



Handelshøyskolen BI

GRA 19703 Master Thesis

Thesis Master of Science 100% - W

Predefinert informasjon

Startdato:	09-01-2023 09:00 CET	Termin:	202310
Sluttdato:	03-07-2023 12:00 CEST	Vurderingsform:	Norsk 6-trinns skala (A-F)
Eksamensform:	T		
Flowkode:	202310 11184 IN00 W T		
Intern sensor:	(Anonymisert)		

Deltaker

Navn: Karl Martin Waaktaar og Henrik Dombestein Heggelund

Informasjon fra deltaker

Tittel *: En redegjørelse av innsideinformasjonsbegrepet i MAR, og hensynene bak reguleringen

Navn på veileder *: Sjur Swensen Ellingsæter

Inneholder besvarelsen
konfidensielt
materiale?: Nei

Kan besvarelsen
offentliggjøres?: Ja

Gruppe

Gruppenavn: (Anonymisert)

Gruppenummer: 207

Andre medlemmer i
gruppen:

Masteroppgave

Skrevet av:

Karl Martin Waaktaar og Henrik Dombestein Heggelund

- En redegjørelse av innsideinformasjonsbegrepet i MAR, og hensynene bak reguleringen -

Innleveringsdato:

3.07.2023

Campus:

BI Oslo

Veileder:

Sjur Swensen Ellingsæter

Studie:

Master i forretningsjus og økonomi

Forord

Denne masteroppgaven er skrevet som avslutningen på en mastergrad i Økonomi og Forretningsjus ved Handelshøyskolen BI.

Innsidehandel er et tema som får mye mediadekning. Media dekker ofte de høye summene og lange straffene, men aldri konsekvensene for markedet. Dette ble vi først introdusert for i forelesning i 2021. I 2022 ble vi kjent med at Norges Høyesterett hadde fått kritikk for å ha tolket innsideinformasjon annerledes enn den Europeiske domstolen. Vi ble derfor svært interessert i å finne ut hva forskjellen var, og om det forelå andre forskjeller også.

Spørsmålet ble også om de juridiske forskjellene påvirker markedet. Dette fantes det ingen klart svar på. Vi fant enten rene juridiske eller økonomiske utredelser om hvorfor innsidehandel, på et generelt grunnlag, er negativt.

Den naturlige løsningen var derfor å bruke halve 2023 på å finne ut av problemet på egenhånd. Vi var klare over at vi ikke gjorde det lett for oss selv når vi ønsket å gjøre dette til fokus for vår masteroppgave. Ettersom vi gikk inn på et område som er så nytt, skjønnte vi at det ville foreligge lite data omkring problemstillingen. Dette medførte at vi måtte utarbeide alle analyser selv. Men til gjengjeld er innsidehandelsforbudet en av de essensielle reguleringene på kapitalmarkedet som ligger i midten av der hvor økonomi og jus møtes. Slik ligger det også midt i siktet av hva vår mastergrad handler om; økonomi og forretningsjus.

Arbeidsprosessen har vært lang og utfordrende. Men det har også vært utrolig lærerikt og morsomt å belyse et tema som er så nytt og lite omhandlet. I denne sammenheng vil vi takke vår veileder, Sjur Swensen Ellingsæter, for god veiledning og for å holde oss innenfor linjene i det vi fargela oppgaven. Vi vil også benytte muligheten til å takke familie for god hjelp med gjennomlesning, og ikke minst motivasjon i innspurten.

- Karl Martin S. Waaktaar & Henrik Dombestein Heggelund

Sammendrag

Formålet med oppgaven er å identifisere eventuelle forskjeller som kan ha oppstått mellom Norge og EU i fortolkningen av innsideinformasjonsbegrepet slik det fremkommer i MAR. Det drøftes også i hvilken grad de eventuelle juridiske forskjellene påvirker forordningens mål om markedsintegritet og de tilhørende hensynene, herunder effektivitet, gjennomsiktighet og integrerte markeder.

På grunn av oppgavens to-delte natur har vi benyttet både generell og juridisk metode. Dette innebærer primært en kvalitativ fremgangsmåte med utgangspunkt i sekundær- og tertiærkilder, og EU og norsk rettslig metode.

I utgangspunktet skal MAR bidra til å ivareta markedets integritet, og på denne måten fremme effektive, gjennomsiktige og integrerte markeder. Dette bidrar til effektiv ressursallokering, og skal gjøre det sømløst å handle på norsk og europeisk børs. Oppgaven avdekker juridiske forskjeller i hvordan EU og Norge tolker begrepet “innsideinformasjon” etter MAR artikkel 7. Den største og viktigste forskjellen er at det i norsk rett legges opp til en terskel på “opp mot 50%, men noe under” i vurdering om en fremtidig hendelse eller omstendigheter kan forventes å inntreffe i fremtiden. Forskjellen finner man i eksistenskriteriet under presisjonsvilkåret. Motsetningsvis legger EU til grunn en terskel på minimum 50%.

Resultatet av våre analyser tilsier at en lavere terskel i Norge vil ha innvirkning på alle nevnte hensyn. Det norske aksjemarkedet vil oppleve økt integritet og gjennomsiktighet, men på bekostning av effektivitet og integrering. Det er terskelen “men noe under” som avgjør hvor store konsekvensene vil være. Før det foreligger mer rettspraksis som presiserer innholdet i terskelen “men noe under”, vil man ikke kunne si noe konkret om effektene. Det blir interessant å se hvordan dette utvikler seg i fremtiden.

1. Innledning	6
1.1 <i>Formål</i>	6
1.2 <i>Hovedproblemstilling</i>	7
1.3 <i>Avgrensning</i>	7
1.4 <i>Oppgavens struktur</i>	7
2. Markedsmisbruksforordningen	8
3. Metode	10
3.1 <i>Innledende bemerkninger</i>	10
3.2 <i>Forskningsmetode</i>	11
3.3 <i>Juridisk metode</i>	11
3.3.1 <i>EU-rettslig metode</i>	11
3.3.2 <i>Lamfalussy II Prosessen</i>	13
3.3.3 <i>EØS retten</i>	17
3.3.4 <i>Norsk juridisk metode</i>	17
4. Hvorfor regulerer vi innsidehandel? - Hensyn og teori	18
4.1 <i>Introduksjon</i>	18
4.2 <i>Markedsintegritet</i>	19
4.3 <i>Effektivitet</i>	23
4.4 <i>Gjennomsiktighet</i>	26
4.5 <i>Integrert marked</i>	31
5. Hvordan defineres innsideinformasjon - Juridisk gjennomgang	33
5.1 <i>Introduksjon til MAR artikkel 7 - innsideinformasjon</i>	33
5.2 <i>Presisjonsvilkåret</i>	34
5.2.1 <i>Introduksjon</i>	34
5.2.2 <i>Eksistenskriteriet</i>	35
5.2.2.1 <i>Sammenligning mellom norsk og EU-rett</i>	42
5.2.3 <i>Spesifikasjonskriteriet</i>	43
5.2.3.1 <i>Hvem må opplysningen være tilstrekkelig spesifikk for?</i>	45
5.2.3.2 <i>Hva må være tilstrekkelig spesifikt?</i>	46
5.2.3.3 <i>Når er opplysningene tilstrekkelig spesifikke?</i>	47
5.2.3.4 <i>Sammenligning mellom norsk og EU-rett</i>	47
5.3 <i>Utilgjengelighetsvilkåret</i>	47
5.3.1 <i>Introduksjon</i>	47
5.3.2 <i>Hvem må stå for spredningen?</i>	48
5.3.3 <i>Sammenligning mellom norsk og EU-rett</i>	51
5.4 <i>Relasjonsvilkåret</i>	51
5.4.1 <i>Sammenligning mellom norsk og EU-rett</i>	53
5.5 <i>Kurspåvirkningsvilkåret</i>	54
5.5.1 <i>Den fornuftige investor</i>	55
5.5.2 <i>Kravet til merkbarhet</i>	57
5.5.3 <i>Kravet til sannsynlighet</i>	60

5.5.4 Sammenligning mellom norsk og EU-rett	60
6. Drøftelse av forskjellene	61
6.1 Introduksjon til drøftelsen	61
6.2 Markedsintegritet	64
6.3 Effektivitet	65
6.4 Gjennomsiktighet	65
6.5 Integreerte markeder	67
6.6 Drøftelsens styrker og svakheter	67
7. Konklusjon	68
Referanseliste	70

1. Innledning

Innsidehandel gjør det mulig for individer og foretak å handle på eksklusiv informasjon med hensikt å tilegne seg en uberettiget fordel på verdipapirhandelmarkedet. Reguleringen av innsidehandel har vært gjenstand for mye debatt helt siden problemstillingen ble introdusert på 1930-tallet. Det ble ført argumenter for og mot legalisering av innsidehandel. Lenge var mange europeiske land skeptiske til en regulering. I nyere tid kan vi se at argumentene i favør av et forbud mot innsidehandel har vunnet frem. I denne sammenheng ble Markedsmisbruksforordningen (MAR) vedtatt i den Europeiske Union i 2014, innlemmet i EØS-avtalen 2019 og gjort til norsk rett i 2021.

MAR er en liten del av EUs intensjon om å skape et indre marked med et uniformt regelverk, slik at landegrensens betydning reduseres. Forordningen er likevel en stor del av EUs arbeid med mål om å skape et indre kapitalmarked. Et indre kapitalmarked innebærer en fastsettelse av et mer ensartet regelverk, slik som MAR legger til rette for, hvor rammen er lik i alle medlemsstater. I MAR og utfyllende rettsakter har lovgiver definert hva innsideinformasjon er, og benytter definisjonen til å forby handel basert på disse vilkårene. På denne måten forsøker unionen unngå regelverksarbitrasje, og bidra til en økt grad av rettssikkerhet. I tillegg til å forby innsidehandel skal regelverket, med dette som grunnlag, skape og ivareta markedets integritet.

1.1 Formål

Formålet med oppgaven er å sammenligne og identifisere eventuelle forskjeller som kan ha oppstått mellom Norge og EU i fortolkningen av innsideinformasjonsbegrepet slik det fremkommer i MAR. Videre ønsker vi å drøfte i hvilken grad de eventuelle juridiske forskjellene påvirker forordningens mål om markedintegritet og de

tilhørende hensynene, herunder effektivitet, gjennomsiktighet og integrerte markeder.

1.2 Hovedproblemstilling

Hvordan påvirkes markedsintegritet og de tilhørende hensynene hvis det foreligger juridiske forskjeller i forståelsen av innsideinformasjonbegrepet i MAR?

1.3 Avgrensning

Utgangspunktet for oppgaven er en analyse av likheter og forskjeller i definisjonen av innsideinformasjon i MAR artikkel 7 mellom EU og Norge. Dette vil bli sett i sammenheng med forbudet mot handel på innsideinformasjon etter MAR artikkel 14 og utsteders plikt til offentliggjøring etter artikkel 17. Vi vil ikke omtale andre finansielle instrumenter og derivater enn aksjer. I analysen av hensynene som ligger bak lovgivningen, vil vi kun ta utgangspunkt i de som fremkommer av markedsmisbruksforordningens fortale premiss 2. Oppgaven er også avgrenset mot strafferettslige og erstatningsrettslige konsekvenser.

1.4 Oppgavens struktur

Oppgaven er inndelt i syv deler. I kapittel 2 vil vi gi en introduksjon og innføring i markedsmisbruksforordningen. Kapittel 3 inneholder en utredning om den juridiske og økonomiske metoden vi har benyttet. Deretter vil vi gi en fremstilling og oversikt over hensynene som begrunner reguleringen i kapittel 4. I oppgavens femte del vil vi gjennomføre en juridisk analyse av definisjonen av innsideinformasjon i både EU og Norge. Her vil vi undersøke nærmere hvor grensen går for hva som regnes som innsideinformasjon, og påpeker eventuelle forskjeller. I kapittel 6 vil vi analysere

hvorvidt forskjeller mellom jurisdiksjonene påvirker hensynene bak reguleringen. Avslutningsvis inneholder kapittel 7 en konklusjon om funnene våres.

2. Markedsmisbruksforordningen

Vi velger å starte oppgaven med å gi en introduksjon av markedsmisbruksforordningen, ettersom forordningen er en forutsetning for resten av oppgaven.

Markedsmisbruksforordningen (MAR) trådte i kraft i EU 3 juli 2016, og i Norge 1. mars 2021. Forordningen skulle erstatte og videreutvikle markedsmisbruksdirektivet (MAD) fra 2003 med utgangspunkt i den globale finanskrisen i 2008 og LIBOR/EURIBOR-skandalen.¹ MAD sitt regulatoriske omfang hadde vist seg å være utilstrekkelig, og begge hendelsene understreket viktigheten tilknyttet markedets integritet.² I henhold til MAR sin fortale³ hadde også det finansielle landskapet utviklet seg så mye at MAD var utdatert. Et skifte fra et direktiv til forordning ville videre styrke rettsharmonien innad i unionen. Rettsharmonien blir styrket ved at en forordning skal være allmenngyldig bindende i alle deler og komme direkte til anvendelse i alle medlemsstater. Dette er i motsetning til et direktiv som er bindende med utgangspunkt i målsettingen, og hvor det er opp til myndighetene i medlemsstatene å avgjøre formen og midlene for gjennomføringen.⁴ Skiftet medfølger at medlemsstater ikke kan endre innholdet i rettsaktene, og at reglene skal være like på tvers av landegrensene i EU.

¹ Market Abuse Regulation Knowledge Centre | Simmons & Simmons, u.å

² Market Abuse Regulation Knowledge Centre | Simmons & Simmons, u.å

³ Markedsmisbruksforordningen fortale premiss 3

⁴ (*konsolidert-traktaten-virkemaate.pdf*, u.å.) pkt. 288

Videre fremkommer det i fortalen til MAR at det ville være viktig å styrke tilsynet og sanksjonering for å oppnå dette målet.⁵ MAR legger derfor opp til å etablere et mer ensartet og sterkere juridisk rammeverk for å ivareta markedets integritet, for å unngå potensielt regelverksarbitrasje, sikre ansvar ved markedsmanipulasjon og sørge for økt rettssikkerhet for markedsaktører.⁶

MAR sin fortale punkt 2 danner utgangspunktet for denne oppgaven. Her slås det fast at markedsintegritet utgjør grunnpillaren i et integrert, effektivt og transparent finansmarked, og at markedsmissbruk skader integriteten til finansmarkedene. MAR definerer markedsmissbruk som ulovlig atferd i finansmarkedene og omfatter innsidehandel, ulovlig spredning av innsideinformasjon og markedsmanipulasjon.

MAR har en struktur bestående av en fortale på 89 punkter, deretter 39 artikler. Fortalen har som hensikt å utfylle artiklene og legge til grunn formålet med forordningen. For å forstå den rettslige sammenhengen i oppgaven vår vil vi presentere artikkel 7, 8, 14 og 17 i sammenheng. Formålet er å danne et samlet bilde for hvordan reglementet for innsidehandel er konstruert.

Artikkel 7 legaldefinerer definisjonen av innsideinformasjon. Ved å definere essensielle begreper, eksempelvis «innsideinformasjon», gir det mulighet for EU som lovgiver å avklare konsepter,⁷ kontrollere meningen bak dem⁸ og skape rettsharmoni. Lovgiver mente at dette ville redusere den regulatoriske kompleksiteten og selskapets kostnader ved etterlevelse, spesielt de som opererer over landegrenser.⁹

I artikkel 8 defineres innsidehandel som når en person innehar innsideinformasjon etter artikkel 7 og benytter informasjonen til å tilegne eller avhende, på egen regning

⁵ Markedsmissbruksforordningen fortale premiss 71

⁶ Markedsmissbruksforordningens fortale premiss 4

⁷ The Importance of Dealing Defining Terms (Part One), u.å

⁸ Government of Canada, 1999

⁹ Markedsmissbruksforordningen fortale premiss 5

eller for tredjeperson, direkte eller indirekte, et finansielt instrument som denne informasjonen relaterer seg til.¹⁰

Det å simpelthen definere hva innsideinformasjon og innsidehandel er, vil ikke ha noen rettsvirkninger. En av funksjonene til disse begrepene fremkommer først når man leser artikkel 14, som forbyr handel på innsideinformasjon.

I henhold til artikkel 17 skal en aksjeutsteder, så fort det lar seg gjøre, offentliggjøre den del av innsideinformasjon etter artikkel 7 som direkte relaterer seg til utsteder. Slik blir innsideinformasjon med direkte relasjon til utsteder offentlig tilgjengelig informasjon.

Begrepet innsideinformasjon i MAR er således et koblingsbegrep og inngår i en større kontekst enn bare artikkel 7. Dette innebærer at *“definisjonen både er et selvstendig rettsvilkår i relasjon til flere regler, samtidig som den selv består av vilkår som må være oppfylt for at det skal foreligge innsideinformasjon.”*¹¹ I den grad det er land med tolkninger som avviker den EU-rettslige vil dette kunne medføre at en person som driver innsidehandel i et EU-land og blir sanksjonert, kan gjøre det samme i et annet EU-land uten form for straff.

3. Metode

3.1 Innledende bemerkninger

Som nevnt under punkt 1.4 om oppgavens struktur, har oppgaven vår en to-delt inndeling. Den inneholder både det juridiske og økonomiske aspektet ved innsidehandel. Vi velger derfor å dele metodekapittelet vårt inn i en forskningsmetode-del og en juridisk metode-del. Vår juridiske metode-del er kanskje

¹⁰ Markedsmisbruksforordningen artikkel 8

¹¹ En rettslig analyse av verdipapirhandelloven §2-2, u.å

noe mer omfattende enn nødvendig, men dette begrunnes i at leser skal kunne følge strukturen i vår juridiske analyse i kapittel 5.

3.2 Forskningsmetode

Forskningsmetoden i oppgaven vår, som går utover juridiske rettskilder, er primært en kvalitativ fremgangsmåte med utgangspunkt i sekundær- og tertiærkilder. Vi mener at en litteraturgjennomgang av eksisterende materiale er den mest hensiktsmessige måten for å få et godt overblikk og oversikt over temaet. På denne måten fikk vi se hva teoretikerne på området debatterte og identifiserte som relevant. Slik kunne vi gjennomføre en helhetlig analyse og sortere ut det som det ikke foreligger konsensus om i teorien.

