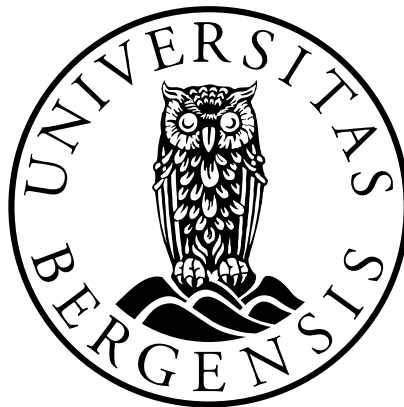


# Forbudet mot misbruk av innsideinformasjon i vphl. §§ 3-3 jf. 17-3

*En analyse av kravet til «presise opplysninger» i  
vphl. § 3-2 første ledd jf. annet ledd*

Kandidatnummer: 163

Antall ord: 14 955



JUS399 Masteroppgave  
Det juridiske fakultet

UNIVERSITETET I BERGEN

01.06.2017

# Innholdsfortegnelse

1	Innledning.....	3
1.1	Overordnet om innsidehandel og presentasjon av problemstilling.....	3
1.2	Temaets aktualitet.....	4
1.3	Presisering, avgrensning og veien videre.....	5
2	Kort om rettskildebildet og enkelte særlige metodiske spørsmål.....	7
2.1	Lovtekst.....	7
2.2	Norsk retts- og forvaltningspraksis.....	7
2.3	EU- og EØS rett.....	8
2.3.1	EU-rettsakter.....	8
2.3.2	Rettspraksis fra EU-domstolen.....	10
2.3.3	Andre EU-rettslige kilder.....	11
3	Legislative hensyn.....	12
3.1	Overordnet om hensyn.....	12
3.2	Hensynet til verdipapirmarkedets samfunnsøkonomiske funksjon og aktørenes tillit til markedet.....	12
3.3	Andre legislative hensyn.....	16
4	Kort om kurspåvirkningsvilkåret.....	17
5	«Presise opplysninger».....	19
5.1	Overordnet om kriteriet.....	19
5.2	Eksistenskriteriet.....	20
5.2.1	Introduksjon.....	20
5.2.2	«Indikerer» at det foreligger «omstendigheter eller begivenheter».....	21
5.2.3	Omstendigheter eller begivenheter som «har inntruffet».....	22
5.2.3.1	Overordnet om kriteriet.....	22
5.2.3.2	Endelige omstendigheter eller begivenheter.....	22
5.2.3.3	Mellomliggende omstendigheter eller begivenheter.....	23
5.2.4	Omstendigheter eller begivenheter som «med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe».....	24
5.2.4.1	Overordnet om kriteriet og den videre problemstillingen.....	24
5.2.4.2	Relativt eller absolutt sannsynlighetskrav?.....	24
5.2.4.3	Nærmere om sannsynlighetsterskelen.....	25
5.2.4.4	Norsk retts- og forvaltningspraksis etter Daimler-saken.....	29
5.2.4.5	De lege ferenda – var det riktig av EU-domstolen å avvise «probability-magnitude-testen»?.....	35
5.2.4.6	Noen bemerkninger om sannsynlighetsvurderingens praktiske betydning... ..	38
5.3	Spesifikasjonskriteriet.....	40
5.3.1	Introduksjon.....	40

5.3.2	Hvem skal «trekke en slutning om den mulige påvirkningen»? .....	40
5.3.3	Hva må være tilstrekkelig spesifikt? .....	41
5.3.4	Nærmere om vurderingen av om opplysningene er «tilstrekkelig spesifikke».....	44
5.3.4.1	Overordnet om vurderingens karakter og vurderingstema .....	44
5.3.4.2	Momenter i vurderingen av spesifikasjonskriteriet .....	45
5.3.4.3	Særlig om «retningskravet» og Lafonta-saken .....	48
5.3.5	Kort om forholdet mellom spesifikasjonskriteriet og kurspåvirkningsvilkåret ....	49
Kilder	.....	52

# 1 Innledning

## 1.1 Overordnet om innsidehandel og presentasjon av problemstilling

Avhandlingens tema er kravet til «presise opplysninger» i lov om verdipapir 29. juni 2007 nr. 75<sup>1</sup> § 3-2 første ledd jf. annet ledd.

Kriteriet er et av vilkårene i det straffesanksjonerte forbudet mot misbruk av innsideinformasjon ved handel med finansielle instrumenter, som er nedfelt i lovens §§ 3-3 jf. 17-3. Det følger av vphl. § 3-3 at

*«(1) Tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter eller tilskyndelse til slike disposisjoner må ikke direkte eller indirekte foretas for egen eller fremmed regning av noen som har innsideinformasjon».*

Forsettlig og uaktsomme overtredelser kan straffes med bot og fengsel inntil seks år jf. § 17-3 første ledd.

Uttrykket «innsideinformasjon» er gitt en legaldefinisjon i § 3-2, som omfatter kravet til «presise opplysninger». Det følger av bestemmelsens første, andre og tredje ledd at

*«(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 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 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*

---

<sup>1</sup> Heretter verdipapirhandelloven eller vphl.

*(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».*

Avhandlingen vil i det følgende se nærmere på kravet til «presise opplysninger». Den overordnede problemstillingen som søkes besvart er hva som utgjør «presise opplysninger» etter vphl. § 3-2 første ledd jf. annet ledd, og hvilken betydning kriteriet har for grensene for straffansvaret etter vphl. §§ 3-3 jf. 17-3.

## 1.2 Temaets aktualitet

Forbudet mot misbruk av innsideinformasjon er aktuelt av flere grunner. For det første har antallet saker for domstolene om innsidehandel økt det siste tiåret. Mens det før 2006 kun er avsagt én begrunnet avgjørelse i Høyesterett som berører forbudet mot innsidehandel,<sup>2</sup> er det siden den gang avsagt ti slike avgjørelser. Flere saker for domstolene øker også behovet for kunnskap om innsidehandel i det praktiske rettsliv.

For det andre er det også på lovgivningsfronten skjedd en utvikling de senere årene.

Innsidehandelreguleringen påvirkes vesentlig av EU- og EØS-retten, og i 2014 ble det vedtatt en fullstendig revidering av EUs markedsmisbruksregelverk.<sup>3</sup> I tillegg har EU-domstolen de siste årene avsagt flere avgjørelser av betydning for tolkningen den EU-rettslige definisjonen av innsideinformasjon.<sup>4</sup> Det EU-rettslige rettskildet bildet har dermed endret seg mye på få år. Det har potensielt stor betydning for tolkningen av verdipapirhandelloven § 3-2.

Innsidehandel er dermed både praktisk viktig og rettskildemessig interessant. Det gjør tematikken attraktiv å fordype seg i.

---

<sup>2</sup> Rt. 1995 s. 1447

<sup>3</sup> Se pkt. 2.3.1

<sup>4</sup> Se pkt. 2.3.2

## 1.3 Presisering, avgrensning og veien videre

Som nevnt i pkt. 1.1 er avhandlingens hovedproblemstilling hva som er det nærmere innholdet i kravet til «presise opplysninger», samt dette vilkårets betydning for straffansvaret etter §§ 3-3 jf. 17-3 de lege lata.

Vphl. § 3-1 første ledd angir at transaksjonsforbudet i § 3-3 gjelder for «finansielle instrumenter» som «er eller søkes notert på norsk regulert marked». I tillegg følger enkelte presiseringer i andre til fjerde ledd. Med «finansielle instrumenter» menes omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsandeler, pengemarkedsinstrumenter og derivater jf. vphl. § 2-2 første ledd nr. 1-4. De mest praktiske finansielle instrumentene er aksjer og obligasjoner, og det er handelen med disse avhandlingen primært retter seg mot.

Videre er legaldefinisjonen i § 3-2 sentral i relasjon til en rekke av verdipapirhandellovens bestemmelser. Særlig praktisk er § 5-2 som pålegger utstedere å offentliggjøre «innsideinformasjon som direkte angår utsteder». I tillegg kommer andre adferdsregulerende bestemmelser i lovens kapittel 3. Legaldefinisjonen skal tolkes likt i relasjon til alle disse bestemmelsene, til tross for at de til dels skal ivareta noe forskjellige hensyn.<sup>5</sup> Innholdet i definisjonen må dermed også forstås i lys av andre relevante regelsett. Til tross for at det er innsidehandelforbudet som har vært motiverende for valg av tema og problemstilling til denne avhandlingen, vil også disse reglene trekkes inn der det er nødvendig for analysen av kravet til «presise opplysninger».<sup>6</sup>

I tillegg til denne fremstillingen av gjeldende rett vil avhandlingen ta for seg to tilleggsmomenter.

For det første vil det utover det som er nødvendig for å fremstille gjeldende rett, knyttes kommentarer til norsk underretts- og børspraksis.<sup>7</sup> Begrunnelsen for dette er at denne praksisen i mangel av avgjørelser fra Høyesterett, er egnet til å illustrere hvordan de EØS-relevante rettsaktene, samt nye avgjørelser fra EU-domstolen er tolket i norsk rett.<sup>8</sup>

---

<sup>5</sup> Se pkt. 5.2.4.3.

<sup>6</sup> Se pkt. 5.2.4.3 og 5.2.4.6.

<sup>7</sup> Se omtale av den rettskildemessige betydningen av underrettspraksis og forvaltningspraksis i pkt. 2.2

<sup>8</sup> Se pkt. 2.3

Avhandlingen tar sikte på å avklare i hvilken grad norsk retts- og forvaltningspraksis virkelig er i tråd med gjeldende rett når det gjelder tolkningen av «presise opplysninger».<sup>9</sup>

For det andre vil det enkelte steder også problematiseres hvorvidt vilkårets innhold de lege lata også er en god regel de lege ferenda.<sup>10</sup>

Når det gjelder de øvrige vilkårene i definisjonen av innsideinformasjon, avgrenser avhandlingen i utgangspunktet mot behandling av disse. Det gjelder også den særskilte definisjonen for varederivater § 3-2 fjerde ledd. Vilket om at opplysningene må være «egnet til å påvirke kursen (...) merkbart» i første ledd jf. tredje ledd har imidlertid betydning for hvordan kravet til «presise opplysninger» skal forstås.<sup>11</sup> Avhandlingen vil derfor gi en kort redegjørelse for dette vilkåret.

Andre sider ved innsidehandelforbudet, herunder øvrige vilkår i gjerningsbeskrivelsen, subjektiv skyld og straffutmålingspraksis vil derimot ikke behandles.

I det følgende vil det i pkt. 2 knyttes noen kommentarer til rettskildebildet, og de særlige metodiske spørsmål som avhandlingens problemstilling aktualiserer. Videre vil det i pkt. 3 foretas en gjennomgang av de sentrale legislative hensyn bak reguleringen av innsidehandel. I pkt. 4 gis det en kortere fremstilling av kurspåvirkningsvilkåret, før selve analysen av kravet til «presise opplysninger» følger i pkt. 5. Her vil kravets to delvilkår behandles separat under henholdsvis pkt. 5.2. og 5.3.

---

<sup>9</sup> Se pkt. 5.2.4.4.

<sup>10</sup> Se særlig pkt. 5.2.4.5

<sup>11</sup> Heretter kurspåvirkningsvilkåret

## 2 Kort om rettskildebildet og enkelte særlige metodiske spørsmål

### 2.1 Lovtekst

Som nevnt i pkt. 1.1 er «innsideinformasjon» definert i lov jf. vphl. § 3-2. Fastleggingen av vilkårets innhold må derfor naturlig nok ta utgangspunkt i lovens ordlyd. Videre utgjør lovreguleringen i vphl. §§ 3-3 jf. 3-2 jf. 17-3 et straffebud. Legalitetsprinsippet gjør seg dermed gjeldende som tolkningsprinsipp. Det er med det klart at en utvidende tolkning av bestemmelsene i vphl. §§ 3-3 jf. 3-2 er utelukket.<sup>12</sup>

### 2.2 Norsk retts- og forvaltningspraksis

Som nevnt i pkt. 1.2 har antallet saker om innsidehandel for Høyesterett økt kraftig det siste tiåret. Når det gjelder kravet til «presise opplysninger», er det avgjørelsene inntatt i Rt. 2012 s. 629 (NA24), Rt. 2013 s. 874 (Pareto-megler) og Rt. 2014 s. 452 (Eltek) som er interessante. Avhandlingen vil derfor komme inn på disse i det følgende.

Som nevnt i pkt. 1.3 vil avhandlingen også ta for seg nyere underretts- og børspraksis.<sup>13</sup> Underrettspraksis har ingen prejudikatsverdi og svært liten rettskildemessig vekt. Gjennomgangen av disse avgjørelsene skal derfor kun illustrere hvordan «presise opplysninger» er tolket i praksis, ikke gi bidrag til utleggingen av gjeldende rett.

Når det gjelder børspraksis er ikke børser og regulerte markeder å anse som forvaltningsorganer etter forvaltningsloven.<sup>14</sup> Likevel skal enkelte av beslutningene som børsen treffer anses som forvaltningsvedtak jf. børsloven § 40.<sup>15</sup> Børsens vedtak i disse sakene treffes av børsstyret i første instans, med Børsklagenemnda som klageinstans jf. børsloven § 41. Heller ikke disse avgjørelsene har noen prejudikatsverdi. De har derfor i utgangspunktet liten rettskildemessig vekt, på lik linje med underrettspraksis.

---

<sup>12</sup> Jf. Frøberg (2015), s. 50-51

<sup>13</sup> Se pkt. 5.2.4.4

<sup>14</sup> Lov 10. februar 1967 om behandlingsmåten i forvaltningssaker. Forholdet mellom forvaltningsloven og de beslutningene børsen treffer er gitt en nærmere drøftelse i Ot.prp.nr. 73 (1999-2000) s. 81-87.

<sup>15</sup> Lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder



Børsklagenemnda er imidlertid et ekspertorgan med høy fagkompetanse.<sup>16</sup> Kvaliteten på argumentasjonen er derfor presumptivt svært god, hvilket kan gi avgjørelsene en viss vekt i det konkrete tilfellet.<sup>17</sup>

## 2.3 EU- og EØS-rett

### 2.3.1 EU-rettsakter

Verdipapirhandelloven gjennomfører EUs direktiv 2003/6/EF, (Markedsmisbruksdirektivet (MAD))<sup>18</sup> med tilhørende kommisjonsdirektiv i norsk rett.<sup>19</sup> Hovedformålet med direktivet er å sikre integriteten til verdipapirmarkedene i EU og EØS-områdene, herunder sørge for investorenes tillit til disse markedene.<sup>20</sup>

Direktivet gjelder imidlertid ikke direkte for norske rettssubjekter. Norsk rett bygger på prinsippet om dualisme, som innebærer at våre folkerettslige forpliktelser formelt må gjennomføres i norsk rett for å bli gjeldende rett.<sup>21</sup> Videre følger det av presumsjonsprinsippet at man ved tolkningen av norsk rett skal anta at lovgiver har ønsket å oppfylle våre EØS-rettslige forpliktelser.<sup>22</sup> Dette gjelder utvilsomt også forholdet mellom verdipapirhandelloven og MAD.<sup>23</sup>

MAD er antatt å være et fullharmoniseringsdirektiv når det gjelder dets sentrale definisjoner og handlingsnormer.<sup>24</sup> Med fullharmoniseringsdirektiv menes at de tilsluttede statene plikter å gjennomføre direktivets reguleringer fullt ut, med sikte på å oppnå fullstendig harmonisering av rettstilstanden.<sup>25</sup> Definisjonen av innsideinformasjon utgjør utvilsomt en slik sentral definisjon. Norge plikter dermed i henhold til EØS-avtalen å sikre at begrepet

---

<sup>16</sup> Sml. TOSLO-2014-108244, (s. 26).

