørene på markedet kan sies å være kjent med opplysningene. Derimot vil for eksempel opplysninger hyppig spred over sosiale medier kunne tale for at opplysningen er «*allment kjent*».¹⁵⁵ Det dreier seg altså i et slikt tilfelle om en bevisvurdering.

En opplysning vil anses som «*offentlig tilgjengelig*» for markedet på offentliggjøringstidspunktet. Aktører med innsideinformasjon kan derfor kunne handle på informasjonen umiddelbart og dermed før markedet rekker å reagere. Dette er i teorien antatt ikke å være innsidehandel, men det kan dreie seg om en urimelig forretningsmetode etter § 3-9 i verdipapirhandelloven.¹⁵⁶

¹⁵⁰ Johan Svedberg, s.159 med henvisning til Lau Hansen: Værdipapirloven med kommentarer 2005 s. 327.

¹⁵¹ Johan Svedberg, s. 160.

¹⁵² Knut Bergo, s.285.

¹⁵³ Bjørn G. Reed, s.132.

¹⁵⁴ Bjørn G. Reed, s.133.

¹⁵⁵ La-2006-42810.

¹⁵⁶ Knut Bergo, s.287.

8 Avsluttende kommentarer

Hovedfokuset til avhandlingen har vært å klargjøre de mer uavklarte sidene ved definisjonen av innsideinformasjon. Dette gjelder særlig i forhold til vilkåret «*presise opplysninger*» og vilkåret om at «*opplysningen må være egnet til å påvirke kursen merkbart*». Avhandlingen viser at definisjonen av innsideinformasjon kan være vanskelig å anvende i praksis. Ved de mer uavklarte tolknings spørsmålene har jeg argumentert for hvorledes vilkårene bør forstås. Jeg har likevel unngått å trekke klare konklusjoner da det ikke er usannsynlig at EU-domstolen vektlegger andre forhold dersom de får forelagt tolknings spørsmålene på et senere tidspunkt.

Det er også viktig å bemerke at den teknologiske utviklingen av verdipapirmarkedet vil kunne medføre at EU-domstolen vektlegger andre hensyn enn de som er tatt opp i denne avhandling eller at det kan bli nødvendig med endringer i definisjonen. I boken «*flash boys*» av Michael Lewis avdekker Lewis enkelte betenkelige sider ved programhandel. Jeg har i avhandlingen kort nevnt at programhandel kan muliggjøre systematisk utveksling av innsideinformasjon. Det er ikke sikkert at praksisene Michael Lewis avdekker i sin bok vil bli betraktet som innsideinformasjon, men boken viser at systematisk utveksling av informasjon, som ikke er offentlig tilgjengelig for markedet, i høyeste grad er et reelt problem.

En annen side som ikke konkret dreier seg om selve definisjonen av innsideinformasjon, er at programhandel og «*mørke markeder*» også gjør det mulig å skjule handel basert på innsideinformasjon. I senere tid har det vært saker i USA der investorer er mistenkt for å ha skjult innsidehandel gjennom programhandel og «*mørke markeder*».¹⁵⁷ Den teknologiske utviklingen har altså medført at det har blitt lettere å få tilgang til informasjon som ikke er tilgjengelig for de andre aktørene på markedet. Videre har det også blitt lettere å anvende slik informasjon uten at noen fatter mistanke. Det er derfor ikke usannsynlig at saker vedrørende innsidehandel vil komme opp for domstolene hyppigere enn tidligere. Dette kan øke behovet for en klar definisjon av innsideinformasjon.

¹⁵⁷ Link: <http://www.thestreet.com/story/11773012/1/sacs-alleged-insider-trade-hid-in-dark-pools.html>

9 Litteraturliste

Bøker:

- Bergo, Knut, *Børs- og verdipapirrett*, 4 utgave. Oslo, 2014
- Hansen, Lau, *Værdipapirloven med kommentarer*. Bind 2, 2.utgave, 2005
- Lewis, Michael, *Flash boys*, 2014
- Reed, Bjørn Gabriel, *Straffbar innsidehandel*, Oslo, 1996
- Sejersted, Fredrik ... [et al.], *EØS-rett*, 3.utgave. Oslo, 2011
- Shover, Lary, *Trading options in turbulent markets*, Second edition, 2013
- Sæbø, Rune, *Innsidehandel med verdipapir*, Bergen, 1995