3.3 Juridisk metode

3.3.1 EU-rettslig metode

Markedsmisbruksforordningen er en europeisk rettsakt og inngår i EUs rettskildebilde. For å forstå MAR og dens funksjon mener vi det er nødvendig å gi en innføring i EU rettslig metode, og å plassere MAR i det kapitalmarkedsrettslige rettskildebilde.

Den Europeiske Union har et rettssystem bestående av tre rettskilder: primærrett, sekundærrett og noen generelle prinsipper.^{12 13 14} Den europeiske unions domstol (ECJ) er gitt kompetanse til å tolke de tre rettskildene på en måte slik at formålene

¹² (*Håndbok i EU/EØS-arbeid*, u.å.) punkt 8.1,

¹³ (*EUR-Lex - L14534 - EN - EUR-Lex*, u.å.)

¹⁴ (Bergo, 2022) punkt 7.3.2

med traktaten ivaretas.¹⁵ Domstolens avgjørelser er derfor svært sentrale i forståelsen av de tre rettskildene.

Primærretten består av de overordnede traktatene som definerer blant annet formålet med traktaten, hvordan avgjørelser tas, og forholdet mellom EU og medlemsstatene.¹⁶ I dag består EU av fire gjeldende traktater.¹⁷ Traktatene danner rammeverket for EUs virkeområde. TEU¹⁸ artikkel 5 legger for eksempel til grunn at EUs kompetanse skal være innenfor rammene av subsidiaritet. Dette innebærer at EU i utgangspunktet ikke kan gripe inn dersom medlemsstatene kan oppnå formålene tilstrekkelig på egen hånd.¹⁹ Dog vil et behov for felles regelverk være tilstrekkelig for EUs innblanding.²⁰ Dette er begrunnelsen for skiftet fra et direktiv til en forordning i reglene om markedsmissbruk.

Sekundærretten har i hovedsak rettslig utgangspunkt i TFEU²¹ artikkel 288,²² og er i første rekke lovgivning fra EUs organer. Sekundærretten består av forordninger, direktiver, avgjørelser, meninger og anbefalinger. Markedsmissbruksforordningen er derfor en del av EUs sekundærrett. Men det er primærretten som danner utgangspunktet for sekundærretten, og har derfor forrang. Ved tolkning skal derfor sekundærretten presumeres å være i samsvar med primærretten.²³

¹⁵ (Lenaerts & Gutierrez-Fons, 2013)

¹⁶ (*Founding Agreements | European Union*, u.å.)

¹⁷ (*Treaties Currently in Force - EUR-Lex*, u.å.)

¹⁸ Treaty on European Union (Traktaten om Den europeiske union)

¹⁹ (*The Principle of Subsidiarity | Fact Sheets on the European Union | European Parliament*, 2023)

²⁰ (Bergo, 2022) punkt 7.3.2

²¹ Treaty on the Functioning of the European Union (Traktaten om Den europeiske unions virkemåte)

²² (*EUR-Lex - L14534 - EN - EUR-Lex*, u.å.) ”secondary law”

²³ (Bergo, 2022) s. 309-310

Den ordinære lovgivningsprosessen i EUs sekundærrett består i hovedsak av fem steg.²⁴ Europakommisjonen er den eneste institusjonen i EU med initiativrett på rettsakter i EU. Lovgivningsprosessen starter derfor med at Europakommisjonen fremlegger et lovforslag til Rådet og Europaparlamentet. I andre omgang skal lovforslaget først vurderes av Europaparlamentet og deretter Rådet i en førstegangsbehandling.²⁵ Europaparlamentet kan enten adoptere forslaget eller foreslå endringer. Etterfølgende skal Rådet vurdere om de er enige eller uenige i beslutningen. Ved enighet skal rettsakten adopteres innad i EU, og ved uenighet må Europaparlamentet og Rådet foreta en andregangsbehandling av rettsakten.²⁶ Ved ytterligere uenigheter vil prosessen kunne gjennomgå totalt tre behandlingsrunder og til slutt en eventuell forliksbehandling.

Det foreligger ingen tidsbegrensning i førstegangsbehandlingen. I andregangsbehandlingen kan ingen av institusjonene bruke mer enn tre måneder hver, med mulighet for en måneds forlengelse. Tredjegangsbehandlingen kan ikke ta mer enn seks uker. Forliksbehandlingen har seks til åtte uker på å danne en komite, og ytterligere seks uker på å bli enige. Det er derfor ikke uvanlig at et lovforslag tar flere år før den vedtas i Unionen.²⁷ I denne sammenheng ønsket EU at det europeiske kapitalmarkedet skulle benytte en ny lovgivningsprosess som sørget for en raskere implementering av nye rettsakter og sørge for en lik lovanvendelse innad i Unionen. Lovgivningsprosess ble kalt Lamfalussy II prosessen.²⁸

3.3.2 Lamfalussy II Prosessen

Helt siden 1966 har EU jobbet henimot et europeisk kapitalmarked. I 2000 ble Alexander Lamfalussy utnevnt som formann for en ny komite som skulle evaluere

²⁴ (*The Ordinary Legislative Procedure*, 2023)

²⁵ (*Om beslutningsprosessen / europolov*, u.å.)

²⁶ (*Om beslutningsprosessen / europolov*, u.å.)

²⁷ (*ep-facts-and-figures-fig-19.png 3 413 × 1 646 bildepunkter*, u.å.)

²⁸ (Veil, 2017) s. 55

utviklingen av europeiske kapitalmarkeder og utvikle nye regulatoriske prosedyrer. De nye regulatoriske prosedyrene måtte ivareta ønsket om en raskere implementering av nye rettsakter, og sørge for et mer ensartet regelverket på tvers av landegrensene i EU.²⁹

I 2001 var komiteens arbeid ferdig, og de fremstilte en rapport kalt “Final Report of The Committee of Wise Men on The Regulation of European Securities Markets”. Rapporten konstaterte at det regulatoriske rammeverket i EU var for tregt, lite fleksibelt, komplekst og dårlig tilpasset utviklingen til det globale finansmarkedet.³⁰ Tidligere kunne det ta inntil flere år før direktiver ble adoptert i Unionen. Dessuten hadde markedet endret seg raskere enn lovgiver klarte å henge med på. Således mente de at det var svært viktig å endre den regulatoriske prosessen, bort fra den ordinære lovgivningsprosessen. I denne sammenheng introduserte komiteen et nytt regulatorisk rammeverk som var tilpasset markedets struktur. Rammeverket består av fire nivåer, og er kjent som Lamfalussy-prosessen.

Det er viktig å notere seg at Lamfalussy-prosessen kun gjelder på EUs sekundærlovgivning, blant annet på kapitalmarkedet, og ikke på primærlovgivningen. Hensikten med Lamfalussy-prosessen er å garantere en raskere implementering av nye reguleringer og sørge for homogenitet av innhold på tvers av landegrensene.³¹ Rettskildene på reguleringen av kapitalmarkedene skiller seg fra andre rettsområder, da Lamfalussy-prosessen deler dem inn i 4 nivåer. Hensikten er at nivå 1 skal være prinsipielt og bredt, og de neste nivåene skal utfylle nivå 1, uten å måtte gå gjennom den ordinære lovgivningsprosessen.

Nivå 1 regelverk vedtas gjennom den ordinære lovgivningsprosessen i EU. Her utarbeider EU-kommisjonen et forslag til lovendring, som videre må godkjennes av

²⁹ (Veil, 2022) s. 9

³⁰ (Lamfalussy, u.å.)

³¹ (Veil, 2017) s 8

Rådet og Europaparlamentet for å bli vedtatt.³² Hensikten er at nivå 1 regelverk bare skal inneholde grunnleggende prinsipper og essensielle elementer - og på denne måten gi uttrykk for den politiske retningen. Dermed trenger ikke lovgiver i første omgang å utvikle så omfattende regelverk. Det utgjør en del av Europaparlamentets kompetanse å avgjøre om forslaget skal bli vedtatt som et direktiv eller forordning, alt etter ønsket grad av rettsharmoni.³³ Markedsmisbruksforordningen utgjør en av flere nivå-1 regelverk i EU.

Nivå 2 rettsakter har hjemmel i TFEU artikkel 289 (2). Bestemmelsen er en såkalt spesiell lovgivningsprosess som er unntatt artikkel 288. Sånn gir Lamfalussy-prosessen Rådet og Europaparlamentet kompetanse til vedta forordninger, direktiver eller avgjørelser uten å måtte forholde seg til den ordinære lovgivningsprosessen i Unionen. EU-kommisjonen kan vedta delegerede utfyllende tekniske regler (regulatory technical standards), og rettslig bindende unionsrettsakter (implementing technical standards). European Securities and Markets Authority (ESMA) har kompetanse til å bistå i utarbeidelsen av utkast til begge rettsaktene. Hensikten er at nivå 2 rettsaktene skal være med på å bestemme hvordan detaljene i nivå 1 regelverk skal fastlegges.³⁴ Etter innføringen av «innsideinformasjon» som et juridisk begrep i EU har det vært mye usikkerhet tilknyttet innholdet i begrepet. I lys av dette har EU utarbeidet flere nivå 2 regelverk. Et eksempel på et nivå 2 regelverk som vi benytter er kommisjonsdirektiv 2003/124/EC om hensyn til definisjon og offentliggjørelse av innsideinformasjon.

³² jf. TFEU Artikkel 294

³³ (*The Ordinary Legislative Procedure*, 2023)

³⁴ (Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 Establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), Amending Decision No 716/2009/EC and Repealing Commission Decision 2009/77/EC, 2020) artikkel 10 & 15

Nivå 3 består av retningslinjer og rekommandasjoner jf. TFEU artikkel 288. På kapitalmarkedsrettens område er det ESMA som har kompetanse til å utarbeide disse.³⁵ I motsetning til nivå 1 og 2 er ikke retningslinjer og rekommandasjoner juridisk bindende, de er såkalt “soft law”.^{36 37} Hensikten er å sikre lik anvendelse av Lamfalussy-prosessens nivå 1 og 2 regelverket innad i Unionen³⁸ ved å tolke disse regelverk, og således hjelpe nasjonale myndigheter og markedsaktører.³⁹ Til tross for å ikke være et juridisk bindende regelverk, må nasjonale myndigheter informere ESMA om de planlegger å etterleve dette. Dersom den kompetente myndigheten ikke planlegger etterlevelse, må den oppgi bakgrunnen for hvorfor.⁴⁰ Mekanismen er kjent som “comply or explain”-mekanismen. Generelt sett etterleves de aller fleste retningslinjer og rekommandasjoner fra ESMA.⁴¹ Før ESMA ble opprettet i 2011 var det CESR som var ansvarlig for nivå 3 regelverkene, og et eksempel på en slik retningslinje er CESR/06-562b “second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market” som utfyller blant annet innsideinformasjonsbegrepet i MAR.

³⁵ jf. ESMA-forordningen artikkel 16

³⁶ (*Legitimacy and Effectiveness of ESMA’s Soft Law*, u.å.)

³⁷ “soft law” innebærer at regelverket ikke er rettslig bindende

³⁸ (Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 Establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), Amending Decision No 716/2009/EC and Repealing Commission Decision 2009/77/EC, 2020)

³⁹ (Veil, 2022) s. 60

⁴⁰ (Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 Establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), Amending Decision No 716/2009/EC and Repealing Commission Decision 2009/77/EC, 2020) artikkel 16 (3)

⁴¹ (Veil, 2022) s. 61

Nivå 4 skal sørge for tilsynskonvergens (supervisory convergence), noe som innebærer at de nasjonale kompetente myndighetene skal anvende regelverket likt. Dette gir ESMA kompetanse til å evaluere håndhevingen av EU-reglene på nasjonalt nivå og sørge for samsvar mellom medlemsstatenes nasjonale myndigheters håndhevelse av reglementet.⁴² Dersom en eller flere nasjonale myndigheter står i fare for å potensielt skade det finansielle systemet ved å anvende regelverket feil, har ESMA kompetansen til å fatte tiltak for å sørge for en koordinert opptreden.⁴³ Dersom tiltakene ikke er tilstrekkelig, vil EU-kommisjonen ta rettslige skritt mot den relevante medlemsstat,⁴⁴ herunder forfølgelse gjennom EU- og EFTA domstolen.⁴⁵

3.3.3 EØS retten

EØS er forkortelsen for det Europeiske Økonomiske Samarbeidsområdet. Hensikten med avtalen er å inkludere EØS-stater i EUs indre marked. Etter EØS-avtalen skal akutte rettsakter vedtatt i EU innlemmes i EØS. På denne måten ble markedsmisbruksforordningen innlemmet som en del av EØS-avtalen i 2019.⁴⁶

3.3.4 Norsk juridisk metode

Norsk rett bygger på et dualistisk prinsipp. Dette innebærer et krav om særskilt gjennomføring av internasjonal rettsakt før den kan anvendes direkte i norsk rett.⁴⁷

⁴² (Veil, 2022) s. 60

⁴³ (Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 Establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), Amending Decision No 716/2009/EC and Repealing Commission Decision 2009/77/EC, 2020) artikkel 31 (2)

⁴⁴ (Veil, 2022) s. 62

⁴⁵ (Finansdepartementet, 2004)

⁴⁶ (*Markedsmisbruksforordningen (MAR)*, 2012)

⁴⁷ (Sejersted, 2011) s. 195

MAR ble gjennomført etter direkte henvisning på bakgrunn av at det er en forordning og ikke et direktiv i verdipapirhandelloven § 3-1.

Norsk juridisk metode skal i utgangspunktet benyttes på nasjonale norske lover. En norsk rettsregel kan bestå av flere rettskilder. Rettskildene i Norge er lov og lovtekst, forarbeider, rettspraksis, internasjonale forpliktelser, sedvanerett - blant annet forvaltningspraksis, rettsvitenskap og reelle hensyn.⁴⁸

Med utgangspunkt i grunnloven og lex superior-prinsippet⁴⁹ har den tradisjonelle norske juridiske metoden i stor grad vært basert på ordlydsbasert tolkning, hvor lovteksten har stått sentralt. Forarbeider og domspraksis har blitt brukt som verktøy for denne lovtekst-tolkingen. I motsetning til EU-retten står formåls- og hensynstolkning svakere i norsk tradisjonell juridisk metode.⁵⁰ Norsk juridisk metode bør derfor tilpasses ved anvendelse av gjennomførte EØS-regler.

4. Hvorfor regulerer vi innsidehandel? - Hensyn og teori

4.1 Introduksjon

Som nevnt i punkt 3.3.1 om EU rettslig metode, danner primærretten utgangspunktet for sekundærretten. I denne sammenheng og etter prinsippet om subsidiaritet, må rettsakter på sekundærretten inneholde fortaler som begrunner hvorfor det er behov for felles regler.⁵¹ Fortalen til markedsmisbruksforordningen legger til grunn at hensikten med forordningen er å “fastsette et felles regelverk om innsidehandel og ulovlig spredning av innsideinformasjon [...] for å sikre integritet i finansmarkedene

⁴⁸ (Leksjon 1, u.å.)

⁴⁹ (Bergo, 2022) s. 51

⁵⁰ (Blandhol et al., 2015)

⁵¹ (Bergo, 2022) s. 261 pkt. 7.3.2

i Unionene [...]”.⁵² Fortalen legger også til grunn at dersom markedet har integritet, vil dette bidra til effektive, gjennomsiktige og integrerte markeder.⁵³ Innsidehandel vil skade finansmarkedenes integritet, herunder deres effektivitet, gjennomsiktighet og integrering,⁵⁴ og forbys derfor etter denne forordning.

Neste del av oppgaven vil ta utgangspunkt i MAR sin fortale, og kartlegge hva markedsintegritet er, og med forankring i teori utdype hvorfor EU ønsker å ivareta markedsintegritet med utgangspunkt i hensynene om effektive, integrerte og gjennomsiktige finansmarkeder.

4.2 Markedsintegritet

Markedsintegritet er ikke definerert i MAR. I henhold til fortalen skal markedsintegritet legge til rette for effektivite, gjennomsiktige og integrerte markeder. Europakommisjonen har i forbindelse med handel av finansielle instrumenter, publisert en ordbok med sentrale definisjoner. Her defineres markedsintegritet som den rettferdige og trygge driften av markeder, uten villedende informasjon eller innsidehandel, slik at investorene har tillit til markedet.⁵⁵ Med utgangspunkt i denne definisjonen, ser vi at markedsintegritet består av rettferdighet, fraværet av innsidehandel og tillit. Tillit til markedet går på at investorer forventer at markedet skal tolke og reagere effektivt på ny informasjon.⁵⁶ Rettferdighet fremstår som det viktigste elementet i markedsintegritet i henhold til europeiske juridisk

⁵² MAR artikkel 1

⁵³ MAR fortale premiss 2

⁵⁴ MAR fortale premiss 2

⁵⁵ (*glossary_en_1.pdf*, u.å.)

⁵⁶ (OECD, 2019)

litteratur. Vi vil derfor ta utgangspunkt i dette elementet av markedsintegritet i det følgende.

Hensynet til rettferdighet er omtvistet i teorien, og har nær tilknytning til hensynet til tillit. I en del juridisk teori argumenteres det for at innsidehandel er en handling hvor det ikke finnes ofre, ettersom selgeren eller kjøperen som ikke besitter innsideinformasjon, faktisk ønsker å selge eller kjøpe til denne prisen.⁵⁷ På denne måten er ikke selgeren eller kjøperen påvirket av om motparten hadde innsideinformasjon eller ikke. Dermed er det heller ikke urettferdig at noen handler på innsideinformasjon. Ved at innsidere gjennomfører slike transaksjoner, vil det faktisk aksellerere «price-discovery»-mekanismen⁵⁸ og styke markedets effektivitet.