<sup>17</sup> Se til illustrasjon LB-2016-19016 hvor lagmannsretten vektlegger Børsklagenemndas syn, (s. 17), samt Bergo (2014) s. 101.

<sup>18</sup> Jf. Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 5 flg.

<sup>19</sup> Herunder særlig kommisjonsdirektiv 2003/124/EC, heretter omtalt som første kommisjonsdirektiv

<sup>20</sup> Jf. Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 9

<sup>21</sup> Se Nygaard (2004), s. 53

<sup>22</sup> Jf. samme sted

<sup>23</sup> Jf. Bergo (2014), s. 18

<sup>24</sup> Jf. Kredittilsynets høringsnotat av 01.03.2004 pkt. 1.2. Hvorvidt direktivet virkelig er et fullharmoniseringsdirektiv synes imidlertid ikke endelig avklart. EU-domstolen ble forelagt spørsmålet i Spector-saken (Sak C-45/08), men fant det ikke nødvendig å ta stilling til det jf. avsnitt 63.

<sup>25</sup> Jf. Fredriksen og Mathisen (2014), s. 24.

innsideinformasjon i verdipapirhandelloven fullt ut er i samsvar med definisjonen i MAD. Markedsmisbruksdirektivet med tilhørende rettsakter er derfor viktige tolkningsfaktorer ved anvendelsen av verdipapirhandellovens bestemmelser.

Definisjonen av innsideinformasjon er inntatt i direktivets artikkel 1 nr. 1. Den lyder som følger:

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

Hva som menes med at informasjonen må være «of a precise nature» presiseres i første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1. Det følger av bestemmelsen at kriteriet er oppfylt dersom informasjonen

*«1. (...) indicates a set of circumstances which exists or may reasonably be expected to come into existence, or an event which has occurred or may reasonably be expected to occur, where it is 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 the financial instruments (...).»*

I 2014 vedtok imidlertid EU et nytt markedsmisbruksregelverk, bestående av en forordning (Market Abuse Regulation (MAR)) og et direktiv om strafferettslige sanksjoner ved overtredelse av reglene om markedsmisbruk.<sup>26</sup> MAR art. 7 viderefører MADs definisjon av innsideinformasjon uten realitetsendringer, men presiserer rettstilstanden på enkelte punkter. En slik presisering er inntatt i art. 7 nr. 3, hvor det heter at:

*«3. An intermediate step in a protracted process shall be deemed to be inside information if, by itself, it satisfies the criteria of inside information as referred to in this Article.»*

---

<sup>26</sup> Regulation 596/2014 og Directive 2014/57/EU.

MAR trådte i kraft i EU-landene i juni 2016. Arbeidet med å gjennomføre forordningen i Norge gjennom EØS-avtalen er imidlertid ikke ferdigstilt.<sup>27</sup>

Denne avhandlingen knytter seg primært til gjeldende rett. Det vil derfor tas utgangspunkt i MAD art. 1 og første kommisjonsdirektiv når EU-retten behandles. Ettersom MAR på enkelte punkter presiserer det som allerede er gjeldende rett, vil imidlertid forordningens ordlyd og fortale kunne gi viktige tolkningsbidrag ved fastleggelsen av gjeldende rett etter MAD. På bakgrunn av dette, samt at implementeringen av MAR i norsk rett er nært forestående, vil også forordningen trekkes inn i avhandlingen der den er relevant for behandlingen av kravet til «presise opplysninger» i vphl. § 3-2.

### 2.3.2 Rettspraksis fra EU-domstolen

To nyere avgjørelser fra EU-domstolen har særlig relevans for avhandlingens problemstilling – Daimler-saken og Lafonta-saken.<sup>28</sup>

Daimler-saken gjaldt spørsmålet om opplysninger om en administrerende direktørs mulige fratreden utgjorde innsideinformasjon. EU-domstolen ble i den forbindelse bedt om å komme med en rådgivende uttalelse vedrørende to tolkningsspørsmål. Det første spørsmålet var om det som omtales som et «intermediate step» i en prosess i seg selv kan utgjøre innsideinformasjon.<sup>29</sup> Det andre spørsmålet var hvorvidt sannsynlighetstærskelen som kriteriet «may reasonably be expected to occur» i første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1 gir anvisning på skal være relativ til opplysningenes kurspåvirkningspotensial. Avgjørelsen er av avgjørende betydning for tolkningen av den delen av kravet til «presise opplysninger» som omtales som eksistenskriteriet.<sup>30</sup>

I Lafonta-saken var spørsmålet som ble forelagt EU-domstolen hvorvidt kriteriet «specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of that set of circumstances or event on the prices...» i første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1 stiller krav

---

<sup>27</sup> Regjeringen oppnevnte 22. mai 2015 Verdipapirhandellovutvalget, med mandat til å komme med forslag til gjennomføring av EUs reviderte regelverk. Utvalget har levert to delutredninger – NOU 2016: 2 og NOU 2017: 1, men definisjonen av innsideinformasjon er foreløpig ikke behandlet.

<sup>28</sup> Sak C-19/11 og C-628/13

<sup>29</sup> Betegnelsen «intermediate step» er i norsk teori oversatt til «mellomliggende forhold» eller «mellomliggende begivenhet», og vil i det følgende omtales som det jf. eksempelvis Bergo (2014) (s. 279) og Bergan (2016), s.194.

<sup>30</sup> Se nedenfor i pkt. 5.2.

om at det måtte være mulig å forutse hvilken retning kursen vil ta som følge av offentliggjøring. Lafonta-saken er relevant for tolkningen av kurspåvirkningsvilkåret og spesifikasjonskriteriet, og vil behandles grundigere i den forbindelse.<sup>31</sup>

Avhandlingens fokus på rettspraksis fra EU-domstolen nødvendiggjør en kort redegjørelse for disse avgjørelsens rettskildemessige vekt i norsk rett.

Norge er ikke tilsluttet EU, og avgjørelser fra EU-domstolen har dermed ingen formell prejudikatsfunksjon her til lands. Som medlem av EØS-samarbeidet er imidlertid Norge underlagt EFTA-domstolens jurisdiksjon jf. ODA-avtalen art. 27, og EFTA-domstolen er i sine avgjørelser forpliktet til å legge vekt på EU-domstolens avgjørelser jf. ODA art. 3. Indirekte får dermed EU-domstolen innflytelse over norsk rett.

På den annen side er heller ikke EFTA-domstolens rådgivende uttalelser om tolkningen av EØS-relevante rettsakter bindende for norske domstoler jf. ODA art. 34.<sup>32</sup> Medlemstatene har likevel en lojalitetsplikt overfor EØS-fellesskapets bestemmelser. Det er i praksis lagt til grunn en streng etterlevelse av denne lojalitetsplikten, hvilket bidrar til å gi avgjørelser fra EFTA-domstolen betydelig rettskildemessig vekt.<sup>33</sup> Ettersom EFTA-domstolen plikter å legge vekt på EU-domstolens avgjørelser, får også disse avgjørende betydning for tolkningen av EØS-relevant lovgivning i Norge.

### **2.3.3 Andre EU-rettslige kilder**

Når det gjelder andre EU-rettslige kilder må CESRs rådgivende uttalelser nevnes særskilt.<sup>34</sup> CESR var en uavhengig komité, bestående av representanter for medlemslandenes tilsynsmyndigheter. Komiteen hadde blant annet i oppgave å gi råd til EU-kommisjonen i dens arbeid med EUs verdipapirlovgivning. Rådene synes å være tillagt vekt av EU-domstolen.<sup>35</sup> Avhandlingen vil fortløpende komme inn på disse uttalelsene der de gir bidrag til tolkningen av kravet til «presise opplysninger».

---

<sup>31</sup> Se pkt. 4 og 5.3.4.3

<sup>32</sup> Jf. Fredriksen og Mathisen (2014), s. 197

<sup>33</sup> Jf. Rt. 2000 s. 1811, s. 1828-1829.

<sup>34</sup> Committee of European Securities Regulators, nå erstattet av European Securities and Markets Authority (ESMA)

<sup>35</sup> Se Sak C-628/13, avsnitt 37

## 3 Legislative hensyn

### 3.1 Overordnet om hensyn

Verdipapirhandellovens formål er å legge til rette for en «sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter» jf. § 1-1. Lovens bestemmelser skal med andre ord på ulike måter legge til rette for et velfungerende verdipapirmarked.

Forbudet mot misbruk av innsideinformasjon bidrar til å realisere dette formålet ved å ivareta en rekke legislative hensyn. Denne fremstillingen vil imidlertid i hovedsak fokusere på hensynet til verdipapirmarkedets samfunnsøkonomiske funksjon og aktørenes tillit til markedet. Dette fordi dette er det primære hensynet transaksjonsforbudet skal ivareta, samt at avveiningen av dette hensynet mot andre motstående hensyn påvirker det konkrete innholdet i kravet til «presise opplysninger».<sup>36</sup>

Dette hensynet vil behandles nærmere i pkt. 3.2 nedenfor, mens det i pkt. 3.3 vil gis en kort angivelse av andre legislative hensyn, med henvisninger til omtale i andre kilder.

### 3.2 Hensynet til verdipapirmarkedets samfunnsøkonomiske funksjon og aktørenes tillit til markedet

Det mest fremtredende hensynet bak forbudet mot innsidehandel er altså hensynet til aktørenes tillit til verdipapirmarkedet. Høyesterett omtaler hensynet på følgende måte i Sensedommen:

*«Bakgrunnen for forbudet mot innsidehandel er at en sikker, ordnet og effektiv handel [med verdipapirer] er en nødvendig forutsetning for at aktørene skal ha tillit til et verdipapirmarked. Både den mulighet for innsidehandel som er tilstede, og det faktum at slik handel foregår, bidrar til å svekke denne tilliten og dermed til at*

---

<sup>36</sup> Se pkt. 5.2.4.5 og 5.3.4.2.

*verdipapirmarkedet fungerer dårligere. Dette vil igjen kunne svekke dette markedet som finansieringskilde til næringslivet».*<sup>37</sup>

Som Høyesterett er inne på er verdipapirmarkedets hovedoppgave å fungere som finansieringskilde for næringslivet gjennom å formidle kreditt og egenkapital ved utstedelse og omsetning av verdipapirer.<sup>38</sup> Formålet bak forbudet mot misbruk av innsideinformasjon må forstås i lys av denne hovedoppgaven.

I en redegjørelse for hvordan verdipapirmarkedet fungerer som finansieringskilde er det videre nødvendig å skille mellom førstehånds- og annenhåndsmarkedet.

Selve kapitaltilførselen til utsteder skjer i førstehåndsmarkedet. Her utstedes verdipapirer mot vederlag som tilfaller utstederen som egenkapital eller gjeld.<sup>39</sup> Ettersom investorenes mål er å oppnå avkastning, fører disse investeringene til at det presumptivt er lønnsom virksomhet som tilføres mer kapital. Denne kan da ekspandere, mens ekspansjon av virksomhet som gir liten eller negativ inntjening hindres.<sup>40</sup> Verdipapirmarkedet bidrar dermed til å allokere samfunnets kapital dit den kaster mest av seg.<sup>41</sup>

Videre fører utstedelse av verdipapirer til at investeringene som gjøres splittes opp i andeler, og at investorenes porteføljer diversifiseres. Flere investorer kan dermed sammen finansiere en større investering enn det den enkelte klarer eller ønsker på egen hånd.<sup>42</sup> Prosjekter med høy samfunnsøkonomisk avkastning, men så stor risiko at ingen enkelt aktør er villig til å ta all risikoen, kan da likevel realiseres fordi eierandelene i virksomheten holdes av mange investorer.<sup>43</sup> Også dette bidrar til at flere lønnsomme prosjekter får se dagens lys.

I annenhåndsmarkedet er det derimot selgeren av verdipapiret som mottar vederlaget, uten at nye midler tilfaller utsteder.<sup>44</sup> Et velfungerende annenhåndsmarked er likevel viktig for ivaretagelsen av verdipapirmarkedets samfunnsøkonomiske funksjon. Dette fordi et velfungerende førstehåndsmarked er betinget av et likvid annenhåndsmarked. Et verdipapir er mer likvid desto større sjanse det er for at en aktør i markedet til enhver tid kan selge papiret

---

<sup>37</sup> Jf. Rt. 2006 s. 1049, avsnitt 16

<sup>38</sup> Jf. også Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 5.

<sup>39</sup> Jf. Myklebust (2011), s. 30

<sup>40</sup> NOU 1996: 2, s. 25

<sup>41</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 5

<sup>42</sup> Jf. Myklebust, s. 29

<sup>43</sup> Jf. NOU 1996: 2, s. 24

<sup>44</sup> Jf. Myklebust (2011) s. 31.

med liten prisrisiko.<sup>45</sup> Et likvid marked bidrar dermed til å holde prisene på de finansielle instrumentene oppe, og kostnadene for selskap som ønsker å innhente kapital gjennom utstedelse til førstehåndsmarkedet nede.

Realiseringen av verdipapirmarkedets samfunnsøkonomiske funksjon forutsetter altså at mange aktører kontinuerlig er villige til å kjøpe eller selge i markedet.<sup>46</sup> Det vil imidlertid være vanskelig å tiltrekke seg investorer dersom disse ikke har tillit til at markedet fungerer som det skal.

Det er i den forbindelse forbudet mot innsidehandel står sentralt. Investeringene i verdipapirmarkedet baserer seg på at aktørene tolker kursrelevant informasjon med sikte på å forutse verdipapirets kursutvikling. Det er nettopp den tilgjengelige informasjonen om de ulike investeringsalternativene som setter investorene i stand til å vurdere kvaliteten på en mulig investering.<sup>47</sup> For at en investor skal være villig til å investere i en aksje, må prisen reflektere den avkastningen eierne kan oppnå ved alternativ plassering av kapitalen med samme risiko som denne investeringen, dvs. avkastningskravet på aksjen.<sup>48</sup> Gitt avkastningskravet vil dermed prisen på aksjen stige og synke, basert på den til enhver tid tilgjengelige informasjon om forventet avkastning og risiko.

Forholdet mellom informasjon og markedskurs er imidlertid mye diskutert i så vel økonomisk som juridisk teori, og det er uenighet om hvilken betydning andre forhold, slik som tilbud og etterspørsel har på verdipapirkursen.<sup>49</sup>

Det er i økonomisk teori vanlig å ta utgangspunkt i hypotesen om markedseffisiens. Denne går ut på at verdipapirkursen vil reflektere all tilgjengelig informasjon om det finansielle instrumentet, og dermed være et riktig uttrykk for verdipapirets reelle verdi.<sup>50</sup> Dette utgangspunktet illustrerer hvilken fundamental betydning informasjonen markedet absorberer har for verdipapirkursen. Det blir også tydelig hvorfor et marked preget av at enkelte misbruker innsideinformasjon er et alvorlig problem for aktørenes tillit til det. Et slikt marked vil være preget av informasjonsasymmetri aktørene imellom, og dermed også tvil om hvorvidt

---

<sup>45</sup> Jf. NOU 1996: 2, s. 26

<sup>46</sup> Jf. samme sted

<sup>47</sup> Myklebust (2011), s. 31

<sup>48</sup> Jf. NOU 1996: 2, s. 25

<sup>49</sup> Jf. Sæbø (1995), s. 29 flg.

<sup>50</sup> NOU 1996: 2, s. 25 og Sæbø s. 29

verdipapirkursen reflekterer all kursrelevant informasjon.<sup>51</sup> Det gjør det mer risikabelt å investere.<sup>52</sup>

Hensynet til aktørenes tillit til verdipapirmarkedet må imidlertid ikke trekkes for langt i favør av et strengt innsidehandelforbud. Et for strengt innsidehandelforbud vil tvert imot også kunne bidra til at markedet ikke fungerer tilstrekkelig godt som finansieringskilde. Den konkrete utformingen av definisjonen av innsideinformasjon må derfor bero på en avveining der også hensyn som trekker i retning av et mindre strengt forbud vurderes.