Artikler

- Berg, Fredrik, «Kravene til presis informasjon og krav til sannsynlighet» *Tidsskrift for forretningsjuss-2*, 2014 s. 42-57
- Erdal, Trine, «Kurspåvirkningsvilkåret og fornuftig investortesten», *Tidsskrift for forretningsjuss-2*, 2012 s. 85-116
- Graver, Hans Petter, «Domstolene og EØS» *Lov og Rett 10/2005* s. 577
- Gravis, Gaute S, «Implementeringen av EUs markedsdirektiv», *Tidsskrift for foretningsjuss-1*, 2005 s. 97-116.
- Pegden, Oliver, «predicting the direction of price movement and insider dealing», *Butterwords Journal of International Banking and Financial Law*, May 2015 s.1-3
- Svedberg, Johan, «Begrepet Innsideinformasjon», *Tidsskrift for forretningsjuss-2*, 2007 s. 117-162

10 Øvrige kilder

Lovregister

Lov om verdipapirhandel 29. juni. 2007 nr. 75

Lov om regulerte markeder 29. juni. 2007 nr. 74 (børsloven)

Lov om verdipapirhandel 19. juni. 1997 nr. 79 (opphevet)

Lov om verdipapirhandel 14. juni. 1985 nr. 61 (opphevet)

Forarbeider

NOU: 1996: 2 (*Verdipapirhandel*)

Ot.prp. Nr. 12 (2004-2005) (*Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføringen av markedsmisbruksdirektivet m.v)*)

EU-direktiver og øvrig EU/EØS-rett

Direktiv 2003/6/EF (MAD)

Direktiv 2014/57/EU (CMAD)

Kommisjonsdirektiv 2003/124/EF

Kommisjonsdirektiv 2003/125/EF

Kommisjonsdirektiv 2004/124/EF

REGULATION (EU) No 596/2014 (MAR)

EØS-avtalen (*avtale om det europeiske samarbeidsområdet*)

ODA-avtalen (*avtale mellom EFTA-landene om opprettelse av ESA og EFTA-domstolen*)

Rådgivende uttalelser til direktivene

Rettspraksis avsagt av norske domstoler

Rt.2000 s.1811 (Finanger-dommen)

Rt.2012 s.629 (NA24-dommen)

RG 2004 s.676 (Nagel Erichsen-dommen)

RG 2013 s.1426 (Bionor-dommen)

La-2006-42810

TOSLO-2014-40539 (Intex-dommen)

Rettspraksis avsagt av EU

C-45/08, avsagt 23. Desember 2009, *Spector Photo Group Nv mfl v CBFA* (Spectro-saken)

C-19/11, avsagt 28. Juni 2012, *Markus Gelll v Daimler AG* (Daimler-saken)

Case C-628/13, avsagt 11. Mars 2015, *Jean-Bernard Lafonta v AMF* (Lafonta-saken)

Generaladvokatens vurderinger til dommene

Case C-19/11: Opinion of Advocate General Mengozzi

Case C-628/13: Opinion of advocate general Whatelet

Forvaltningspraksis

Børsklagenemden sak:1/2013 (Intex-saken)

FCA v Hannam 2014 UKUT 0233 (Ian Hannam-saken)

Digitale kilder:

Om Børsklagenemden

(sist sjekket 09.12.2015)

<http://www.nsd.uib.no/polsys/data/forvaltning/utvalg/16064000>

Etterforskning av hvorvidt finansielle tjenester i USA medfører innsidehandel, Wall Street journal

(sist sjekket 09.12.2015)

<http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702304886904579473874181722310>

«flash orders»

(Sist sjekket 09.12.2015)

<http://www.investopedia.com/terms/f/flash-trading.asp> .

«mørke markeder»

(Sist sjekket 09.12.2015)

<http://www.investopedia.com/articles/markets/050614/introduction-dark-pools.asp>

Anvendelsen av «mørke markeder» og programhandel for å skjule innsidehandel

(Sist sjekket 09.12.2015)

<http://www.thestreet.com/story/11773012/1/sacs-alleged-insider-trade-hid-in-dark-pools.html>

Informasjonsskriv av Simonsen Vogtwiig

(Sist sjekket 09.12.2015)

http://svw.no/contentassets/a2b76c3c0fa14270a7d73df0404ff878/ny-dom-fra-eudomstolen_web.pdf

Oxford Online Dictionary

(Sist sjekket 09.12.2015)

<http://www.oxforddictionaries.com/>