⁵⁹

På den andre siden argumenterer EU-domstolen i Spector-dommen at innsidehandel er å betrakte som «an unfair advantage» for de som innehar innsideinformasjonen.⁶⁰

⁶¹ ⁶² Den uberettigede fordelingen fremkommer etter vår mening ved at risikofordelingen blant investorene er ujevn og at enkelte investorer har en urimelig lav risiko enn andre ettersom de innehar informasjon som allmennheten ikke har tilgang på. Med andre ord legger rettferdighet til grunn at alle investorer skal konkurrere på like vilkår, og at markedsaktører har tillit til at dette ivaretas. I det følgende vil vi redegjøre for konsekvenser av dette.

⁵⁷ (Ventoruzzo & Mock, 2017) A.2.24

⁵⁸ Dette er samspillet mellom tilbud og etterspørsel, og dersom innsidere kan handle på innsideinformasjon vil markedskreftene gjøre at mer informasjon reflekteres i prisene. Dette utredes i kapittel 3.3 om effektivitet.

⁵⁹ (Ventoruzzo & Mock, 2017) A.2.24

⁶⁰ C-45/08 «Spector»

⁶¹ (Bergan, 2016)

⁶² (Bergo, 2021) s. 469-470

Den skjeve risikofordelingen ved å utnytte den uberettigede fordelingen vil i første omgang gå hardere ut over hobby-investorer og andre ikke-profesjonelle aktører, ettersom det normalt er de profesjonelle aktørene som har tilgang på innsideinformasjonen.⁶³ ⁶⁴ Dersom innsidehandel tillates vil markedets oppfattede og faktiske rettferdighet undergraves, og potensielt medføre at investorer trekker pengene sine ut av markedet.⁶⁵ Vi vil videre illustrere viktigheten av markedsintegritet med utgangspunkt i aksjemarkedet.

Selskaper som trenger penger til nye investeringer har mange finansieringsmuligheter å velge mellom. De kan ta opp lån, utstede obligasjonslån, eller utstede aksjer.⁶⁶ Utstedelse av aksjer innebærer en forhøyelse av aksjekapitalen som fører til en økning i selskapets egenkapital.⁶⁷ Prosessen kalles en emisjon. En emisjon innebærer derfor et bytte av kapital for eierskap og kontroll. De siste par årene har det vært en sterk vekst i antall emisjoner. Globalt i 2018 var det 1359 nye emisjoner, hvor selskaper hentet inn totalt \$205 milliarder⁶⁸ i finansiering gjennom aksjemarkedet. Slike transaksjoner gjennomføres i primærmarkedet, hvor selskaper utsteder nye verdipapirer som blir tegnet av investorer.⁶⁹

Aksjer er ikke bare en mulighet for selskaper å innhente ny egenkapital, men det danner også et marked hvor investorer og privatpersoner kan investere sine midler. Investorer som handler allerede utstedte aksjer, gjør dette på sekundærmarkedet.⁷⁰

⁶³ (Bergo, 2021) s. 34

⁶⁴ Dette er ikke alltid tilfellet, som vi vil bevise senere i kapitlet.

⁶⁵ (Ventoruzzo & Mock, 2017) A.2.25

⁶⁶ (Hillier et al., 2021) s. 377

⁶⁷ (<https://www.facebook.com/Nordnetnorge?fref=ts>, u.å.)

⁶⁸ (Hillier et al., 2021) s. 377

⁶⁹ (Stordrange, 2019) s. 49

⁷⁰ (Stordrange, 2019) s. 49

Kjøp og salg av aksjer på sekundærmarkedet gjøres normalt mellom investorer og kreditorer, ikke selskapet selv.

Aksjemarkedets struktur gjør at selskapene kun mottar vederlaget for aksjene i primærmarkedet, og har følgelig ingen direkte økonomisk interesse i omsetningen på sekundærmarkedet.⁷¹ Dette stemmer ikke ettersom det er en sammenheng mellom prisingen i primærmarkedet og sekundærmarkedet.⁷² Dersom et selskap priser de nye aksjene sine i primærmarkedet høyere enn det markedet gjør i sekundærmarkedet, vil investorer sky unna disse aksjene og heller kjøpe aksjene i sekundærmarkedet. Dersom aksjene i primærmarkedet selges billigere enn i sekundærmarkedet, vil investorer heller kjøpe aksjene i primærmarkedet. Forutsatt at de nye og gamle aksjene gir samme organisatoriske rettigheter, vil aktørene på markedet handle der hvor aksjene er billigst, og tvinge frem en lik pris på primær- og sekundærmarkedet.

Dersom markedets integritet, herunder rettferdighet, svekkes og investorene trekker likviditet ut av sekundærmarkedet vil primærmarkedet ikke klare å skaffe nødvendig kapital, og på denne måten bremse den økonomiske utviklingen i samfunnet. Synspunktet er at optimal kapitaltilførsel til primærmarkedet forutsetter et likvid sekundærmarked. Dersom sekundærmarkedet ikke er likvid vil investorene gjerne vil holde seg borte fra emisjonsmarkedet av frykt for at de ikke til enhver tid kan frigjøre den kapital som bindes gjennom emisjonen som gir et realistisk uttrykk for verdipapirets egentlige verdi.⁷³

⁷¹ (Stordrange, 2019)s. 49

⁷² (Mauer & Senbet, 1992)

⁷³ (Sæbø, 1995) s. 33

4.3 Effektivitet

Markedsmisbruksforordningen har som formål å fremme et effektivt finansmarked ved å etablere markedsintegritet,⁷⁴ men inneholder ingen definisjon av begrepet. Europakommisjonen definerer markedseffektivitet som den grad priser i et marked reflekterer all tilgjengelig informasjon til investorer.⁷⁵ Et mer effektivt marked vil reflektere mer tilgjengelig informasjon enn et mindre effektivt marked. Videre uttaler Kommisjonen at dersom et marked er effektivt, har ingen investor tilgang på mer informasjon enn andre, og burde ikke ha forutsetningene for å forutsi priser bedre enn andre investorer.⁷⁶

Markedseffektivitet er en sentral forutsetning i finasteori, som går lengre med å forklare hva som menes med effektive markeder. Den mest kjente teorien om markedseffektivitet er Efficient Market Hypothesis av Eugene F. Fama.⁷⁷

Utgangspunktet for effektivitetsteorien var at de som hadde informasjonen tidlig, ville benytte muligheten til å profitere på informasjonen, og at at den harde konkurransen i kapitalmarkedene ville gjøre at informasjonen fort ble reflektert i prisen.⁷⁸ En implikasjon av at all tilgjengelig informasjon er reflektert i prisen, er at det ikke vil være mulig å forutse hvor prisene beveger seg i fremtiden.⁷⁹ Helt konkret testet Fama hvorvidt prisene på finansielle instrumenter fullt ut reflekterte historisk informasjon, og delte det inn i tre ulike former for informasjon, herunder svak form,

⁷⁴ MAR fortale premiss 2

⁷⁵ (*glossary_en_1.pdf*, u.å.)

⁷⁶ (*glossary_en_1.pdf*, u.å.)

⁷⁷ (Fama, 1970)

⁷⁸ (YaleCourses, 2012) ca. 37-38 min

⁷⁹ (Stordrange, 2019) s. 61

halvsterk form og sterk form.⁸⁰ Vi ønsker ikke å vurdere hvilken form for effektivitet som er best, men å fremlegge teorien slik at det er klart hva som inngår i begrepet.

Den svake form for effektivitet baserer prisingen i markedet kun på historisk prisinformasjon,⁸¹ eksempelvis handelshistorikk og handelsvolum.⁸² I dette scenarioet er markedet effektivt dersom prisen reflekterer all slik informasjon i prisene. Dette innebærer at ingen kan få ytterligere avkastning i forhold til markedet ved å benytte strategier som tar utgangspunkt i historisk prisinformasjon.⁸³

Til forskjell fra den svake formen for effektivitet, tar den halvsterke formen utgangspunkt i at effektivitet ikke forutsetter at kun historisk prisinformasjon er reflektert i prisen, men også all tilgjengelig offentlig informasjon.⁸⁴ Dette innebærer at ingen kan få ytterligere avkastning enn markedet ved å handle på offentlig tilgjengelig informasjon.⁸⁵

Den sterke formen for effektivitet legger til grunn at prisen reflekterer både historisk og offentlig tilgjengelig informasjon. I tillegg inkluderes privat og ikke-offentlig tilgjengelig informasjon i prisingen. Med andre ord forutsetter den sterke formen for effektivitet at all relevant informasjon om aksjene er reflektert i prisen på det finansielle instrumentet.⁸⁶ I et slikt markedet vil ikke innsidere over tid kunne tjene på å bruke innsideinformasjon.⁸⁷ Etersom prisene i markedet bestemmes av tilbud og etterspørsel, vil handel på innsideinformasjon uttrykkes enten på tilbuds- eller

⁸⁰ (Stordrange, 2019)s. 62.

⁸¹(Hillier et al., 2021) s. 351

⁸² (Degutis & Novickyté, 2014)

⁸³ (Avgouleas, 2005) s. 46

⁸⁴ (Hillier et al., 2021) s. 352

⁸⁵ (Avgouleas, 2005)s. 45

⁸⁶ (Barnes, 2009)s. 47

⁸⁷ (Ventoruzzo & Mock, 2017) A.2.20

etterspørselssiden. Som en konsekvens vil prisene i teorien være mest effektive under den sterke formen for effektivitet, ettersom de reflekterer et større informasjonsgrunnlag.

Mekanismen som forklarer hvorfor markeder blir effektive kalles «price discovery»-mekanismen, og måler markedets evne til å prosessere informasjon.⁸⁸ Tankegangen er at prisen i et marked, som bestemmes av tilbydere og etterspørere, vil reflektere aksjens reelle verdi.⁸⁹ Mekanismen kan fremstilles slik: dersom en investor har informasjon om fremtidig inntjening som tilsier at selskapet vil tjene mer penger enn det som fremkommer av markedsprisen, vil vedkommende kjøpe tilsvarende mange aksjer helt til den marginale kostnaden ved erverv er lik den forventede inntjeningen. Dersom selskapet vil tjene mindre enn det markedsprisen reflekterer, vil investoren selge aksjer helt frem til den marginale inntjeningen er lik den forventede markedsprisen. Enhver markedsaktør har insentiver til å handle på denne måten, og slik justeres markedsprisen til det nivået som reflekterer informasjonsgrunnlaget i markedet.

Denne markedsprisen spiller en sentral rolle for den effektive ressursallokering i samfunnet, som også er hovedgrunnen til at et effektivt kapitalmarked er viktig. En markeds plass kobler sammen tilbydere av kapital med etterspørere av kapital. Aksjemarkedet er en slik markeds plass, som nevnt over er inndelt i primær- og sekundærmarkedet. Når vi snakker om effektiv markedspris, gjelder det prisdannelsen i sekundærmarkedet. Sekundærmarkedet har i utgangspunkt ingen direkte link til allokeringer av egenkapital til selskaper i primærmarkedet,⁹⁰ men som

⁸⁸ (*THE EFFICIENCY OF PRICE DISCOVERY IN THE STOCK MARKET AND MACROECONOMIC VARIABLES: AN EMPIRICAL INVESTIGATION* on JSTOR, u.å.)

⁸⁹ (*What Is Price Discovery?*, u.å.)

⁹⁰ (*Stock Market Efficiency and Economic Efficiency: Is There a Connection?* - DOW - 1997 - *The Journal of Finance* - Wiley Online Library, u.å.)

etablert i kapittelet om markedsintegritet, danner prisen på sekundærmarkedet likevel grunnlaget for prisingen på primærmarkedet.⁹¹

Den indirekte linken avgjør hvor mye egenkapital et selskap tilegnes, og hvilke prosjekter som realiseres.⁹² Dersom det foreligger effektive markedspriser skal markedsprisen gi uttrykk for aksjens underliggende verdi. Priser som avviker aksjens verdi omtales som ineffektive. Ineffektive priser medfører at investorer betaler for mye eller for lite for aksjene. Dersom markedsprisen overstiger den effektive prisen vil prisen på sekundærmarkedet medføre at prisen på primærmarkedet blir høy, og sånn vil investorer tegne aksjer for en for høy pris. Dette medfører at utstederselskapet får mer kapital enn det burde, noe som går på bekostning av andre og mer lønnsomme prosjekter.⁹³ Ettersom mindre lønnsomme prosjekter blir igangsatt på bekostning av mer lønnsomme prosjekter, medfører dette er samfunnsøkonomisk tap og samfunnets verdiskapning reduseres. Dette vil videre gå på bekostning av den overordnede økonomiske veksten og verdiskapningen i samfunnet.⁹⁴

4.4 Gjennomsiktighet

MAR inneholder ingen definisjon av begrepet gjennomsiktighet. I

Europakommisjonens ordbok, defineres gjennomsiktighet ”*som offentliggjøring av informasjon relatert til priser eller transaksjoner relevant for markedsdeltakere slik*

⁹¹ (Holden et al., u.å.)

⁹²(Stordrange, 2019) s. 57

⁹³ (Stordrange, 2019) s.57

⁹⁴ Økonomisk vekst måles i et lands bruttonasjonalprodukt, (Finansdepartementet, 2018)

*at de kan identifisere handelsmuligheter og sjekke at de gjennomfører den beste handel”.*⁹⁵

Vi mener hensynet til gjennomsiktighet best fremstilles i sammenheng med strukturen til markedsmisbruksforordningen. Ved å definere innsidehandel etter artikkel 7, forby det etter artikkel 14 og sørge for at utsteder offentliggjør innsideinformasjon etter artikkel 17 - vil lovgiver sørge for at ingen kan handle på innsideinformasjon, og all innsideinformasjon selskapet besitter som hovedregel skal ut i markedet umiddelbart. På denne måten blir innsideinformasjonen forbudt å handle på før den er offentlig og tilgjengelig for alle. I juridisk teori kalles dette informasjonssymmetri, som vil bli redegjort nedenfor.

Når det kommer til informasjonssymmetri, er det ikke et mål i seg selv at alle har lik informasjon. Med andre ord er det snakk om å tilrettelegge for “equal opportunity” prinsippet, som bygger på at det avgjørende er om begge parter har muligheten til å tilegne seg informasjon på likt grunnlag.⁹⁶ Dersom dette ikke er tilfelle vil det medføre informasjonsasymmetri. Asymmetrier i informasjonsgrunnlaget kjennetegnes dermed ved at den ene part har mulighet til å innhente mer informasjon enn den andre.

Dette støttes av norsk juridisk teori, hvor det i tillegg legges det til grunn at det kun asymmetrier i informasjonstilgangen som påfører markedet skade.⁹⁷ Dersom det er mulig å trekke slutninger som tilsvarer opplysningene innsideren besitter, foreligger det ikke innsideinformasjon.⁹⁸ Derfor må formålet med regelverket ikke være å sikre at alle har lik informasjon, men å gjøre det mulig å tilegne seg informasjon på samme vilkår som resten av markedet. I realiteten vil profesjonelle aktører alltid ha et bedre

⁹⁵ (*glossary_en_1.pdf*, u.å.) med vår oversettelse

⁹⁶ (Stordrange, 2019) s. 112

⁹⁷ (Stordrange, 2019) s. 132

⁹⁸ (Stordrange, 2019) s. 132

informasjonsgrunnlag en småsparere og hobbyinvestorer.⁹⁹ Det avgjørende er altså om innsideren har et tilgang på et beslutningsgrunnlag som gir et fortrinn over resten av markedet.

«Lemons-problemet» illustrerer konsekvensene av asymmetrisk informasjon i et marked. George A. Akerlof identifiserte denne utfordringen i sin forskningsartikkel "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism."¹⁰⁰

Teorien tar utgangspunkt i bruktbilsalg, hvor det foreligger asymmetrisk informasjon mellom kjøper og selger. Den profesjonelle bruktbilselgeren har mer kunnskap og større mulighet til å forstå bilens faktiske verdi sammenlignet med kjøperen. Kjøperen har ikke samme informasjonsgrunnlag, og i frykt for å kjøpe en «lemon», ønsker ikke vedkommende å betale mer enn gjennomsnittspris for bruktbilen. En «lemon» i dette tilfellet, er en bil som er av dårligere kvalitet enn slik den fremstår. Selgeren vil derfor kun profitere dersom bilen er av dårlig kvalitet, altså en «lemon», siden han kan selge den for en høyere sum enn bilens virkelige verdi. Resultatet er at det selges mye færre biler av god kvalitet, og flere av dårlig kvalitet – og på denne måten har asymmetrisk informasjon redusert kvaliteten på bilene i markedet.

Teorien kan også benyttes på finansmarkedet. I frykt for å kjøpe «lemons» vil markedet forsøke å prise inn denne usikkerheten. Eksempelvis vil ikke en investor være villig til å betale like mye for en aksje som han ellers ville, dersom han mistenker at risikoen for å kjøpe en «lemon» er høy. Slik vil de gode investeringsobjektene omsettes for en lavere verdi enn den effektive verdi. Frykten medfører altså at markedet ikke prises i forhold til hva som er effektivt. Slik kan ineffektive priser som følge av asymmetrisk informasjon bidra til at selskapene ikke får tilgang på den kapitalen som de ville ha gjort dersom det forelå symmetrisk informasjon. Konsekvensene av asymmetrisk informasjon i markeder er at det bidrar

⁹⁹ (Stordrange, 2019) s. 132

¹⁰⁰ (Akerlof, 1970)

til å ødelegge den effektive ressursallokering. I ytterste konsekvens kan markedet risikere markedskollaps dersom investorene mister tilliten til hele markedet.¹⁰¹

Dersom det foreligger lovgivning som fremmer informasjonssymmetri i verdipapirmarkedet vil investorene vite at ingen har mulighet til å sitte på informasjon som ikke er offentlig tilgjengelig og ha tillit til at han besitter samme informasjonsnivå som selgeren. Risikoen for å kjøpe en «lemon» er betraktelig lavere i dette markedet. Resultatet er at kjøperen ikke trenger å benytte gjennomsnittsprisen som beskyttelse, og markedet vil kunne omsette produktene til deres effektive verdi.