Et slikt motstridende hensyn er hensynet til investorenes kontraheringsadgang. En for vid definisjon av innsideinformasjon ville begrenset investorenes kontraheringsadgang på en måte som hadde gått utover verdipapirmarkedets likviditet. Det hadde i sin tur vanskeliggjort finansiering av prosjekter som sett fra et samfunnsøkonomisk perspektiv er ønskelige. Det er derfor eksempelvis lagt til grunn at rykter ikke rammes av definisjonen av innsideinformasjon.<sup>53</sup>

Videre er et velfungerende marked avhengig av informasjonskonkurransen mellom aktørene. I tråd med den nevnte hypotesen om markedseffisiens vil verdipapirkursen bli riktigere jo mer informasjon markedet absorberer. Et transaksjonsforbud som forbyr investorene å utnytte enhver informasjonsfordel, vil også eliminere investorenes insentiv til å samle inn og bearbeide kurspåvirkende informasjon. Mengden informasjon som absorberes i verdipapirkursen blir dermed redusert, og risikoen for at kursen ikke reflekterer papirets reelle verdi øker. Også for lite informasjonskonkurransen vil dermed kunne bidra til å svekke aktørenes tillit til markedet.<sup>54</sup> Definisjonen av innsideinformasjon må derfor søke å balansere disse motstridende hensynene på en måte som gjør markedet «informasjonsmessig effektivt».<sup>55</sup>

---

<sup>51</sup> Jf. Bergan (2016), s. 167

<sup>52</sup> Hvorvidt et forbud faktisk har betydning for investorenes deltakelse i markedet er vanskelig å måle, og Sæbø (1995) drøfter hvorvidt et forbud virkelig bidrar til å ivareta investorenes tillit til markedet (s. 34). Bergo (2014) fremhever på sin side at fokuset på innsidehandelen i seg selv kan bidra til å svekke tilliten til verdipapirmarkedet, (s. 275).

<sup>53</sup> Jf. Sæbø s. 153, se pkt. 5.1 nedenfor

<sup>54</sup> Jf. Bergan, s. 167-168

<sup>55</sup> Jf. Lau Hansen (2014), s. 126



### 3.3 Andre legislative hensyn

Som nevnt i pkt. 3.1. ivaretar forbudet mot misbruk av informasjon også andre legislative hensyn. Disse hensynene er hensynet til det utstedende foretaket og andre berørte foretak,<sup>56</sup> hensynet til andre investorer,<sup>57</sup> verdipapirmarkedets internasjonale dimensjon,<sup>58</sup> og det som i forarbeidene omtales som «rettferdighetsforestillinger».<sup>59</sup> Disse hensynene vil ikke gis noen nærmere omtale her.

---

<sup>56</sup> Jf. NOU 1996: 2, s. 30 og Sæbø (1995) s. 46-49

<sup>57</sup> Jf. Sæbø (1995) s. 41-46

<sup>58</sup> Jf. Sæbø (1995) s. 49-52

<sup>59</sup> Jf. NOU 1996: 2, s. 30 og Sæbø s. 39-41

## 4 Kort om kurspåvirkningsvilkåret

Som nevnt i pkt. 1.3 påvirkes tolkningen av «presise opplysninger» av hvordan kravet til at opplysningene må være «egnet til å påvirke kursen (...) merkbart» skal forstås. De sentrale delene av kurspåvirkningsvilkåret vil derfor belyses her i pkt. 4.

Kurspåvirkningsvilkåret i § 3-2 gjennomfører kravet i MAD art 1 nr. 1 bokstav a om at opplysningene må «be likely to have a significant effect on the prices». MAR art. 7 viderefører uendret rettstilstanden etter MAD art 1 nr. 1.

Det nærmere innholdet i kurspåvirkningsvilkåret er presisert i vphl. § 3-2 tredje ledd. Her angis at kurspåvirkningsvilkåret er oppfylt dersom det foreligger opplysninger som en «fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som den del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning». En korresponderende presisering er gitt i første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 2, som i EU er avløst av MAR art. 7 nr. 4. Vurderingen betegnes gjerne som «fornuftig investor-testen».<sup>60</sup>

Kombinasjonen av at ordlyden «sannsynligvis» kun oppstiller et krav til sannsynlighetsovervekt, og at opplysningene kun behøver å være en «del av» grunnlaget for investeringsbeslutningen, antyder at § 3-2 tredje ledd oppstiller en lav terskel for at kurspåvirkningskravet skal være oppfylt. På den annen side antyder kravet om at kurspåvirkningen må være «merkbar» i § 3-2 første ledd en høyere terskel. Det aktualiserer spørsmålet om presiseringen i tredje ledd uttømmende angir kurspåvirkningsvilkårets innhold, eller om det i tillegg må oppstilles et krav til kvantifiserbar kurspåvirkning.

Spørsmålet ble forelagt Høyesterett i NA24-saken.<sup>61</sup> Når det gjaldt kravet til kvantifiserbar kurspåvirkning viste Høyesterett til at både ordlyden i første kommisjonsdirektiv, en evalueringsrapport fra EU-kommisjonen og EU-domstolens avgjørelse i Spector-saken tilsa at et slikt krav ikke kan oppstilles.<sup>62</sup> Det ble på bakgrunn av det lagt til grunn at presiseringen i § 3-2 tredje ledd er uttømmende.

---

<sup>60</sup> Sml. Bergo (2014), s. 288

<sup>61</sup> Rt. 2012 s. 629, avsnitt 51

<sup>62</sup> Samme sted, avsnitt 45-50

Angående selve vurderingstemaet sluttet Høyesterett seg til lagmannsrettens uttalelse om at det må foretas

*«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».*<sup>63</sup>

Høyesterett legger dermed til grunn at det må foreligge sannsynlighetsovervekt for kurspåvirkning og gevinst.<sup>64</sup>

Videre er Lafonta-saken av betydning for tolkningen av kurspåvirkningsvilkåret.<sup>65</sup> EU-domstolen besvarte spørsmålet om direktivet oppstiller et retningskrav benektende. Saken gjaldt riktignok første kommisjonsdirektivt art. 1 nr. 1, og dets presisering av presisjonsvilkåret. EU-domstolen gir imidlertid klart uttrykk for at også opplysninger som ikke gir grunnlag for å trekke slutning om hvilken retning kursen vil utvikle seg skal rammes av definisjonen.<sup>66</sup> Ettersom både presisjonsvilkåret og kurspåvirkningsvilkåret må være oppfylt for at det skal være tale om innsideinformasjon hjelper det lite å fjerne retningskravet ved tolkningen av det ene vilkåret, men opprettholde det ved tolkningen det andre. Skal uttalelsene i Lafonta-saken få praktisk betydning, bør avgjørelsen dermed tillegges betydning også ved tolkningen av kurspåvirkningsvilkåret. Dette er ikke uforenlig med kravet Høyesterett oppstiller i NA24-saken om sannsynlighetsovervekt for gevinst.<sup>67</sup>

---

<sup>63</sup> Sml. Bergo (2014) s. 290

<sup>64</sup> Jf. samme sted, avsnitt 51

<sup>65</sup> Jf. pkt. 2.3.2

<sup>66</sup> Samme sted, avsnitt 36

<sup>67</sup> Jf. Bergan (2016), s. 228-229

# 5 «Presise opplysninger»

## 5.1 Overordnet om kriteriet

Kravet til «presise opplysninger» ble tilføyd lovteksten ved en endring i 1991. Før det ble det kun stilt krav til at opplysningen skulle være «fortrolig». Endringen ble foretatt for å bringe norsk rett bedre i samsvar med datidens EF-regelverk, og for å presisere at spekulasjon og rykter ikke omfattes av forbudet.<sup>68</sup>

Kravet til at opplysningene må være «presise» ble imidlertid fjernet ved en lovendring i 2001. Endringene skulle effektivisere, klargjøre og skjerpe forbudet mot ulovlig innsidehandel.<sup>69</sup> Forarbeidene la til grunn at kravet til «presise» opplysninger hadde begrenset selvstendig betydning, ettersom ordlyden «opplysninger» i seg selv var egnet til å avgrense mot rykter og spekulasjoner.<sup>70</sup> Disse endringene ble igjen reversert i 2005, for å klargjøre at norsk rett var i samsvar med MAD.<sup>71</sup>

Presisjonskravet er i dag en sentral del av definisjonen av innsideinformasjon. Ordlyden «presis» er imidlertid vag, og gir isolert sett begrenset veiledning med hensyn til hvilke opplysninger som omfattes. Av forarbeidene følger imidlertid som nevnt at kriteriet tar sikte på å avgrense mot rykter og spekulasjoner. En slik avgrensning er i tråd med formålet med innsidehandelforbudet. Rykter og spekulasjoner utgjør ikke nødvendigvis noe informasjonsfortrinn, og det ville begrenset kontraheringsadgangen for sterkt om rykter ble omfattet av definisjonen.<sup>72</sup> På den annen side stilles det ikke krav om at opplysningene må være eksakte for å rammes av forbudet.<sup>73</sup>

Kravet til «presise opplysninger» er presisert nærmere i § 3-2 annet ledd. Her angis to kumulative vilkår for at vilkåret i første ledd skal være oppfylt. For det første må det foreligge en eller flere «omstendigheter eller begivenheter» som har «inntruffet» eller som med

---

<sup>68</sup> Jf. Ot.prp.nr.72 (1990-1991) s. 29

<sup>69</sup> Jf. Ot.prp.nr.80 (2000-2001) s. 6

<sup>70</sup> Jf. Ot.prp.nr.80 (2000-2001) s. 28

<sup>71</sup> Jf. Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 27-28

<sup>72</sup> Jf. pkt. 3.2

<sup>73</sup> Jf. Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 26

«rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe». Dette vil i det følgende bli omtalt som eksistenskriteriet.<sup>74</sup> For det andre må opplysningene være «tilstrekkelig spesifikke» til å trekke en slutning om «den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene». Dette vil bli omtalt som spesifikasjonskriteriet.<sup>75</sup>

Avhandlingen tar i det følgende sikte på å gi en grundig analyse av eksistenskriteriet og spesifikasjonskriteriet.

## 5.2 Eksistenskriteriet

### 5.2.1 Introduksjon

Eksistenskriteriet angir hvilke krav som stilles til de faktiske forhold opplysningen omhandler. For at opplysninger skal kunne betegnes som «presise», må det gå en grense for hvor stor tvil som kan knyttes til om opplysningene er korrekte eller sannferdige. Det må derfor oppstilles et beviskrav.

Vphl. § 3-2 annet ledd gjennomfører første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1. Eksistenskriteriet er her angitt som følger:

*«Information shall be deemed to be of a precise nature if it indicates a set of circumstances which exists or which may reasonably be expected to come into existence, or an event which has occurred or which may reasonably be expected to occur...»*

MAR art. 7 viderefører uendret denne delen av bestemmelsen i kommisjonsdirektivet. I art. 7 nr. 2 siste punktum og nr. 3 er det imidlertid gjort tilføyelser til det som allerede fulgte av kommisjonsdirektivet.<sup>76</sup>

Eksistenskriteriet slik det er angitt i vphl. § 3-2 annet ledd og første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1 reiser tre tolknings spørsmål. Det første spørsmålet er hva som utgjør en «omstendighet»

---

<sup>74</sup> Sml. Bergan (2016) s. 190 og Bergo (2014) s. 279

<sup>75</sup> Sml. Bergan (2016) s. 191

<sup>76</sup> Jf. pkt. 2.3.1. Disse behandles nærmere i pkt. 5.2.3.3 og 5.2.4.6.

eller «begivenhet». For det andre aktualiseres spørsmålet om når en begivenhet eller omstendighet kan sies å ha «inntruffet». Det tredje spørsmålet er når det en omstendighet eller begivenhet med «rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe». Disse tolkningsspørsmålene vil i det følgende vurderes separat i pkt. 5.2.2, 5.2.3 og 5.2.4.

## **5.2.2 «Indikerer» at det foreligger «omstendigheter eller begivenheter»**

Av vphl. § 3-2 annet ledd følger altså at det bare tale om innsideinformasjon dersom det foreligger opplysninger som «indikerer» at det foreligger visse «omstendigheter» eller «begivenheter».

Ordlyden «indikerer» synes isolert sett å gi anvisning på et beviskrav, i den forstand at opplysningen må tyde på at ett eller flere konkrete faktiske forhold foreligger. I den korresponderende bestemmelsen i kommisjonsdirektivet kreves at opplysningene «indicates a set of circumstances», hvilket trekker i samme retning.<sup>77</sup>

Når det gjelder vilkårene «omstendigheter» og «begivenheter» er begge i henhold til alminnelig språklig forståelse vide begreper. Kriteriene omhandler begge faktiske forhold, der det nok kan hevdes at en «begivenhet» angir et noe mer konkret faktisk forhold enn en «omstendighet». Ordlyden gir imidlertid begrenset veiledning med hensyn til å avgrense mot informasjon som ikke kan utgjøre innsideinformasjon.

Det er i juridisk teori gjort forsøk på å foreta et skille mellom «omstendigheter» og «begivenheter».<sup>78</sup> Av forarbeidene følger imidlertid at definisjonen omfatter all informasjon som er kursrelevant i lovens forstand.<sup>79</sup> Kriteriene «omstendigheter» og «begivenheter» utgjør dermed i praksis ingen begrensning av definisjonens virkeområde. Selv om det nok kan være nyanseforskjeller mellom «omstendigheter» og «begivenheter» rent språklig, er dermed en slik distinksjon unødvendig.

---

<sup>77</sup> Bergo mener derimot at verdipapirhandelloven ikke er i samsvar med EU-retten på dette punktet jf. Bergo (2014) s. 279.

<sup>78</sup> Se Bergan (2016) s. 193.

<sup>79</sup> NOU 1996: 2 s. 56

## 5.2.3 Omstendigheter eller begivenheter som «har inntruffet»

### 5.2.3.1 Overordnet om kriteriet

Ordlyden «har inntruffet» har et klart tilbakeskuende perspektiv. Det avgrenses dermed mot omstendigheter og begivenheter som ennå ikke har skjedd. Avgrensningen synes å gjelde absolutt, slik at det heller ikke er rom for å la fremtidige begivenheter som svært sannsynlig eller helt sikkert vil skje omfattes av dette alternativet.<sup>80</sup> Ordlyden er i samsvar med første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1 hvor kun omstendigheter «which exists» eller «which has occurred» omfattes.

### 5.2.3.2 Endelige omstendigheter eller begivenheter

Vilkåret omfatter først og fremst det som kan kalles endelige, eller definitive begivenheter og omstendigheter. Disse kan rubriseres i to kategorier. For det første omfattes begivenheter hvor det kun er én enkeltstående hendelse som har innvirkning på verdipapirkursen, f.eks. en ulykke i et fabrikklokale eller på en oljerigg. Videre omfattes det endelige utfallet av en hendelsesrekke bestående av flere mellomliggende begivenheter, eksempelvis der et selskap inngår en stor og lukrativ avtale, eller der et selskap kjøper opp et annet. Her vil det alltid ha funnet sted forutgående forhandlinger, inngåelse av intensjonsavtaler mv.<sup>81</sup>

Spørsmålet videre blir når slike omstendigheter kan sies å ha «inntruffet». Ordlyden avgrenser som nevnt mot fremtidige begivenheter, men gir begrenset veiledning med hensyn til å avgjøre med hvilken grad av sikkerhet man må kunne slå fast at hendelsen virkelig inntraff. Også forarbeidene er tause om dette spørsmålet, utover å foreta den nevnte avgrensningen mot rykter og spekulasjoner.

Av CESRs råd EU-kommisjonen følger at det avgjørende er hvorvidt det underliggende forholdet («underlying matter») er «true». Det beror på en vurdering av om det foreligger «firm and objective evidence, which can be communicated accurately (as opposed to

---

<sup>80</sup> Fremtidige begivenheter omfattes av alternativet «med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe», som vil omtales nærmere i pkt. 5.2.4.

<sup>81</sup> Slike omstendigheter kan imidlertid i seg selv utgjøre innsideinformasjon. Se pkt 5.2.3.3.

rumours)».<sup>82</sup> På lik linje med i de norske forarbeidene, fremheves her avgrensningen mot rykter og spekulasjoner som avgjørende for grensedragningen.

Endelige eller definitive hendelser synes ikke å volde særlige problemer i praksis. Det som er uttalt om at det må avgrenses mot rykter og spekulasjoner, antas å gi tilfredsstillende retningslinjer for vurderingen. Slike begivenheter eller omstendigheter vil derfor ikke gis noen videre omtale her.

### **5.2.3.3 Mellomliggende omstendigheter eller begivenheter**

Ordlyden i vphl. § 3-2 annet ledd begrenser seg imidlertid ikke til kun å omfatte endelige omstendigheter eller begivenheter. En «inntruffet» hendelse kan også være et ledd i en prosess frem mot en slik endelig begivenhet som er omtalt i pkt. 5.2.3.2. Slike hendelser kan eksempelvis være inngåtte intensjonsavtaler, sonderinger i markedet, eller forhandlinger i forkant av oppkjøp.

Dette ble senest bekreftet av EU-domstolen i Daimler-saken.<sup>83</sup> Domstolen la til grunn at både ordlyden, formålet med markedsmisbruksdirektivet og reguleringens systematikk tilsa at mellomliggende forhold omfattes. Også kunnskap om mellomliggende omstendigheter kan utgjøre et informasjonsfortrinn som bidrar til å undergrave investorenes tillit. Spørsmålet ble derfor besvart bekræftende.

Dette er i norsk rett fulgt opp av Høyesterett i Eltek-saken, hvor det med henvisning til Daimler-saken uttales at «[i]nformasjon på ethvert trinn i en trinnvis prosess kan utgjøre innsideinformasjon».<sup>84</sup>

Det er dermed ikke tvilsomt at også mellomliggende «omstendigheter» og «begivenheter» kan utgjøre innsideinformasjon. Dette er nå også uttrykkelig inntatt i MAR art. 7 nr. 2 siste punktum og nr. 3.<sup>85</sup>

---

<sup>82</sup> CESR/02-089d, avsnitt 19 og 20

<sup>83</sup> Sak C-19/11, avsnitt 27-40.

<sup>84</sup> Jf. Rt. 2014 s. 452, avsnitt 47

<sup>85</sup> Se pkt. 2.3.1. Kodifiseringen er ifølge MARs fortale begrunnet i et ønske om å styrke forutberegneligheten, ved å gi en mer presis definisjon av "inside information" (avsnitt 18).



## **5.2.4 Omstendigheter eller begivenheter som «med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe»**

### **5.2.4.1 Overordnet om kriteriet og den videre problemstillingen**

Definisjonen av innsideinformasjon begrenser seg ikke til kun å omfatte allerede inntrådte omstendigheter og begivenheter. Også omstendigheter eller begivenheter som «med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe» omfattes jf. vphl. § 3-2 annet ledd.

Ordlyden «rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe» gir anvisning på en sannsynlighetsvurdering.<sup>86</sup> Det nærmere innholdet i denne er imidlertid hverken berørt i forarbeidene, eller i eldre rettspraksis og teori.<sup>87</sup> Grunnen til dette er tilsynelatende at den tradisjonelle avgrensningen mot rykter og spekulasjoner har vært ansett tilfredsstillende. Det nærmere innholdet i denne avgrensningen er imidlertid i svært begrenset utstrekning problematisert, og mellom et rykte og sikre opplysninger er det nødvendigvis nødt til å ligge ulike sannsynlighetsgrader.<sup>88</sup> De senere år har det imidlertid skjedd en utvikling, og nyere rettspraksis og teori problematiserer i større grad sannsynlighetskravet.

Spørsmålet i det følgende blir derfor hvilket krav til sannsynlighet som skal legges til grunn for at fremtidige omstendigheter og begivenheter skal kunne utgjøre «presise opplysninger».

### **5.2.4.2 Relativt eller absolutt sannsynlighetskrav?**

Det har vært diskutert hvorvidt sannsynlighetskravet skal knyttes til kravet om at opplysningene må være «egnet til å påvirke kursen (...) merkbart». Kravet til sannsynlighet for at et nærmere bestemt faktisk forhold inntreffer må da vurderes i lys av det konkrete forholdets kurspåvirkningspotensial, slik at det legges til grunn et lavere krav til sannsynlighet dersom den mulige fremtidige omstendigheten eller begivenheten kommer til å utløse store kurssvingninger om den realiseres. Dette betegnes gjerne som «probability-magnitude-testen».

---

<sup>86</sup> Se nærmere tolkning i pkt. 5.2.4.3.

<sup>87</sup> Sæbø (1995) synes ikke å berøre dette tolkningsspørsmålet i sin omtale av kravet til «presise opplysninger» (s. 153-163).

<sup>88</sup> Sæbø (1995) drøfter spørsmålet på s. 154-155, og uttaler at det er «problematisk å trekke en grense mellom rykter og presis informasjon». Det samme fremheves av Reed (1996), s. 123.

«Probability-magnitude-testen» har støtte i amerikansk rett. I *Basic v. Levinson* slo amerikansk høyesterett fast at vurderingen beror på en avveining av hvor sannsynlig det er at forholdet inntreffer, holdt opp mot forholdets kurspåvirkningspotensial.<sup>89</sup> Ordlyden i vphl. § 3-2 annet ledd gir imidlertid ikke grunnlag for å differensiere ut fra hvor stort kurspåvirkningspotensialet er, og gir dermed ingen støtte til «probability-magnitude-testen» som gjeldende rett i Norge.

Hvorvidt det samme gjaldt etter MAD ble forelagt EU-domstolen til avgjørelse i *Daimler*-saken. Til tross for at generaladvokaten ga sin støtte til testen, uttalte domstolen at

*«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».*<sup>90</sup>

«Probability-magnitude-testen» avvises dermed uttrykkelig. På bakgrunn av det er det i dag ikke tvilsomt at sannsynlighetskravet og kravet til kurspotensial skal tolkes uavhengig av hverandre. Sannsynlighetskravet i vphl. § 3-2 annet ledd jf. første ledd er dermed absolutt.

#### **5.2.4.3 Nærmere om sannsynlighetsterskelen**

Det neste spørsmålet blir dermed hvor den absolutte terskelen kriteriet «med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe» gir anvisning på, skal ligge.

Ordlyden «rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe» antyder det ikke kreves sannsynlighetsovervekt, men at det også må avgrenses mot rent teoretiske muligheter. Formuleringen «rimelig grunn» er også brukt i vphl. §§ 3-11 og 15-5. Forarbeidene til § 3-11 slår fast at det i relasjon til denne bestemmelsen ikke kreves sannsynlighetsovervekt, mens forarbeidene til § 15-5 er tause.<sup>91</sup> Samme formulering er eksempelvis også brukt i straffeprosessloven §§ 216 l, og 222 d.<sup>92</sup> Heller ikke her kreves det sannsynlighetsovervekt.<sup>93</sup> Samlet sett trekker slutningene fra lovtekst nokså klart i retning av at det ikke kreves sannsynlighetsovervekt for at den fremtidige begivenheten skal inntre.

---

<sup>89</sup> *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988) s. 238

<sup>90</sup> Sak C-19/11 avsnitt 50

<sup>91</sup> Jf. Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 91 og Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 254-258

<sup>92</sup> Lov om rettergangsmåten i straffesaker, 22. mai 1981 nr. 25

<sup>93</sup> Jf. Ot.prp.nr.60 (2004-2005) s. 139 og 148

Også formuleringen «may reasonably be expected» i første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1 trekker i denne retningen, og det samme synes å ha vært lagt til grunn i juridisk teori før EU-domstolens avgjørelse i Daimler-saken.<sup>94</sup>

Spørsmålet som ble forelagt EU-domstolen i Daimler-saken begrenset seg egentlig til det som er nevnt i pkt. 5.2.4.2. over om «probability-magnitude-testen». Domspremissene gir imidlertid viktige bidrag til forståelsen av sannsynlighetskravet, og etterfølgende rettspraksis og teori tar utgangspunkt i disse når spørsmålet om sannsynlighetsterskelen drøftes.

Premissene vil derfor analyseres nærmere i det følgende.

EU-domstolen omtaler det omtvistede tolkningsspørsmålet i avsnitt 45 til 50. I avsnitt 45 legges det til grunn at vurderingen beror på «an assessment (...) on a case-by-case basis of the factors existing at the relevant time», før det videre i avsnitt 46 og 47 legges til grunn at vilkåret ikke kan forstås som at det oppstilles et krav til kvalifisert sannsynlighetsovervekt. Dette fordi en slik tolkning vil undergrave formålet med reguleringen - å beskytte tilliten til markedet.<sup>95</sup>

Av særlig interesse er avsnittene 48 og 49. I avsnitt 48 uttales:

*«However, in order to ensure legal certainty for market participants, including issuers, as referred to in recital 3 in the preamble to Directive 2003/124, precise information is not to be considered as including information concerning circumstances and events the occurrence of which is **implausible**».*<sup>96</sup>

Ordet «implausible» (usannsynlig, eller ikke sannsynlig) avgrenser mot det sannsynlige. Når EU-domstolen uttaler at det ikke skal tas hensyn til det usannsynlige, antyder den dermed et krav til sannsynlighetsovervekt. En slik tolkning vil i så fall innebære at ordlyden «rimelig grunn» i vphl. § 3-2 (2) tolkes innskrenkende.<sup>97</sup>

I avsnitt 49 uttales derimot at:

---

<sup>94</sup> Se Gravir (2005), s. 101 og Svedberg (2007), s. 138. Bergo (2008) omtaler ikke sannsynlighetskravet direkte, men antyder et strengere krav til sannsynlighet (s. 266).

<sup>95</sup> Se pkt. 3.2

<sup>96</sup> Sak C-19/11, avsnitt 48 (min utheving)

<sup>97</sup> En slik innskrenkende tolkning innebærer en innsnevring av straffansvaret, og kommer derfor ikke på kant med legalitetsprinsippet på strafferettens område jf. Frøberg (2015) s. 67-68

*«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.»<sup>98</sup>*

Formuleringen «realistic prospect» (realistisk mulighet) antyder at også lavere sannsynlighetsgrader enn sannsynlighetsovervekt omfattes.

Uttalelsene i avsnitt 48 og 49 er vanskelige å forene, ettersom de tilsynelatende gir anvisning på to forskjellige terskler. Det er imidlertid ikke gitt at det virkelig er motstrid mellom dem.

På den ene siden er uttalelsen om «realistic prospect» inntatt i et oppsummerende avsnitt, og senere gjentatt i avgjørelsens konklusjon (avsnitt 56). Kriteriet er også fremhevet i avsnitt 16 i MARs fortale. Det kan dermed ikke være tvilsomt at det er «realistic prospect» som er det avgjørende vurderingstema i relasjon til vurderingen av kriteriet «may reasonably be expected» i første kommisjonsdirektiv art. 1 og MAR art. 7.

At denne formuleringen også harmonerer godt med ordlyden i kommisjonsdirektivets art. 1 nr. 1 jf. redegjørelse over, tyder videre på at terskelen vurderingstemaet gir anvisning på også samsvarer med det som rent språklig følger av formuleringen «realistic prospect», dvs. en terskel lavere enn sannsynlighetsovervekt. Uttalelsen i avsnitt 48 om at hendelser som er «implausible» ikke omfattes, må i så fall forstås som kun en uheldig formulering fra domstolens side.

Dersom domstolens premisser leses mer i sammenheng blir dette imidlertid ikke like åpenbart. Det er i avsnitt 46-48 domstolen tolker og avveier hensynene bak kriteriet «may reasonably be expected». Når domstolen kommer til at man på bakgrunn av hensynet til forutberegnelighet ikke skal ta i betraktning det usannsynlige, er det lite tilfredsstillende å likevel legge terskelen lavere.<sup>99</sup> Selv om avgjørelsens avsnitt 49 angir det korrekte vurderingstema, tilsier dette at vurderingstemaet kun er en presisering av det som følger av avsnitt 48, og som følgelig må tolkes i lys av dette avsnittet.

Det underbygges ytterligere av domstolens avvisning av «probability-magnitude-testen» i

---

<sup>98</sup> Sak C-19/11, avsnitt 49 (min utheving)

<sup>99</sup> Sml. Bergo (2014) s. 280-281

avsnitt 50. En introduksjon av denne ville nettopp betydd at også lavere sannsynlighetsgrader enn sannsynlighetsovervekt ville bli omfattet, dersom kurspåvirkningspotensialet var stort nok. Det finnes ingen fornuftig grunn til at man kategorisk skulle utelukket at sannsynlighetsgrader lavere enn sannsynlighetsovervekt kan omfattes der kurspåvirkningspotensialet er stort, men holdt muligheten åpen for at slike sannsynlighetsgrader likevel kan være omfattet i andre tilfeller. Domstolens avvisning av «probability-magnitude-testen», bør derfor tolkes dit hen at man samtidig avviser at lavere sannsynlighetsgrader enn sannsynlighetsovervekt kan omfattes av kommisjonsdirektivets art. 1 nr. 1 overhodet.<sup>100</sup> Ettersom det nettopp var dette EU-domstolen skulle ta stilling til, bør dette argumentet også tillegges vesentlig vekt.

Mot en slik høyere terskel er det innvendt at en høy sannsynlighetsterskel kan medføre at innsidere kan omgå transaksjonsforbudet ved å kjøpe verdipapirer med visshet om at det er en mulighet for at noe vil skje, for deretter å høste gevinst dersom den aktuelle begivenheten inntreffer, og selge uten tap dersom ingenting skjer.<sup>101</sup>

På den annen side vil en lavere sannsynlighetsterskel også senke terskelen tilsvarende for hva som må offentliggjøres i henhold til den løpende informasjonsplikten i vphl. § 5-2. Utsteders interesser kan bli sterkt skadelidende dersom vedkommende må informere markedet om alle kursrelevante omstendigheter det er en «realistisk mulighet» for at vil inntreffe.<sup>102</sup> I teorien er det antatt at heller ikke utsatt offentliggjøring etter vphl. § 5-3 kan avhjelpe denne problematikken.<sup>103</sup> Det er derfor tatt til orde for at sannsynlighetsterskelen bør være ulik, avhengig av hvilken regel det er spørsmål om å anvende.<sup>104</sup> Daimler-saken legger imidlertid til grunn at det ikke skal foretas en slik differensiering.<sup>105</sup>

At en lavere sannsynlighetsterskel kan være hensiktsmessig med tanke på å sikre et effektivt innsidehandelforbud, kan på grunn av de uheldige konsekvensene en slik regel vil få for praktiseringen av informasjonsplikten, ikke være avgjørende for hvordan Daimler-avgjørelsen

---

<sup>100</sup> Sml. Lau Hansen (2012) s. 10

<sup>101</sup> Jf. Bergo (2014) s. 284

<sup>102</sup> Sml. Bergo (2014) s. 121 og 284

<sup>103</sup> Jf. Bergo (2014) s. 284 og Lau Hansen (2012) s. 10

<sup>104</sup> Se Lau Hansen (2012), s. 11.