Dog går det en grense for informasjonssymmetrien, kjent som behovet for eksklusivitet.¹⁰² Ettersom informasjon har økonomisk verdi, vil tilegnelse av ny informasjon kunne gi økonomisk avkastning.¹⁰³ Dersom man vektlegger informasjonssymmetrien så høyt at all informasjon offentliggjøres, vil investorer miste deres mulighet til å profitere på informasjonen de har tilegnet seg gjennom research, og føre til at informasjonskonkurransen i markedet svekkes.¹⁰⁴

Konsekvensene er at markedsaktører får reduserte insentiver til informert handel, som medfører mindre riktig prising og mindre effektivitet.¹⁰⁵ Dette leder igjen til en dårligere ressursallokering og kan medføre markedssvikt i produksjonen av ny informasjon.¹⁰⁶ På bakgrunn av dette er det i alle sin interesse å ha en regulering som ikke etablerer et for høyt nivå av informasjonssymmetri. Hensynet er omtalt i

¹⁰¹ (*The Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel 2001*, u.å.)

¹⁰² (Stordrange, 2019) s. 119

¹⁰³ (Stordrange, 2019) s. 119

¹⁰⁴ (Stordrange, 2019) s. 119

¹⁰⁵ (Avgouleas, 2005) s. 177

¹⁰⁶ (Avgouleas, 2005) s. 177

markedsmissbruksforordningen, hvor det fremkommer at analyser og estimater på grunnlag av offentlig tilgjengelige opplysninger, i seg selv ikke bør anses som innsideinformasjon.¹⁰⁷ På denne måten anerkjenner lovgiver at slike analyser og estimater er verdifulle, og så lenge de er basert på offentlig tilgjengelig informasjon, er de ikke i strid med gjennomsiktighet.¹⁰⁸

Til nå har vi påpekt hvordan både for høy og lav grad av informasjonsasymmetri kan påføre markedet skade. Videre vil vi å påpeke hvem som tar skade av informasjonsasymmetrien. Markedet kan deles inn i 4 typer investorer: innsidere, informasjonstradere, likviditetstradere og støytradere.¹⁰⁹

Støytradere og likviditetstradere evaluerer ikke ny informasjon og tar derfor ikke skade av innsidehandel.¹¹⁰ Informasjonstradere består av analytikere, sofistikerte investorer, investeringsbanker og meglerhus som har som jobb å avdekke og tolke ny informasjon, slik at det reflekteres i prisen. Både informasjonstradere og innsidere handler på informasjon. Dersom informasjonstradere besitter et dårligere informasjonsgrunnlag enn innsidere, vil de kontinuerlig tape til innsidehandlerne. Som en konsekvens er det de profesjonelle investorene, som ikke hadde innsideinformasjon, som vil trekke seg ut av markedet, og negativt påvirke både markedseffektiviteten og likviditeten.¹¹¹

Dersom hensynet til gjennomsiktighet ikke blir forvaltet på riktig måte i praksis, vil finansmarkedene ikke være bærekraftig over tid. Ingen rasjonell og fornuftig investor vil være villig å investere pengene sine i et marked hvor risikoen for å kjøpe

¹⁰⁷ MAR fortale premiss 28

¹⁰⁸ (Ventoruzzo & Mock, 2017) B.7.40

¹⁰⁹ (Avgouleas, 2005) s. 83

¹¹⁰ (Avgouleas, 2005) s. 83

¹¹¹ (Avgouleas, 2005) s. 84

«lemons» er stor. En slik situasjon hvor verdipapirhandelsområdet fungerer som et pyramidespill kan medføre at investorene plasserer pengene sine andre steder.

Resultatet vil bli et illikvid aksjemarked som ikke klarer å skaffe nødvendig kapital i primærmarkedet og videre verdiskapning i samfunnet. Som vi nevnte under punkt 4.2 vil investorer gjerne holde seg borte fra primærmarkedet i frykt for at de ikke til enhver tid kan frigjøre den kapital som bindes gjennom emisjonen, til en pris som gir et realistisk uttrykk for verdipapirets egentlige verdi.¹¹²

4.5 Integrert marked

I likhet med hensynene om markedsintegritet, effektivitet og gjennomsiktighet, er heller ikke begrepet «integrert marked» definert i markedsmissbruksforordningen. I henhold til Lamfalussy-rapporten, se punkt 3.3.2, var konsensus at nettopp fraværet av et integrert europeisk marked var den initielle diagnosen til problemene EU opplevde da komiteen ble etablert.¹¹³ Dersom en etablerer et integrert marked, vil kapital og finansielle tjenester flyte fritt innad i EU.¹¹⁴ Slik kan begrepet tolkes som at det må foreligge ett indre marked med et harmonisert regelverk.¹¹⁵

Det finnes flere ulemper ved å ikke ha et integrert kapitalmarked i EU. Vi vil innlede med et eget eksempel. Dersom lovgivningen ikke er harmonisert, vil informasjon som utgjør innsideinformasjon i ett land, ikke nødvendigvis utgjøre innsideinformasjon i et annet. På denne måten vil selskaper i det landet hvor informasjonen ikke anses som innsideinformasjon, ikke måtte offentliggjøre informasjonen. Som vi vil gjøre rede for i del 5 av oppgaven, er det ikke intuitivt hvor

¹¹² (Sæbø, 1995) s. 33

¹¹³ (Lamfalussy, u.å.) side 7 avsnitt 2

¹¹⁴ (Lamfalussy, u.å.) side 9 «economic benefits»

¹¹⁵ (Schure, 2013)

grensen går for hva som utgjør innsideinformasjon. Dette stiller mulige krav til flere rutiner og ansatte for å gjøre vurderingen, noe som eksempelvis øker compliancekostnadene. Dersom to «identiske» selskaper konkurrerer i samme markedet, men som er notert på børs i forskjellige jurisdiksjoner, vil det ene selskapet kunne ha konkurransefortrinn som en konsekvens av dette.

Lamfalussy-rapporten listet opp en rekke fordeler ved å etablere et integrert marked.¹¹⁶ I henhold til rapporten vil et felles og integrert marked medføre reduserte handelsbarrierer, mindre unødvendig byråkrati, mer tillit og mindre proteksjonisme, som igjen medfører noen økonomiske fordeler. Dette inkluderer blant annet en mer rasjonell kapitalallokering, økt produktivitet, økt likviditet, samt lavere kapitalkostnad.

Et integrert marked bidrar til en mer rasjonell kapitalallokering ved å skape og etablere et mer effektivt, dypere og bredere verdipapirmarked som gjør kapitalallokeringer mer effektivt. Videre vil økt internasjonal konkurranse medføre reduserte transaksjonskostnader og øke markedets likviditet. På denne måten vil det totale tilbudet av europeisk kapital møte hele etterspørselen etter kapital i EU i et konkurranseintensivt indre marked. Summen av alle fordelene bidrar til økt økonomisk vekst.¹¹⁷

Årsaken til at Lamfalussy-rapporten er så sentral i denne del av oppgaven er at rapporten identifiserte fraværet av et integrert europeisk marked som den initielle diagonisen for EUs problem på den tiden: et tregt, ufleksibelt, komplekst og dårlig tilpasset regelverk for utviklingen i det globale finansmarked. Det er derfor Lamfalussy-prosessen er, etter vår mening, det mest sentrale tiltaket fra EU til å fremme et integrert aksjemarked.

¹¹⁶ (Lamfalussy, u.å.)

¹¹⁷ (Lamfalussy, u.å.)

Dette oppnås ved å garantere en raskere implementering av nye reguleringer og sørge for homogenitet av innhold på tvers av landegrensene ved å dele lovgivningen inn i fire nivåer. EU kommisjonen og Rådet vil på nivå 1 bestemme de grunnleggende prinsipper og essensielle elementer, og gjennom nivå 2 utfylle disse utenom ordinær lovgivningsprosses.

Det er derimot nivå 3 og 4 som bidrar mest til å danne et integrert marked. Her utarbeider ESMA, tidligere CESR, retningslinjer og rekommendasjoner som skal tolke regelverk for brukerne. Disse blir, i henhold til «comply or explain»-mekanismen, oftest etterlevd av de nasjonale kompetende myndigheter. Nivå 4 går enda lengere med å sørge for etterlevelse og rettsharmoni ved sikre nasjonal tilsynskonvergens. Her skal ESMA evaluere håndhevelsen av EU-reglene på nasjonalt nivå, og fatte tiltak som fremmer en koordinert opptreden ved ikke-etterlevelse.

5. Hvordan defineres innsideinformasjon - Juridisk gjennomgang

5.1 Introduksjon til MAR artikkel 7 - innsideinformasjon

Innsideinformasjon defineres i markedsmisbruksforordningen art. 7. Innsidehandel kjennetegnes ved at det oppnås en uberettiget fordel av innsideinformasjon til ulempe for tredjeparter som er ukjent med informasjonen.¹¹⁸ Den lovfestede definisjonen av begrepet er:

“Presise opplysninger som ikke er blitt offentliggjort, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere utstedere eller ett eller flere finansielle instrumenter, og som

¹¹⁸ (Forbud mot innsidehandel og tilskyndelse til innsidehandel, 2021)

er egnet til å påvirke kursen på disse finansielle instrumentene eller kursen på tilknyttede finansielle derivater merkbart dersom de blir offentliggjort”¹¹⁹

I henhold til definisjonen, foreligger det fire kumulative vilkår for at informasjon skal anses som innsideinformasjon. Disse har vi understreket i sitatet ovenfor, og omtales som presisjonsvilkåret, utligningsvilkåret, relasjonsvilkåret og kurspåvirkningsvilkåret. I neste del av oppgaven vil vi presentere vilkårene hver for seg, og kartlegge hvordan de skal forstås med utgangspunkt i norsk og europeisk rett.

5.2 Presisjonsvilkåret

5.2.1 Introduksjon

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

Vilkåret om at opplysningene er presise - presisjonsvilkåret - er det første av fire kumulative vilkår som etter MAR art. 7 nr. 1 bokstav a må være oppfylt for at en opplysning skal utgjøre innsideinformasjon. Som nevnt i punkt 1.5 avløste MAR markedsmisbruksdirektivet (MAD), som utfylt av kommisjonsdirektiv 2003/124/EF. Definisjonen i MAR går lengre enn sin forgjenger med å inkludere andre typer omsettelige verdipapirer, og inneholder en egen setning om flerleddede prosesser. Begrepet “presise opplysninger” i art. 7 nr. 1 utfylles av artikkel 7 nr. 2. Denne bestemmelsen lyder som følger:

¹¹⁹ Våre understrekninger

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

I presisjonsvilkåret ligger det således to undervilkår som hver for seg må være oppfylt dersom informasjon skal utgjøre en presis opplysning.¹²⁰ Det første av disse underliggende kriteriene omtales i juridisk teori som eksistenskriteriet. Dette sikter til betingelsen om at *“en eller flere omstendigheter foreligger, eller at det er rimelig å forvente at de kan komme til å foreligge, eller en hendelse som har inntruffet, eller som det er rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe”*.¹²¹

Det neste undervilkåret i presisjonsvilkåret er spesifikasjonskriteriet. Begrepet begrenser seg mot *“opplysningene [som] er tilstrekkelig spesifikke til at det kan trekkes en slutning om den mulige påvirkningen”*.¹²²

Vi vil i det følgende gjøre rede for begge kriteriene.

5.2.2 Eksistenskriteriet

Det såkalte eksistensvilkår går altså ut på at opplysningene må indikere at *“ en eller flere omstendigheter foreligger, eller at det er rimelig å forvente at de kan komme til*

¹²⁰ Case C-19/11 “Daimler vs. Geltl” avsnitt 29

¹²¹ MAR Artikkel 7.2

¹²² MAR Artikkel 7.2

å foreligge, eller en hendelse som har inntruffet, eller som det er rimelig å forvente at kan komme til å inntre”.

Først vil vi redegjøre for hva som inngår i begrepene «omstendigheter» og «hendelse», deretter hva som skal til for å bevise at en omstendighet eller hendelse foreligger, og avslutningsvis hva som legges til grunn for at det er rimelig å forvente at omstendighetene eller hendelsen kommer til å inntreffe i fremtiden.

Det foreligger ingen skille mellom begrepene «omstendigheter» og «hendelse» i MAR. En ordlydsfortolkning av begrepene slik de fremkommer i artikkel 7, viser at «omstendigheter» står i både entall og flertall, mens «hendelse» står kun i entallsform i den norske oversettelsen av MAR. I den engelske versjonen står «omstendigheter» kun i flertallsform, og «hendelse» i entallsform. Dermed fremstår det som om den norske versjonen vektet «omstendigheter» mer enn den engelske. Uansett indikerer det at en hendelse i utgangspunktet er mer omfattende enn en omstendighet, og at det normalt kan kreves flere omstendigheter for å ha samme vekt som en hendelse. Dette støttes også av normal språklig forståelse. Tilsvarende legges til grunn i norsk juridisk litteratur, som sier at en hendelse i denne sammenhengen kan defineres som flere omstendigheter som til sammen kan utgjøre innsideinformasjon.¹²³

Europeisk juridisk litteratur, i likhet med den norske, legger til grunn at det kun kreves én hendelse, og at det må foreligge flere omstendigheter dersom informasjonen skal anses som presis etter kriteriet.¹²⁴ Her defineres en hendelse som kombinasjonen av elementer, handlinger, fakta eller situasjoner som kanskje er påvirket av en eller flere omstendigheter, eksempelvis generalforsamlinger.¹²⁵ Videre

¹²³ (Bergo, 2021)

¹²⁴ (Ventoruzzo & Mock, 2017) punkt B.7.44

¹²⁵ (Ventoruzzo & Mock, 2017) punkt B.7.44

er omstendigheter grunnleggende forhold for at noe skjer, som å indikere at noe relevant for en hendelse vil inntreffe, mens hendelser er det som skjedde.¹²⁶

Skillet mellom den norske og europeiske versjonen av MAR, altså hvor mange omstendigheter som må foreligge, har utgangspunkt i oversettelsen av MAR. Den engelske versjonen legger til grunn «a set of circumstances», hvor den norske krever «en eller flere omstendigheter». Som belyst tidligere, åpner ordlyden i den norske versjonen for at en omstendighet kan være tilstrekkelig. Til tross for dette er det overensstemmelse mellom norsk og europeisk juridisk litteratur, og etter vår vurdering skal ikke den norske versjonen av MAR legge til grunn noen lavere terskel for omstendigheter enn den engelske. Dette støttes av proposisjonen til Stortinget som konstanterer at en skal være forsiktig med å stille krav som ikke følger eksplisitt av forordningsreglene.¹²⁷ Derfor er forskjellene kun i ordlyden, ikke i forvaltningen.

I henhold til MAR premiss 16 kan ethvert trinn i en prosess bestående av flere trinn, eller hele den samlede prosessen, utgjøre omstendigheter eller hendelser. Hensikten er at innsideinformasjonsbegrepet også skal omfatte informasjon i en flertrinnet prosess, ellers ville denne typen informasjon som ellers oppfylte alle andre vilkår i artikkel 7, ikke offentliggjøres.¹²⁸ Slik informasjon kan være status i kontraktsforhandlinger, børnotering eller om et finansielt instrument skal inn eller ut av en større indeks.¹²⁹ I denne sammenheng vil det være lettere å vurdere hva som utgjør en hendelse, ettersom disse ofte utgjør slutten på en prosess.¹³⁰

¹²⁶ (Ventoruzzo & Mock, 2017) punkt B.7.44

¹²⁷ (Finansdepartementet, 2019) innleggelse av MAR

¹²⁸ C-19/11 «Daimler-dommen» domsavsnitt 35

¹²⁹ MAR fortale premiss 17

¹³⁰ (Ventoruzzo & Mock, 2017) punkt B.7.44

Omstendigheter, derimot, må kontinuerlig vurderes for å kunne avgjøre når de blir komplette eller har en indikerende effekt.¹³¹

Eksistenskriteriet omfatter to typer omstendigheter og hendelser. Den første typen er omstendigheter eller hendelser som faktisk eksisterer på nåværende tidspunkt. Den andre typen er fremtidsorientert og gjelder omstendigheter eller hendelser som man med rimelighet kan forvente kommer til å inntreffe.

Vurderingen tilknyttet omstendigheter og hendelser som eksisterer på vurderingstidspunktet vil baseres på eksisterende fakta.¹³² I en tidligere CESR¹³³ nivå 2 rettsakt sies det at omstendighetene eller hendelsen må være sanne for at de skal anses som å eksistere.¹³⁴ Videre anføres det at grunnlaget må være tilstrekkelig solid og objektivt, og at informasjonen kan kommuniseres på en presis måte, i motsetning til rykter. Slik skal det kunne bevises å ha skjedd eller eksistert. I senere tid har CESR kommet med en nivå 3 rettsakt hvor det også konkluderes med at det må kunne bevises at omstendighetene eller hendelsen har skjedd eller eksistert. Den konstaterte også at rykter ikke er tilstrekkelig bevis.¹³⁵

Det andre elementet, omstendigheter og hendelser det er rimelig å forvente kan komme til å inntre, legger til grunn en fremtidsvurdering. Dermed kan opplysninger om omstendigheter og hendelser som kan inntreffe i fremtiden, anses som presise opplysninger, og dermed også utgjøre innsideinformasjon etter MAR.

Spørsmålet blir derfor hvor høy grad av sannsynlighet som må foreligge for at fremtidige omstendigheter eller hendelser kan utgjøre presise opplysninger. Etter

¹³¹ (Ventoruzzo & Mock, 2017) punkt B.7.45

¹³² (Bergo, 2021) s, 440

¹³³ The committee of European Securities Regulators, forgjengeren til ESMA

¹³⁴ CESR/02-098d artikkel 1 punkt 20

¹³⁵ CESR/06-562b spørsmål 1 punkt 1.5

ordlyden i MAR er det avgjørende om det er “*rimelig å forvente at de kan komme til å foreligge*”. Ordlyden er på dette punktet vag og gir ingen konkret indikasjon. Det foreligger dog rettspraksis som tar stilling til dette spørsmålet, og denne vil vi presentere i det følgende.