<sup>105</sup> Sak C-19/11, avsnitt 48

skal forstås.<sup>106</sup>

Når det gjelder europeisk rettspraksis og teori er oppfatningene om hvilken terskel EU-domstolen legger til grunn sprikende. I tysk teori er det antatt at det kreves sannsynlighetsovervekt,<sup>107</sup> mens det motsatte er lagt til grunn i engelsk rett.<sup>108</sup> I Danmark har Lau Hansen først sagt seg enig i at domstolen oppstiller et krav til sannsynlighetsovervekt,<sup>109</sup> før han senere har kommet til motsatt konklusjon.<sup>110</sup> I norsk teori synes imidlertid Daimler-saken gjennomgående å være tolket dit hen at det stilles krav om sannsynlighetsovervekt.<sup>111</sup>

De ulike oppfatningene i teorien synliggjør at konklusjonen her er tvilsom. Samlet sett er det imidlertid mest nærliggende å legge avgjørende vekt på avvisningen av «probability-magnitude-testen», ettersom det nettopp var dette spørsmålet domstolen ble bedt om å ta stilling til.

Konklusjonen blir derfor at kriteriet «may reasonably be expected to occur» i første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1 og vphl. § 3-2 annet ledd oppstiller et krav til sannsynlighetsovervekt for at en fremtidig begivenhet skal utgjøre innsideinformasjon.

#### **5.2.4.4 Norsk retts- og forvaltningspraksis etter Daimler-saken**

Når det nå er konkludert med at EU-domstolen trolig oppstiller et krav til sannsynlighetsovervekt for at opplysninger om en mulig fremtidig begivenhet skal utgjøre innsideinformasjon, må det tas stilling til om dette også er blitt lagt til grunn i etterfølgende praksis i Norge. Spørsmålet som søkes besvart er i hvilken grad norsk retts- og forvaltningspraksis i etterkant av Daimler-saken er i samsvar med gjeldende rett når det gjelder kravet til sannsynlighet for at en fremtidig begivenhet «med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe» jf. vphl. § 3-2 annet ledd.<sup>112</sup>

I Intex-saken ila børsstyret et selskap overtredelsesgebyr for brudd på den løpende

---

<sup>106</sup> Sml. Lau Hansen (2012) s. 6

<sup>107</sup> Se Krause og Brellocks (2013), s. 288

<sup>108</sup> Jf. Hannam v. FCA (FS/2012/0013), avsnitt 76

<sup>109</sup> Se Lau Hansen (2012), s. 10

<sup>110</sup> Se Lau Hansen (2015), s. 69

<sup>111</sup> Se Bergo (2014) s. 279-285, Berg (2014) s. 56 og Bergan (2016) s. 206

<sup>112</sup> Ettersom underretts- og forvaltningspraksis har meget liten rettskildemessig vekt, er ikke gjennomgangen i det følgende ment å bidra til å utlegge gjeldende rett. Den skal kun illustrere hvordan Daimler-saken er tolket i praksis, jf. pkt. 1.3.

informasjonsplikten jf. vphl. § 5-2 første ledd.<sup>113</sup> Bakgrunnen for bøteleggelsen var at selskapet ikke hadde offentliggjort at det pågikk forhandlinger om inngåelse av en intensjonsavtale med et kinesisk selskap. Børsstyret mente at man allerede på forhandlingsstadiet kunne si at inngåelsen av intensjonsavtalen med «rimelig grunn [kunne] ventes å ville inntreffe», og la med henvisning til Daimler-saken til grunn at sannsynlighetsovervekt ikke kreves.<sup>114</sup>

Saken ble påklaget til Børsklagenemnda som tok klagen til følge. Om kriteriet ble det uttalt at «Daimler-saken antyder at kravet til sannsynlighet må stilles noe høyere enn [sannsynlighetsovervekt]». <sup>115</sup> Konklusjonen her harmonerer dermed godt med gjeldende rett etter Daimler-saken.

Den neste saken som berører spørsmålet er Bionor-saken.<sup>116</sup> Saken gjaldt tiltale mot fem personer for innsidehandel, eller tilskyndelse til innsidehandel. Bionor arbeidet med utviklingen av en vaksine mot viruset HIV. Etter et skuffende testresultat ble det sendt ut melding om at arbeidet med vaksinen ville bli stanset. En stund senere sendte imidlertid Bionor nok en melding, denne gangen med beskjed om at vaksinen likevel hadde hatt effekt, og at arbeidet med den ville bli gjenopptatt. Den påståtte innsidehandelen ble foretatt i perioden før den andre børsmeldingen. Spørsmålet var fra hvilket tidspunkt det hadde vært «rimelig grunn» til å forvente at det kunne bli sendt ut børsmelding med nyheter om at vaksinen likevel hadde virket.

Saken endte med frifinnelse i tingretten, hvor det ble lagt til grunn at det ikke kreves sannsynlighetsovervekt.<sup>117</sup> Økokrim anket til lagmannsretten, som etter å ha redegjort for EU-domstolens avgjørelse i Daimler-saken uttalte at:

*«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 i følge EF-domstolen tilstrekkelig at det er en realistisk mulighet*

---

<sup>113</sup> OBS-2013-1

<sup>114</sup> OBS-2013-1 s. 9-10

<sup>115</sup> OBKN-2013-1, s. 23

<sup>116</sup> TOSLO-2012-33112 og LB-2012-197664

<sup>117</sup> TOSLO-2012-33112 s. 6

*('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. (...) Lagmannsretten forstår etter dette uttalelsene slik at det ene vurderingstemaet for om det foreligger 'precise' opplysninger i en trinnvis prosess, er om det er en reell mulighet for om den aktuelle begivenhet vil inntre eller ikke.»<sup>118</sup>*

Uttalelsen er uklar, men ettersom lagmannsretten foretar en selvstendig vurdering av Daimler-saken, og klart og tydelig uttaler at det ikke foreligger «presise opplysninger» med mindre det er sannsynlig at begivenheten vil inntre, er det mest nærliggende å konkludere med at retten her oppstiller et krav om sannsynlighetsovervekt. Det er også slik avgjørelsen er blitt tolket i juridisk teori.<sup>119</sup>

Til tross for at dette er den mest nærliggende slutningen, har imidlertid ikke dommen blitt brukt til å oppstille en tilsvarende terskel i senere avgjørelser.

I kjølvannet av Børsklagenemndas avgjørelse i Intex-saken,<sup>120</sup> utferdiget Økokrim forelegg mot selskapet for brudd på reglene om føring av innsidelister i vphl. § 3-5 jf. § 17-3 annet ledd nr. 1. Forelegget ble ikke vedtatt, og tingretten ble nødt til å foreta en ny vurdering av fra hvilket tidspunkt inngåelsen av intensjonsavtalen med det kinesiske selskapet «med rimelig grunn [kunne] ventes å ville inntreffe» jf. vphl. § 3-2 annet ledd. Det ble vist til den ovenfor siterte uttalelsen i Bionor-saken, og lagt til grunn at sannsynlighetsovervekt ikke kreves.<sup>121</sup>

Den neste avgjørelsen som aktualiserer sannsynlighetskravet er Crayon-saken.<sup>122</sup> To ansatte i et børsnotert selskap hadde kjøpt aksjer på bakgrunn av opplysninger i en intern e-post som tydet på at aksjekursen ville stige i fremtiden. Det springende punkt var om kursoppgangen den interne e-posten antydet «med rimelig grunn [kunne] ventes å ville inntreffe».

Lagmannsretten besvarte spørsmålet bekræftende, etter å ha lagt til grunn at det var tilstrekkelig med en «realistisk mulighet» for at kursen ville stige slik e-posten antydet.<sup>123</sup> Det foretas imidlertid ingen gjennomgang av det øvrige rettskildet bildet.

---

<sup>118</sup> LB-2012-197664 s. 11

<sup>119</sup> Berg (2014), s. 55-56. Bergos (2014) utheving fra dommen på s. 281 tyder på at han mener det samme.

<sup>120</sup> Se omtale av OBKN-2013-1 over

<sup>121</sup> Se TOSLO-2014-40539 s. 6

<sup>122</sup> LB-2014-106934

<sup>123</sup> Samme sted, s. 8



Også to avgjørelser av helt nyere dato setter sannsynlighetskravet på spissen. Den første av disse er Oslo tingretts dom i den såkalte Funcom-saken.<sup>124</sup> Saken gjaldt tiltale for innsidehandel og markedsmanipulasjon mot fire personer i ledelsen i et spillselskap, som i forkant av lansering av et spill hadde solgt en vesentlig mengde aksjer i selskapet. Tingretten foretar her en grundig gjennomgang av rettskildebildet knyttet til sannsynlighetskravet. Etter å ha kommet til at hverken Daimler-saken, europeisk rettspraksis, eller reelle hensyn gir grunnlag for å trekke klare slutninger, konkluderer retten med at det ikke kreves sannsynlighetsovervekt. Det ble lagt avgjørende vekt på ordlyden i verdipapirhandeloven og at norsk rettspraksis i hovedsak ikke har stilt krav om sannsynlighetsovervekt.<sup>125</sup>

Den siste saken som skal nevnes stammer også fra Intex-sakskomplekset. Styrelederen i selskapet ble tiltalt for blant annet å ha formidlet informasjon om den potensielt forestående intensjonsavtalen til utenforstående, og i forlengelsen av det tilskyndet til innsidehandel. Det avgjørende var om lovens krav til «presise opplysninger» var oppfylt på det tidspunktet informasjonen ble gitt. Tingretten besvarte spørsmålet bekreftende, og la til grunn et krav om sannsynlighetsovervekt.<sup>126</sup> Dommen ble anket, og lagmannsretten opprettholdt tingrettens dom. Om sannsynlighetskravet vises det til Bergan (2016) og Børsklagenemndas avgjørelse i Intex-saken, før den slutter seg til disse.<sup>127</sup> Retten konkluderer altså med at det kreves sannsynlighetsovervekt.

Denne gjennomgangen viser at det bare er Børsklagenemndas avgjørelse i Intex-saken, lagmannsrettens dom i Bionor-saken og den seneste Intex-dommen som legger til grunn en tolkning av kriteriet «med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe» som er i tråd med gjeldende rett.<sup>128</sup> Etersom en så stor andel av de gjennomgatte avgjørelsene legger til grunn en sannsynlighetsterskel som ikke samsvarer med gjeldende rett, vil det i det følgende også knyttes noen nærmere kommentarer til fellestrekk ved rettens argumentasjon og rettskildebruk de ulike sakene.

For det første synes alle de omtalte avgjørelsene å legge til grunn at det avgjørende

---

<sup>124</sup> Oslo tingretts dom av 28.04.2017 (Saksnr. 16-033122MEDOTIR/02). Dommen er varslet anket, og er så vidt meg bekjent ikke rettskraftige.

<sup>125</sup> Samme sted, s. 23

<sup>126</sup> TOSLO-2014-108244, s. 26

<sup>127</sup> LB-2016-19016, s. 17. Dommen er varslet anket, og er så vidt meg bekjent ikke rettskraftig.

<sup>128</sup> OBKN-2013-1, LB-2012-197664 og TOSLO-2014-108244

vurderingstema er hvorvidt det er en «realistisk mulighet» for at den fremtidige begivenheten vil inntre. I lys av EU-domstolens premisser i Daimler-saken er dette utgangspunktet utvilsomt også i samsvar med gjeldende rett.<sup>129</sup> Det er når det videre innholdet i vurderingstemaet skal utpensles forskjellene og uklarhetene blir synlige.

De avgjørelsene som konkluderer med at det ikke gjelder et krav til sannsynlighetsovervekt, har med unntak av Funcom-dommen det til felles at de tilsynelatende utelukkende legger vekt på en tolkning av ordlyden «realistisk mulighet». Det gjør at man mister av syne den rettsoppfatningen som egentlig kommer til uttrykk i Daimler-saken. Det er en klar svakhet ved disse avgjørelsene at retten ikke har klart å fange opp helheten i EU-domstolens argumentasjon, herunder særlig at «probability-magnitude-testen» avvises, og betydningen av dette. Tar man denne delen av EU-domstolens argumentasjon med i betraktningen er det vanskelig å komme til en annen konklusjon enn at det må oppstilles et krav til sannsynlighetsovervekt, slik det er redegjort for ovenfor.<sup>130</sup> Rettens konklusjon i disse tilfellene baserer seg dermed på til dels ufullstendige eller misforståtte slutninger fra rettskildebildet.

I Funcom-dommen vurderer imidlertid tingretten hele rettskildebildet.<sup>131</sup> Som nevnt ble det lagt avgjørende vekt på ordlyden i vphl. og nyere norsk rettspraksis om sannsynlighetskravet. At retten tillegger ordlyden i vphl. § 3-2 avgjørende vekt er i utgangspunktet ukontroversielt i lys av legalitetsprinsippet i Grunnloven § 96. I dette tilfellet er det imidlertid spørsmål om å fravike ordlyden med sikte på å innskrenke straffansvaret.<sup>132</sup> Begrunnelsen for å legge avgjørende vekt på hva som følger av en alminnelig språklig forståelse av ordlyden på strafferettens område gjør seg dermed ikke gjeldende i samme grad. Tvert imot er det i disse tilfellene adgang til å fravike ordlyden dersom rettskildebildet for øvrig gir grunnlag for det.<sup>133</sup> Det gir grunn til å sette spørsmålstegn ved om ikke retten har lagt for stor vekt på ordlyden i dette tilfellet.

Heller ikke tingrettens slutninger fra rettspraksis er helt treffende. I lys av gjennomgangen i dette kapittelet er det ikke riktig at det bare er den seneste Intex-dommen som legger til grunn

---

<sup>129</sup> Jf. pkt. 5.2.4.3.

<sup>130</sup> Jf. samme sted

<sup>131</sup> Se Funcom-dommen, pkt. 3.3.2.1.

<sup>132</sup> Jf. pkt. 5.2.4.3.

<sup>133</sup> Jf. Frøberg (2015) s. 67-68

et krav om sannsynlighetsovervekt. Også Bionor-dommen bør tolkes i den retningen.<sup>134</sup> Rettspraksis trekker dermed ikke så entydig i samme retning som tingretten synes å legge til grunn. I lys av at de resterende avgjørelsene tingretten støtter seg til i tillegg har liten rettskildemessig vekt, og dessuten klare svakheter i argumentasjonen, synes det som om tingretten tillegger disse større vekt ved fastleggelsen av gjeldende rett enn det er grunnlag for.

Argumentasjonen i avgjørelsene som kommer til at det gjelder et krav om sannsynlighetsovervekt er imidlertid heller ikke uten svakheter.

I den seneste Intex-avgjørelsen fremhever tingretten at legalitetsprinsippet og dets klarhetskrav tilsier at det bør kreves sannsynlighetsovervekt.<sup>135</sup> I teorien har Berg og Bergan tatt til orde for det samme.<sup>136</sup>

Dette er et argument det er vanskelig å forstå, og som savner utdypning både i rettens dom og i teorien. Med legalitetsprinsippet klarhetskrav menes at lovteksten må utformes «tilstrekkelig presist til å gi nødvendig veiledning om grensen mellom rett og galt på det aktuelle området».<sup>137</sup> Kravet retter seg altså mot vag lovtekst. I dette tilfellet er imidlertid ordlyden nokså klar på at sannsynlighetsovervekt ikke kreves.<sup>138</sup> Allerede her fremstår det som merkelig å trekke inn klarhetskravet i argumentasjonen. Når det i tillegg er spørsmål om å tolke denne nokså klare ordlyden innskrenkende til gunst for tiltalte, blir det enda klarere at legalitetsprinsippet her neppe bør ha vesentlig vekt i rettsanvendelsen. Henvisningen til legalitetsprinsippet i Intex-dommen og i litteraturen bygger således enten på en misforstått oppfatning av dets innhold, eller en feilaktig tolkning av ordlyden i vphl. § 3-2 annet ledd.

På bakgrunn av det som er sagt her i pkt. 5.2.4.4. må konklusjonen bli at norsk underretts- og forvaltningspraksis i et flertall av avgjørelsene ikke er i samsvar med gjeldende rett når det gjelder hvordan kriteriet «med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe» i vphl. § 3-2 annet ledd skal forstås. Videre kan det også konkluderes med at det på flere punkter er grunnlag for å kritisere rettens argumentasjon i avgjørelsene. Disse konklusjonene viser at det er et klart

---

<sup>134</sup> Jf. ovenfor i dette kapittelet

<sup>135</sup> LB-2016-19016, s. 17

<sup>136</sup> Se Berg (2014) s. 56 og Bergan (2016) s. 206

<sup>137</sup> Jf. HR-2016-1458-A, avsnitt 8

<sup>138</sup> Jf. tolkningen av kriteriet i pkt. 5.2.4.3.

behov for rettsavklaring fra lovgiver eller Høyesterett når det gjelder hvordan kriteriet skal forstås. Tatt i betraktning at Verdipapirhandellovutvalget er underveis i arbeidet med å utrede implementeringen av MAR, samt at to av de her nevnte dommene ikke er rettskraftige, er det imidlertid et visst håp om at en slik avklaring etter hvert vil komme.

#### **5.2.4.5 De lege ferenda – var det riktig av EU-domstolen å avvise «probability-magnitude-testen»?**

Det er nå avklart hva som følger av Daimler-saken, og hvordan denne er tolket i norsk retts- og forvaltningspraksis. EU-domstolens avvisning av «probability-magnitude-testen» var imidlertid ikke åpenbar. Derfor vil det i det følgende problematiseres om ikke EU-domstolen burde kommet til motsatt resultat, slik at sannsynlighetskravet i første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1 jf. MAD art. 1 nr. 1 likevel må tolkes i lys av den fremtidige begivenhetens potensielle kurspåvirkning. I så fall må tilsvarende tolkning legges til grunn etter vphl. § 3-2 annet ledd jf. første ledd for å sikre fullharmonisering mellom norsk rett og MAD.

Avgjørende blir om rettskildebildet, herunder særlig formål og reelle hensyn tilsier at «probability-magnitude-testen» bør innfortolkes i ordlyden «may reasonably be expected to come into existence» i første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1.

I sin uttalelse i Daimler-saken tok Generaladvokat Mengozzi til orde for at testen burde innfortolkes i den EU-rettslige reguleringen. Om forholdet mellom kurspåvirkningsvilkåret og presisjonsvilkåret uttaler han at

*«[w]ilst they remain logically distinct at the point of their identification, those factors must be considered globally, and for this reason either of the pre-conditions may well in practice be attributed a greater significance than the other, provided that the other is not wholly unsatisfied and that the information thus reaches a level where it may be regarded as inside information, it having been ascertained that there is a proper balance in the circumstances between its precision at its potential effect».*<sup>139</sup>

Generaladvokaten ser det altså slik at vilkårene er så nært knyttet til hverandre at det er lite hensiktsmessig å opprettholde et klart skille mellom dem.

---

<sup>139</sup> Sak C-19/11 – Opinion of Advocate General Mengozzi, avsnitt 101

Det er ingen tvil om at kravet til «presise opplysninger» er nært forbundet med kurspåvirkningsvilkåret og fornuftig investor-testen.<sup>140</sup> En fornuftig investor vil utvilsomt være mer interessert i å foreta en investering, jo større avkastning denne investeringen potensielt kan gi. I så fall er det med dagens definisjon av «presise opplysninger» en risiko for at man ikke fanger opp straffverdige investeringer som baserer seg på at en eller flere mulige fremtidige begivenheter vil inntreffe. Problemet kan illustreres med følgende eksempel:

En investor investerer i en aksje. Investeringsbeslutningen er motivert ut fra en tro på, eller et håp om at aksjekursen vil få en kraftig oppsving i løpet av investeringsperioden, og baserer seg på konkrete opplysninger om selskapets fremtidige vekst. Disse opplysningene er ikke «allment kjent i markedet» jf. vphl. § 3-2 (1), og sannsynlighetskravet under vilkåret «presise opplysninger» kommer dermed på spissen. Sjansen for at den ønskede utviklingen skal inntre er imidlertid usikker.

Det vil i et tilfelle som dette være usikkert om sannsynlighetskravet slik det er lagt til grunn i Daimler-saken er oppfylt. Like fullt er investeringsbeslutningen motivert av ikke-offentlige opplysninger om mulig fremtidig avkastning, hvilket i utgangspunktet tilsier at investeringene er straffverdige. Når det skal mindre til for at en investor vektlegger forholdet jo større potensialet er for store kurssvingninger gir det derfor mening å senke terskelen i sannsynlighetsvurderingen tilsvarende, slik at den blir lavere der den potensielle gevinsten er høyere. På den måten får man fanget opp investeringsbeslutninger som kommer som følge av misbruk av et informasjonsfortrinn. Det finnes derfor gode grunner til å se presisjonskravet og kurspåvirkningskravet i vphl. § 3-2 mer samlet, slik generaladvokat Mengozzi tok til orde for i sin uttalelse.

Innføring av testen samsvarer også godt med formålet bak forbudet mot innsidehandel.<sup>141</sup> I en situasjon der enkeltaktører sitter på informasjon med potensielt stort kurspåvirkningspotensiale vil hypotesen om markedseffisiens briste klart, ettersom noen har tilgang på informasjon som ikke reflekteres i verdipapirkursen. «Probability-magnitude-testen» motvirker slike tilfeller ved å stille mindre strenge krav til sannsynligheten for at den fremtidige hendelsen skal inntre. Det effektiviserer forbudet mot innsidehandel, som igjen

---

<sup>140</sup> Jf. pkt. 2 og Reed (1996) s. 124

<sup>141</sup> Jf. pkt. 3.2

presumptivt sikrer investorenes tillit til verdipapirmarkedet. Også dette taler for at EU-domstolen burde akseptert «probability-magnitude-testen» som gjeldende rett.

På den annen side fører introduksjon av «probability-magnitude-testen» til at et krav til kvantifiserbar kurspåvirkning gjenintroduseres som et avgjørende element i definisjonen av innsideinformasjon. Dette fordi testen forutsetter en vurdering av hvor mye kursen vil påvirkes dersom den fremtidige begivenheten inntreffer. Kravet til kvantifiserbar kurspåvirkning er som nevnt uttrykkelig avvist av EU-kommisjonen.<sup>142</sup> Til tross for at det finnes gode grunner til å gjøre det, fremstår det da lite lojalt å innfortolke «probability-magnitude-testen» i første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1 jf. MAD art. 1.

Innføring av «probability-magnitude-testen» kan også få uønskede følger for handelen med volatile instrumenter. Disse instrumentene kjennetegnes ved at kursen er særlig sensitiv for kursrelevant informasjon, og på grunn av det svinger mer enn kursen på andre verdipapirer. Nærmest ethvert forhold har dermed stort kurspåvirkningspotensiale. Dersom «probability-magnitude-testen» innføres, risikerer man at lovens krav til «rimelig grunn» alltid vil være oppfylt for disse instrumentene. I stedet for å få et relativt sannsynlighetskrav får man da heller en permanent lav terskel. Det innebærer en regulering av innsidehandel som sterkt begrenser investorenes kontraheringsadgang, med påfølgende risiko for at verdipapirets likviditet blir skadelidende. En slik norm fremstår i lys av dette som uforholdsmessig streng.

Videre fremheves det i avsnitt 18 i MARs fortale at et av formålene med den nye, reviderte reguleringen er å sikre forutberegnelighet for aktørene. En relativ sannsynlighetsterskel bidrar imidlertid til en lite forutberegnelig rettsstilling, ettersom sannsynlighetsterskelen må vurderes konkret i hvert enkelt tilfelle. Det stiller store krav til den enkelte aktør i handelen med finansielle instrumenter. Hensynet til forutberegnelighet taler derfor med tyngde mot å innføre «probability-magnitude-testen».

Endelig kan innføring av testen også få uheldige konsekvenser for praktiseringen av den løpende informasjonsplikten i vphl. § 5-2. Forutsatt at definisjonen skal tolkes likt uavhengig av regelsett,<sup>143</sup> må sannsynlighetskravet være relativt til kurspåvirkningspotensialet også i relasjon til § 5-2. Ettersom viktige hendelser, slik som inngåelse av verdifulle kontrakter, eller

---

<sup>142</sup> Jf. pkt. 4

<sup>143</sup> Jf. pkt. 5.2.4.3.

oppkjøp av en konkurrerende virksomhet har stort kurspåvirkningspotensial, vil selskapene i så fall bli pålagt å offentliggjøre informasjon om fremtidige slike hendelser på et enda tidligere tidspunkt. Slik offentliggjøring kan innebære at selskapets interesser blir skadelidende,<sup>144</sup> hvilket er uheldig og trekker ytterligere i retning av at «probability-magnitude-testen» ikke bør innføres.

Til tross for at testen kan bidra til at forbudet mot innsidehandel effektiviseres, går innføring av den likevel på bekostning av andre relevante hensyn og interesser. Konklusjonen her er ikke åpenbar, men avvisningen av at kurspåvirkningspotensialet skal være avgjørende i definisjonen av innsideinformasjon, understrekningen av betydningen av hensynet til forutberegnelighet i MARs fortale, samt hensynet til praktiseringen av den løpende informasjonsplikten må trolig tillegges avgjørende vekt i favør av at «probability-magnitude-testen» heller ikke er den beste løsningen de lege ferenda.

#### **5.2.4.6 Noen bemerkninger om sannsynlighetsvurderingens praktiske betydning**

Avslutningsvis i behandlingen av vilkåret «med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe», er det nødvendig å knytte noen kommentarer til vilkårets praktiske betydning.

I Daimler-saken fastholder EU-domstolen at et «intermediate step» i en prosess frem mot en spesifikk hendelse også i seg selv kan utgjøre innsideinformasjon. Dette er også nå uttrykkelig inntatt i MAR art. 7 nr. 3.<sup>145</sup> Behovet for å vurdere om informasjon om fremtidige begivenheter utgjør innsideinformasjon begrenser seg dermed til tilfellene der det ikke allerede foreligger mellomliggende begivenheter som i seg selv utgjør innsideinformasjon. Selv om Daimler-avgjørelsen bidrar til vesentlig rettsavklaring og rettsutvikling med hensyn til når fremtidige omstendigheter utgjør innsideinformasjon, bidrar den dermed også til en viss grad til å begrense vilkårets praktiske betydning.<sup>146</sup>

To norske avgjørelser er illustrerende. I Intex-saken uttaler Børsklagenemnda:

---

<sup>144</sup> Jf. samme sted

<sup>145</sup> Jf pkt. 5.2.3.3.

<sup>146</sup> Sml. Bergo (2014) s. 282

*«I lys av at det uansett må foretas en bedømmelse av kursrelevansen for de mellomliggende (inntrufne) forhold i en begivenhetsrekke (...), er det fristende å stille strengere krav til sannsynligheten og primært spørre om de mellomliggende forhold i seg selv kan antas å ha kurseffekt, dersom de blir kjent».<sup>147</sup>*

Uttalelsen viser at nemnden brukte Daimler-sakens avklaring vedrørende mellomliggende forhold som et argument for en høyere sannsynlighetsterskel. Nemnden synliggjør hvordan man på dette måten "flytter" forholdet over fra å bli vurdert under alternativet «rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe» til å bli vurdert som et forhold som «har inntruffet». Vurderingen får dermed et bakoverskuende perspektiv, istedenfor et fremmadskuende. Dette er ikke minst bevismessig gunstig, ettersom det er lettere å bevise noe som har skjedd enn å bevise ennå ikke inntrådte forhold.

En annen avgjørelse som synliggjør den praktiske betydningen av vilkåret «med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe» er Høyesteretts avvisningsbeslutning i Eltek-saken.<sup>148</sup> Her ble tre personer i lagmannsretten dømt for innsidehandel etter å ha blitt frikjent i tingretten. De domfelte hadde handlet aksjer på bakgrunn av informasjon om at Eltek kom til å foreta et gunstig salg av et datterselskap. Det ble anket til Høyesterett, blant annet med henvisning til at lagmannsretten ikke hadde tatt stilling til om kravet til sannsynlighet var oppfylt i relasjon til Elteks mulige salg av datterselskapet. Høyesterett avviste anken og uttalte at lagmannsrettens premisser måtte forstås slik at man «bygget på at opplysningene om status i forhandlingene [var] en opplysning om en begivenhet som 'har inntruffet' jf. vphl. § 3-2 andre ledd».<sup>149</sup> Det var dermed ikke nødvendig å vurdere alternativet «rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe».

Til tross for dette viser antallet avgjørelser de senere år at alternativet «med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe» har praktisk betydning i norsk rett. Behovet for rettsavklaring som ble fremhevet avslutningsvis i pkt. 5.2.4.5 er derfor utvilsomt fremdeles tilstede.

---

<sup>147</sup> OBKN 2013-1, s. 23

<sup>148</sup> Rt. 2014 s. 452

<sup>149</sup> Samme sted, avsnitt 47



## 5.3 Spesifikasjonskriteriet

### 5.3.1 Introduksjon

Med spesifikasjonskriteriet menes som nevnt i pkt. 5.1 at opplysningene må være «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». Den korresponderende reguleringen i første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1 jf. MAD art. 1, videreføres uendret i MAR art. 7 nr. 2, og oppstiller krav om at informasjonen må være «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 the financial instruments ...». Et slikt krav er nødvendig i lys av innsidehandelforbudets hovedformål.<sup>150</sup> En opplysning som etter sin art er uspesifisert og lite konkret kan vanskelig utgjøre noe informasjonsfortrinn egnet til å skade investorenes tillit til verdipapirmarkedet.

I det følgende vil tre tolknings spørsmål kriteriet aktualiserer belyses nærmere. Det første spørsmålet er hvem kriteriet retter seg mot, dvs. hvem som skal «trekke en slutning om den mulige påvirkningen på kursen». For det andre aktualiseres spørsmålet om hva ved opplysningene som må være «tilstrekkelig spesifikt», nærmere bestemt om kriteriet kun legger opp til en vurdering av innholdet i opplysningene, eller om også andre forhold kan spille inn i spesifikasjonsvurderingen. For det tredje må det tas stilling til hvor den nedre grensen for hva som skal anses å være «tilstrekkelig spesifikt» går. Disse tolknings spørsmålene vil besvares under pkt. 5.3.2, 5.3.3. og 5.3.4 i det følgende.

### 5.3.2 Hvem skal «trekke en slutning om den mulige påvirkningen»?

Det er på det rene at alle mennesker i prinsippet kan tolke potensielt kurssensitiv informasjon forskjellig. Personer med særlig erfaring og kunnskap om verdipapirhandel generelt, eller et konkret marked spesielt, vil imidlertid presumptivt være bedre i stand til å trekke en slutning om mulig kurspåvirkning ut av den til enhver tid tilgjengelige informasjon enn personer uten

---

<sup>150</sup> Jf. pkt. 3.2

slik erfaring og kunnskap. Det aktualiserer spørsmålet om hvem det er som skal «trekke en slutning om den mulige påvirkningen på kursen» jf. vphl. § 3-2 annet ledd.

Ordlyden i vphl. § 3-2 annet ledd omtaler ikke spørsmålet direkte, og det synes heller ikke å være berørt i forarbeidene. Første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1 og MAR art. 7 nr. 2 gir heller ikke noe uttrykkelig bidrag til tolkningen.

En regel som tar utgangspunkt i den enkeltes forutsetninger og andre subjektive forhold er imidlertid både lite forutberegnelig og retts teknisk vanskelig. I fravær av holdepunkter i ordlyden for det motsatte må det i lys av disse hensynene derfor legges til grunn en objektiv vurdering.