Daimler-dommen er en sentral EU-avgjørelse om innsideinformasjonsbegrepet i MAR artikkel 7.^{136 137} Dommen tar blant annet stilling til hvilken grad av sannsynlighet som må foreligge for at opplysninger om fremtidige hendelser eller omstendigheter skal oppfylle eksistenskriteriet i presisjonsvilkåret.

Saken gjaldt oppsigelse av CEOen i Daimler AG, et tysk børsnotert selskap. I etterkant av Daimler AGs årsmøte den 6 april i 2005 informerte CEO Schrempp sin kone at han ønsket å gå i fra sin stilling før 2008, som var den opprinnelige fratredelsesdatoen. Den 17. mai 2005 ble styrets leder informert om det samme og 1. juni ble to ytterlige styremedlemmer informert. Styret offentliggjorde fratredelsen 28 juli i 2005, to måneder etter at prosessen allerede var igangsatt.

Enkelte investorer hadde solgt aksjen før meldingen ble offentliggjort. Etter offentligjørelsen gikk prisen på aksjene opp fra €36,5 til €42,95. Geltl, en av investorer som hadde solgt aksjer før offentligjørelsen, krevde erstatning på grunnlag av at selskapet skulle ha offentliggjort informasjon om fratredelsen på et tidligere tidspunkt. Søksmålet reiste blant annet spørsmål om forståelsen av EU-rettens innsideinformasjonsbegrep og saken nådde ECJ i 21 mars 2012 etter at den tyske domstolen Bundesgerichtshof ønsket en prejudisiell avgjørelse i henhold til artikkel 267 i TFEU.

EU-domstolen avklarte to prinsipielle tolkningsspørsmål i dommen. Vi vil kun presentere det som er relevant for forståelsen av «rimelig å forvente». Spørsmålet er

¹³⁶ C-19/11 «Daimler»

¹³⁷ Saken gjaldt tolkningen av MARs forgjenger, MAD, men er også relevant for tolkningen av MAR art. 7 nr 1 bokstav a.

todelt og har rettslig grunnlag i kommisjonsdirektiv 2003/124/EC som i sin helhet har blitt videreført i MAR. Spørsmålet var hvorvidt begrepet «reasonably expected» skulle tolkes som overveiende sannsynlighet, og om «reasonably be expected to come into existence» skulle forstås forskjellig avhengig av størrelsen på den mulige pris-effekten (probability/magnitude-test).

Ved spørsmålet om begrepet «reasonably expected» skal tolkes som overveiende sannsynlighet, legger ECJ først til grunn at tolkning av begrepet ikke kun skal ha utgangspunkt i kun ett lands versjon av direktivet, da dette er uforenelig med EUs ønske om rettsharmoni. Videre skal rimelighetsvurderingen foretas i hver enkelt sak på grunnlag av de faktorene som eksisterte på det relevante tidspunktet. En terskel som settes høyt, med et krav om høy sannsynlighet, vil åpne for at innsidere vil kunne handle på fordelaktig informasjon. Dette ville være i strid med hensynene om markedsintegritet og svekke investorenes selvsikkerhet.¹³⁸ På den andre siden av spekteret, ville en for lav terskel stride imot hensynet om rettsikkerhet for markedsaktørene og ustedere. Derfor skal ikke informasjon om omstendigheter eller hendelser som er «implausible» at vil inntreffe i fremtiden utgjøre innsideinformasjon. Synonymer for «implausible» er «unlikely»¹³⁹ ¹⁴⁰ som oversettes til ”usannsynlig” på norsk.

Avslutningsvis konkluderer domstolen med at «rimelig å forvente» skal tolkes som fremtidige omstendigheter eller hendelser hvor, basert på all tilgjengelig informasjon på det relevante tidspunktet, det fremstår som at det foreligger et «realistic prospect» at de vil eksistere. Til spørsmålet om sannsynligheten skal tolkes annerledes avhengig av den potensielle pris-effekten (probability/magnitude-test), er svaret nei.

¹³⁸ Oversatt fra engelske: investor confidence

¹³⁹ Se (*implausible adjective - Definition, pictures, pronunciation and usage notes | Oxford Advanced Learner's Dictionary at OxfordLearnersDictionaries.com, u.å.*)

¹⁴⁰ Se (*Implausible, 2023*)

Dermed skal «realistic prospect»-vurderingen ikke være påvirket av størrelsen på den mulige pris-effekten.

Å tolke «rimelig å forvente» som «realistic prospect» er ikke veldig oppklarende. I henhold til Daimler-dommen ligger terskelen over usannsynlig, og under høy sannsynlighet. I europeisk juridisk teori er det konsensus om at sannsynlighetskravet, som omtales som «the reasonable expectation test», skal forstås som at det er større sannsynlighet for at omstendighetene eller hendelsen inntreffer enn det motsatte.¹⁴¹ Dette betyr minst 50%. En slik forståelse strider med det som ble sagt i engelske høyesterett, som uttalte at «realistic prospect» ikke betyr mer enn 50%, men det kan likevel ikke være urealistisk (engelsk: fanciful). Som domstolen ser det, kan det være et «realistic prospect» uten at det foreligger sannsynlighetsovervekt.¹⁴²

Samme problemstilling ble omhandlet av Høyesterett i RenoNorden-dommen.¹⁴³ Saken gjaldt et krav om erstatning rettet av en investor (SJI Equities Limited) mot styremedlemmene i RenoNorden. Saksøker anførte at styrets manglende offentliggjøring av muligheten for brudd på et vilkår i selskapets låneavtale (en såkalt finansiell covenant) var uaktsomt. Dette ble igjen begrunnet i at opplysningen utgjorde innsideinformasjon som direkte angikk selskapet, og dermed var omfattet av noterte selskapers plikt til offentliggjøring av innsideinformasjon (som nå fremgår av MAR art. 17).

For å ta stilling til erstatningskravet, var det nødvendig å ta stilling til om opplysningen om det mulige bruddet utgjorde innsideinformasjon. På det aktuelle tidspunktet fremgikk denne definisjonen av den dagjeldende verdipapirhandeloven § 3-2, som var basert på MAD artikkel 1.1 og første kommisjonsdirektiv 1 (1). Således var det rettslige spørsmålet i Daimler-dommen og RenoNorden-dommen det samme:

¹⁴¹ (Ventoruzzo & Mock, 2017) B.7.49

¹⁴² Upper Tribunal FS/2012/0013 «Hannam»

¹⁴³ HR-2022-695-A “RenoNorden”

hvor høy grad av sannsynlighet må foreligge for at det er rimelig å forvente at «omstendigheter eller en hendelse kan komme til å foreligge?»

Høyesterett kom til at minstekravet til sannsynlighet for at noe er å anse som innsideinformasjon ligger «opp mot sannsynlighets likevekt, men noe under».

I denne sammenheng må det påpekes at etter RenoNorden-dommen ble avsagt, har den vært gjenstand for diskusjon. Kritikken har i hovedsak gått på Høyesteretts tolkning av EØS reglementet som feil, og anfører at MAD er et EØS direktiv som må tolkes gjennom bruk av EU rettslig metode for å komme frem til et resultat som er homogent og harmonisert. I forarbeidene til implementeringen av MAR ble det eksplisitt tatt utgangspunkt i terminologien «rimelig å forvente» (engelsk: *reasonably be expected*) og fremlagt at «*en bør være tilbakeholden med å stille krav om sannsynlighetsovervekt eller lignende vilkår som en del av en handlingsnorm, uten at slike krav følger eksplisitt av forordningsreglene.*»¹⁴⁴ Dette er vi i utgangspunktet enige i, spesielt i lys av at både Daimler-dommen i EU, europeisk juridisk teori, Hannam-dommen i England og RenoNorden-dommen i Norge legger opp til forskjellige terskler.

5.2.2.1 Sammenligning mellom norsk og EU-rett

Daimler-dommen legger ikke opp til en klar terskel. Etter europeisk litteratur skal kravet til sannsynlighet tolkes som over 50%. I daværende engelsk rett var det ingen krav til sannsynlighetsovervekt. I Norge skal terskelen tolkes som opp mot 50%, men noe under. Det er uklart hva som inngår i «med noe under», men i henhold til ordinær språklig forståelse bør det ikke være snakk om et særlig stort intervall. Dessuten ville dette vil stride med hensynet om rettsikkerhet. Med utgangspunkt i dette anerkjenner vi kritikken mot RenoNorden-dommen, men kan ikke vurdere

¹⁴⁴ (Finansdepartementet, 2019) side 49 punkt. 6.4.2.2

dommen som verken ugyldig eller spesielt uriktig med utgangspunkt i EØS-rettslige kilder.

Før «men noe lavere» er nærmere definert, foreligger det likevel en forskjell mellom europeisk og norsk rett som avhenger av nevnte terskel. Den norske forståelse setter en lavere terskel for å oppfylle eksistenskriteriet tilknyttet fremtidsvurderingen.

5.2.3 Spesifikasjonskriteriet

Spesifikasjonskriteriet ble først introdusert i første kommisjonsdirektiv 2003/124/EC og skulle utfylle MADs definisjon av “innsideinformasjon”. Kriteriet ble videreført i MAR artikkel 7 (2) og ordlyden er identisk. Spesifikasjonskriteriet utgjør andre halvdel av presisjonsvilkåret, og skal i henhold til Daimler-dommen tolkes i sammenheng med eksistenskriteriet. Kriteriet er oppfylt dersom *«opplysningene er tilstrekkelig spesifikke til at det kan trekkes en slutning om den mulige påvirkningen disse omstendighetene eller denne hendelsen kan ha på kursene på de finansielle instrumentene»*.

ECJ tok stilling til spesifikasjonskriteriet i LaFonta-dommen.¹⁴⁵ Saken gjaldt et fransk investeringsselskap, Wendel, som hadde inngått en rekke «Trade Swap agreements» (TRS). En TRS avtale innebærer et veddemål mellom to parter hvor den ene parten erverver den finansielle eksponeringen i en aksje fra den andre avtaleparten, mot en rentebetaling.^{146 147} Denne avtaleformen gir investorer samme eksponering finansielt som eierskap uten å erverve aksjene selv, og dermed heller ingen eierskap eller stemmerett.¹⁴⁸ I dette tilfellet hadde LaFonta, gjennom Wendel,

¹⁴⁵ C-628/13 «LaFonta»

¹⁴⁶ (*Total Return swap (trs)*, u.å.)

¹⁴⁷ (*Total Return Swap*, u.å.)

¹⁴⁸ (*Hevder flere har brukt omstridte avtaler*, 2007)

inngått en avtale med flere banker om at de skulle betale han avkastningen som oversteg en avtalt pris i Saint-Gobain. Som en del av bankenes risikohåndtering (hedging), kjøpte bankene like mange aksjer som avtalen med LaFonta gjaldt. På slutten av TRS avtalene, solgte bankene fortløpende deres eksponering mot Saint-Gobain. Wendel kjøpte aksjene bankene solgte, totalt mer enn 66 millioner aksjer (17,6% av Saint-Gobain). I ettertid beskyldte AMF¹⁴⁹ Wendel for å ikke offentliggjøre sine intensjoner med avtalen, som etter deres mening var designet for å la Wendel kjøpe store aksjeposter i Saint-Gobain.¹⁵⁰ Avslutningen av TRS-avtalen utgjorde innsideinformasjon fordi Wendel var den eneste som hadde informasjon om at bankene er i ferd med å selge 85 millioner aksjer, ca. 23% av selskapet.

LaFonta anførte at det ikke dreide seg om «presise opplysninger» ettersom det ikke var mulig å stadfeste hvilken vei aksjekursen ville ta etter offentliggjøringen. Han argumenterte med at prisen kunne gå både opp og ned etter offentliggjøring av opplysningen, og at opplysningen av denne grunn ikke oppfylte spesifikasjonskriteriet. EU-domstolen kom derimot frem til at definisjonen «presise opplysninger» ikke kun er begrenset til å gjelde opplysninger som vites å påvirke kursen den ene eller andre veien. Det avgjørende er om opplysningene er presise nok til at det kan trekkes en slutning om en mulig kurspåvirkning.

I dommens avsnitt 31, presiseres det at den eneste informasjonen som er ekskludert fra innsideinformasjon-konseptet er opplysninger av vag og generell karakter som markedet ikke vil reagere på.¹⁵¹ I en tidligere nivå 3 rettsakt har det også blitt konstatert at informasjon skal vurderes fra sak til sak basert på informasjonen og dens karakter. Nøkkelpoeng er hvorvidt informasjonen er håndfast og objektivt

¹⁴⁹ The Autorité des Marchés Financiers (AMF), tilsvarende Finanstilsynet i Norge.

¹⁵⁰ C-629/13 "LaFonta" avsnitt 15.

¹⁵¹ (Bergo, 2021) s. 446

bevist, i motsetning til rykter og spekulasjon som normalt faller utenfor.¹⁵² ¹⁵³ Dog kan en ikke på prinsipp si at rykter og spekulasjon ikke omfattes av kriteriet. Dersom den som er kjent med ryktet, blir kjent med at det kommer til å bli publisert i pressen, kan publiseringen styrke troverdigheten til ryktet såpass mye at det likevel kan være mulig å trekke en slutning om påvirkningen «omstendighetene eller hendelsen» kan ha på kursen på det finansielle instrumentet.¹⁵⁴

I europeisk juridisk litteratur argumenteres det for at en heller ikke trenger å ha en pris-bevegelse for å kunne trekke en slutning om kurspåvirkningen.¹⁵⁵ Det er nok at kursen forblir den samme ettersom informasjon som er i tråd med markedets forventninger, også har en kurspåvirkning ved at kursen ikke endrer seg.

I norsk juridisk teori legges det til grunn tre tolkningsspørsmål i forståelsen av spesifikasjonskriteriet¹⁵⁶. Spørsmålene bygger på det overnevnte, men konkretiserer det ytterligere. Det første spørsmålet er hvem opplysningen må være tilstrekkelig spesifikk for. Det andre er hva som må være tilstrekkelig spesifikt. Det tredje er når opplysningene er tilstrekkelig spesifikke.

5.2.3.1 Hvem må opplysningen være tilstrekkelig spesifikk for?

I juridisk teori argumenteres det for at spesifikasjonskriteriet er overflødig ettersom kurspåvirkningsvilkåret legger til grunn samme vurdering,¹⁵⁷ herunder at opplysningen må være egnet til å påvirke kursen på disse finansielle instrumentene merkbart. Dette etablerer en sammenheng mellom spesifikasjonskriteriet og

¹⁵² CESR/06-562b

¹⁵³ (Veil, 2022) s. 205

¹⁵⁴ C-302/20 «Mr A»

¹⁵⁵ (Ventoruzzo & Mock, 2017) B.7.51

¹⁵⁶ (Bergan, 2016)

¹⁵⁷ (Veil, 2022)

kurspåvirkningsvilkåret. Det er en fornuftig investor som skal foreta denne vurderingen.¹⁵⁸ En fornuftig investor hverken kjøper eller selger på grunnlag av ikke-spesifikk informasjon. I LaFonta-dommen avsnitt 34 har sammenhengen blitt ytterligere konstatert, ettersom den legger til grunn at hverken spesifikasjonskriteriet eller fornuftig investor-testen krever at kursendringen skjer i en gitt retning.

Hva som utgjør en fornuftig investor utredes i kapittelet om kurspåvirkningsvilkåret. Men for kontekstens del er det snakk om en investor med generelle kunnskaper om aksjemarkedet, som handler på bakgrunn av tilgjengelig informasjon og som ikke driver med ren spekulasjon.¹⁵⁹ Dersom en opplysning er tilstrekkelig spesifikk for den fornuftige investor, vil dette elementet av vurderingen være oppfylt.

5.2.3.2 Hva må være tilstrekkelig spesifikt?

I utgangspunktet kan man lett tenke seg at all informasjon som kan føre til en potensiell kurspåvirkning er å regne som tilstrekkelig spesifikk informasjon. Men det er ikke tilfellet. Eksempelvis vil en investors informasjon om forhandlinger mellom to selskaper uten ytterligere informasjon om pris, vilkår eller hvor langt i forhandlingene de har kommet være så vagt og lite spesifikt at det ikke er å anse som presis informasjon.¹⁶⁰ Som nevnt tidligere avskjæres det mot opplysninger av vag og generell karakter som markedet ikke vil reagere på. Høyesterett uttalte i Rt. 2014 s. 452 (“Eltek”) at det heller ikke er en nødvendighet at det foreligger fullstendige og nøyaktige opplysninger.¹⁶¹

Dog vil ikke bare opplysningens innhold være av betydning når det skal vurderes om informasjonen faller inn under innsideinformasjonsbegrepet. En fornuftig investor vil være forsiktig med å basere sin konklusjon på opplysninger som i utgangspunktet er

¹⁵⁸ Kommissjonsdirektiv 2003/124/EC

¹⁵⁹ (Bergo, 2021)

¹⁶⁰ (Bergo, 2021) s. 446.

¹⁶¹ (Bergan, 2016)

klare, men hvor omstendighetene er uklare. I vurderingen om omstendighetene er uklare vil hvordan informasjonen er gitt, kildens posisjon og hvem kilden er, være av betydning.¹⁶² EU-domstolen har ikke spesifikt tatt stilling til hvorvidt andre forhold har relevans i vurderingen, men det er altså opplysningen som må være tilstrekkelig spesifikk.

5.2.3.3 Når er opplysningene tilstrekkelig spesifikke?

Dette har vi redegjort for under spørsmålet om «hvem må opplysningen være tilstrekkelig spesifikk for?». Vi kom frem til at rettskildene legger til grunn at opplysningene må være tilstrekkelig spesifikk for den fornuftige investor.

5.2.3.4 Sammenligning mellom norsk og EU-rett

Etter vår vurdering fremstår norsk rettspraksis som mer detaljert. Forskjellene er dog av så liten karakter at det ikke bør ha utslag i praksis. Dermed mener vi at spesifikasjonskriteriet anvendes likt i norsk og europeisk rett.

5.3 Utilgjengelighetsvilkåret

5.3.1 Introduksjon

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

Det andre vilkåret som oppstilles i MAR art. 7 er det såkalte «utilgjengelighetsvilkåret». Vilkåret fremkommer av den engelske ordlyden “(..) has not been made public”. Den norske oversettelsen av ordlyden blir derfor; “(...)

¹⁶² (Bergan, 2016)

opplysninger som ikke er blitt offentliggjort". Kriteriet er ordrett slik som det var definert i MAD. Derimot skiller MARs ordlyd seg noe fra den tidligere norske bestemmelsen i verdipapirhandelloven som oppstilte "*allmenn kjent informasjon*" som et ytterligere vilkår.¹⁶³

Det tyske finansilsynet BaFin konstaterer at begrepet "has not been made public" er en negativ definisjon, og at det viktige er at informasjonen er gjort tilgjengelig samtidig for en bred investorbase bestående av et ubestemt antall mennesker.¹⁶⁴ På denne måten har alle interesserte markedsdeltakere lik mulighet til å finne informasjon, og at adgangen er lik for alle.¹⁶⁵

Ordlyden i vilkåret indikerer likevel at det kreves en aktiv og bevisst handling som fører til at informasjonen blir offentlig tilgjengelig.¹⁶⁶ Det er derimot uklart hvem som må stå for offentliggjøringen for at informasjonen det er snakk om, er å anse som offentliggjort.

5.3.2 Hvem må stå for spredningen?

I en nivå 3 veiledning har CESR, forgjenger av ESMA, tatt stilling til spørsmålet og konstaterer at dersom den kompetente myndigheten har satt opp en offentliggjøringsmekanisme gjennom en spesifikk elektronisk nyhetstjeneste, må informasjonen kanaliseres gjennom denne for å være gjort offentlig og møte kravet. I henhold til veiledningen legges det således noen formelle formkrav fra EUs side til hvordan informasjonen offentliggjøres.¹⁶⁷

¹⁶³ (Bergo, 2021) s. 437

¹⁶⁴ (*Inside Information under Point (a) of Article 7(1) of the MAR*, u.å.)

¹⁶⁵ (*Inside Information under Point (a) of Article 7(1) of the MAR*, u.å.)

¹⁶⁶ (Bergo, 2021) s. 437

¹⁶⁷ CESR/06-562b punkt 1.9

En slik tolkning fremkommer også i MAR, hvor utgangspunktet er at utstedere har plikt til å offentliggjøre innsideinformasjon etter kravene i art. 17.1. Artikkelen handler om offentliggjøring av innsideinformasjon, og legger til grunn at *“ustederen skal påse at innsideinformasjonen offentliggjøres på en måte som muliggjør at offentligheten raskt kan få tilgang til den. [...] gjennom den offisielt utpekte ordningen”*.¹⁶⁸ I Norge opereres denne ordningen av Oslo Børs.¹⁶⁹

I norsk juridisk teori legges det ikke til grunn et krav om at informasjonen må formidles gjennom dette systemet for at det anses som offentlig.¹⁷⁰ Informasjon offentliggjort på utstederens nettsider eller i avisapirer kan i denne forbindelse også anses som offentliggjort informasjon.¹⁷¹ Derimot vil informasjon som er gitt på utstederselskapets generalforsamling ikke anses som offentliggjort.¹⁷² Bakgrunnen for dette er at informasjonen i denne situasjonen kun er tilgjengelig for styremedlemmene og aksjonærene i det aktuelle selskapet. Informasjonen er med andre ord ikke tilgjengelig for utenforstående og informasjonen anses derfor ikke som offentliggjort.¹⁷³

Konsensus i europeisk teori er i samsvar med denne forståelsen. Siden hensikten med markedsmisbruksforordningen er å jevne ut informasjonsforskjellene, er det sentrale at informasjonen faktisk er tilgjengelig for offentligheten.¹⁷⁴ ¹⁷⁵ På denne måten, i et effektivt marked hvor informasjon når mange investorer, er det stor sannsynlighet for

¹⁶⁸ direktiv 2004/109/EC artikkel 21

¹⁶⁹ (Bergo, 2021) s. 437

¹⁷⁰ (Bergo, 2021) s. 437-438

¹⁷¹ CESR/06-562b “Second set of CESR guidance and information on the common operation of the directive to the market” pkt. 1.9

¹⁷² (Bergo, 2021) s. 437-438

¹⁷³ (Bergo, 2021) s. 437 - 438

¹⁷⁴ (Ventoruzzo & Mock, 2017) B.7.64

¹⁷⁵ (Veil, 2022) s. 201

at de som ikke engang har førstehåndskjennskap til informasjonen handler på lik linje med de som besitter informasjonen, fordi markedet har justert prisene allerede.¹⁷⁶

Derfor vil opplysninger og informasjon anses som offentlig tilgjengelig også når informasjonen er offentliggjort av andre enn utstederen. Dersom investorer kun kan benytte informasjon utstedt av utsteder ville dette innebære “*at handel på informasjon som oppfyller de øvrige vilkårene i definisjonen av innsideinformasjon, men som ikke er offentliggjort av utstederforetaket (...) vil bli bedømt som innsidehandel*”.¹⁷⁷ Med hjemmel i dette, og sett i lys av nivå 3 veiledningen,¹⁷⁸ vil informasjon offentliggjort av medier eller andre derfor kunne anses som offentlig tilgjengelig. Dette gjelder også dersom publiseringen er gjort av et perifert medium eller av utenlandske medier.¹⁷⁹ Vi finner støtte for dette i veiledningen til det engelske finanstilsynet (FCA)¹⁸⁰ som stadfester at “*information is otherwise generally available, including through the internet, or some other publication*”.^{181 182} Avgjørende er derfor at alle har lik mulighet til å tilegne seg informasjonen.

Den siste vurderingen som må foretas er om observerbar informasjon anses som innsideinformasjon. Ordlyden i vilkåret oppstiller krav om at offentliggjøringen må være en aktiv og bevisst handling. Spørsmålet blir derfor om rene observasjoner er å anses som innsideinformasjon ettersom det ikke faller inn under vilkårets ordlyd. Det britiske finanstilsynet har i sin veileder stadfestet at informasjon tilegnet gjennom

¹⁷⁶ (Ventoruzzo & Mock, 2017) B.7.65

¹⁷⁷(Stordrange, 2019), s. 139

¹⁷⁸ CESR/06-562b punkt 1.9

¹⁷⁹ (Bergo, 2021) s. 438

¹⁸⁰ Reflekterer vurdering tilknyttet MAR da EU-retten fortsatt gjaldt i Storbritannia.

¹⁸¹ (MAR 1 - FCA Handbook, u.å.) punkt MAR 1.2.12

¹⁸² (Bergo, 2021) s. 438

rene observasjoner er å anse som offentlig tilgjengelig informasjon.¹⁸³ I nevnte veileder eksemplifiserer de dette ved å si at en togpassasjer som kjører forbi en brennende fabrikk, ikke besitter innsideinformasjon selv om informasjonen som sådan ikke er offentlig tilgjengelig.

5.3.3 Sammenligning mellom norsk og EU-rett

Norsk og europeisk rett fremstår som å behandle vilkåret likt.

5.4 Relasjonsvilkåret

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

Det tredje vilkåret som må være oppfylt er relasjonsvilkåret. For at opplysninger skal utgjøre innsideinformasjon må de direkte eller indirekte omhandle enten «finansielle instrumenter» eller «utstedere» av disse. «Finansielle instrumenter» er definert i MAR artikkel 3 (1) nr 1 og henviser til definisjonen i MiFiD annex 1 section C. MiFiDs definisjon er inkorporert i norsk rett gjennom verdipapirhandelloven § 2-2 (1) og omfatter blant annet omsettelige verdipapirer, slik som aksjer. Begrepet «utstedere» er definert i MAR art. 3 (1) nr. 21 som «en juridisk person underlagt privat eller offentlig rett som utsteder eller planlegger å utstede finansielle instrumenter». Dette gjelder kun finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på et regulert marked, jf. MAR art. 2.1. I vårt tilfelle vil dette være børsnoterte selskaper.

¹⁸³ (MAR I - FCA Handbook, u.å.) punkt MAR 1.2.14 ”train passing burning building”

I denne sammenheng er det viktig å forstå skillet mellom utsteder av finansielle instrumenter og finansielle instrumenter som et selvstendig begrep. En annen måte å fremstille det på, med utgangspunkt i definisjonen av begrepene, er: skillet mellom det børsnoterte selskapet og dets aksjer. Informasjon om det børsnoterte selskap består av selskapsspesifikk informasjon. Dette innebærer blant annet fall i inntjening eller fratredelse av styrets leder o.l.¹⁸⁴ I motsetning vil informasjon om det børsnoterte selskapets aksjer, faktisk begrense seg til informasjon om selskapets aksjer. Eksempler på dette er oppkjøpstilbud¹⁸⁵ hvor en tilbyder fremstiller tilbud om kjøp av aksjer, eller andre kjøp og salg av aksjer. Et eksempel på kjøp og salg av aksjer er Georgakis-saken, hvor en familie som var hovedaksjonær i et børsnotert selskap, kjøpte og solgte aksjer seg imellom for å holde aksjekursen kunstig høy.¹⁸⁶ Georgakis ble dømt for utnyttelse av innsideinformasjon med utgangspunkt i informasjon tilknyttet det børsnoterte selskapets aksjer.¹⁸⁷

Hva som utgjør «indirekte eller direkte» må også kartlegges. I juli 2007 kom CESR med sitt andre sett av nivå 3-regelverk om “guidance and information on the common operation of the Directive to the market”.¹⁸⁸ Retningslinjene fremstiller en ikke-uttømmende liste med eksempler på hva som kan direkte eller indirekte vedrøre en utsteder. CESR presenterte følgende eksempler på hva som kan direkte vedrøre en utsteder: operasjonell business-performance, endringer i kontroll eller endringer i aksjeklasser.

Eksempler på hva som indirekte vedrører en utsteder vil kunne være fremtidige offentliggjøringer fra kredittratingbyråer, sentralbankens vedtak om renteendringer eller at myndighetene endrer skattesystemet for en industri. Det er derfor

¹⁸⁴ (Veil, 2022) s. 206

¹⁸⁵ (Bergo, 2021) s. 436

¹⁸⁶ (Veil, 2022) s. 206

¹⁸⁷ C-391/04 ”Georgakis”

¹⁸⁸ CESR/06-562b Nivå 3 retningslinjer for MAD

fremtredende at informasjon som indirekte vedrører en utsteder ofte vil være ute av utsteders kontroll. Selv om hendelser eller omstendigheter som indirekte vedrører en utsteder kan utgjøre innsideinformasjon, er det nødvendig å se artikkel 7 i sammenheng med artikkel 17 (1). Artikkelen legger til grunn at en utsteder kun skal offentliggjøre innsideinformasjon som direkte vedrører utstederen.

I europeisk juridisk teori og i norsk juridisk praksis har vilkåret om indirekte eller direkte relasjon vært subjekt for kritikk. Det argumenteres for at vilkåret ikke har noen uavhengig betydning, ettersom at informasjon som ikke relaterer seg til utsteder eller dets finansielle instrumenter ikke vil kunne være prissensitiv.¹⁸⁹ Med andre ord, informasjon som faller utenfor relasjonsvilkåret vil også falle utenfor «fornuftig investor testen» i kurspåvirkningsvilkåret, se punkt 5.5. Og som nevnt i punkt 5.1, oppstiller innsideinformasjonsdefinisjonen kumulative vilkår. Dette innebærer at alle vilkår må være oppfylt. Slik er det ingen behov for vilkåret om relasjon. Norsk Høyesterett har i to omganger, ved Q-free dommen og Pareto-dommen, tatt avstand fra relasjonsvilkåret.^{190 191} I Q-free byttet domstolen relasjonsvilkåret med begrepet «opplysninger av enhver art», og i Pareto-dommen valgte høyesterett å se bort ifra relasjonsvilkåret i sin helhet.

5.4.1 Sammenligning mellom norsk og EU-rett

I ECJs praksis omtales innsideinformasjonsbegrepet kontinuerlig som å bestå av fire elementer, herunder at vilkåret om relasjon utgjør et selvstendig element.^{192 193} Etter vår mening er det derfor vanskelig å forstå at Høyesterett ekskluderer vilkåret. Hensikten med å benytte en forordning er nettopp at hele rettsakten skal komme til

¹⁸⁹ (Veil, 2022) s. 206

¹⁹⁰ Q-free dommen (HR-2012-1012-A) avsnitt 21

¹⁹¹ Pareto-dommen (HR-2013-1279-U) avsnitt 24

¹⁹² Daimler-dommen (C-19/11) avsnitt 25

¹⁹³ LaFonta-dommen (C-628/13) avsnitt 24

direkte anvendelse i medlemsstatene.¹⁹⁴ Dette har utgangspunkt i at EU ønsker å danne ensartede regler, klarhet i de viktigste begrepene og et felles regelverk.¹⁹⁵

Til tross for dette er «indirekte og direkte relasjon» byttet ut med «opplysninger av enhver art». I praksis er «opplysninger av enhver art» så bredt at alt kan falle inn under det. Derfor trengs det ikke å tas stilling til, ettersom vilkåret alltid vil være oppfylt. Dette åpner for at, i Norge, kan informasjon som utover det som indirekte og direkte vedrører utstederen, også utgjøre innsideinformasjon. Det vanskelig å tenke seg informasjon, uten hverken direkte eller indirekte relasjon, som kan vedrøre finansielle instrumenter eller utstederen av disse og samtidig påvirke kursen. Etter vår vurdering vil derfor ikke ekskluderingen av begrepet i norsk rett føre til forskjellige resultater enn i EU.

5.5 Kurspåvirkningsvilkåret

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

Det fjerde og siste vilkåret i art. 7.1 er kurspåvirkningsvilkåret. Vilkaåret er ytterligere utdypet og legaldefinert i art. 7.4. Ordlyden legger til grunn at kurspåvirkningsvilkåret skal tolkes som “opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning”. Lovtekstens ordlyd gir rom for usikkerhet. For det første blir spørsmålet hva som inngår i begrepet «fornuftig investor». For det andre blir spørsmålet hvorvidt kravet om «merkbar»

¹⁹⁴ MAR fortale premiss 5

¹⁹⁵ MAR fortale premiss 3

kurspåvirkning har selvstendig betydning til tross for at det inngår i artikkel 7 nr. 4, og at denne definisjonen ikke inneholder noe krav til merkbarhet. For det tredje blir spørsmålet hvilken grad av sannsynlighet som legges til grunn i vurderingen om grunnlaget for investeringsbeslutningen til den fornuftige investor. Vi vil redegjøre for disse problemstillingene nedenfor.

5.5.1 Den fornuftige investor

Begrepet “fornuftig investor” var opprinnelig definert i det første kommisjonsdirektiv og er videreført i MARs fortale premiss 14 og art. 7.4.¹⁹⁶ Kjennetegnet for en slik investor er at de baserer investeringsbeslutningene sine på all tilgjengelig informasjon i øyeblikket.¹⁹⁷ Det er med utgangspunkt i dette at testen skal tolkes ex-ante. En ex-ante vurdering innebærer at all informasjon investoren hadde før hendelsen, dvs. tilgjengelige forhåndsopplysninger legges til grunn. Premiss 15 konstaterer at *“opplysninger som har blitt tilgjengelig i ettertid (ex post), kan brukes til å kontrollere antagelser om forhåndsopplysningene, men bør ikke medføre at det reageres mot en person som har trukket rimelige slutninger på grunnlag av tilgjengelige forhåndsopplysninger”*.

I markedsmisbruksforordningen etableres det noen grunnleggende opplysninger og deres forventede virkning som en fornuftig investor vil ta hensyn til.¹⁹⁸

Opplysningenes forventede virkning skal ses i lys av den *«berørte utsteders samlede virksomhet, informasjonskildens pålitelighet og eventuelle andre markedsvariabler som under de aktuelle forholdene er egnet til å påvirke de*

¹⁹⁶ Kommisjonsdirektiv 2003/124/EC

¹⁹⁷ MAR fortale premiss 14

¹⁹⁸ MAR fortale premiss 14

finansielle instrumentene».¹⁹⁹ Her skal det også tas stilling til sannsynligheten for at begivenheten inntreffer.²⁰⁰

Holdepunktene danner en ramme for hvordan en skal tolke begrepet. En fornuftig investor vil derfor ta i betraktning egenskaper tilknyttet det spesifikke aksjeselskapet,²⁰¹ og eksempelvis vurdere hvorvidt nye rammebetingelser i en annen industri vil ha innvirkning på deres selskap, eller hvor vanlig slike hendelser er for selskapet.²⁰² Forståelsen må være at den fornuftige investor vil identifisere opplysninger som faller utenfor rammen av selskapet, og ikke ta stilling til disse. Videre vil informasjonskildens pålitelighet avhenge av kildens troverdighet, men også hvordan opplysningen er formidlet, og hvor spesifikk den er.²⁰³ Høyere troverdighet og mer spesifikk informasjon vil naturligvis tale for økt pålitelighet. Hva som inngår i begrepet «andre markedsvariabler» er ikke ytterligere definert, men dette viser at det ikke er noen ytre grense for hvilke forhold den fornuftige investor tar i betraktning.²⁰⁴

I CESR sitt nivå 2 regelverk til MAD ble det lagt til grunn at en fornuftig investor tenker og oppfører seg rasjonelt.²⁰⁵ Dette er også den gjennomgående forståelsen i juridisk teori.²⁰⁶ Begrepet kan sammenlignes med den normative “bonus pater familias” vurderingen, et juridisk gjennomsnittsmenneske.²⁰⁷ Denne gjennomsnittsinvestoren fungerer som en hjelpefigur der det trekkes på erfaringer med hva som

¹⁹⁹ MAR fortale premiss 14

²⁰⁰ Daimler-dommen (Case C-19/11) avsnitt 55

²⁰¹ (Bergan, 2016) pkt. 7.5.2.2

²⁰² (Bergan, 2016) pkt. 7.5.2.2

²⁰³ (Bergan, 2016) pkt 7.5.2.1

²⁰⁴ (Bergan, 2016) pkt. 7.5.2.3

²⁰⁵ CESR/02-089d

²⁰⁶ (Veil, 2022) s. 208

²⁰⁷ (*Bonus pater familias*, 2011)

normalt sett vil gi vesentlig kursutslag i markedet.²⁰⁸ Ettersom at fornuftig investortesten ikke setter terskelen så høyt som en profesjonell investor, påpeker norsk juridisk teori at *”[dette] tilsier at det ikke kun er de profesjonelles prisingsmetodikk som skal brukes.”*²⁰⁹ Slik vil man heller ikke måtte forholde seg til den uvilkårlige atferden til en hobby-investor, ettersom en fornuftig rasjonell investor ikke baserer investeringene sine på irrasjonelle markedsbevegelser, selv om disse kan være lønnsomme.²¹⁰

I prospekt-lovgivning supplerte den tyske høyesterett med at en fornuftig investor er en *«oppmerksom leser av et prospekt som forstår balanseregnskap men har ikke over snittet ekspertise. Han er kjent med forholdene og praksisen tilknyttet kapitalmarkeder; alikevel, er han ikke nødvendigvis kjent med alle detaljene ved de relevante regimene, eksempelvis regnskapslovgivning».*²¹¹ Selv om den tyske høyesterett ikke er en rettkilde i EU retten, utgjør det nasjonal praksis på området som støtter det vi har redegjort ovenfor; at karakteristikken til en fornuftige investor ligger et sted i mellom en profesjonell investor og en hobby-investor.

5.5.2 Kravet til merkbarhet

Her vil vi vurdere hvorvidt kravet om merkbar kurspåvirkning som kommer til uttrykk i artikkel 7 nr. 1 har selvstendig betydning til tross for at begrepet inngår i artikkel 7 nr. 4, og at denne definisjonen ikke inneholder noe krav til merkbarhet.

Essensen i kurspåvirkningsvilkåret er *«opplysninger (...) som er egnet til å påvirke kursen på disse finansielle instrumentene (...) merkbart (...).»* Ordlyden i fornuftig investor bestemmelsen er *«opplysninger (...) som er egnet til å påvirke kursen på*

²⁰⁸ (Bergo, 2021) s. 455

²⁰⁹ (Bergo, 2021) s. 458

²¹⁰ (Veil, 2022) s. 208

²¹¹ (Veil, 2022) s. 207

finansielle instrumenter (...) merbart, [skal] bety opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte (...)». Basert på ordlydsfortolkningen av bestemmelsene sett i sammenheng, fremstår det som at kravet til merkbarhet i artikkel 7 nr. 1 ikke skal ha selvstendig betydning, ettersom innholdet inngår i hva en fornuftig investor vil benytte i sitt grunnlag for investeringsbeslutninger. Dette indikerer at begrepet er uten betydning.

Slik var også konklusjonen Høyesterett nådde i NA-24 dommen,²¹² hvor domstolen konkluderte med at «*det avgjørende kriterium for om en opplysning er egnet til å påvirke kursen, blir om «en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte [den] som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning». Det kan ikke inntolkes et særlig kvantitetskrav i tillegg til denne testen*». I Hannam-saken i England ble det motsatte lagt til grunn, hvor engelske høyesterettsdomstolen sa at merkbarhetskravet skal inngå som en av egenskapene til den fornuftige investor, ettersom at en fornuftig investor har ingen grunn til å bruke informasjon som ikke har merkbar innvirkning på prisen.²¹³

I forslaget til LaFonta-dommen²¹⁴ omtalte Generaladvokaten²¹⁵ også kravet til merkbarhet i fornuftig investor-testen. I premiss 47 uttalte han at hensikten med fornuftig investor-testen er å ekskludere eller filtrere ut informasjon, som til tross for sin presise natur, ikke ville hatt en merkbar påvirkning på prisene. I selve dommen legger domstolen til grunn at innsideinformasjonens ikke-offentlige, presise natur og dens evne til å påvirke prisene merkbart er nettopp det som gir innsidere en fordel,²¹⁶ slik som Generaladvokaten ga uttrykk for. Domstolen sier med andre ord at

²¹² HR-2012-812-A «NA-24»

²¹³ FS/2021/0013 Upper Tribunal «Hannam» domspremiss 97

²¹⁴ C-628/13

²¹⁵ Generaladvokatens uttalelse til «LaFonta»-dommen, C:2014:2472

²¹⁶ C-628/13 «LaFonta» avsnitt 25

informasjon som ikke har muligheten til å påvirke prisene merkbart, heller ikke vil gi noen en fordel.

Daimler-dommen fremstår å være i samsvar med LaFonta-dommen, ettersom det i avsnitt 52 legges til grunn at innsideinformasjon er bygget opp av presis informasjon som sannsynligvis har en signifikant effekt på prisen.²¹⁷ Videre sier domstolen at fornuftig investor-vurderingen vedrørende de grunnleggende opplysninger, deres forventede virkning og sannsynligheten for at de intreffer, skal brukes til å vurdere om informasjonen kan ha en signifikant effekt på prisene.

«Spector-dommen» er en tredje dom avlagt av ECJ på rettsområdet.²¹⁸ Her legges det også til grunn at det innsideinformasjon karakteriseres ved å ha muligheten til å påvirke prisene signifikant.²¹⁹ Domstolen påpeker ytterligere at det ikke er nødvendig at offentliggjøringen av innsideinformasjonen faktisk hadde en signifikant effekt.²²⁰ Det essensielle er at en fornuftig investor sannsynligvis mener at informasjonen ville ha en signifikant effekt.

Både norsk og europeisk juridisk litteratur støtter inkluderingen av merkbar kursendring som eget vurderingsmoment. Blant annet trekkes det frem at ved å inkludere merkbarhetskravet, vil det øke terskelen for hva som kan oppfylle kurspåvirkningskriteriet, og på denne måten styrke aktørenes rettsikkerhet istedenfor å svekke den.²²¹ Det argumenteres også for at en forutsetning om den fornuftige investor er at den benytter informasjon som har pris-effekt.²²² EU har likevel ikke kvantifisert hva som utgjør «merkbar», annet enn å si at priseffekten må ses i lys av

²¹⁷ C-19/11 «Daimler» avsnitt 52

²¹⁸ C-45/08 «Spector»

²¹⁹ C-45/08 «Spector» avsnitt 67

²²⁰ C-45/08 «Spector» avsnitt 69

²²¹ Knut Berge 2021 s. 455

²²² (Ventoruzzo & Mock, 2017) punkt. B.7.73

informasjonens innhold og i konteksten den fremkommer.²²³ Europeisk juridisk litteratur argumenterer for at det viktige er ikke å kvantifisere hvor grensen går, men å forhindre ytnyttelsen av informasjonsfordeler som kan gi noen en relativt lavere risiko – altså sørge for at kursendringer som gir insentiver til å handle omfattes av vilkåret.²²⁴

5.5.3 Kravet til sannsynlighet

I henhold til artikkel 7 nr 4 må en fornuftig investor sannsynligvis benytte informasjonen som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning. Hvilken grad av sannsynlighet som legges til grunn i vurderingen fremkommer ikke av forordningen. En vanlig forståelse av begrepet innebærer sannsynlighetsovervekt. Dette fremstår som konsensus i norsk juridisk litteratur og norsk og engelsk rettspraksis.^{225 226 227 228}

5.5.4 Sammenligning mellom norsk og EU-rett

Med utgangspunkt i Daimler-, Spector- og LaFonta-dommene primært, og juridisk teori sekundært, mener vi at merkbarhetskriteriet har selvstendig betydning i EU, men ikke i Norge. Dette må ses i lys av LaFonta-dommen og Generaladvokatens uttalelser, som legger til grunn at merkbarhetskriteriet kun skal fange opp informasjon, som til tross for sin presise natur, vil gi innsidere en fordel. Altså, merkbarhetskriteriet er oppfylt dersom prisen påvirkes nok til at innsideren har en

²²³ C-45/08 «Spector» avsnitt 69

²²⁴ (Ventoruzzo & Mock, 2017)punkt. B.7.52

²²⁵ (Bergo, 2021) s. 451

²²⁶ FS/2012/0013 ”Hannam” domspremiss 97

²²⁷ (Bergan, 2016)

²²⁸ HR-2012-812-A ”NA24”-dommen avsnitt 57

fordel av den. Europeisk juridisk teori er enig i dette, og sier at kriteriet skal omfatte kursendringer som gir insentiver til å handle.

Konsekvensen av å ikke tilegne merkbarhetskriteriet selvstendig betydning er at den norske forståelsen av begrepet også åpner for at informasjon som ikke gir noen en fordel, vil kunne være innsideinformasjon. Etter vår mening vil ikke denne informasjonen handles på, ettersom den ikke vil ha utslag på kursen. Vår vurdering er lik som den av domstolen i “Hannam”-saken og er at en fornuftig investor har ingen grunn til å bruke informasjon som ikke har signifikant (merkbar) innvirkning på prisen. Slik tror vi forskjellene ikke vil føre til forskjellige resultater.

6. Drøftelse av forskjellene

6.1 Introduksjon til drøftelsen

I del 3 av oppgaven tok vi utgangspunkt i markedsmisbruksforordningen, hvor den primære hensikten er å skape et marked med integritet ved å forby markedsmisbruk, herunder innsidehandel. Vi fant at hensikten med et integrert marked er å skape et rammeverket og en arena slik at markedet har muligheten til å bli effektivt, gjennomiktig og at det kan bli integrert på tvers av landegrenser. Slik er det hensynet til markedsintegritet som er koblingen mellom effektive, gjennomiktige og integrerte markeder og den juridiske bestemmelsen. Våre analyser antyder at dersom man utformer den juridiske bestemmelsen riktig vil dette sørge for at prisingen i markedet er mest mulig effektivt, slik at aksjemarkedet kan allokere ressurser dit hvor det er mest effektivt.

I denne delen av oppgaven ønsker vi å se på om de juridiske forskjellene vi mener å ha påvist i EU og Norge påvirker markedets integritet og de tilhørende effektene, herunder effektivitet, gjennomiktighet og integrering. Men først skal vi oppsummere hvilke forskjeller dette er.

For å vurdere om de juridiske forskjellene i EU og Norge påvirker markedets integritet, må vi tilbake til del 5 av oppgaven hvor vi fant vi ut at det første steget mot å forby innsidehandel, er å definere hva som utgjør innsideinformasjon. Etter våre analyser, består definisjonen av innsideinformasjon av fire sentrale elementer i EU, og 3 i Norge. Elementene i EU er presisjonsvilkåret, relasjonsvilkåret, utilgjengelighetsvilkåret og kurspåvirkningsvilkåret. Etter Q-free og Pareto-dommene foreligger ikke relasjonsvilkåret i norsk rett.

Vi har også sett at det foreligger andre forskjeller i hvordan jurisdiksjonene tolker definisjonen. Blant annet skal “presise opplysninger” tolkes som at det minst må foreligge 50% sannsynlighet for at omstendigheten eller hendelsene vil inntreffe i fremtiden i EU, men i Norge tolkes som “opp mot 50%, men noe under”. Vi har også kartlagt at EU oppstiller krav om merkbarhet under kurspåvirkningskriteriet som et selvstendig kriterium, mens det i Norge inngår i “fornuftig-investor” testen, og skal således ikke gis selvstendig betydning. Til tross for forskjellene disse vilkårene, tolkes utilgjengelighetsvilkåret likt i både Norge og EU.

Etter våre juridiske analyser kom vi frem til at ekskluderingen av relasjonsvilkåret og merkbarhetskravet i kurspåvirkningsvilkåret ikke vil ha særlig betydning for praktiseringen av innsideinformasjonsbegrepet. På denne måten vil de heller ikke være av betydning for oss. Dog er den nye terskelen i presisjonsvilkåret i norsk rett av betydning og vil være vårt fokus i det følgende.

Etter at norsk Høyesterett avga RenoNorden-dommen ble det etablert at terskelen tilknyttet fremtidsvurderingen i eksistenskriteriet under presisjonsvilkåret ligger opp mot 50%, “men noe under”. I denne sammenheng ble det ikke presisert hva som inngår i “men noe under”. Det som er klart, er at i Norge foreligger det ikke krav om sannsynlighetsovervekt. I henhold til europeisk rettspraksis og europeisk juridisk teori, ligger derimot terskelen i presisjonsvilkåret i EU over 50%.

Siden innsideinformasjonsbegrepet i artikkel 7 er et koblingsbegrep som inngår i artikkel 14 og 17, vil en ulik forståelse av definisjonen i artikkel 7 få utslag i hva som omfattes av artiklene. Artikkel 14 etablerer et forbud mot å foreta eller forsøke å foreta innsidehandel.²²⁹ Artikkel 17 konstanterer at en utsteder skal offentliggjøre innsideinformasjon med direkte relasjon så snart som mulig.²³⁰

Som påpekt vil den nye terskelen i Norge omfatte hendelser og omstendigheter med lavere forventning enn sannsynlighetsovervekt for at de vil inntreffe. I forhold til artikkel 14, vil derfor en større andel informasjon være forbudt å handle på i Norge sammenliknet med EU. Dette er bare halve historien, fordi man etter utilgjengelighetsvilkåret kan handle på offentlig tilgjengelig informasjon. I henhold til artikkel 17 skal utsteder offentliggjøre innsideinformasjon som direkte vedrører seg. Dermed vil likevel den andel informasjon som faller inn under den norske terskel og med direkte relasjon til utsteder, offentliggjøres i Norge slik som i EU.

Problemet oppstår ettersom artikkel 17 ikke gjelder for informasjon som indirekte vedrører utsteder. For denne informasjonen foreligger det nemlig ingen offentliggjøringsmekanisme i MAR. Den norske tolkningen om 50% “men noe under” innebærer derfor at informasjon som indirekte vedrører utsteder, og som ligger mellom sannsynlighetslikevekt ”men noe under», er forbudt å handle på i Norge. I EU vil indirekte informasjon som ligger mellom “men noe under” og 50% , derimot kunne handles på. Utslaget er at indirekte informasjon som man forventer vil inntreffe i fremtiden med ca. “50% men noe under” sannsynlighet aldri vil reflekteres i prisene på det norske aksjemarkedet. Eksempler på informasjon med indirekte relasjon er fremtidige offentliggjøringer fra kredittratingbyråer, sentralbankens vedtak om renteendringer eller at myndighetene endrer skattesystemet for en industri. Informasjon med indirekte relasjon til utsteder kan dermed være av signifikant verdi.

²²⁹ MAR artikkel 14

²³⁰ MAR artikkel 17

I det følgende skal vi drøfte om forskjellen i presisjonsvilkåret påvirker den primære hensikten med markedsmisbruksforordningen, som er å etablere et marked med integritet. Deretter skal vi vurdere om forskjellen påvirker de tilhørende effektene, herunder effektivitet, gjennomsiktighet og integrering.

6.2 Markedsintegritet

Markedsintegritet består av den rettferdige og trygge driften av markeder, uten villedende informasjon eller innsidehandel, slik at investorene har tillit til markedet. Dermed blir spørsmålet i hvilken grad «men noe under» vil påvirke markedets rettferdighet, tillit og grad av innsidehandel. Dersom terskelen tolkes smalt ved at kravet til sannsynlighet legges opp mot 50%, vil bestemmelsen i EU og Norge likevel være svært lik. Da vil også markedenes integritet være tilnærmet lik.

Dersom terskelen tolkes bredt, altså at det foreligger et sannsynlighetskrav langt under 50%, er det klart at tilnærmet all informasjon vil være innsideinformasjon etter artikkel 7 i Norge. Etter artikkel 14 og 17 vil derfor nesten ingen kunne handle på informasjon med direkte relasjon som ikke er offentliggjort av usteder på det norske aksjemarked. Siden det ikke foreligger en offentliggjøringsmekanisme for informasjon med indirekte relasjon, vil denne type informasjon ikke handles på i det hele tatt.

Ettersom aktører bare kan handle på informasjon som alle har tilgang på, er dette med på å skape et mer rettferdig marked. Her kan ingen utnytte en uberettiget fordel, og på denne måten heller ikke være utsatt for lavere risiko. I tillegg vil det norske aksjemarked bestå av mindre innsidehandel tilsvarende forskjellene i terskelene. Dersom regelverket overvåkes og håndheves effektivt vil markedet i større grad ha tillit til at markedskreftene, i motsetning til markedsmisbruk, bestemmer prisene på verdipapirene. Av disse grunnene vil Norges lavere terskel i teorien kunne bidra til å skape et marked med høyere integritet enn EU.

6.3 Effektivitet

Videre skal vi se på konsekvensene Norges terskel har på hensynet til effektivitet. Her vil vi ta utgangspunkt i Fama sin effektivitetsteori. Ved å forby innsidehandel etter artikkel 14, og kreve offentliggjøring av informasjon som direkte vedrører utsteder etter artikkel 17, blir det klart at markedsmisbruksforordningen legger opp til et halv-sterkt effektivt marked. Som nevnt gjør de juridiske forskjellene mellom Norge og EU at det norske aksjemarkedet ikke kan handle på et like stort informasjonsgrunnlag som resten av EU. Her er det snakk om informasjon som indirekte vedrører utsteder og som ligger i intervallet « 50%, men noe under». Denne informasjonen vil aldri måtte offentliggjøres overfor markedet.

«Price discovery»-mekanismen er tilstede i begge markeder, og endres ikke som en konsekvens av at terskelen er forskjellig. Som følge av det, ved å redusere mengden informasjon investorer kan benytte seg av i verdsettelsen av aksjer, vil naturligvis presisjonen svekkes, og prisene i mindre grad reflektere de underliggende verdiene. Med andre ord vil markedets effektivitet svekke seg og det norske aksjemarked vil være et svakere halv-sterkt marked i forhold til aksjemarkedene i EU. Dersom «men noe under» tolkes som et større intervall vil dette naturligvis svekke det norske markedets effektivitet i forhold til EU ytterligere.

6.4 Gjennomsiktighet

I dette avsnittet skal vi ta stilling til hvordan den lavere terskelen i presisjonsvilkåret i norsk rett påvirker markedets gjennomsiktighet. Et gjennomsiktig marked baserer seg på «equal opportunity» prinsippet, altså at begge parter har mulighet til å tilegne seg den samme informasjonen. Det viktige å huske her er at innsideinformasjon med direkte relasjon til utsteder skal offentliggjøres, uavhengig av størrelsen på terskelen. Som følge av det vil utstedere i Norge måtte offentliggjøre mer informasjon til markedet enn utstedere må i andre europeiske aksjemarkeder. Konsekvensen av dette

er at informasjonsnivået mellom innsidere, informasjonstradere, likviditetstradere og støytradere er likere i Norge enn i EU. Dette kan fremstå som attraktivt for noen investorer, som velger å skyte inn kapital i markedet.

På den andre siden vil markedet kunne oppleve de negative konsekvensene ved for mye gjennomsiktighet. Når alle har tilgang på den samme informasjonen undergraves behovet for eksklusivitet, som er del av drivkraften bak markedets informasjonskonkurransen. Som følge av undergravelsen, foretas det mindre informert handel, som kan medføre mindre effektivitet og uriktig prising.

Fraværet av en offentliggjøringsmekanisme for informasjon som indirekte vedrører utstederen skaper problemer også for dette hensynet. «Lemons»-teorien legger til grunn at dersom det foreligger informasjonsasymmetri, vil kjøper ikke være villig til å betale mer enn gjennomsnittsprisen som et tiltak for å redusere risikoen for å kjøpe en dårlig bil. Et slikt tilfelle kan fort oppstå i et marked hvor den del av informasjon som indirekte vedrører utstederen og som inngår i «opp mot sannsynlighetslikevekt, men noe lavere» ikke reflekteres i prisen. Hverken kjøper eller selger vet om de forhandler om en «lemon» eller en «peach».²³¹ Selger vil sørge for at han får betalt for risikoen for at han muligens selger en «peach», mens kjøper vil sørge for å ikke betale mer for aksjen enn om den er en «lemon». I et slikt markedet kan differansen mellom kjøpers og selgers oppfattede verdi medføre at handelsaktiviteten på markedet reduseres, og sånn redusere likviditeten.

Implementeringen av «men noe under» i norsk rett bør i teorien medføre et mer gjennomsiktig aksjemarked. Men det øker også risikoen for å undergrave markedets behov for eksklusivitet og aksjemarkedets likviditet, som igjen medfører mindre effektive priser.

²³¹ I henhold til teorien er en «peach» det motsatte av en «lemon», altså en bil som er av bedre kvalitet enn det man trodde.

6.5 Integrerte markeder

Et integrert marked innebærer at kapitalmarkedet i den Europeiske Union er i regelverksharmoni, slik at kapital og finansielle tjenester kan flyte fritt over landegrensene. Fastsettelsen av opp mot sannsynlighetslikevekt, ”men noe under” etablerte en terskel som ikke fantes i EU retten. Aktører må ta terskelen i betraktning dersom de skal handle på det norske aksjemarkedet og samtidig unngå straffeforfølgelse. Det er dermed ikke naturlig å forvente at investorer og selskaper kan handle sømløst mellom norsk børs og andre europeiske lands børser. Konsekvensen er at det norske aksjemarked ikke er integrert i de europeiske, og kan ikke fullt ut utnytte fordelene av dette, om blant annet kapitalallokering fra EU til å finansiere norske prosjekter.

Det vil antakelig være et like stort problem å ha en vag terskel som å ha en terskel som er klar og fravikende, da problemet uansett er at utenlandske investorer må forholde seg til et annerledes regelverk. Terskelen «men noe under» er derfor problematisk med tanke på at den skiller seg fra den europeiske forståelsen, men også fordi den er vag.

6.6 Drøftelsens styrker og svakheter

Oppgaven tar utgangspunkt i en tverrfaglig problemstilling og skal være innenfor rammen av det en masteroppgave tillater. Dermed har det primære fokuset i analysene og drøftelsen vært å fokusere på det essensielle i hver del.

Den største styrken til drøftelsen er at både problemstillingen og regelverket er nytt og vi har i stor grad foretatt selvstendige analyser og vurderinger av de funnene vi gjorde. Det vi mener er drøftelsens særlige styrke medfølger imidlertid også noen svakheter. Blant annet foreligger det lite empiri og rettspraksis på noen områder. Dermed vil oppgaven ikke

kunne basere seg på innsamlede data om konkrete utfall, hverken når det gjelder på tall og statistikk eller på erfaringer fra kvalitative intervju med informanter.

7. Konklusjon

Formålet med oppgaven var å identifisere eventuelle forskjeller som kan ha oppstått mellom Norge og EU i fortolkningen av det juridiske begrepet “innsideinformasjon” slik det fremkommer i MAR.

I det økonomiske kapittelet om hensynene bak reguleringen, identifiserte vi at markedsintegritet var det overordnede målet bak reguleringen. Som tidligere nevnt består markedsintegritet av rettferdighet, tillit og fravær av innsidehandel. Uten markedsintegritet, vil ikke et marked kunne oppnå effektivitet, gjennomsiktighet eller integrering på tvers av landegrenser. Våre analyser konkluderer med at de nevnte hensyn er essensielle for markedets effektive ressursallokering, og muliggjør at aksjemarkedet kan tjene sitt formål optimalt.

I det juridiske kapittelet fant vi at innsideinformasjon jf. MAR artikkel 7 består av fire kriterier i EU og tre i Norge. Dette kommer av at relasjonsvilkåret ikke utgjør en del av norsk rett i henhold til Q-Free og Pareto dommene. I tillegg fant vi ut at norsk rett ikke legger til grunn et merkbarhetskrav i kurspåvirkningsvilkåret, i motsetning til EU. Videre fant vi en forskjell i tolkningen av presisjonsvilkårets fremtidsvurdering. Her legger Høyesterett til grunn at dersom en fremtidig omstendighet eller hendelse skal kunne inngå i innsideinformasjonsdefinisjonen må det foreligge “opp mot sannsynlighetslikevekt, men noe lavere”. Dette står i kontrast til hvordan ECJ og europeisk teori oppstiller terskelen, med 50% som minstekrav.

I det siste kapittelet, tok vi stilling til om de juridiske forskjellene påvirker markedets integritet og de tilhørende effektene, herunder effektivitet, gjennomsiktighet og

integreering. Vi mener at den eneste forskjellen av betydning er tolkningen av terskelen «men noe lavere» i eksistenskriteriet i presisjonsvilkåret.

Vi identifiserte flere konsekvenser at at den norske fortolkningen skiller seg fra den europeiske. Konsekvensene består av både fordeler og ulemper. På den ene siden vil en lavere terskel i eksistenskriteriet i presisjonsvilkåret kunne medføre både økt integritet og gjennomsiktighet i markedet. På denne måten kan markedet fremstå som mer rettferdig og attraktivt, ettersom at alle har tilgang på lik informasjon. Økt gjennomsiktighet er ikke bare positivt ettersom det kan skape problemer for markedets behov for eksklusivitet. Dette gir markedet disinsentiver til å konkurrere om informasjon, slik at prisene blir mindre effektive. Terskelen påvirker også markedets effektivitet ved at den andel informasjon som indirekte vedrører en utsteder og som faller inn under “men noe lavere”-terskelen vil aldri bli reflektert i det norske aksjemarkedet slik den vil kunne reflekteres i EU. I henhold til «Lemons» teorien kan konsekvensene ved at denne informasjonen ikke reflekteres i prisen være at spredningen mellom kjøpers- og selgers pris øker, slik at markedets likviditet forringes. I tillegg vil det norske aksjemarkedet oppleve å bli mindre integrert i det europeiske aksjemarkedet, og på denne måten gå glipp av kapital fra EU.

Våre vurderinger antyder at de juridiske forskjellene mellom den norske og europeiske forståelsen av begrepet «innsideinformasjon» medfører at den norske tolkningen kan legge opp til økt grad av integritet og gjennomsiktighet, men på bekostning av markedets effektivitet og integrasjon i det europeiske aksjemarked.

Avslutningsvis vil vi gjerne påpeke at de juridiske forskjellene indikerer at de rettslige konsekvensene har potensial til å bli omfattende. Men fordi terskelen fra RenoNorden-dommen er for ny, foreligger det ikke tilstrekkelig rettspraksis til å foreta konkrete analyser. Det blir interessant å se hvordan dette utvikler seg.

Referanseliste

Akerlof, G. A. (1970). The Market for «Lemons»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500. <https://doi.org/10.2307/1879431>

Avgouleas, E. (2005). *The mechanics and regulation of market abuse: A legal and economic analysis*. Oxford University Press.

Barnes, P. (2009). *Stock market efficiency, insider dealing and market abuse*. Gower.

Bergan, M. E. E. (2016). Definisjonen av innsideinformasjon i lys av obligasjoners særtrekk. *Tidsskrift for forretningsjus*, 22(2–3), 152–249. <https://doi.org/10.18261/issn.0809-9510-2016-02-03-02>

Bergo, K. (2021). *Børs- og verdipapirrett* (5. utgave, 1. opplag). Cappelen Damm Akademisk.

Bergo, K. (2022). *Rett praksis: Lærebok i norsk juridisk metode* (1. utgave). Fagbokforlaget.

Blandhol, S., Tøssebro, H. N., & Skotheim, Ø. (2015). Innføring i juridisk metode. *Jussens Venner*, 50(6), 310–345. <https://doi.org/10.18261/ISSN1504-3126-2015-06-02>

Bonus pater familias. (2011, desember 11). Jusleksikon.no. https://jusleksikon.no/wiki/Bonus_pater_familias

Degutis, A., & Novickytė, L. (2014). THE EFFICIENT MARKET HYPOTHESIS: A CRITICAL REVIEW OF LITERATURE AND METHODOLOGY. *Ekonomika*, 93(2), 7–23. <https://doi.org/10.15388/Ekon.2014.2.3549>

Ep-facts-and-figures-fig-19.png 3 413 × 1 646 bildepunkter. (u.å.). Hentet 27. juni 2023, fra <https://i0.wp.com/epthinktank.eu/wp-content/uploads/2014/11/ep-facts-and-figures-fig-19.png?ssl=1>

EUR-Lex—L14534—EN - EUR-Lex. (u.å.). Hentet 27. juni 2023, fra <https://eur-lex.europa.eu/EN/legal-content/summary/sources-of-european-union-law.html>

Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383. <https://doi.org/10.2307/2325486>

Finansdepartementet. (2004, november 5). *Ot.prp. Nr. 12 (2004-2005)* [Proposisjon]. 006001-050064; regjeringen.no. <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/otprp->

nr-12-2004-2005-/id394146/

Finansdepartementet. (2018, mai 31). *Verdiskapingen i fastlandsøkonomien*

[Redaksjonellartikkel]. Regjeringen.no; regjeringen.no.

https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/norsk_okonomi/bruk-av-oljepenger-/verdiskapingen-i-fastlandsokonomien/id449291/

Finansdepartementet. (2019, april 10). *Prop. 96 LS (2018–2019)* [Proposisjon].

Regjeringen.no; regjeringen.no. <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop.-96-ls-20182019/id2641402/>

Forbud mot innsidehandel og tilskyndelse til innsidehandel. (2021, februar 22).

Finanstilsynet. <https://www.finanstilsynet.no/tilsyn/markedsatferd/forbud-mot-innsidehandel-og-tilskyndelse-til-innsidehandel/>

Founding agreements / European Union. (u.å.). Hentet 27. juni 2023, fra

https://european-union.europa.eu/principles-countries-history/principles-and-values/founding-agreements_en

Glossary_en_1.pdf. (u.å.). Hentet 27. juni 2023, fra

https://finance.ec.europa.eu/system/files/2016-11/glossary_en_1.pdf

Hevder flere har brukt omstridte avtaler. (2007, oktober 17). Nettavisen.

<https://www.nettavisen.no/12-95-1392862>

Hillier, D., Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., & Jordan, B. (2021). *Corporate finance* (Fourth European edition). McGraw-Hill Education.

Holden, C., Lin, M., Lu, K., Wei, Z., & Yang, J. (u.å.). *The Effect of Secondary Market Existence on Primary Market Liquidity:*

<https://www.facebook.com/Nordnetnorge?fref=ts>. (u.å.). *Hva er en emisjon? Og hvorfor gjennomfører selskaper emisjoner?* Hentet 27. juni 2023, fra

<https://www.nordnet.no/blogg/borsskolen/laer-om-aksjer/hva-er-en-emisjon/>

Håndbok i EU/EØS-arbeid. (u.å.).

Implausible. (2023, juni 21).

<https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/implausible>

implausible adjective—Definition, pictures, pronunciation and usage notes | Oxford Advanced Learner's Dictionary at OxfordLearnersDictionaries.com. (u.å.). Hentet 27. juni 2023, fra

<https://www.oxfordlearnersdictionaries.com/definition/english/implausible?q=implausible>

Inside information under point (a) of Article 7(1) of the MAR. (u.å.). BaFin. Hentet 20. april 2023, fra

https://www.bafin.de/EN/Aufsicht/BoersenMaerkte/Emittentenleitfaden/Modul3/Kapitel1/Kapitel1_2/Kapitel1_2_1/kapitel1_2_1_node_en.html

Lamfalussy, A. (u.å.). *THE COMMITTEE OF WISE MEN.*

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy_report.pdf

Legitimacy and Effectiveness of ESMA's Soft Law. (u.å.). Hentet 1. juli 2023, fra

<https://www.e-elgar.com/shop/usd/legitimacy-and-effectiveness-of-esma-s-soft-law-9781839109706.html>

Leksjon 1: Rettskilder i norsk rett - Universitetsbiblioteket. (u.å.). Hentet 20. april

2023, fra <https://www.ub.uio.no/kurs-arrangement/kurs/programmer-emner/jus/nettkurs-i-norske-rettskilder/rettskilder.html>

Lenaerts, K., & Gutierrez-Fons, J. A. (2013). To Say What the Law of the EU Is: Methods of Interpretation and the European Court of Justice 20th Anniversary Issue. *Columbia Journal of European Law*, 20(2), [i]-61.

MAR I—FCA Handbook. (u.å.). Hentet 2. juli 2023, fra

<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/MAR/1/?view=chapter>

Markedsmisbruksforordningen (MAR). (2012, april 22). [EOSnotat]. Regjeringen.no;

regjeringen.no. [https://www.regjeringen.no/no/sub/eos-](https://www.regjeringen.no/no/sub/eos-notatbasen/notatene/2012/apr/forordning-om-markedsmisbruk-/id2434301/)

[notatbasen/notatene/2012/apr/forordning-om-markedsmisbruk-/id2434301/](https://www.regjeringen.no/no/sub/eos-notatbasen/notatene/2012/apr/forordning-om-markedsmisbruk-/id2434301/)

Mauer, D. C., & Senbet, L. W. (1992). The Effect of the Secondary Market on the Pricing of Initial Public Offerings: Theory and Evidence. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(1), 55–79. <https://doi.org/10.2307/2331298>

OECD. (2019). *OECD Business and Finance Outlook 2019: Strengthening Trust in Business.* OECD. <https://doi.org/10.1787/af784794-en>

Om beslutningsprosessen | europolov. (u.å.). Hentet 27. juni 2023, fra

<https://www.europolov.no/laer-mer/beslutningsprosessen#EU1>

Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC, (2020).

<http://data.europa.eu/eli/reg/2010/1095/2020-01-01/eng>

Schure, P. (2013). European Financial Market Integration. I A. Verdun & A. Tovias (Red.), *Mapping European Economic Integration* (s. 105–124). Palgrave Macmillan UK. https://doi.org/10.1057/9781137317360_6

Sejersted, F. (Red.). (2011). *EØS-rett* (3. utg). Univ.-Forl.

Stock Market Efficiency and Economic Efficiency: Is There a Connection? - DOW - 1997—The Journal of Finance—Wiley Online Library. (u.å.). Hentet 27. juni 2023, fra <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02726.x>

Stordrange, C. B. (2019). *Aksjeutsteders løpende informasjonsplikt og erstatningsansvar: Behov og potensial for effektivisering?* (1. utgave). Gyldendal.

Sæbø, R. (1995). *Innsidehandel med verdipapir*. Fagbokforl.

THE EFFICIENCY OF PRICE DISCOVERY IN THE STOCK MARKET AND MACROECONOMIC VARIABLES: AN EMPIRICAL INVESTIGATION on JSTOR. (u.å.). Hentet 27. juni 2023, fra <https://www.jstor.org/stable/23027484?seq=1>

The ordinary legislative procedure. (2023, mars 27). <https://www.consilium.europa.eu/en/council-eu/decision-making/ordinary-legislative-procedure/>

The principle of subsidiarity | Fact Sheets on the European Union | European Parliament. (2023, mars 31). <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/en/sheet/7/the-principle-of-subsidiarity>

The Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel 2001. (u.å.). NobelPrize.Org. Hentet 27. juni 2023, fra <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/2001/akerlof/article/>

Total Return Swap. (u.å.). Corporate Finance Institute. Hentet 27. juni 2023, fra <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/derivatives/total-return-swap-trs/>

Total Return swap (trs). (u.å.). www.dn.no. Hentet 27. juni 2023, fra <https://www.dn.no/total-return-swap-trs/1-1-5081232>

Treaties currently in force—EUR-Lex. (u.å.). Hentet 27. juni 2023, fra <https://eur-lex.europa.eu/collection/eu-law/treaties/treaties-force.html>

Veil, R. (Red.). (2017). *European capital markets law* (Second edition). Hart Publishing.

Veil, R. (Red.). (2022). *European capital markets law* (Third edition). Hart Publishing, an imprint of Bloomsbury Publishing.

Ventoruzzo, M., & Mock, S. (Red.). (2017). *Market abuse regulation: Commentary and annotated guide* (First edition). Oxford University Press.

What Is Price Discovery? Definition, Process, and Vs. Valuation. (u.å.). Investopedia. Hentet 27. juni 2023, fra <https://www.investopedia.com/terms/p/pricediscovery.asp>

YaleCourses (Regissør). (2012, april 5). 7. *Efficient Markets*. <https://www.youtube.com/watch?v=3EzdvkRgToY>