Videre tar presiseringen av kurspåvirkningsvilkåret i § 3-2 tredje ledd utgangspunkt i hvordan en «fornuftig investor» ville opptrådte.<sup>151</sup> Som fremhevet bl.a. i pkt. 5.2.4.5 over, er kurspåvirkningsvilkåret og presisjonsvilkåret nært tilknyttet hverandre. Det er derfor naturlig å vurdere vilkårene fra samme perspektiv. Systematikken i legaldefinisjonen i vphl. § 3-2 tyder derfor på at spesifikasjonsvurderingen skal gjøres ut fra perspektivet til en fornuftig investor.<sup>152</sup> Dette er også lagt til grunn i CESRs rådgivende uttalelser.<sup>153</sup>

Det må på bakgrunn av dette trygt kunne legges til grunn at det også i relasjon til vphl. § 3-2 annet ledd er avgjørende hvilke slutninger en «fornuftig investor» kan trekke om den mulige kurspåvirkningen.

### **5.3.3 Hva må være tilstrekkelig spesifikt?**

Det neste spørsmålet blir hva vurderingen retter seg mot, nærmere bestemt hva det er som skal vurderes under vilkåret om at opplysningene må være «tilstrekkelig spesifikke til å trekke en slutning om den mulige [kurs]påvirkningen» jf. vphl. § 3-2 annet ledd.

Ordlyden gir anvisning på et krav til opplysningenes innhold, og avgrenser mot opplysninger som er så vanskelige å tolke at det ikke kan trekkes en slutning om kurspåvirkningen. Det

---

<sup>151</sup> Se pkt. 2

<sup>152</sup> Sml. Bergan (2016) s. 207-208 og Bergo (2014) s. 285.

<sup>153</sup> Jf. CESR/02-089d avsnitt 20, tredje strekpunkt

gjøres dermed klart at utgangspunktet for vurderingen er en tolkning av selve innholdet i opplysningen. Dette er også lagt til grunn i juridisk teori.<sup>154</sup>

I sitt forsøk på å trekke en slutning om kurspåvirkningen, vil imidlertid ikke den fornuftige investoren nøye seg med å tolke opplysningens innhold. Det hjelper lite at opplysningene etter sitt innhold er konkrete dersom deres opphav er ukjent, eller kilden ikke er troverdig. Det taler for å også inkludere andre forhold i vurderingen av spesifikasjonskriteriet, herunder opplysningenes troverdighet.

Til tross for at en slik slutning ikke direkte har forankring i ordlyden i vphl. § 3-2 annet ledd, er dette er også lagt til grunn i forarbeidene, som illustrerer på følgende måte:

*«Et eksempel er dersom en finansdirektør opplyser at det kommer et bedre resultat enn forventet, uten at vedkommende som mottar informasjonen vet hvor godt resultatet vil bli. Finansdirektørens opplysninger er en type opplysninger som kan være presise nok til å handle på bakgrunn av. Derimot vil generelle rykter om selskapets resultat, uten noen nærmere identifisert kilde, vanskelig kunne sies å være presise nok.»<sup>155</sup>*

Uttalelsen er fulgt opp i rettspraksis. I Finansbanken-saken la retten vekt på at de omtvistede opplysningene «kom fra en person som utga seg for å representere – og som faktisk representerte – den industrielle aktøren (...), noe som også bidro til å gjøre at opplysningene fremstod som mer konkrete».<sup>156</sup> Også juridisk teori legger til grunn at også andre forhold enn opplysningenes innhold er relevant i vurderingen av om opplysningene er «tilstrekkelig spesifikke til å trekke en slutning om den mulige [kurs]påvirkningen».<sup>157</sup>

At det er nødvendig å vurdere andre forhold enn opplysningenes innhold når det skal tas stilling til om det foreligger «presise opplysninger» er åpenbart. I lys av systematikken i vphl. § 3-2 annet ledd er det imidlertid grunn til å sette spørsmålstegn ved om det er korrekt å vurdere disse forholdene som en del av spesifikasjonskriteriet.

I et tilfelle der opplysningene etter sitt innhold er presise, men troverdigheten er mer eller mindre tvilsom, er det i realiteten spørsmål om opplysningene angår forhold som faktisk har

---

<sup>154</sup> Jf. Sæbø (1995) s. 154-155 med tilslutning fra Svedberg (2007) s. 135

<sup>155</sup> NOU 1996:2 s. 57

<sup>156</sup> LB-2003-1353, side 7-8

<sup>157</sup> Se Sæbø (1995) s. 153-155, Svedberg (2007) s. 135 og Bergan (2016) s. 209.

«inntruffet», eventuelt forhold som «med rimelighet kan ventes å ville inntreffe», eller om det kun dreier seg om et rykte eller en antakelse uten rot i virkeligheten. Det er med andre ord spørsmål om eksistensen av de potensielt kursrelevante omstendighetene – spørsmål som det på bakgrunn av det som er sagt om eksistenskriteriet over i pkt. 5.2 vil være nærliggende å vurdere under denne delen av kravet til "presise opplysninger".

Lovtekstens systematikk tyder dermed på at vurderingen av spesifikasjonskriteriet bygger på en forutsetning om at de omtvistede opplysningene omhandler omstendigheter som faktisk eksisterer. Det tilsier at kildens troverdighet og andre forhold av betydning for sannhetsgehalten i opplysningene uttømmende bør vurderes som en del av eksistenskriteriet. I lys av det bør kriteriet «tilstrekkelig spesifikke til å trekke en slutning om den mulige [kurs]påvirkningen» tolkes snevert til kun å gjelde opplysningens innhold.

På den annen side er det vanskelig å skille klart mellom forhold av betydning for tolkningen av opplysningens innhold, og forhold av betydning for opplysningenes troverdighet. Alle opplysninger må tolkes i lys av omstendighetene for at meningsinnholdet skal kunne avklares best mulig. Dette ble også fremhevet av lagmannsretten i Pareto-megler-saken, hvor det ble uttalt at «(...) avgrensningen mot rykter og spekulasjoner og kravet om at opplysningene må være tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning, glir over i hverandre».<sup>158</sup> Det kan derfor virke noe kunstig å forsøke å foreta en distinksjon mellom opplysningenes innhold og deres troverdighet.

Videre er denne diskusjonen kun av teoretisk interesse. Det er ikke tvilsomt at også andre forhold enn opplysningens innhold må vurderes under kravet til «presise opplysninger», og den nærmere rubriseringen av hva som skal vurderes under hvilket delvilkår i vphl. § 3-2 annet ledd er derfor mindre vesentlig. Det er heller ikke tvilsomt de lege lata at også andre forhold enn opplysningenes innhold skal vurderes under spesifikasjonskriteriet. Dette ble senest bekreftet i Funcom-dommen, hvor det uttales at

*«Som utgangspunkt er det opplysningens innhold som være tilstrekkelig spesifikke. For den fornuftige investor vil også omstendighetene rundt opplysningens innhold ha betydning ved vurderingen av om opplysningen er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en*

---

<sup>158</sup> LB-2011-133290, s. 22

*slutning, bl.a. hvordan opplysningen er meddelt, om kilden er kjent, kildens identitet, kildens nærhet til opplysningene mv (...)*.<sup>159</sup>

Denne fremstillingen nøyer seg derfor med å understreke at det nok er best i samsvar med lovbestemmelsens ordlyd og systematikk å vurdere troverdigheten som en del av eksistenskriteriet.

Konklusjonen blir at man ved anvendelsen av spesifikasjonskriteriet må ta utgangspunkt i en tolkning av opplysningenes innhold, men at også andre forhold av betydning for muligheten til å trekke en slutning om kurspåvirkningen må tas med i vurderingen.

### **5.3.4 Nærmere om vurderingen av om opplysningene er «tilstrekkelig spesifikke»**

#### **5.3.4.1 Overordnet om vurderingens karakter og vurderingstema**

Den videre problemstillingen blir hvilke kvalitative krav vphl. § 3-2 annet ledd stiller til opplysningene for at de skal være «tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om mulig [kurs]påvirkning». Her, under pkt. 5.3.4.1. er spørsmålet om rettskildebildet gir grunnlag for å oppstille noen generelle retningslinjer for vurderingen, herunder en presisering av vurderingstemaet. I pkt. 5.3.4.2. og 5.3.4.3. vil henholdsvis momentene i vurderingen og det særlige tolkningsspørsmål som ble reist i Lafonta-saken gjennomgås.

Som nevnt over i pkt. 5.3.3. gir ordlyden anvisning på et krav til opplysningens innhold. Den gir imidlertid ikke grunnlag for å trekke klare slutninger mht. hvor grensen skal gå mellom opplysninger som er «tilstrekkelig spesifikke» og opplysninger som ikke er det.

I forarbeider og rettspraksis er det lagt til grunn at det ikke stilles krav om at opplysningene må være eksakte for at kriteriet skal anses oppfylt.<sup>160</sup> Det tyder på at terskelen for at noe skal anses «tilstrekkelig spesifikke» er lav. Dette er også lagt til grunn av EU-domstolen i Lafonta-saken, hvor det uttales at det kun er informasjon som er «vague or general» som

---

<sup>159</sup> Jf. samme sted, s. 23

<sup>160</sup> Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 26 og Rt. 2014 s. 452, avsnitt 43

ekskluderes.<sup>161</sup> På den annen side er det på det rene at heller ikke rykter og spekulasjoner er egnet til å sette en fornuftig investor i stand til å trekke slutninger om mulig kurspåvirkning.<sup>162</sup> Den tidligere nevnte avgrensningen mot rykter og spekulasjoner gjør seg dermed gjeldende også i relasjon til spesifikasjonskriteriet.<sup>163</sup>

Samlet sett gir imidlertid ikke tolkningsbidragene fra lovttekst og forarbeider mye med hensyn til å avklare når en opplysning er «tilstrekkelig spesifikk». I CESRs rådgivende uttalelse omtales kriteriet på følgende måte:

*«A piece of information allows a conclusion to be drawn about its impact on prices, either when it would enable a reasonable investor to take an investment decision without (or at a very low) risk or when its likely to be exploited immediately on the market.»<sup>164</sup>*

På bakgrunn av det som er sagt i pkt. 5.3.3. og så langt i pkt. 5.3.4. synes spesifikasjonsvurderingen dermed å bero på en konkret vurdering av om opplysningenes innhold i lys av øvrige relevante omstendigheter gjør en fornuftig investor i stand til å trekke en slutning om mulig kurspåvirkning. Hva som i relasjon til dette vurderingstemaet utgjør relevante omstendigheter, er det imidlertid ikke mulig å gi noen uttømmende angivelse av.<sup>165</sup> I det følgende vil det som i rettspraksis og teori er fremhevet som de mest sentrale momentene i vurderingen gjennomgås.

#### **5.3.4.2 Momenter i vurderingen av spesifikasjonskriteriet**

Utgangspunktet for vurderingen må som nevnt tas i opplysningens innhold.<sup>166</sup> Dersom opplysningene innholdsmessig ikke har potensial for kursutslag, kan det heller ikke bli tale om noen «påvirkning (...) på kursen» i lovens forstand. At opplysningene etter sitt innhold objektivt sett er av en slik karakter at de er egnet til å påvirke kursen, er dermed en forutsetning for at de øvrige momentene i det hele tatt skal komme i betraktning.

---

<sup>161</sup> Sak C-628/13 avsnitt 31

<sup>162</sup> Jf. Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 26

<sup>163</sup> Gode grunner taler imidlertid for å drøfte grensedragningen mot rykter som en del av eksistenskriteret jf. pkt. 5.3.3. over.

<sup>164</sup> Jf. CESR/02-089d, pkt. 20

<sup>165</sup> Sml. Bergan (2016), s. 209

<sup>166</sup> Jf. pkt. 5.3.3. over

Betydningen av opplysningenes innhold kan illustreres ved Høyesteretts beslutning i Pareto-megler-saken. Her ble en aksjemeglers anke over lagmannsrettens domfellelse for innsidehandel avvist for så vidt gjaldt lovanvendelsen. Ankeutvalget viste til lagmannsrettens dom hvor det ble vektlagt som et sentralt moment i den samlede vurderingen at opplysningen ble karakterisert som «oppsiktsvekkende». På bakgrunn av det kom utvalget til at det ikke fantes holdepunkter for at retten hadde lagt til grunn feil lovforståelse.<sup>167</sup>

Som nevnt er også kildens troverdighet et sentralt moment.<sup>168</sup> Avgjørende i så måte er i første rekke hvorvidt kildens identitet er kjent for den som mottar informasjonen. Bergo fastholder at det ikke kan regnes som innsideinformasjon når opplysningens opphavsmann ikke er kjent, til tross for at informasjonen er innholdsmessig klar.<sup>169</sup> Illustrerende er også lagmannsrettens avgjørelse i Otrum-saken, hvor det uttales at en opplysning kan «miste en del av sitt konkrete innhold når den føres videre i flere ledd, og kan ende opp som et rykte **uten (...) noen kilde**».<sup>170</sup> Uttalelsen antyder at opplysninger som ikke kan føres tilbake til noen kilde i realiteten bør anses som rykter, og dermed ikke innsideinformasjon. En kategorisk avgrensning mot informasjonsmengder hvor kilden er ukjent, kan imidlertid trolig ikke oppstilles.<sup>171</sup>

Dersom kilden er kjent, må dens troverdighet vurderes. Her er i prinsippet alle forhold av betydning for troverdigheten relevant. Et tilfelle der kildens troverdighet ble vektlagt som et avgjørende moment var Pareto-megler-saken. Her var det spørsmål om tiltaltes kunnskap om at det ville komme en negativ artikkel i Nettavisen om et børsnotert selskap utgjorde innsideinformasjon. Lagmannsretten, med ankeutvalgets tilslutning vektla at tiltalte «utvilsomt (...) har ansett Nettavisen som et seriøst journalistisk medium», til tross for at det «ikke fremstod som noe sentralt kommentarorgan på linje med (...) Finansavisen og Dagens Næringsliv».<sup>172</sup> Tiltaltes egen oppfatning om kildens troverdighet kan altså være et sentralt moment i vurderingen av om opplysningene er «tilstrekkelig spesifikke».

---

<sup>167</sup> Rt. 2013 s. 874, avsnitt 26-27

<sup>168</sup> Jf. pkt. 5.3.3.

<sup>169</sup> Bergo (2014) s. 284-285

<sup>170</sup> LA-2006-42810, s. 3. Min utheving.

<sup>171</sup> Jf. Bergan (2016) s. 212

<sup>172</sup> Rt. 2013 s. 874, avsnitt 26

Videre er kildens nærhet til opplysningene relevant.<sup>173</sup> Det tidligere siterte fra Finansbanken-saken er illustrerende. At kilden var representant for den industrielle aktøren ble her avgjørende, nettopp fordi rollen ga vedkommende troverdighet.<sup>174</sup>

I rettspraksis er det også lagt vekt på hvordan verdipapirkursen til det aktuelle finansielle instrumentet har beveget seg i fortiden. Dette fordi historikken kan gi en viss pekepinn på hvordan verdipapirkursen vil reagere på fremtidig kurssensitiv informasjon. Igjen er Pareto-megler-saken illustrerende. Ankeutvalget uttalte her at

*«[i] lys av den kraftige kursstigningen som nylig hadde funnet sted nettopp som følge av oljefunn i Irak, må kunnskap om den kommende artikkelen anses tilstrekkelig spesifikk til å kunne trekke slutning om den mulige kurspåvirkningen, nemlig at kursen ville synke».*<sup>175</sup>

Det siste som skal fremheves som et moment i denne fremstillingen er hvem som er mottaker av informasjonen. Mottaker kan ha en forbindelse til det utstedende foretaket som gjør at vedkommende har særlig gode forutsetninger for å vurdere opplysningens innhold, eller ha kunnskap om forhold som sammen med opplysningen blir «tilstrekkelig spesifikke».<sup>176</sup> Hvem som er mottaker er derfor relevant i vurderingen.

Avslutningsvis må det likevel understrekes at det under enhver omstendighet må foretas en totalvurdering av alle relevante omstendigheter. Illustrerende for helhetsbedømmelsen er den tidligere nevnte dommen i Crayon-saken.<sup>177</sup> Her kom lagmannsretten til at den omtvistede e-posten var «tilstrekkelig spesifikk» på bakgrunn av en «samlet bevisvurdering» der «teksten som sådan, hvem som var avsender, hvem som var mottaker og hvilken kontekst den ble sendt» var de sentrale momentene.<sup>178</sup> I det konkrete tilfellet kan det i tillegg være påkrevd å trekke inn formålet med forbudet mot innsidehandel for å vurdere om det foreligger «tilstrekkelig spesifikke» opplysninger.<sup>179</sup> Dersom misbrukspotensialet er stort, eller dersom tilliten til markedet risikerer å bli særlig skadelidende, vil det i tvilstilfeller være nærliggende

---

<sup>173</sup> Jf. Finanstilsynets rundskriv, «Lov om verdipapirhandel – enkelte kommentarer til kapittel 3 og 4» (2014), s. 8.

<sup>174</sup> Jf. pkt. 5.3.3.

<sup>175</sup> Rt. 2013 s. 874, avsnitt 27

<sup>176</sup> Jf. Svedberg (2007) s. 136 og Reed (1996) s. 129

<sup>177</sup> LB-2014-106934,

<sup>178</sup> Jf. LB-2014-106934, s. 7. Omtalt i pkt. 5.2.4.3. over

<sup>179</sup> Se pkt. 3.2



å konstatere at opplysningene er likevel er «tilstrekkelig spesifikke til å trekke en slutning om den mulige [kurs]påvirkningen».<sup>180</sup>

### 5.3.4.3 Særlig om «retningskravet» og Lafonta-saken

Som nevnt over i pkt. 2.3.2 var spørsmålet som ble forelagt EU-domstolen i Lafonta-saken hvorvidt spesifikasjonskriteriet stiller krav om at opplysningen må være så spesifikk at det kan trekkes en slutning om hvilken retning kursen vil påvirkes.

Til tross for at ordlyden «tilstrekkelig spesifikk for å trekke en slutning om den mulige kurspåvirkningen» ikke gir støtte til noe slikt krav, synes oppfatningen i norsk rett forut for Lafonta-saken å ha vært at bestemmelsen oppstilte et retningskrav.<sup>181</sup> Det samme ble lagt til grunn i engelsk rett i Hannam-saken.<sup>182</sup>

I Lafonta-saken kommer imidlertid EU-domstolen til motsatt konklusjon. Retten fant ikke støtte for retningskravet i ordlyden i MAD med tilhørende kommisjonsdirektiv. Ei heller fant man støtte i direktivenes forarbeider. Videre ble det vektlagt at det blir stadig vanskeligere å forutse kursforandringer etter hvert som markedet blir mer komplekst, og at det av den grunn ville være uheldig å oppstille et retningskrav. Dette fordi usikkerheten da kan påberopes som grunnlag for å unnlate å oppfylle informasjonsplikten, eller som grunnlag for å unngå straffansvar for straffverdige transaksjoner. Endelig ble det fremhevet at retningskravet ble tatt ut av CESRs rådgivende uttalelser nettopp av denne årsak.<sup>183</sup>

Spørsmålet må dermed anses å ha fått sin endelige avklaring. Det er tilstrekkelig at det kan sluttet at kursen kan påvirkes for at spesifikasjonskriteriet skal være oppfylt.<sup>184</sup>

Rettskildemessig fremstår tolkningsresultatet som ukontroversielt. Retningskravet har ingen direkte støtte i ordlyden, og som EU-domstolen fremhever vil motsatt konklusjon kunne åpne for uheldige omgåelser av transaksjonsforbudet og informasjonsplikten. Heller ikke den nye reguleringen i MAR art. 7 nr. 2 stiller krav om at en fornuftig investor må kunne trekke slutning om hvilken retning kursen vil påvirkes.

---

<sup>180</sup> Jf. Sæbø (1995) s. 153 og Svedberg (2007), s. 136

<sup>181</sup> Jf. Bergo (2014) s. 285

<sup>182</sup> Hannam v. FCA, avsnitt 88

<sup>183</sup> Sak C-628/13, avsnitt 34-37

<sup>184</sup> Sml. Bergan (2016), s. 213

I juridisk teori er det antatt at Lafonta-saken trolig vil føre til at antall opplysninger som utgjør innsideinformasjon vil øke i antall og fremskyndes i tid.<sup>185</sup> I lys av at avgjørelsen senker terskelen for at opplysninger skal anses «specific enough» jf. første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1 og MAR art. 7 nr. 2 er det også nærliggende å trekke den slutningen.

Betydningen av at retningskravet avvises bør imidlertid ikke overdramatiseres. Som nevnt i pkt. 5.3.4.2, vil det alltid måtte foretas en totalvurdering av alle relevante momenter. At EU-domstolen har avvist at MAD oppstiller et retningskrav, betyr ikke at ikke hvorvidt det er mulig å fastslå hvilken retning kursen vil bevege seg vil være et avgjørende moment i vurderingen av om opplysningene er «tilstrekkelig spesifikke». I Pareto-megler-saken vektla lagmannsretten nettopp at tiltalte visste at den omtvistede kurssensitive informasjonen ville «påvirke kursen nedover», og Høyesterett ga sin tilslutning til dette.<sup>186</sup> Selv om denne avgjørelsen kom før Lafonta-saken, gir ikke EU-domstolens avvisning av retningskravet grunnlag for å hevde at forholdet ville blitt vurdert annerledes i dag. Hvilken betydning avvisningen av retningskravet vil vise seg å ha i praksis er det derfor vanskelig å fastslå.

### **5.3.5 Kort om forholdet mellom spesifikasjonskriteriet og kurspåvirkningsvilkåret**

Avslutningsvis vil det knyttes noen kommentarer til forholdet mellom spesifikasjonskriteriet i vphl. § 3-2 annet ledd jf. første ledd og kurspåvirkningsvilkåret i § 3-2 tredje ledd jf. første ledd. Spørsmålet er om det fortsatt er grunnlag for å behandle spesifikasjonskriteriet og kurspåvirkningsvilkåret som separate vilkår. Problemstillingen er aktuell fordi det i kjølvannet av at både retningskravet og kravet til kvantifiserbar kurspåvirkning avvises, kan spørres om ikke innholdet i spesifikasjonskriteriet og kurspåvirkningsvilkåret nå må være sammenfallende.

Det er ikke tvilsomt at en «fornuftig investor-test» forutsetter en spesifikasjonsvurdering. Dette fordi det har formodningen mot seg at en fornuftig investor ville brukt rene rykter eller innholdsmessig lite spesifikke informasjon «som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning». Tvert imot vil en fornuftig investor sannsynligvis ikke vektlegge

---

<sup>185</sup> Se Bergan (2016), s. 215

<sup>186</sup> Rt. 2013 s. 874, avsnitt 26 og 27

rykter og spekulasjoner, nettopp fordi denne typen informasjon ikke setter vedkommende i stand til å gjøre seg en oppfatning om kursens utvikling dersom informasjonen blir kjent i markedet.

Når det nå er avklart at det hverken kreves kvantifiserbar kurspåvirkningseffekt, eller noe retningskrav, er det imidlertid vanskelig å se at «fornuftig investor-testen» skal inneholde særlig mer enn denne spesifikasjonsvurderingen. I så fall er det heller ikke nødvendig å skille mellom kurspåvirkningsvilkåret og spesifikasjonskriteriet.

Videre tilsier det viktigste hensynet bak forbudet mot misbruk av innsideinformasjon at vilkårenes innhold bør være sammenfallende. Handel på bakgrunn av ikke-offentliggjort informasjon vil i prinsippet være skadelig for tilliten til markedet fordi aktørene ikke har lik tilgang på informasjon til likt tidspunkt.<sup>187</sup> Dersom denne ikke-offentlige informasjonen har vært «en del av grunnlaget» for investorens investeringsbeslutning jf. tredje ledd, tilsier hensynet til tilliten til markedet at forbudet bør komme til anvendelse også der det ellers er tvil om opplysningene er «tilstrekkelig spesifikke» etter annet ledd.<sup>188</sup>

Til tross for at det i pkt. 5.2.4.5 er konkludert med at presisjonsvilkåret og kurspåvirkningsvilkåret ikke fullt ut bør vurderes samlet, kan det på bakgrunn av dette likevel være gode grunner til å i det minste vurdere spesifikasjonskriteriet sammen med kurspåvirkningsvilkåret.

Dette har også en viss støtte i så vel internasjonal som norsk teori. Lau Hansen tar til orde for å se presisjonsvilkåret og kurspåvirkningsvilkåret som to sider av samme «kvalitative krav».<sup>189</sup> Bergan synes å argumentere for det samme når han uttaler at «[d]et kan argumenteres for at dersom den fornuftige investor ville benyttet opplysningen, må den nødvendigvis også være tilstrekkelig presis».<sup>190</sup>

EU-domstolen har imidlertid vært klar i sine uttalelser om forholdet mellom presisjons- og kurspåvirkningsvilkårene. I Daimler-saken uttales at de to vilkårene er «minimum conditions which much each be satisfied in order for information to be held to be 'inside

---

<sup>187</sup> Jf. pkt. 3.2

<sup>188</sup> Jf. pkt. 5.3.4.3

<sup>189</sup> Jf. Lau Hansen (2015), s. 67

<sup>190</sup> Jf. Bergan (2016) s. 215.

information'»,<sup>191</sup> og i Lafonta-saken uttales at vilkårene er «mutually independent and constitute minimum conditions».<sup>192</sup>

På bakgrunn av det er rettstilstanden utvilsomt avklart de lege lata. Konklusjonen blir at kurspåvirkningsvilkåret og spesifikasjonskriteriet fortsatt skal behandles som separate vilkår. Betragtningene over gjør seg imidlertid gjeldende de lege ferenda, og tyder på at skillet mellom vilkårene, til tross for at det er reelt, er noe kunstig. Dette fordi oppfyllelsen av det ene vilkåret langt på vei innebærer oppfyllelse av det andre.

---

<sup>191</sup> Sak C-19/11, avsnitt 53

<sup>192</sup> Sak C-628/13, avsnitt 28

# Kilder

## Lover

Børsloven	Lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder
Forvaltningsloven	Lov 10. februar 1967 om behandlingsmåten i forvaltningssaker
Grunnloven	Lov 17. mai 1814, Kongeriket Norges Grunnlov
Straffeprosessloven	Lov 22. mai 1981 nr. 25 om rettergangsmåten i straffesaker
Straffeloven	Lov 20. mai 2005 nr. 28 om straff
Verdipapirhandelloven	Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel

## Forarbeider

NOU 1996: 2	Verdipapirhandel
NOU 2016: 2	Om endringer i verdipapirhandelloven – flagging og periodisk rapportering
NOU 2017: 1	Om markeder for finansielle instrumenter – Gjennomføring av MiFID II og MiFIR
Ot.prp.nr. 73 (1999-2000)	Om lov om børsvirksomhet
Ot.prp.nr.12 (2004-2005)	Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover
Ot.prp.nr.34 (2006-2007)	Om lov om verdipapirhandel og lov om regulerte markeder
Ot.prp.nr.72 (1990-1991)	Om lov om endringer i lov. 14. juni 1985 nr. 61 om

verdipapirhandel samt endringer i enkelte andre lover

Ot.prp.nr.80 (2000-2001) Om lov om endringer i lov 9. juni 1997 nr. 79 om  
verdipapirhandel

## **Norsk rettspraksis**

### 1. Høyesterett

Rt. 1995 s. 1447

Rt. 2000 s. 1811

Rt. 2006 s. 1049

Rt. 2012 s. 629

Rt. 2013 s. 874

Rt. 2014 s. 452

HR-2016-1458-A

### 2. Lagmannsretten

LB-2003-1353

LA-2006-42810

LB-2012-197664

LB-2014-106934

LB-2016-19016

### 3. Tingretten

TOSLO-2012-33112

TOSLO-2014-40539

TOSLO-2014-108244

Oslo tingretts dom av 28.04.2017, saksnr. 16-033122MED-OTIR/02

### **Norsk forvaltningspraksis**

OBS-2013-1

OBKN-2013-1

### **EU-rettsakter**

Markedsmisbruksdirektivet (MAD)	Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse)
Første kommisjonsdirektiv	Commission Directive 2003/124/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation
Markedsmisbruksforordningen (MAR)	Regulation 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse
CMAD	Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse

### **EU-rettspraksis**

Sak C-45/08 (Spector), 23. desember 2009

Sak C-19/11 (Daimler), 28. juni 2012

Sak C- 628/13 (Lafonta), 11. mars 2015

### **Generaladvokatens uttalelser**

Sak C-19/11 – Opinion of Advocate General Mengozzi

### **Rådgivende uttalelser om EU-rettsaktene**

CESR/02-089d – CESR's advice on Level 2 implementing measures for the Market Abuse Directive

### **Litteratur**

- Berg (2014) Berg, Fredrik, «Innsidedefinisjonen – kravene til presis informasjon og krav til sannsynlighet», *Tidsskrift for forretningsjus* 02/2014, s. 42-56
- Bergan (2016) Bergan, Morten Emil, «Definisjonen av innsideinformasjon i lys av obligasjoners særtrekk», *Tidsskrift for forretningsjus*, 02-03/2016, s. 152-249.
- Bergo (2008) Bergo, Knut, *Børs- og verdipapirrett*, 3. utgave (Oslo 2008)
- Bergo (2014) Bergo, Knut, *Børs- og verdipapirrett*, 4. utgave (Oslo 2014)
- Frøberg (2015) Frøberg, Thomas, «Nyere praksis om det strafferettslige legalitetsprinsippet», *Jussens venner*, 01-02/2015 s. 46-71
- Gravir (2005) Gravir, Gaute, «Implementeringen av EUs markedsmisbruksdirektiv»,



*Tidsskrift for forretningsjus* nr. 1/2005 s. 96-115

- Fredriksen og Mathisen (2014) Haukeland Fredriksen, Halvard og Mathisen, Gjermund, *EØS-rett*, 2. utgave, (Bergen 2014)
- Krause og Brellochs (2013) Krause, Harmut og Brellochs, Michael, «Insider trading and the disclosure of inside information after *Geltl v Daimler* – A comparative analysis of the ECJ decision in the *Geltl v Daimler* case with a view to the future European Market Abuse Regulation», *Capital Markets Law Journal*, nr 3, 2013, s. 283-299
- Lau Hansen (2012) Lau Hansen, Jesper, «The Hammer and the Saw – A Short Critique of the Recent Compromise Proposal for a Market Abuse Regulation», *Nordic & European Company Law* No. 10-35, 2012
- Lau Hansen (2014) Lau Hansen, Jesper, *Introduktion til selskabsretten og kapitalmarkedsretten*, (København 2014)
- Lau Hansen (2015) Lau Hansen, Jesper, «Den kvalitative karakter af intern viden – en analyse av *Gelt og Lafonta*», *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, nr. 1 2015 s. 61-74
- Myklebust (2011) Myklebust, Trude, *Innføring i finansmarkedsrett*, (Bergen 2011)
- Nygaard (2004) Nygaard, Nils, *Rettsgrunnlag og standpunkt*, 2. utgave, (Bergen 2004)
- Reed (1996) Reed, Bjørn Gabriel, *Straffbar innsidehandel*, (Oslo 1996)
- Svedberg (2007) Svedberg, Johan, «Begrepet innsideinformasjon», *Tidsskrift for forretningsjus* 02/2007 s. 116-162
- Sæbø (1995) Sæbø, Rune, *Innsidehandel med verdipapir*, (Bergen 1995)

### **Offentlige dokumenter**

Finanstilsynets rundskriv 25.04.2014, «Lov om verdipapirhandel – enkelte kommentarer til kapittel 3 og 4». Senest oppdatert 18.08.2015

Kredittilsynets høringsnotat av 1. mars 2004, «Begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv. – implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv».