



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: Steinar Skedsmo og Adrian Cernalovic

Informasjon fra deltaker

Tittel *: Kan brudd på utsatt offentliggjøring innebære markedsmanipulasjon?

Navn på veileder *: Morten Kinander

Inneholder besvarelsen konfidensielt materiale?: Nei
Kan besvarelsen offentliggjøres?: Ja

Gruppe

Gruppenavn: (Anonymisert)
Gruppenummer: 62
Andre medlemmer i gruppen:

Masteroppgave

Kan brudd på utsatt
offentliggjøring innebære
markedsmanipulasjon?

Studieprogram:

Master i Forretningsjus og økonomi

Veileder:

Morten Kinander, Ph.D.

Førord

Denne masteroppgaven er skrevet som en del av avslutningen på vår Master i Forretningsjus og økonomi ved Handelshøyskolen BI. Oppgaven er et resultat av dedikert arbeid og analyser innenfor temaet børser og verdipapirrett.

Valget av dette temaet kom som følge av flere spennende fag vi har hatt i løpet av vår utdanning. Særlig kurset Kapitalmarkedsfinansiering var det som utløste interessen for å finne en problemstilling innenfor temaet for vår masteroppgave.

Det føles spesielt å skrive disse ordene, ettersom de markerer den definitive slutten på vår tilværelse som studenter. Denne tiden har på mange måter vært en høytid for rabatterte billettpriser og ulike støtteordninger, som vi dessverre aldri kommer til å se lyset av igjen. Men på et dypere nivå er det merkelig å sitte å skrive en tekst som man selv følte var langt borte, forbi horisonten. Man blir tvunget til å tenke litt på hva som har skjedd de siste årene, og hvor mye som har skjedd. Og hvor mange bra folk man har møtt underveis!

Arbeidet med masteroppgaven har både bydd på mange utfordringer, men det har også vært svært givende. Vi ønsker å rette en stor takk til vår veileder Morten Kinander for veiledningen og samtalene vi har hatt gjennom arbeidet. Tilbakemeldingene vi har fått gjennom her har vært avgjørende for at arbeidet skulle komme i havn. I tillegg ønsker vi å gi en særlig takk til Caroline Bang Stordrange for tiden og oppfølgingen vi ble gitt i starten. Takk for at dere tok dere tiden!

Vi må også særlig rette en takk til alle våre venner fra studiet, som er skyldige i at disse årene har gått fort. Kanskje litt for fort. Vi har vært en sammensveiset klasse som har hjulpet hverandre og alltid gjort det trivelig å møte å møte opp i timen.

Vi håper denne masteroppgaven vil bidra til en forståelse av temaet og være til nytte for andre som ønsker å fordype seg i den samme tematikken. Med dette avslutter vi vår masteroppgave og ser frem mot nye utfordringer og muligheter som ligger foran oss.

INNHOLDSFORTEGNELSE

KAPITTEL 1 – Tema og problemstilling	1
1.1 Introduksjon.....	1
1.2 Problemstilling	3
1.3 Aktualitet	3
1.4 Avgrensning.....	5
KAPITTEL 2 – Rettskilder og metode	6
2.1 Generelt om rettskildebildet i EU.....	6
2.2 Relevante rettskilder.....	7
2.3 Juridisk metode.....	9
KAPITTEL 3 – Verdipapirmarkedets funksjon og betydningen av informasjon	12
3.1 Verdipapirmarkedets funksjon og sammensetning.....	12
3.2 Betydningen av informasjon og informasjonsasymmetrier	13
KAPITTEL 4 – Formål	14
4.1 Formålet bak verdipapirmarkedsregulering	14
4.2 Formålet bak MAR.....	15
4.3 Formålet bak markedsmanipulasjonsforbudet og informasjonsplikten	16
4.3.1 Formålet bak markedsmanipulasjonsforbudet	16
4.3.2 Formålet bak informasjonsplikten.....	16
KAPITTEL 5 – Analyse del 1	17
5.1 Innledning.....	17
5.2 Utsteders informasjonsplikt	18
5.3 Definisjonen av innsideinformasjon - MAR art. 7.....	20
5.3.1 MAR art. 7(1)(a) vilkår (i).....	20
5.3.2 MAR art. 7(1)(a) vilkår (ii).....	22
5.3.3 MAR art. 7(1)(a) vilkår (iii).....	22
5.3.4 MAR art. 7(1)(a) vilkår (iv)	23
5.4 Overgangen fra MAD til MAR og effekten på utsteders informasjonsplikt	24

5.5 Utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon – MAR art. 17(4)	27
5.5.1 <i>Utsettelsesadgangen i MAR art. 17(4)</i>	27
5.5.2 <i>MAR art. 17(4)</i>	27
5.5.3 <i>Utsettelsesadgangen som en unntaksregel</i>	31
5.5.4 <i>Brudd på vilkårene i MAR art. 17(4)</i>	31
KAPITTEL 6 – Analyse del 2	34
6.1 Innledning om markedsmanipulasjon	34
6.2 Definisjonsbestemmelsen – MAR art. 12	35
6.2.1 <i>MAR art. 12(1)</i>	35
6.2.2 <i>MAR art. 12(2)-(5) og MAR art. 13</i>	37
6.3 MAR art. 12(1)(c) – I sammenheng med brudd på MAR art. 17(4)(b)	38
6.4 MAR art. 12(1)(c) vilkår (ii)	38
6.5 MAR art. 12(1)(c) vilkår (iii)	39
6.5.1 <i>«Secures the price»</i>	39
6.5.2 <i>«Likely»</i>	40
6.5.3 <i>«Abnormal or artificial level»</i>	44
6.5.4 <i>Brudd på MAR art. 17(4)(b) i sammenheng med MAR art. 12(1)(c)</i>	44
6.6 MAR art. 12(1)(c) vilkår (i)	45
6.6.1 <i>Sammenligning av språkversjoner - MAR art. 12(1)(c) vilkår (i)</i>	46
6.6.2 <i>Kontekstuell tolkning - Fortalen</i>	47
6.6.3 <i>Kontekstuell tolkning - EU forarbeider og ESMA Q&A</i>	49
6.6.4 <i>Kontekstuell tolkning - MAR art. 2(4)</i>	51
6.6.5 <i>Formålsorientert tolkning</i>	52
6.6.6 <i>Legal certainty</i>	56
6.7 MAR art. 12(1)(c) vilkår (iv)	58
KAPITTEL 7 – Konklusjon	60
KILDEREGISTER	61

Sammendrag

I denne masteroppgaven har vi ut ifra en rettsdogmatisk analyse tatt for oss problemstillingen om et brudd på utsatt offentliggjøring kan innebære markedsmanipulasjon. Problemstillingen tar utgangspunkt i to av de mest sentrale regelsettene i markedsmissbruksforordningen (MAR), nemlig definisjonen av markedsmanipulasjon og utsteders løpende informasjonsplikt.

Utsteders løpende informasjonsplikt har med implementeringen av MAR blitt enda mer omfattende enn ved tidligere regelverk. Adgangen til å utsette offentliggjøringen av innsideinformasjonen anses derfor særlig betydningsfull for utsteder. Et fullstendig tilbakehold av innsideinformasjon, der ingen informasjon offentliggjøres fra utsteder, straffes allerede etter en bestemmelse i MAR. Blant finanstilsynene i EØS i dag er det dog ulike forståelser, og noen tilsynsmyndigheter åpner for at et brudd på utsatt offentliggjøring *også* kan straffes etter markedsmanipulasjonsforbudet.

Analysen er gjort ut ifra den EU-rettslige metoden, men med utgangspunkt i en norsk rettssammenheng. Masteroppgaven benytter derfor norsk relevant rettspraksis i drøftelsen. Av særlig betydning for analysen er den tekstuelle, formålsorienterte og kontekstuelle tolkningen, samt prinsippet om «legal certainty».

Gjennom bruk av formålsorientert og kontekstuell tolkning finner vi flere momenter som taler for at brudd utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon bør omfattes av markedsmanipulasjonsforbudet. På den andre siden har vi gjennom en tekstuell tolkning og ved bruk av prinsippet «legal certainty» kommet frem til at en klar ordlyd ikke kan settes til side for formålshensynene. Det er ikke slik at et brudd på utsatt offentliggjøring går ustraffet under MAR.

Vi konkluderer dermed i denne masteroppgaven med at brudd på utsatt offentliggjøring ikke kan innebære markedsmanipulasjon.

KAPITTEL 1 – Tema og problemstilling

1.1 Introduksjon

Aktører i verdipapirmarkedet står overfor en rekke handleplikter som kan ha store konsekvenser dersom de ikke overholdes. Et eksempel på en slik plikt er meldeplikten for personer med lederansvar i utstederselskaper. I Eltekgründerdommen fra 2014, ble gründeren av et børsnotert telekomselskap dømt til åtte års fengsel for markedsmanipulasjon og grovt skattesvik.¹ Mens han var styremedlem og storaksjonær i selskapet unnlot han å melde salg av over en million aksjer i selskapet over en periode på fem måneder. Når en primærinnsider, altså en person med særlig tilknytning til et selskap, selger en stor aksjepost vil det lett kunne føre til at aksjen faller i verdi dersom det blir kjent. Høyesteretts ankeutvalg anså det ikke tvilsomt at forbudet mot kursmanipulering kunne anvendes når manipuleringen hadde form av brudd på meldeplikten, og mannen ble i tillegg til skattesvik dømt for markedsmanipulasjon.

En annen dom som også omhandlet brudd på primærinnsiders meldeplikt, er Actadommen fra 2015,² riktignok fra lagmannsretten. Den hovedtiltalte var primærinnsider i selskapet Acta. I en periode på over fire år hadde han omsatt Acta-aksjer for mer enn tre milliarder kroner og samtidig holdt sin rolle skjult. Lagmannsretten viste til Eltekgründerdommen og la igjen til grunn at kursmanipulering kunne skje gjennom unnlatesehandlinger, herunder unnlattelse av å sende børsmeldinger.³ Sakens hovedtiltalte ble dømt til ni års fengsel for ulovlig aksjonærlån, innsidhandel, brudd på meldeplikten og markedsmanipulasjon.

De to overnevnte dommene er blant de største markedsmanipulasjonssakene i norsk rettshistorie.⁴ Unnlattelse av å informere markedet om meldepliktige handler har av norske domstoler blitt tolket som markedsmanipulasjon. Denne masteroppgaven skal se på unnlattelse av en annen handleplikt og hvordan den grenser opp mot forbudet mot markedsmanipulasjon, nemlig utsteders løpende informasjonsplikt.

¹ HR-2014-2431-U; jf. LB-2012-60638 dommen).

² Se også LG-2013-52571-2 (Acta-dommen).

³ Se punkt 6.3 i LG-2013-52571-2 (Acta-dommen)

⁴ Dagens Næringsliv (2014)

De siste årene har det vært en stor økning i reguleringen av verdipapirmarkedet fra EU-rettslig hold.⁵ I kjølvannet av den globale finanskrisen i 2008 ble et utvalg ledet av Jacques de Larosière, oppnevnt av den Europeiske Union (heretter; EU) for å undersøke hvordan man kunne styrke det finansielle systemet. Forløperen til Market Abuse Regulation⁶ (heretter; MAR) var Market Abuse Directive⁷ (heretter; MAD). MAD var et direktiv, en form for EU-lovgivning som fastsetter mål som alle medlemsstater må oppnå.⁸ Medlemsstatene utformer og tilpasser nasjonale regler selv til å stemme overens med direktivets mål. I rapporten konkluderte Larosière -utvalget blant annet at det finansielle regelverket i EU ikke var harmonisert nok. Hovedgrunnen til dette var bruken av direktiver, som førte til ulik utforming og tolkning av regelverket blant medlemsstatene, særlig på sanksjonssiden.⁹

I samsvar med Larosière-rapporten ble MAD revidert, oppdatert og vedtatt som en forordning (MAR) i 2014.¹⁰ Forordninger er ferdige lovtekster utviklet av EU og er automatisk gjeldende rett i alle medlemsstater.¹¹ Norge er ikke medlem av EU, men har tilgang til EUs indre marked gjennom EØS-avtalen. Et grunnleggende prinsipp ved EØS-retten er at den videreutvikles i pakt med den underliggende EU-retten.¹² MAR ble sådan innlemmet i EØS-avtalen (kilde?) og trådte i kraft i Norge 1. mars 2021 gjennom verdipapirhandelloven (vphl.) § 3-1.

MAR gjelder for finansielle instrumenter som er opptatt til handel eller er søkt opptatt til handel på et regulert marked, MHF (multilateral handelsfasilitet) eller OTF (organisert handelsfasilitet), jf. MAR art. 2(1).¹³ I Norge er Oslo Børs et regulert marked, mens eksempelvis Euronext Growth og er en MHF.

Forbudet mot markedsmanipulasjon og den løpende informasjonsplikten (heretter; informasjonsplikten) er i dag hjemlet i MAR.

⁵ Bergo (2021) s. 33.

⁶ Forordning (EU) nr. 596/2014.

⁷ Direktiv 2003/6/EU.

⁸ TFEU art. 288 (3)

⁹ Larosière- rapporten s. 27 og 51.

¹⁰ Se MAR fortale punkt 3

¹¹ TFEU, art. 288 (2).

¹² Sejersted (2011) s. 185.

¹³ Lehmann (2019) s. 652.

1.2 Problemstilling

Hovedproblemstillingen i masteroppgaven er om utsteders brudd på utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon kan innebære markedsmanipulasjon. Hvis ja, under hvilke omstendigheter kan et slikt tilbakehold av innsideinformasjon være markedsmanipulasjon?

1.3 Aktualitet

Blant europeiske finanstilsyn eksisterer det i dag en uklarhet rundt vår problemstilling. I 2020 kom revisjonsrapporten av MAR fra EUs verdipapir- og markedstilsynsmyndighet, ESMA (European Securities and Markets Authority).¹⁴ Rapporten trakk frem at det var ulik tolkning av definisjonen av markedsmanipulasjon. Noen nasjonale tilsynsmyndigheter (National Competence Authorities, NCAs) i EU anså «non-disclosure of inside information» å være omfattet av markedsmanipulasjonsforbudet.¹⁵

ESMA uttrykket videre et ønske om å se nærmere på de ulike tolkningene av markedsmanipulasjon, for å konvergere de. ESMA sier at de: «will assess the merit of the proposals raised separately going forward and may take initiatives on the supervisory convergence side, for instance, on whether the non-disclosure of inside information should be considered as market manipulation. »¹⁶ Foreløpig har ikke ESMA publisert noe mer angående dette.

Blant finanstilsynene i EØS har det tyske finanstilsynet, BaFin, i sin veileder for utstedere i Tyskland lagt klart til grunn at fullstendig tilbakehold av innsideinformasjon gjennom utsteders informasjonsplikt kan omfattes av forbudet mot markedsmanipulasjon.¹⁷

I ESMA's Q&A fra 2022 til MAR, der ESMA svarer på spørsmål angående MAR fra markedsaktører, nevnes det også noe relatert til vår problemstilling. Her sier ESMA at (vår utheving): «Under MAR, an issuer can also be liable for market

¹⁴ Se Veil (2022) s. 160

¹⁵ Se punkt 1026 ESMA (2020a) s. 232.

¹⁶ Se punkt 1029 ESMA (2020a) s. 233.

¹⁷ Se BaFin (2020) s. 79-80

manipulation in case of dissemination of false and misleading information, including failure to properly disclose inside information to the public. »¹⁸

Gjennom våre undersøkelser har vi ikke funnet en sak eller dom i EØS tilknyttet MAR der fullstendig tilbakehold av innsideinformasjon ved utsteders informasjonsplikt er blitt sanksjonert etter markedsmanipulasjonsforbudet. ESMA har siden 2018 publisert en oversikt over nasjonale myndigheters sanksjonering under MAR.¹⁹ I en gjennomgang av oversikten har vi ikke funnet et tilfelle der sanksjoneringen av markedsmanipulasjon omhandlet fullstendig tilbakehold av innsideinformasjon.

Markedsmanipulasjon straffes betydelige strengere enn brudd på informasjonsplikten. Forsettlig eller uaktsom overtredelse av forbudet mot markedsmanipulasjon kan gi fengselsstraff på inntil 6 år, jf. vphl. § 21-15 (1), mens brudd på utsteders informasjonsplikt har en strafferamme på inntil ett år for den som forsettlig eller uaktsomt overtrer denne, jf. vphl. § 21-15 (4). Administrative sanksjoner kan også ilegges, noe som utgjør den helt dominerende reaksjonsformen. For fysiske personer vil overtredelse av markedsmanipulasjonsforbudet kunne medføre overtredelsesgebyr på inntil 43 millioner, mens for informasjonsplikten er gebyrstørrelsen satt inntil 9 millioner, jf. vphl. § 21-1 (2). I Norge sanksjoneres markedsmanipulasjon normalt med fengselsstraff, for den enkelte vil det derfor ha stor betydning om brudd på utsteders informasjonsplikt omfattes av markedsmanipulasjonsforbudet.²⁰

I litteraturen har Caroline Bang Stordrange tidligere diskutert temaet om brudd på informasjonsplikten kan innebære markedsmanipulasjon.²¹ Vår problemstilling skiller seg noe da vi tar for oss et brudd på *utsatt offentliggjøring*. Artikkelen ble også publisert i 2014 da MAD fortsatt var gjeldende, og Eltekgründer- og Acta-dommen var ikke rettskraftige. Siden den gang har MAR blitt implementert i Norge. MAR bygger i stor grad på MAD,²² men er som nevnt ny lovtekst utformet

¹⁸ Se A5.1 ESMA (2022b) s. 13

¹⁹ ESMA (2017), ESMA (2018), ESMA (2019), ESMA (2020b), ESMA (2021)

²⁰ Bergo, (2021) s. 533; se og Kinander (2018) s. 1.

²¹ Se Stordrange (2014)

²² Bergo (2021) s. 422.

fullstendig av EU alene, og ikke av EU-landene. Dette stiller klare krav til metoden for tolkningen av MAR, som vi skal gjennomgå i neste kapittel.

Det er også verdt å ha med seg at MAR oppleves som et vanskelig regelverk for mange markedsaktører. Spesielt oppleves reglene for utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon som krevende.²³ Vi håper vår masteroppgave kan være informativ i den sammenheng.

1.4 Avgrensning

Masteroppgaven vil bare ta utgangspunkt i fullstendig tilbakehold av innsideinformasjon. Delvis tilbakehold, der noe informasjon blir offentliggjort samtidig som vesentlige opplysninger utelates, er allerede omfattet av forbudet mot markedsmanipulasjon.²⁴

Brudd på forbudet mot markedsmanipulasjon og informasjonsplikten kan, som nevnt i forrige underkapittel, sanksjoneres både administrativt og med fengsel. Problemstillingen i masteroppgaven vil bli besvart uavhengig av sanksjoneringsmetode, i tråd med EU-domstolens praksis (European Court of Justice, ECJ).²⁵ Masteroppgaven avgrenser mot å ta stilling til de spørsmål som reises innenfor norsk strafferett. Oppgaven vil bare ta utgangspunkt i rettskilder som er inntatt i EØS-retten. Dermed vil ikke MAD II gjennomgå.

Utsteders informasjonsplikt gjelder også deltakere på utslippskvotemarkedet, jf. MAR art. 17(1). Masteroppgaven avgrenser mot å ta stilling til bestemmelsene som omhandler deltakere på utslippskvotemarkedet.²⁶

²³ Listing Act Package (COM/2022/0762), s. 13.

²⁴ Se drøftelsen av MAR fortale punkt 47 i underkapittel 6.6.2

²⁵ Sak C-384/02 (Grøngaard/Bang) avsnitt 28; og Sak C-60/02 (X) avsnitt 36.

²⁶ Se MAR art. 3 (1) (20) for definisjon

KAPITTEL 2 – Rettskilder og metode

Oppgaven har en rettsdogmatisk tilnærming. Ved en rettsdogmatisk analyse fortolkes og systematiseres relevante rettskilder ut ifra en juridisk metode.²⁷

EØS-avtalen, som MAR er innlemmet i, forutsetter at bestemmelser som er hentet fra EU-retten fortolkes og anvendes på samme måte som i EU. Dette er kjent som homogenitetsprinsippet.²⁸ Det er sikker norsk rett at EU-rettens metoderegler skal anvendes ved tolkning av EØS-retten som er implementert i norsk lov, jf. Rt-2000-1811-P (Finanger I) og senere praksis.²⁹

I de kommende underkapitlene vil vi først presentere et overblikk av rettskildene i EU, deretter hvilke rettskilder som vil være av relevans for masteroppgaven og til slutt EU-domstolens metodelære.

2.1 Generelt om rettskildebildet i EU

EU-retten inndeles hierarkisk, altså er rettskilder på et lavere nivå underlagt de på et høyere nivå.³⁰ Primærlovgivningen ligger øverst i hierarkiet og inkluderer blant annet de konstituerende traktatene mellom medlemsstatene og de generelle prinsippene³¹ utviklet av EU-domstolen. Etter primærlovgivningen kommer internasjonale avtaler EU har inngått. Deretter kommer sekundærlovgivningen, som omfatter blant annet forordninger, direktiver og beslutninger vedtatt av EUs lovgivende organer. Hierarkiet innebærer at forordninger og direktiver ikke kan stride med eksempelvis EU-traktatene, de vil som sådan være ugyldige.³²

Rettspraksis fra EU-domstolen er en sentral rettskilde.³³ Selv om EU-domstolen ikke er bundet av sine tidligere avgjørelser har domstolen lagt stor vekt på dem.³⁴

²⁷ Neergaard og Nielsen (2010) s. 109.

²⁸ Fredriksen og Mathisen (2022) s. 70; EØS-loven art. 6.

²⁹ Bergo (2021) s. 251; Skoghøy (2018) s. 116; Fredriksen og Mathisen (2022) s. 328; Arnesen (2022) s. 42.

³⁰ «EU Hierarchy of Norms».

³¹ I litteraturen er det ulik oppfatning av de generelle prinsippenes posisjon som primærlovgivning, se Lourenço (2015) s. 91–92 Denne avhandlingen legger til grunn Lourenço's syn om at de generelle prinsippene har status som primærrett.

³² Arnesen (2022) s. 51.

³³ Fairhurst (2016) s. 69.

³⁴ Sejersted (2011) s. 234–35; Foster (2013) s. 64; Et eksempel der ECJ har avveket tidligere rettspraksis er de forente sakene C-267/91 og C-268/91 (Keck).

For reguleringen av verdipapirmarkedet har EU utviklet en egen spesifikk prosess, Lamfalussy-prosessen. Før Lamfalussy, var konsensus i EU at reguleringen ikke fungerte og at det gikk for sakte for endringene i det globale finansmarkedet. For å øke harmoniseringen og effektiviteten i verdipapirmarkedet har man derfor strukturert regelverket i fire nivåer.³⁵ Nivå 1 er rammedirektiv vedtatt av EUs lovgivende organer som bestemmer hovedreglene og prinsippene i verdipapirmarkedet. MAR tilhører nivå 1. På nivå 2 foreligger mer detaljerte regler, dette kan sammenlignes med forskrifter i norsk rett. På nivå 3 utvikles retningslinjer og standarder, i EU er det ESMA som står bak disse.³⁶ Nivå 4 omhandler håndhevelsen av regelverket fra EU-kommisjonen og EFTAs overvåkningsorgan.

2.2 Relevante rettskilder

Fra primærlovgivningen er særlig de generelle prinsippene avgjørende for å forstå EU-retten og hvordan den utvikler seg.³⁷ På grunn av deres posisjon i rettskildhierarkiet kan de generelle prinsippene både tolke og ugyldiggjøre sekundærlovgivningen.³⁸ Prinsippene antas også å være en del av EØS-retten, så lenge det ikke er uforenlig med EØS-avtalens bestemmelser og karakteristikker.³⁹ I vår masteroppgave vil særlig prinsippet «*legal certainty*» være sentralt. Legal certainty» er av særlig betydning i økonomiske og kommersielle settinger, der klare og presise lovbestemmelser er med på å redusere transaksjonskostnader og promotere bedriftsøkonomisk effektivitet.⁴⁰

Den materielle hovedkilden i masteroppgaven er sekundærlovgivningen MAR. MAR består av en rekke bestemmelser, en fortale og to vedlegg. Fortalen er ikke rettslig bindende som bestemmelsene, men kan gi anvisninger på hvordan de skal forstås og hva MARs formål er. En kan ikke benytte fortalen til å fortolke i åpenbar strid med bestemmelsers ordlyd.⁴¹ EU-forarbeider til MAR vil også

³⁵ Se Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) kapittel 2.1.3.

³⁶ Veil (2022) s. 60

³⁷ Fredriksen og Mathisen (2022) s. 41–42.

³⁸ Baudenbacher (2016) s. 349–50.

³⁹ Ibid. s. 356.

⁴⁰ Tridimas (2006) s. 242.

⁴¹ Fredriksen og Mathisen (2022) s. 338–39; Se og sak C-345/13 (Karen Millen Fashions) avsnitt 31.

kunne være relevante.⁴² Masteroppgaven vil ta utgangspunkt i den engelske språkversjonen av MAR, ettersom relevansen til den norske språkversjonen er begrenset.⁴³

Mange bestemmelser i primærlovgivningen og noe av sekundærlovgivningen i EU er vide og flertydige. EU-domstolen spiller sådan en sentral rolle ved forståelsen og utviklingen av EU-retten.⁴⁴ Som nevnt bygger MAR i stor grad på MAD, avgjørelser fra EU-domstolen basert på MAD vil sådan være relevante. Når det gjelder markedsmanipulasjon finnes det kun én dom fra EU-domstolen.⁴⁵ Andre dommer fra EU-domstolen vil brukes for å belyse ulike momenter i masteroppgaven, eksempelvis vil Daimler-dommen brukes når vi går gjennom definisjonen av innsideinformasjon i underkapittel 5.3.

EØS-avtalen oppstiller en egen overnasjonal domstol med jurisdiksjon over EFTA-statene, nemlig EFTA-domstolen. Rettspraksis fra EU-domstolen er førende for EFTA-domstolen, uavhengig om EFTA-domstolen har tidligere tolket den aktuelle bestemmelsen annerledes.⁴⁶ Hvilken vekt EU-domstolen legger på EFTA-domstolens praksis er uklart, EU-domstolen har både vist til EFTA-domstolens avgjørelser og unnlatt å gjøre det.⁴⁷ EFTA-domstolens tolkninger av EØS-retten har dog ofte vist seg å være på linje med EU-domstolen⁴⁸ og de øverste domstolene i EU-land som Tyskland og Østerrike har vist til den rettspraksis.⁴⁹ Relevante avgjørelser fra EFTA-domstolens vil derfor benyttes i masteroppgaven.

EU-domstolen vektlegger ikke nasjonal rettspraksis ved tolkningen av EU-regler. Norske domstolers avgjørelser har som sådan ikke vekt ved tolkningen av EØS-reglene,⁵⁰ og norsk rettspraksis vil ikke vektlegges i analysen. Oppgaven skrives dog med utgangspunkt i norsk rettsammenheng og vi vil vi drøfte våre funn opp mot relevant norsk rettspraksis.

⁴² Se underkapittel 2.3 om kontekstuell tolkning

⁴³ Fredriksen og Mathisen (2022) s. 359; Se også Arnesen (2022) s. 59.

⁴⁴ Fairhurst (2016) s. 69.

⁴⁵ Sak C - 455/09 (IMC Securities); Bergþórsson (2018) s. 36.

⁴⁶ Baudenbacher (2016) s. 216; Se EFTA-domstolens dom E-2/06 avsnitt 56.

⁴⁷ Fredriksen og Mathisen (2022) s. 356; Se også Fredriksen (2010) s. 281–83.

⁴⁸ Fredriksen (2010) s. 283.

⁴⁹ Baudenbacher (2016) s. 192.

⁵⁰ Arnesen (2022) s. 64; Fredriksen og Mathisen (2022) s. 375.

Nivå 3 regelverk er formelt sett ikke rettslig bindende. ESMA har utviklet flere nivå 3 retningslinjer som er ment til å hjelpe med tolkningen av MAR. Selv om slike retningslinjer ikke har formell kraft, pålegger EU-domstolen nasjonale domstoler å ta de i betraktning når de er relevante for forståelsen av EU-bestemmelser.⁵¹ Samtidig tillegges retningslinjene stor vekt i praksis og dermed de være relevante for masteroppgaven.

Juridisk litteratur benyttes ikke i praksis av EU-domstolen.⁵² I masteroppgaven vil juridisk litteratur benyttes ved presentasjonen av regelverket og vil legge grunnlaget for drøftelsen, men tillegges ikke avgjørende vekt ved selve analysen i kapittel 5 og 6.

For øyeblikket foreligger det et lovforslag fra EU-Kommisjonen for å videre utvikle verdipapirmarkedet i EU.⁵³ Forslaget innebærer endringer i MAR, der kravet «delay of disclosure is not likely to mislead the public» i MAR art. 17(4)(b) foreslås erstattet med en liste av spesifikke forhold. Endringen innebærer i praksis at ESMA's retningslinjer for artikkel 17(4)(b) erstatter den nåværende formuleringen i MAR art. 17(4)(b). Lovforslaget medfører ikke en stor endring til gjeldende rett og vil uansett ikke vektlegges da det enda ikke er vedtatt av EUs lovgivende organer.

Siden nasjonale rettskilder ikke har betydning for tolkning av EU-rettskilder, vil norske forarbeider ikke vektlegges i denne masteroppgaven.⁵⁴ Som nevnt er en sentral forutsetning bak EØS-avtalen homogenitetsprinsippet, som innebærer at en skal ha lik fortolkning av regelverket i EØS. Det er derfor sentralt at man tar utgangspunkt i felleseuropeiske kilder når man tolker MAR.⁵⁵

2.3 Juridisk metode

Samtidig som en skal ta utgangspunkt i felleseuropeiske regler, er det også viktig at regelverket *tolkes* likt. EU er en autonom rettsorden og krever en selvstendig og

⁵¹ Sak C-188/91 avsnitt 18; Sak C-322/88 (Grimaldi) avsnitt 18.

⁵² Baudenbacher (2016) s. 313; Se Fredriksen (2016) s. 87.

⁵³ Listing Act Package (COM/2022/0762).

⁵⁴ Se Bergo (2021) s. 45.

⁵⁵ HR-2022-695-A (RenoNorden-dommen) avsnitt 47.

ensartet fortolkning av EU-rettslige bestemmelser, uavhengig av medlemsstaters nasjonale begrepsbruk eller nasjonale juridiske metoder.⁵⁶ Rettsanvendere må bruke en særegen EU-rettslig metode.⁵⁷ Et sentralt formål med denne masteroppgaven er å klarlegge en EU-rettslig tolkning av problemstillingen som kan bidra til rettshomogenitet. Basert på EU-domstolen sin praksis har man utviklet metoden for fortolkningen av EU-regelverket. En bestemt rangering av de ulike fortolkningsstilene kan ikke utledes av EU-domstolen sin praksis.⁵⁸

Utgangspunktet for den EU-rettslige metoden er naturligvis ordlyden i de relevante bestemmelsene, altså en *tekstuell tolkning*. En karakteristikk med EU-retten er dog at den har 24 offisielle språkversjoner, som alle er prinsipielt likestilte.⁵⁹ Det betyr at man ikke bare kan legge til grunn én språkversjon ved tolkning av ordlyden, man må sammenholde de ulike språkversjonene.⁶⁰ Ved uklarhet mellom språkversjonene skal tolkningen skje i lys av den aktuelle bestemmelsens formål og kontekst.⁶¹

Formålsorientert tolkning har en sentral betydning i den EU-rettslige metoden. EU-rett fortolkes som hovedregel formålsorientert, som innebærer at man forstår en bestemmelse ut fra den tolkning som mest effektivt realiserer det gjeldende formålet eller i det minste slik at måloppnåelse ikke hindres.⁶² Hvor langt en kan fortolke formålsorientert avhenger av ordlyden og konteksten til bestemmelsen. Dersom ordlyden er uklar på grunn av de mange språkversjonene, åpnes det større rom for formålsorientert tolkning. En bestemmelse kan ha et eget unikt formål, samtidig som lovteksten den befinner seg i har et mer generelt formål.⁶³

Ved formålsorientert tolkning av en bestemmelse tar EU-domstolen også hensyn til tolkningsprinsippet *effet utile*.⁶⁴ Prinsippet innebærer at fortolkningen skal

⁵⁶ Fredriksen og Mathisen (2022) s. 329.

⁵⁷ Veil (2017) s. 80.

⁵⁸ Ibid. s. 81.

⁵⁹ Fredriksen og Mathisen (2022) s. 331.

⁶⁰ Ibid. s. 330; Sak C-283/81 (CILFIT) avsnitt 18.

⁶¹ Fredriksen og Mathisen «EU-rett som norsk rettskilde» i Høgberg og Sunde (2019) s. 403.

⁶² Neergaard og Nielsen (2010) s. 116.

⁶³ Fredriksen og Mathisen (2022) s. 341–42.

⁶⁴ Veil (2017) s. 85. Dette er et generelt prinsipp på linje med de andre nevnte i kapittel 2.2

gjøres slik at bestemmelsen oppnår sin tjenlige virkning, altså at tolkningen ender med regler som bidrar til å realisere det aktuelle formålet.⁶⁵

Ved *kontekstuell tolkning* gjøres en helhetlig tolkning av strukturen og plasseringen til bestemmelsen for å utlede dens betydning.⁶⁶ Dette dekker alt fra den nærmeste konteksten, for eksempel loven bestemmelsen er i, til fortolkning i lys av hele EU-retten.⁶⁷ I videre forstand legges det også vekt på tilblivelseshistorien, her kommer blant annet EU-forarbeider inn. EU-domstolen presiserer dog at forarbeider «bare» brukes til å bekrefte eller avkrefte en tolkning.⁶⁸ En må være påpasselig ved å se hen til tilblivelseshistorien til den aktuelle rettsakten. Siden lovgiverkompetansen er delt mellom Rådet og Europaparlamentet i EU, er det ikke alltid klart om de er enig i en forståelse uttrykt i forarbeidene fra den andre institusjonen.⁶⁹

EU-domstolens metode blir ofte karakterisert som formålsorientert.⁷⁰ Det er viktig å presisere at behovet for en formålsorientert fortolkning er generelt større ved tolkningen av vage bestemmelser i primærlovgivningen enn ved tolkningen av sekundærlovgivningen, som kan være svært detaljert.⁷¹ MAR beskrives å inneholde mer generelle regler enn andre lovverk på finansområdet,⁷² noe som kan åpne for mer formålsorientert tolkning.

Når det gjelder tolkningen av sekundærlovgivning som griper inn rettsstillingen til private parter - som er utgangspunktet i denne masteroppgaven - har EU-domstolen strenge krav til tekstmessig lovhjemmel.⁷³ Rettspraksis fra EU-domstolen er tydelig på at prinsippet «legal certainty» setter rammer for om brudd på sekundærlovgivningen medfører sanksjoner.⁷⁴

⁶⁵ Fredriksen og Mathisen (2022) s. 347.

⁶⁶ Veil (2017) s. 82.

⁶⁷ Fredriksen og Mathisen (2022) s. 333.

⁶⁸ Ibid. s. 340.

⁶⁹ I.c.

⁷⁰ Ibid. s. 341; Arnesen (2022) s. 53.

⁷¹ Fredriksen og Mathisen (2022) s. 327.

⁷² Bergo (2021) s. 423.

⁷³ Ibid. 56.

⁷⁴ Sak C-60/02 (X) avsnitt 61 gjelder forordning; Sak C-80/86 avsnitt 13 gjelder direktiv.

Videre har EU-domstolen etablert et prinsipp om at bestemmelser som etablerer hovedregler eller grunnleggende utgangspunkter i EU-retten, kan tolkes utvidende. Unntaksbestemmelser til hovedregelen kan derimot tolkes snevert.⁷⁵

KAPITTEL 3 – Verdipapirmarkedets funksjon og betydningen av informasjon

For å forstå regelverket bak informasjonsplikten og markedsmanipulasjonsforbudet bedre, er det viktig å ha kjennskap til funksjonen som verdipapirmarkedet har. I underkapittel 3.1 vil vi derfor ta for oss funksjonen og oppbygningen til verdipapirmarkedet. Underkapittel 3.2 vil ta for seg betydningen av informasjon i verdipapirmarkedet og relevant økonomisk teori.

3.1 Verdipapirmarkedets funksjon og sammensetning

Verdipapirmarkedet utfører den sentrale økonomiske funksjonen av å fordele kapital fra de uten investeringsmuligheter til de med investeringsmuligheter, det er essensielt for en effektiv allokering av kapital. Med effektiv allokering menes det at kapitalen plasseres der den kaster mest av seg.⁷⁶ Uten regler mot markedsmanipulasjon vil ikke investorer ha tillit til selve markedsplassen, og uten utsteders informasjonsplikt vil det være svært vanskelig for investorer å kontinuerlig vurdere investeringsmuligheter. Disse reglene er altså klare forutsetninger for at verdipapirmarkedet skal fungere.

Verdipapirmarkedet kan deles inn i *primær-* og *sekundærmarkedet*. I primærmarkedet kan de som behøver kapital hente det ved å selge nye finansielle instrumenter, eksempelvis aksjer eller obligasjoner, til investorer med oppsparte midler. Kjøpere av finansielle instrumenter i primærmarkedet kan selge de videre til andre investorer i sekundærmarkedet.⁷⁷

Prisene på finansielle instrumenter reflekterer investorers forventinger til fremtidig avkastning, og er avgjørende for en effektiv allokering av kapital. Desto

⁷⁵ Fredriksen og Mathisen (2022) s. 345–46.

⁷⁶ Mishkin (2022) s. 72.

⁷⁷ Foley (1991) s. 6.

høyere prisen er i sekundærmarkedet - desto mer kapital vil utstedere i primærmarkedet kunne hente ved utstedelse av nye finansielle instrumenter. Grunnen til dette er at kjøpere i primærmarkedet ikke vil betale mer for finansielle instrumenter enn det de får i sekundærmarkedet.⁷⁸ Prisene i sekundærmarkedet fungerer derfor som identifikatorer for de mest verdifulle prosjektene. Dersom de ikke reflekterer dette, vil for mye kapital allokteres til ulønnsomme prosjekter og for lite til de lønnsomme.⁷⁹

3.2 Betydningen av informasjon og informasjonsasymmetrier

Informasjon er helt sentralt for prisdannelsen av finansielle instrumenter i sekundærmarkedet, og er det investorer baserer sine forventninger til fremtidig avkastning på. Prisen på et finansielt instrument avhenger av flere usikre faktorer knyttet til dets fremtidige avkastning.. Ny informasjon relatert til disse faktorene vil derfor kunne påvirke prisen på et finansielt instrument. Den nye informasjonen blir kontinuerlig priset inn i de finansielle instrumentene gjennom handel i sekundærmarkedet.⁸⁰

Effektiv prisdannelse i et verdipapirmarked avhenger av en effektiv informasjonsoverføring. Uten det kan det føre til markedssvikt.⁸¹ En form for markedssvikt er informasjonsasymmetrier. Informasjonsasymmetrier er situasjoner der informasjon er skjevfordelt mellom to parter, en part har mer og/eller bedre informasjon enn den andre parten.⁸² George Akerlofs «Lemons theory» beskrev hvordan informasjonsasymmetrier kan påvirker markedet som helhet. Et marked vil ikke fungere optimalt dersom markedsdeltakere frykter at de ikke er tilstrekkelig informert.⁸³ I Akerlofs teori vil markedsaktører med utilstrekkelig informasjonsgrunnlag ikke være villige til å betale mer enn gjennomsnittet i markedet. Dette skyldes av at de ikke kan vurdere hva som utgjør et godt eller dårlig kjøp. Informasjonssymmetrier fører til at dårlige avtaler («lemons») blir

⁷⁸ Se Stordrange (2019) s. 58«... forutsatt at det eksisterer et relevant annenhåndsmarked for omsetning av aksjene».

⁷⁹ Se Armour (2016) s. 106 - Konsekvensene av at feilprising medfører en «misallocation of resources»; Se og Stordrange (2019) s. 57.

⁸⁰ Armour (2016) s. 66–67.

⁸¹ Moloney (2014) s. 57.

⁸² Myklebust (2011) 31.

⁸³ Hansen (2012) s. 3.

gjennomført, mens avtaler av høyere kvalitet - som koster mer - blir presset ut av markedet. Dette fører til slutt til markedskollaps.⁸⁴

Informasjonssymmetrier kan imøtegås både gjennom forbudet mot markedsmåipulasjon og utsteders informasjonsplikt. Forbudet hindrer spredning av usann informasjon til markedet, og dermed at nye informasjonssymmetrier oppstår. Informasjonsplikten gjør at sann informasjon spres til markedet og at eksisterende informasjonssymmetrier reduseres.⁸⁵

KAPITTEL 4 – Formål

I dette kapitlet presenteres de relevante regulatoriske formålene for vår analyse i kapittel 5 og 6. Underkapittel 4.1 tar for seg de overordnede formålene som styrer reguleringen på verdipapirmarkedsfeltet i EU. Deretter presenteres formålene bak MAR i underkapittel 4.2. I underkapittel 4.3 ser vi på de spesifikke formålene bak informasjonsplikten og markedsmåipulasjonsforbudet.

4.1 Formålet bak verdipapirmarkedsregulering

Selve formålet med reguleringen av verdipapirmarkeder er, fra et tradisjonelt økonomisk perspektiv, å korrigere for markedssvikter.⁸⁶ I tradisjonell økonomisk teori anses markedet som best egnet til å allokere ressurser effektivt selv, uten unødvendig innblanding fra lovgiver. Reguleringen bør derfor, fra dette perspektivet, bare anvendes i situasjoner der markedet ikke oppnår den effektive fordelingen, kjent som markedssvikter.⁸⁷

I EU er reguleringene vedtatt på verdipapirmarkedsfeltet rettet mot å etablere et reelt indre europeisk marked for verdipapirer og finansielle tjenester. Det skal være en «single rulebook» for «a single European market», som skal gi like regler for alle i EU/EØS.⁸⁸

⁸⁴ Veil (2022) s. 262.

⁸⁵ Se Hansen (2003) s. 66.

⁸⁶ Moloney (2014) s. 2.

⁸⁷ Armour (2016) s. 51.

⁸⁸ Bergo (2021) s. 35; Se og Moloney (2014) s. 8–9.

Det overordnede formålet med reguleringene er å sikre *effektivitet i verdipapirmarkedet, investorbeskyttelse og finansiell stabilitet*.⁸⁹ Dette er også utgangspunktet i norsk rett. I verdipapirhandelloven - der MAR er innlemmet – er lovens formål «å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter og å sikre investorbeskyttelse», jf. vphl. § 1-1.

4.2 Formålet bak MAR

For at verdipapirmarkedet skal være effektivt forutsetter det en viss integritet. Forekomsten av markedsmisbruk gjør at verdipapirmarkedet fremstår urettferdig og svekker tilliten og integriteten til markedet,⁹⁰ som igjen skader den effektive allokeringen av kapitalen verdipapirmarkedet legger til rette for.⁹¹

Av MAR art. 1 fremgår det at:

«This Regulation establishes a common regulatory framework on insider dealing, the unlawful disclosure of inside information and market manipulation (market abuse) as well as measures to prevent market abuse to ensure the integrity of financial markets in the Union and to enhance investor protection and confidence in those markets. »

MARs formål er å etablere et felles regelverk og sett med tiltak som skal *sikre integriteten* til verdipapirmarkeder i EU/EØS og styrke *investorbeskyttelsen og tilliten* i de verdipapirmarkedene. MAR skal bidra til «the proper functioning of the internal market»⁹² og gjør blant annet dette gjennom å forhindre markedsmisbruk. I MAR forstås markedsmisbruk som innsidehandel, ulovlig spredning av innsideinformasjon og markedsmanipulasjon.⁹³

⁸⁹ Veil (2017) s. 24–27.

⁹⁰ Se MAR fortale punkt 2

⁹¹ Avgouleas (2005) s. 5.

⁹² Se MAR fortale punkt 4

⁹³ Se også MAR fortale punkt 7

4.3 Formålet bak markedsmanipulasjonsforbudet og informasjonsplikten

4.3.1 Formålet bak markedsmanipulasjonsforbudet

Formålene bak markedsmanipulasjonsforbudet er i tråd med de overordnede formålene til MAR. Verdipapirmarkedets integritet og investorenes tillit til markedet er sentrale begrunnelser bak forbudet mot markedsmanipulasjon.

I MAR fortale punkt 7 står det:

«Market abuse is a concept that encompasses unlawful behaviour in the financial markets and, for the purposes of this Regulation, it should be understood to consist of (...) and market manipulation. Such behaviour prevents full and proper market transparency, which is a prerequisite for trading for all economic actors in integrated financial markets. »

Altså blir markedsmanipulasjon omtalt som en atferd som er til hinder for fullstendig gjennomsiktighet i markedet. Dette er med på å svekke tilliten til markedet.

4.3.2 Formålet bak informasjonsplikten

Formålene bak informasjonsplikten må også sees i sammenheng med det overordnede formålet til MAR.

I MARs fortale punkt 49 fremgår lovgivers begrunnelse for informasjonsplikten, her står det at:

«The public disclosure of inside information by an issuer is essential to avoid insider dealing and to ensure that investors are not misled».

Dette betyr at funksjonen til informasjonsplikten er todelt.⁹⁴ Ved at markedet gis samtidig tilgang på informasjon reduseres eventuelle informasjonsasymmetrier og ingen nye informasjonsasymmetrier skapes. Dette reduserer risikoen for innsidehandel. Informasjonsplikten har dermed en preventiv funksjon.⁹⁵

Den andre delen av begrunnelsen bak informasjonsplikten er at den skal hindre at investorer blir villedet. Hva som legges i villedelse av investorer er noe mer

⁹⁴ Se Veil (2022) s. 344; og punkt 10 i Lehmann (2019) s. 784; For en kritikk av en todeling av informasjonspliktens funksjon, se Hansen (2012).

⁹⁵ Stordrange (2019) s. 108.

uklart. Investorer kan villedes på to måter, enten gjennom mangel på informasjon eller uriktige priser. For en informert investor vil det være avgjørende å motta informasjon slik at de kan vurdere det finansielle instruments verdi, og dermed redusere sine informasjonskostnader. En uinformert investor må ha tillit til at prisene i markedet er mest mulig riktig. Dette hviler på forutsetningen om at informerte investors handler bidrar til effisiente priser. Derfor behøver man ikke sondere mellom de to formene for villedning. Man kan legge til grunn at informasjonspliktens andre funksjon er redusere kostnadene til innhenting av informasjon. Dette omtales som informasjonspliktens prisfunksjon.⁹⁶

KAPITTEL 5 – Analyse del 1

5.1 Innledning

Analysen deles inn i to deler, kapittel 5 og 6. Første del av analysen (kapittel 5) vil redegjøre for rekkevidden av informasjonsplikten under MAR, samt adgangen utstedere har til å utsette offentliggjøring av innsideinformasjon. Andre del av analysen (kapittel 6) vil ta for seg definisjonen av markedsmanipulasjon. Der vil vi gjennom en rettsdogmatisk analyse se om brudd på utsatt offentliggjøring omfattes av markedsmanipulasjonsforbudet i MAR.

Som nevnt i underkapittel 2.2 vil den engelske språkversjonen av MAR benyttes i analysen. Oversettelser til norsk vil ta utgangspunkt i den norske språkversjonen av MAR. I tilfeller der innholdet i den norske språkversjonen divergerer fra den engelske språkversjonen vil vi selv oversette for å sikre at meningsinnholdet blir mest identisk den engelske.

Her i kapittel 5 vil vi ta for oss utsteders informasjonsplikt i underkapittel 5.2, definisjonen av innsideinformasjon i underkapittel 5.3, overgangen fra MAD til MAR og effekten på utsteders informasjonsplikt i underkapittel 5.4 og reglene om utsatt offentliggjøring i underkapittel 5.5.

⁹⁶ I.c.

5.2 Utsteders informasjonsplikt

Utstedere av finansielle instrumenter har en rekke plikter overfor markedet. En av disse pliktene er den løpende informasjonsplikten, som er utgangspunktet for analysen. I dag er det MAR art. 17 som hjemler informasjonsplikten.

I MAR art. 17(1) kommer det frem at:

«An issuer shall inform the public as soon as possible of inside information which directly concerns that issuer. »

Informasjonsplikten gjelder for utstedere. En utsteder er i MAR art. 3(1)(21) definert som:

« (...) a legal entity governed by private or public law, which issues or proposes to issue financial instruments, the issuer being, in case of depository receipts representing financial instruments, the issuer of the financial instruments represented»

Plikten har særlig betydning for omsettelige finansielle instrumenter på sekundærmarkedet.⁹⁷ Alle utstedere som har finansielle instrumenter opptatt til handel eller er søkt opptatt til handel på markedene som er nevnt i underkapittel 1.1, har en plikt til å informere offentligheten «as soon as possible» om innsideinformasjon som direkte vedrører utstederen. Det er gitt lite veiledning fra lovgiver i EU nøyaktig hva som legges i «as soon as possible». Litteraturen argumenterer med at begrepet ikke kan forstås å bety umiddelbar offentliggjøring, men at det utviser en toleranse for at selve offentligjøringen av innsideinformasjon kan ta tid å forberede.⁹⁸

I MAR art. 17(1)(2) står det videre at utsteder:

« (...) shall ensure that the inside information is made public in a manner which enables fast access and complete, correct and timely assessment of the information by the public and, where applicable, in the officially appointed mechanism referred to in Article 21 of Directive 2004/109/EC of the European Parliament and the Council. »

⁹⁷ Se kapittel 3 og underkapittel 3.2 om betydningen av informasjon på sekundærmarkedet og i Bergo (2021) s. 187.

⁹⁸ Ventoruzzo og Mock (2022) s. 469.

Innsideinformasjonen må offentliggjøres på en måte som gir rask tilgang og muliggjør offentligheten å gjøre en riktig, fullstendig og rettidig vurdering av den. ESMA har uttalt at det ser ut som det kan være fordelaktig å presisere hva som ligger i «as soon as possible», men har ikke publisert noe ytterligere i skrivende stund.⁹⁹

Finanstilsynet i Norge har lagt til grunn at «as soon as possible» forstås som umiddelbart og indikerer en minimal tidstoleranse fra innsideinformasjonen oppstår til den bør offentliggjøres.¹⁰⁰ Tilsynets forståelse ser ut til å komme av den tidligere vphl. fra 2007, som gjennomførte MAD, der ordlyden lød «uoppfordret og umiddelbart». «Umiddelbart» har i praksis blitt ansett å bety minutter, i høyden timer.¹⁰¹ I den norske språkversjonen av MAR er «as soon as possible» oversatt til «så snart som mulig», noe som ikke kan forstås som umiddelbar offentliggjøring. Tilsynets tolkning er dermed strengere enn kravet «as soon as possible» etter MAR.¹⁰² Dersom Finanstilsynets forståelse legges til grunn, kan det medføre et større tidspress på utstedere for å offentliggjøre, noe som øker risikoen for at utsteder bryter informasjonsplikten.

«As soon as possible» uttrykker noe spillerom. Tidspunktet for offentliggjøring bør etter vårt syn derfor vurderes fra sak til sak og ikke bare ut ifra når innsideinformasjon oppstår.¹⁰³ Det er imidlertid lite som taler for at spillerommet er spesielt stort, offentliggjøring må skje raskt.

Under MAR art. 17(1) er det ikke all innsideinformasjon som er omfattet av informasjonsplikten, bare den innsideinformasjonen som «directly concerns that issuer». Dermed gjelder ikke informasjonsplikten innsideinformasjon som indirekte vedrører utstederen. Eksempelvis hvis det foregår en overtakelsesprosess der utsteder er målselskap, men selskapet har ikke blitt involvert enda, vil det bare indirekte vedrøre utstederen, og selskapet har dermed ingen informasjonsplikt selv om de får vite om prosessen.¹⁰⁴ Andre eksempler er data og statistikk som en

⁹⁹ Se punkt 228 i ESMA (2020a) s. 70.

¹⁰⁰ Finanstilsynet (2022)

¹⁰¹ OBS-2005-5 (PhotoCure)

¹⁰² Se fotnote 803 i Stordrange (2019) s. 221.

¹⁰³ Se også Ventrizzo og Mock (2022) s. 469.

¹⁰⁴ Bergo (2021) s. 189

offentlig institusjon offentliggjør, rapporter fra kredittvurderingsbyråer, publisering av forskning, anbefalinger eller forslag på verdien av noterte finansielle instrumenter.¹⁰⁵ Begrepet innsideinformasjon er videre definert i MAR art. 7.

5.3 Definisjonen av innsideinformasjon - MAR art. 7

Definisjonen av innsideinformasjon følger av MAR art. 7(1)(a) og lyder som følger:

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

Her er det fire kumulative vilkår som må oppfylles for at informasjon skal anses å være innsideinformasjon.¹⁰⁶ Informasjonen må være av (i) «precise nature», den må (ii) «not been made public», (iii) «relating directly or indirectly, to one or more issuers or to one or more financial instruments», og (iv) «would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments». Vi vil nå ta for oss disse vilkårene kronologisk.

5.3.1 MAR art. 7(1)(a) vilkår (i)

Vilkår (i), som kalles presisjonsvilkåret er nærmere definert i MAR art. 7(2) (vår utheving):

«information shall be deemed to be of a precise nature if it **indicates a set of circumstances** which **exists** or which **may reasonably be expected to come into existence**, or **an event** which has **occurred** or which **may reasonably be expected to occur**, where it is **specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect** of that **set of circumstances** or event on the **prices of the financial instruments** or the related derivative financial instrument, the related spot commodity

¹⁰⁵ Ventrizzo og Mock (2022) s. 464.

¹⁰⁶ Se punkt B.7.04 Ventrizzo og Mock (2022) s. 262.

contracts, or the auctioned products based on the emission allowances. In this respect in the case of a protracted process that is intended to bring about, or that results in, particular circumstances or a particular event, those future circumstances or that future event, and also the intermediate steps of that process which are connected with bringing about or resulting in those future circumstances or that future event, may be deemed to be precise information. »

Først må det påpekes at for at informasjon skal anses som presis må det indikere et «set of circumstances» (sett av omstendigheter) eller et spesifikt «event» (begivenhet). Dersom informasjonen gjelder en enkel omstendighet, er det ikke presist nok.¹⁰⁷ Presisjonsvilkåret består av to kumulative kriterier. Det første kriteriet omtales i norsk litteratur som eksistenskriteriet.¹⁰⁸

Omstendighetene eller begivenheten må omhandle noe som «exists/occurred» eller «may reasonably be expected» å kunne inntreffe. En slik vurdering må tas ut fra et *ex ante* perspektiv.¹⁰⁹ I Daimler-dommen tok EU-domstolen stilling til hvilken sannsynlighetsgrad som skulle legges til grunn ved vurderingen av fremtidige hendelser som «may reasonably be expected» å inntreffe. EU-domstolen uttalte at på bakgrunn av en helhetsvurdering av eksisterende faktorer på det relevante tidspunktet at det måtte foreligge «a realistic prospect».¹¹⁰ Det gis ikke ytterligere forklaring rundt begrepet. I forkant av uttalelsen bemerker EU-domstolen dog at eksistenskriteriet ikke kan tolkes som at «proof be made out a high probability»,¹¹¹ men skal heller ikke tolkes å inkludere «information concerning circumstances and events the occurrence of which is implausible».¹¹² Dommen klargjorde dermed ikke i stor grad hvilken terskel av sannsynlighet som stilles til fremtidige omstendigheter eller begivenhets inntreden.¹¹³

Gitt at eksistenskriteriet er oppfylt, må informasjonen også være « (...) specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of that set of

¹⁰⁷ Se punkt B.7.44-7.45 Ventrizzo og Mock (2022) s. 275.

¹⁰⁸ Se kapittel 3.3 Kinander (2022)

¹⁰⁹ Se punkt B.7.48 i Ventrizzo og Mock (2022) s. 276.

¹¹⁰ Se sak C-19/11 (Daimler) avsnitt 49.

¹¹¹ Sak C-19/11 (Daimler) avsnitt 46.

¹¹² Sak C-19/11 (Daimler) avsnitt 48.

¹¹³ Se kapittel 3.3.5 i Kinander (2022)

circumstances or event on the prices of the financial instruments (...) ». Dette underkriteriet i presisjonsvilkåret omtales som spesifisitetetskriteriet.¹¹⁴

I Lafonta-dommen uttalte EU-domstolen at informasjon kan vurderes å være presis nok, selv om det er uklart i hvilken retning prisen vil bevege seg, så lenge man med rimelighet kan forutse en *effekt* på prisen.¹¹⁵

I den siste setningen i MAR art. 7(2) fremgår det at et mellomliggende steg i en flerleddet prosess, som er rettet mot å frambringe framtidige omstendigheter eller en framtidig begivenhet, kan også anses som presis informasjon.¹¹⁶ Dette gjelder også for framtidige mellomliggende steg. Utfordringen med at et framtidig mellomliggende steg i en prosess omfattes av presisjonsvilkåret, er at det kan innebære å måtte vurdere sannsynligheten av en sannsynlighet.¹¹⁷

5.3.2 MAR art. 7(1)(a) vilkår (ii)

Vilkår (ii) går på den ikke-offentlige delen av definisjonen til innsideinformasjon. Dette vilkåret er ikke videre definert i MAR, og er heller ikke definert i tidligere EU-rettsakter eller i norsk rett.¹¹⁸ Det indikeres at det kreves en aktiv og bevisst handling som gjør informasjonen kjent.¹¹⁹ Vilkaåret tar heller ikke for seg hvem som gjør informasjonen kjent, det kan være utstederen selv, et massemedium eller andre.¹²⁰

5.3.3 MAR art. 7(1)(a) vilkår (iii)

Vilkår (iii) omhandler at informasjonen direkte eller indirekte må gjelde finansielle instrumenter eller utstedere av finansielle instrumenter. For å illustrere dette kan man skille mellom selskapsspesifikk informasjon og markedsinformasjon. Den selskapsspesifikke informasjonen er som regel direkte relatert til utstederen, og markedsinformasjonen har som regel indirekte kobling. Selskapsspesifikk informasjon kan være beslutninger som er tatt av et styre eller

¹¹⁴ Se kapittel 3.4 i Kinander (2022)

¹¹⁵ Se sak C-628/13 (Lafonta) avsnitt 38; og punkt B.7.52 i Ventrizzo og Mock (2022) s. 278.

¹¹⁶ Se punkt B.7.55 Ventrizzo og Mock (2022) s. 279.

¹¹⁷ Se punkt B.7.57 i Ibid. 279.

¹¹⁸ Storange (2021) §3-1 note 1

¹¹⁹ Dette kan illustreres fra dansk rett: UfR 2014.3464 V (BioPorto)

¹²⁰ Bergo (2021) s. 437

generalforsamlingen eller endringer i kontroll i selskapet. Markedsinformasjon treffer som regel markedet generelt, at det påvirker flere utstedere og finansielle instrumenter. Eksempler på markedsinformasjon er informasjon om regelverk eller skatt, samt data som er produsert av tredjeparter, slik som kredittranger eller rapporter til aksjeanalytikere. Markedsinformasjon mister ofte raskt sin grad av ikke-offentlighet etter vilkår (ii), dermed er vilkår (iii) mer relevant for selskapsspesifikk informasjon.¹²¹

5.3.4 MAR art. 7(1)(a) vilkår (iv)

I MAR art. 7(4) defineres videre hva som menes med vilkår (iv), det som kalles kurspåvirkningsvilkåret. Her står det at innsideinformasjon:

« (...) shall mean information a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his or her investment decisions. »

Dette vilkåret avhenger av det som kalles den «fornuftige investor»-testen og er videre forklart gjennom MARs fortale punkt 14:

«Reasonable investors base their investment decisions on information already available to them, that is to say, on ex ante available information. Therefore, the question whether, in making an investment decision, a reasonable investor would be likely to take into account a particular piece of information should be appraised on the basis of the ex ante available information. Such an assessment has to take into consideration the anticipated impact of the information in light of the totality of the related issuer's activity, the reliability of the source of information and any other market variables likely to affect the financial instruments, the related spot commodity contracts, or the auctioned products based on the emission allowances in the given circumstances. »

Testen baserer seg på en «fornuftig investor». Nøyaktig hva som ligger i begrepet er uklart, om begrepet gjelder bare profesjonelle investorer eller også inkluderer mindre sofistikerte private investorer.¹²² Begrepet indikerer en investor som handler rasjonelt og som kan skille mellom informasjon som påvirker og ikke

¹²¹ Se punkt B.7.69-70 i Ventrizzo og Mock (2022) s. 282–83.

¹²² Se B.7.77 i Ventrizzo og Mock (2022) s. 285.

påvirker avkastning.¹²³ Ved den «fornuftige investor»-testen skal man basere seg på *ex ante* informasjon, altså informasjon som tilgjengelig før investeringsbeslutningen finner sted. I fortalen til MAR uttales det at *ex post* informasjon kan brukes, men bare for å sjekke om informasjonen var prissensitiv.¹²⁴

Fortalen presiserer at en i testen må ta stilling til (i) den forventede effekten informasjonen vil ha i lys av utsteders samlede virksomhet, (ii) informasjonskildens pålitelighet og (iii) alle andre variabler som er «likely» til å påvirke det finansielle instrumentet på det gjeldende tidspunktet.

Presisjonsvilkåret (i) og kurspåvirkningsvilkåret (iv) i definisjonen av innsideinformasjon er tett koblet, ettersom begge krever en *ex ante* vurdering av den potensielle effekten informasjonen vil ha på prisen til et finansielt instrument.¹²⁵

Det er imidlertid en subtil forskjell. Presisjonsvilkåret omhandler sannsynligheten av at et framtidig sett av omstendigheter eller en begivenhet har en effekt på prisen. Kurspåvirkningsvilkåret omhandler om effekten på prisen er signifikant eller ikke. For at informasjon skal omfattes av definisjonen av innsideinformasjon må det både være presist i sitt innhold og relevant for en fornuftig investor.¹²⁶ Kurspåvirkningsvilkåret gjelder også for et mellomliggende steg i en flerleddet prosess, jf. MAR art. 7(3).

5.4 Overgangen fra MAD til MAR og effekten på utsteders informasjonsplikt

Innsideinformasjon er et sentralt kriterium i både forbudet mot innsidehandel og for utsteders informasjonsplikt i MAR.¹²⁷ Overgangen fra MAD til MAR endret tilnærmingen til utsteders offentliggjøringsplikt i mange EØS-land. Under MAD var det to ulike fremgangsmåter. I noen land ble både forbudet mot innsidehandel

¹²³ Se B.7.78 i *Ibid.* s. 285.

¹²⁴ Se MAR fortale punkt 15

¹²⁵ Se kapittel 3.4 i Kinander (2022)

¹²⁶ Se punkt B.7.82 Ventrizzo og Mock (2022) s. 286.

¹²⁷ Se MAR artikkel 8 og 14, Veil (2022) s. 197.

og informasjonsplikten gjeldende samtidig ved eksistensen av innsideinformasjon. Denne tilnærmingen har blitt omtalt som «the tie-in approach».¹²⁸

Utfordringen med denne tilnærmingen er knyttet til definisjonen av innsideinformasjon. Under MAD måtte også innsideinformasjon være av en «precise nature». Dersom forståelsen av presisjonsvilkåret i definisjonen av innsideinformasjon innebar mer usikker informasjon, ville det være hensiktsmessig for forbudet mot innsidehandel, da rommet for å ta i bruk innsideinformasjon ville blitt snevrere. En slik tolkning av presisjonsvilkåret ville derimot kunne være skadelig for informasjonsplikten. Det kunne føre til at utsteder måtte offentliggjøre usikker informasjon for tidlig og ende opp med å villedde allmenheten. Samtidig vil det gått på bekostning av utsteders virksomhet å offentliggjøre for tidlig. Dersom presisjonsvilkåret ble forstått å inneholde informasjon av en sikrere karakter ville det produsert motsatt effekt og vært mer skadelig for forbudet mot innsidehandel.¹²⁹

I andre land ble forbudet mot innsidehandel og informasjonsplikten under MAD gjeldende på ulike tidspunkt, selv om begge bygde på samme definisjonen av innsideinformasjon. Denne framgangen har blitt kalt «the two step approach».¹³⁰ Dette var framgangsmåten Norge hadde under MAD.

I «the two step approach» ble presisjonsvilkåret tolket å inntre på et tidlig tidspunkt, uavhengig om informasjonen var usikker eller ikke. Forbudet mot innsidehandel ble gjeldende samtidig som innsideinformasjonen fant sted. Informasjonsplikten derimot, selv om den bygde på den samme definisjonen av innsideinformasjon, ble ikke gjeldende før informasjonen var av en mer sikker karakter.¹³¹

Ettersom MAR skulle bli utformet som en forordning, ble det ikke lengre mulig for ulike nasjonale tilnærminger.¹³² Det var derfor stor diskusjon knyttet til definisjonen av innsideinformasjon. Skulle «the tie-in approach» eller «the two-

¹²⁸ Hansen (2016) s. 7.

¹²⁹ Se underkapittel 3.3 i Hansen (2016) s. 7.

¹³⁰ Ibid. 8.

¹³¹ Se underkapittel 3.4 i Ibid. 8; og Ventrizzo og Mock (2022) s. 264; I Norge gjaldt informasjon av «ikke uvesentlig betydning», se Ot.prp. nr. 12 (2004-2005), s. 51.

¹³² Se underkapittel 1.1

step approach» gjelde? EU-kommisjonen så ut til å foretrekke sistnevnte og foreslo en egen definisjon for informasjonsplikten for å unngå de mulige konsekvensene av «the tie-in approach».¹³³ Men, ved utformingen av MAR ble en EU-dom som omhandlet definisjonen innsideinformasjon avgjørende for hvilken tilnærming som skulle bli gjeldende.¹³⁴ I Daimler-dommen besvarte EU-domstolen saken med utgangspunktet i «the tie-in approach» av innsideinformasjon, noe som bestemte den nye utformingen av definisjonen.¹³⁵

MAR fortsatte med «the tie-in approach», med den konsekvens at informasjonsplikten inntreder *samtidig* som forbudet mot innsidehandel når innsideinformasjon finner sted. Det overordnede hensynet i MAR har betydning for forståelsen av definisjonen av innsideinformasjon.¹³⁶ Investorbeskyttelse og sikring av tilliten til verdipapirmarkedet taler for en lavere terskel av definisjonen av innsideinformasjon, slik er forbudet mot innsidehandel best ivaretatt. Dette gjenspeiles også i hensynet som trekkes fram for informasjonsplikten. At definisjonen av innsideinformasjon har en lav terskel, er mest sannsynlig hvordan de fleste land allerede forstod definisjonen.¹³⁷

Som nevnt over i underkapittel 5.3 omfatter definisjonen av innsideinformasjon i MAR «an intermediate step in a protracted process», og i presisjonsvilkåret i innsideinformasjon behøver en ikke vite hvilken retning prisen vil bli påvirket. Dette er endringer fra MAD, og kommer som følge av at lovgiver har inkorporert EU-domstolens vide tolkning av innsideinformasjon i MAR.¹³⁸

Under MAR plikter utstedere å offentliggjøre innsideinformasjon på et tidligere stadium. Mellomtrinn i en flerleddet prosess vil kunne være omfattet av plikten og informasjonen behøver ikke si noe om hvilken retning prisen vil gå, så lenge den har påvirket prisen. Resultatet av «the tie-in approach» og en så bred definisjon av innsideinformasjon er at utstedere plikter å offentliggjøre mer enn noensinne under MAR art. 17. Løsningen på problemene som kan oppstå med for tidlig

¹³³ Hansen (2016) s. 19.

¹³⁴ Se sak C-19/11 (Daimler).

¹³⁵ Se underkapittel 7 i Hansen (2016) s. 19–26; og Veil (2022) s.197.

¹³⁶ Se underkapittel 4.2

¹³⁷ Se Hansen (2016) s. 27.

¹³⁸ Daimler og Lafonta-dommen tok begge utgangspunkt i MADs definisjon av innsideinformasjon

offentliggjøring kan avhjelpes med utsteders adgang til å utsette offentliggjøring etter MAR art. 17(4).¹³⁹

5.5 Utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon – MAR art. 17(4)

5.5.1 Utsettelsesadgangen i MAR art. 17(4)

Som nevnt i underkapittel 4.3.2, er hensynet til informasjonsplikten å bidra til at markedet gis lik og samtidig tilgang på informasjon, samt hindre at investorer blir villedet. For tidlig offentliggjøring vil imidlertid kunne gå ut over utsteders virksomhet. Investorers behov for relevant informasjon bør derfor veies opp mot utsteders behov for hemmelighold. Ved å åpne opp for utsettelse av offentliggjøring anerkjenner lovgiver at det finnes situasjoner der et midlertidig hemmelighold av innsideinformasjon trumfer andre hensyn, eksempelvis risikoen for innsidehandel.¹⁴⁰ Det er også mulig at for mye informasjon vil vanskeliggjøre arbeidsvilkårene for analytikere og andre markedsaktører, som er avgjørende for en effektiv prisdannelse.

Adgangen til utsettelse kan anses som en «trygg havn» for utstedere i lys av den omfattende definisjonen av innsideinformasjon.¹⁴¹ Innsideinformasjon kan være modent nok for forbud mot markedsmissbruk, men ikke modent nok for offentliggjøring. Derfor har man inntatt reglene om utsatt offentliggjøring i MAR art. 17(4).¹⁴² Vi skal nå se på denne regelen.

5.5.2 MAR art. 17(4)

I MAR art. 17(4) står det at:

«An issuer or an emission allowance market participant, may, on its own responsibility, delay disclosure to the public of inside information provided that all of the following conditions are met:

- (a) immediate disclosure is likely to prejudice the legitimate interests of the issuer or emission allowance market participant;

¹³⁹ Se Veil (2017) s. 346–47 for betydningen av utsteders utsettelsesadgang i lys av en vid innsideinformasjon; og Hansen (2016) s. 29.

¹⁴⁰ Ventoruzzo og Mock (2022) s. 476.

¹⁴¹ Gilotta (2012) 46.

¹⁴² ESMA (2020a) s. 60.

- (b) delay of disclosure is not likely to mislead the public;
- (c) the issuer or emission allowance market participant is able to ensure the confidentiality of that information. »

Utsteder kan på *eget ansvar* utsette offentliggjøringen av innsideinformasjon, så lenge vilkårene fra bokstav a til c er oppfylt. Dette betyr som regel i praksis at man har en komité som skal avgjøre om de skal utsette eller ikke, og følge med på om vilkårene for utsettelse er oppfylt. Minimum burde det være én eller flere som har ansvaret for å ta en slik beslutning.¹⁴³ MAR art. 17(4) gjør det uttrykkelig at utsettelsen er utsteders eget ansvar. Sett i lys av den omfattende definisjonen av innsideinformasjon er utsteders ansvar nokså krevende.¹⁴⁴

MAR art. 17(4)(a) sier at en utsteder kan utsette hvis det er «likely to» skade utstederens *legitime interesser*. MAR inneholder ikke en legaldefinisjon av hva som inngår i legitime interesser, men begrepet er forsøkt presisert i MAR fortale punkt 50 og i en veileder fra ESMA.

I MARs fortale punkt 50 står det:

«(a) ongoing negotiations, or related elements, where the outcome or normal pattern of those negotiations would be likely to be affected by public disclosure. In particular, in the event that the financial viability of the issuer is in grave and imminent danger, although not within the scope of the applicable insolvency law, public disclosure of information may be delayed for a limited period where such a public disclosure would seriously jeopardise the interests of existing and potential shareholders by undermining the conclusion of specific negotiations designed to ensure the long-term financial recovery of the issuer; (b) decisions taken or contracts made by the management body of an issuer requires the separation between those bodies, provided that public disclosure of the information before such approval, together with the simultaneous announcement that the approval remains pending, would jeopardise the correct assessment of the information by the public. »

¹⁴³ Lehmann (2019) s. 792

¹⁴⁴ Se punkt B.17.73 Ventoruzzo og Mock (2022) s. 477.

I kraft av MAR art. 17(11) har ESMA utarbeidet en ikke-uttømmende liste som gir veiledning for hva som kan anses som legitime interesser¹⁴⁵. Et eksempel er:

«a. the issuer is conducting negotiations, where the outcome of such negotiations would likely be jeopardized by immediate public disclosure. Examples of such negotiations may be those related to mergers, acquisitions, splits and spin-offs, purchases or disposals of major assets or branches of corporate activity, restructurings and reorganisations. »

Dette betyr at dersom det forhandles i for eksempel en oppkjøpssituasjon og offentliggjøringen sannsynligvis vil sette oppkjøpet i fare, kan dette anses som legitime interesser for utsettelse.

MAR art. 17(4)(b) omhandler at en utsteder kan utsette offentliggjøringen av innsideinformasjon hvis det er «not likely to mislead the public». Veilederen fra ESMA oppgir også en ikke-uttømmende liste av tre situasjoner som er «likely to mislead the public»¹⁴⁶:

«a. the inside information whose disclosure the issuer intends to delay is materially different from the previous public announcement of the issuer on the matter to which the inside information refers to; or
b. the inside information whose disclosure the issuer intends to delay regards the fact that the issuer's financial objectives are not likely to be met, where such objectives were previously publicly announced; or
c. the inside information whose disclosure the issuer intends to delay is in contrast with the market's expectations, where such expectations are based on signals that the issuer has previously sent to the market, such as interviews, roadshows or any other type of communication organized by the issuer or with its approval. »

Alle eksemplene tar for seg situasjoner der innsideinformasjonen som utsettes for offentliggjøring står i kontrast med informasjon som utsteder har formidlet tidligere. Utsteder sitter med andre ord på et motstridende informasjonsgrunnlag enn markedet og utsettelse av offentliggjøring vil da «mislead the public».

¹⁴⁵ ESMA (2022a) s. 45–46.

¹⁴⁶ Ibid. s. 46–47.

MAR art. 17(4)(c) omhandler at en utsteder er i stand til å sikre at opplysningene forblir konfidensielle under utsettelsen. Så lenge det er snakk om informasjon som markedet burde ha hatt tilgang til etter MAR art. 17(1), men som har blitt utsatt gjennom MAR art. 17(4), er det viktig at dette forblir konfidensielt slik at man hindrer markedssvikt gjennom misbruk av denne innsideinformasjonen. Hvis man ikke lenger kan sikre at konfidensialiteten av innsideinformasjonen må man offentliggjøre innsideinformasjonen, jf. MAR art. 17(7).

Videre under MAR art. 17(4)(2) står det at:

«In the case of a protracted process that occurs in stages and is intended to bring about, or that results in, a particular circumstance or a particular event, an issuer or an emission allowance market participant may on its own responsibility delay the public disclosure of inside information relating to this process, subject to points (a), (b) and (c) of the first subparagraph. »

Altså hvis det gjelder en flerleddet prosess, som er ment å lede til et resultat og vilkår (a) til (c) er oppfylt, vil man også kunne utsette offentliggjøringen av innsideinformasjon for denne prosessen.

MAR art. 17(4)(3) lyder som følger:

«Where an issuer or emission allowance market participant has delayed the disclosure of inside information under this paragraph, it shall inform the competent authority specified under paragraph 3 that disclosure of the information was delayed and shall provide a written explanation of how the conditions set out in this paragraph were met, immediately after the information is disclosed to the public. Alternatively, Member States may provide that a record of such an explanation is to be provided only upon request of the competent authority specified under paragraph 3. »

Her fremgår det at utstedere må gi en skriftlig redegjørelse til det relevante tilsynsorganet om at offentliggjøring av innsideinformasjon var utsatt og om hvordan vilkårene for utsettelse ble oppfylt. Redegjørelsen skal sendes rett etter selve offentliggjøringen av innsideinformasjonen. Landene i EØS kan selv fastsette om den skriftlige redegjørelsen bare framlegges på anmodning fra den relevante myndighet. I Norge må utstederen sende en skriftlig redegjørelse

umiddelbart etter offentliggjøring av utsatt innsideinformasjon.¹⁴⁷ Uansett må utsteder utarbeide en slik redegjørelse i forbindelse med utsettelsesbeslutningen.

5.5.3 Utsettelsesadgangen som en unntaksregel

I MAR fortale punkt 49 står det at utsettelse av informasjonsplikten vil ved «special circumstances» være aktuelt. Fortalen indikerer at utsettelse av offentliggjøring er en unntaksbestemmelse og at hovedregelen er at offentliggjøring av innsideinformasjon skjer «as soon as possible». Dette er også ESMA sitt syn, der de sier at adgangen til å utsette offentliggjøring etter MAR art. 17(4) « (...) represents the exception to the general rule of disclosure to be made as soon as possible (...) ».¹⁴⁸

Antall utsettelse har dog sakte økt i EU, samtidig som det er signifikante variasjoner blant medlemsland i antall utsettelse.¹⁴⁹ Det tyder på at noen land åpner for adgangen til å utsette mer enn andre. Ettersom ESMA legger til grunn at utsettelse av offentliggjøring er unntaket, er dette oppsiktsvekkende. I gjennomgangsrapporten av MAR uttrykte markedsaktører et behov for avklaring rundt adgangen til utsettelse.¹⁵⁰

5.5.4 Brudd på vilkårene i MAR art. 17(4)

For å kunne utsette offentliggjøringen av innsideinformasjon må alle de tre vilkårene oppfylles.¹⁵¹ Brudd på MAR art. 17(4) betyr enten at offentliggjøringen ikke vil skade utsteders legitime interesser, at utsettelsen vil villedde markedet eller at utstederen ikke klarer å holde informasjonen konfidensiell.

Hvis en utsteder ikke har legitime grunner, men de andre vilkårene for utsettelse er oppfylt, vil ikke offentliggjøringen av innsideinformasjon innebære en «grave and imminent danger» for utsteder. Resultatet er at markedet ikke får tilgang på

¹⁴⁷ Oslo Regelbok II – Utstederregler punkt 4.2.1.2

¹⁴⁸ Ventoruzzo (2022) s. 480.

¹⁴⁹ ESMA (2020a) s. 63, punkt 192.

¹⁵⁰ Ibid. s. 65, se punkt 206: "The fact that the delay mechanism should be considered as a logical counterweight of the current definition of inside information and is not exceptional (as hinted at by ESMA's guidelines)".

¹⁵¹ Se underkapittel 5.5.2.

informasjon som markedet burde hatt, men utsettelsen vil ikke stå i strid med tidligere kommunikasjon fra utsteder.

For denne masteroppgaven er brudd på vilkår i MAR art. 17(4)(b) av særlig interesse, altså: «delay of disclosure is not likely to mislead the public». Hva vil et slikt brudd innebære?

Utsettelse av offentliggjøring av innsideinformasjon er i seg selv en form for villedelse av offentligheten, ettersom innsideinformasjon er noe en fornuftig investor ville brukt som basis i en investeringsbeslutning. Slik sett er altså bruddet en direkte konsekvens av strukturen til innsidedefinisjonen. En slik forståelse av «misleading the public» kan derimot ikke gjelde, da ville ikke utsettelse etter MAR art. 17(4) noensinne kunne benyttes.¹⁵²

Som nevnt ovenfor i underkapittel 5.5.2 har derfor ESMA gitt en veileder med situasjoner som anses å «mislead the public».¹⁵³ Fellesnevneren for alle situasjonene er at innsideinformasjonen som utsettes for offentliggjøring, står i kontrast med tidligere formidlet informasjon fra utsteder.¹⁵⁴ Selv om ESMA's veileder ikke er uttømmende for vilkåret i MAR art. 17(4)(b), vil analysen ta utgangspunkt i et slikt tilfelle når vi omtaler et brudd på MAR art. 17(4)(b).

Typetilfellet er altså at innsideinformasjon oppstår, og utsteder velger deretter å utsette offentliggjøringen. Utsettelsen står imidlertid i kontrast med det utsteder selv har formidlet tidligere og utsteder ender opp med å villedde offentligheten.

En sak fra Børsklagenemnda i 2016 illustrerer et slikt tilfelle. I 2016 ble Sandnes Sparebank ilagt overtredelsesgebyr for brudd på informasjonsplikten etter å ha utsatt offentliggjøringen av innsideinformasjon.¹⁵⁵ Banken publiserte en kvartalsrapport den 26. februar 2016 der de offentliggjorde blant annet at «det ikke var planlagt noen emisjon for å oppnå målsetningene om kapitaldekning».

¹⁵² Veil (2022) s. 360.

¹⁵³ ESMA (2022b).

¹⁵⁴ Lehmann (2019) s. 793, se punkt 74 og underkapittel 5.5.2.

¹⁵⁵ OBKN-2016-1 (Sandnes Sparebank).

I et styremøte i banken 14. mars ble det derimot avdekket at man med høy sannsynlighet ville bli påført høyere tap enn det man tidligere hadde lagt til grunn. Handlingsalternativer ble drøftet den 17. mars ble, der man vurderte en fortrinnsrettet emisjon. Den 18. mars besluttet banken å utsette offentliggjøringen av et behov for nedskrivninger samt en potensiell emisjon. Så ble banken den 30. mars fremlagt en tidsplan for gjennomføringen av emisjonen med sikte på offentliggjøring 21. april. Den 21. april 2016 offentliggjorde Sandnes Sparebank i forbindelse med økte nedskrivninger på 154 millioner at de ville gjennomføre en fortrinnsrettet emisjon på 350 millioner kroner.¹⁵⁶

I løpet av den gitte tidsperioden hvor selskapet kontinuerlig arbeidet med å vurdere tapsavsetningene økte graden av informasjonsasymmetri. Det ble en betydelig ubalanse mellom informasjonen banken hadde, og hva banken tidligere hadde kommunisert. Bankens aksjepris ble som sådan feilpriset. Investorene som investerte i banken i løpet av den gitte perioden, ble påført tap som kunne vært unngått ved en tidligere offentliggjøring.¹⁵⁷ Børsklagenemnden konkluderte med at det senest 30. mars forelå innsideinformasjon om sannsynlige tapsavsetninger og emisjonsbehov, som i lys av informasjonen som ble gitt i kvartalsrapporten få uker før, medførte at allmenheten ble villedet gjennom utsettelsen.¹⁵⁸

I kapittel 6 vil vi drøfte et slikt brudd i sammenheng med den relevante bestemmelsen i MAR art. 12. Problemstillingen vår retter seg mot det potensielle ansvaret en utsteder står ovenfor ved en snever adgang til utsettelse av offentliggjøring, i lys av den vide definisjon av innsideinformasjon. Vil eksempelvis en sak som Sandnes Sparebank kunne innebære markedsmanipulasjon etter MAR artikkel 12? Først må vi imidlertid se nærmere på det rettslige innholdet i MARs markedsmanipulasjonsbestemmelse.

¹⁵⁶ Ibid. punkt 3.3

¹⁵⁷ Ibid. punkt 5.3.

¹⁵⁸ Ibid. punkt 9.5.

KAPITTEL 6 – Analyse del 2

6.1 Innledning om markedsmanipulasjon

Markedsmanipulasjon er, sammen med innsidehandel og brudd på taushetsplikten for innsideinformasjon, en hovedform for markedsmissbruk. I litteraturen er det ingen allment akseptert definisjon av markedsmanipulasjon.¹⁵⁹ Dette er forståelig, gitt at all informasjon og faktiske transaksjoner potensielt eller reelt har påvirkning på kursen og innvirkninger på prisdannelsen på kapitalmarkedene. Utfordringen ligger i å sette en grense mellom hva som regnes som legitim atferd og manipulativ atferd.¹⁶⁰ Kjernen i markedsmanipulasjon kan sies å være at det forstyrrer markedets normale prisdannelse.¹⁶¹ Uten regler mot markedsmanipulasjon vil markedsaktører være tilbakeholdne til informasjon knyttet til markedspriser.¹⁶²

Ved innføringen av MAR fikk reglene om markedsmanipulasjon en noe annen utforming enn under MAD.¹⁶³ Lovgiver i EU valgte å utforme definisjonen av markedsmanipulasjon slik at den kunne tilpasses nye handler eller strategier som kunne være manipulative.¹⁶⁴ Særlig ble det utarbeidet mer presise og definerte typetilfeller som skulle kunne gjelde som markedsmanipulasjon. Dette ble gjort for å imøtekomme kritikken mot det tidligere regimet om at det var for mye skjønn knyttet til bestemmelsen om hvilke aktiviteter som skulle kunne anses som markedsmanipulasjon.¹⁶⁵ Det spørs hvor nødvendig en introduksjon av de spesifikke typetilfellene er, ettersom den generelle definisjonen av markedsmanipulasjon også kan anvendes på dem.¹⁶⁶

I fortalen til MAR vektlegges det at mye av handelen er automatisert, og algoritme og HFT-handel (High Frequency Trading) eksemplifiseres som mulige nye manipulative teknikker.¹⁶⁷ I MAR ble det også lagt til det som kalles for

¹⁵⁹ Putniņš (2012) s. 953.

¹⁶⁰ Sergakis (2018) s. 175.

¹⁶¹ Armour (2016) s. 185.

¹⁶² Ventoruzzo (2022) s. 402, se og underkapittel 3.2 om «Lemons theory».

¹⁶³ Ibid. s. 31.

¹⁶⁴ Ibid. s. 403.

¹⁶⁵ Moloney (2014) s. 711–712.

¹⁶⁶ Ibid. s. 744. Dette ble også bemerket i forslaget til MAR.

¹⁶⁷ MAR fortale punkt 38.

«benchmark manipulation» som kom som en reaksjon til LIBOR-skandalen, jf. MARs fortale punkt 44.¹⁶⁸

I kommende underkapitler vil vi først presentere definisjonsbestemmelsen i MAR art. 12 i underkapittel 6.2, før vi vurderer bruddet på MAR art. 17(4)(b) i sammenheng med den relevante markedsmanipulasjonsformen i underkapitler 6.3 - 6.7.

6.2 Definisjonsbestemmelsen – MAR art. 12

6.2.1 MAR art. 12(1)

MAR art. 12(1) definerer fire former for markedsmanipulasjon. De to første formene betegnes som transaksjonsbasert-manipulasjon (MAR art. 12(1)(a) og (b)) og de to siste betegnes som informasjonsbasert-manipulasjon (MAR art. 12(1)(c) og (d)).¹⁶⁹

MAR art. 12(1) lyder som følger:

«For the purposes of this Regulation, market manipulation shall comprise the following activities:

(a) entering into a transaction, placing an order to trade or any other behaviour which:

- (i) gives, or is likely to give, false or misleading signals as to the supply of, demand for, or price of, a financial instrument, a related spot commodity contract or an auctioned product based on emission allowances; or
 - (ii) secures, or is likely to secure, the price of one or several financial instruments, a related spot commodity contract or an auctioned product based on emission allowances at an abnormal or artificial level;
- unless the person entering into a transaction, placing an order to trade or engaging in any other behaviour establishes that such transaction, order or behaviour have been carried out for legitimate reasons, and conform with an accepted market practice as established in accordance with Article 13;

¹⁶⁸ Lehmann (2019) s. 229.

¹⁶⁹ Ventoruzzo (2022) s. 31.

(b) entering into a transaction, placing an order to trade or any other activity or behaviour which affects or is likely to affect the price of one or several financial instruments, a related spot commodity contract or an auctioned product based on emission allowances, which employs a fictitious device or any other form of deception or contrivance;

(c) disseminating information through the media, including the internet, or by any other means, which gives, or is likely to give, false or misleading signals as to the supply of, demand for, or price of, a financial instrument, a related spot commodity contract or an auctioned product based on emission allowances or securities, or is likely to secure, the price of one or several financial instruments, a related spot commodity contract or an auctioned product based on emission allowances at an abnormal or artificial level, including the dissemination of rumours, where the person who made the dissemination knew, or ought to have known, that the information was false or misleading;

(d) transmitting false or misleading information or providing false or misleading inputs in relation to a benchmark where the person who made the transmission or provided the input knew or ought to have known that it was false or misleading, or any other behaviour which manipulates the calculation of a benchmark. »

For vår problemstilling er den relevante formen for markedsmanipulasjon informasjonsbasert markedsmanipulasjonen etter MAR art. 12(1)(c). Brudd på utsatt offentliggjøring etter MAR art. 17(4)(b) innebærer tilbakehold av informasjon fra utsteder til offentligheten. Det omhandler ikke inngåelser av transaksjoner plassering av handelsordrer, som MAR art. 12(1) (a) og (b) gjelder for.

Som nevnt i underkapittel 5.2.3 gjelder definisjonen av innsideinformasjon for informasjon «relating directly or indirectly, to one or more issuers or to one or more financial instruments». Bokstav (d) i MAR art. 12(1) gjelder for manipulasjon av en «benchmark» og vil som sådan heller ikke være relevant.¹⁷⁰ MAR art. 12(1)(c) vil gjennomgå i underkapittel 6.4.

¹⁷⁰ Se MAR art. 3(1)(29) for definisjonen av «benchmark».

6.2.2 MAR art. 12(2)-(5) og MAR art. 13

Selv om definisjonen av markedsmanipulasjon etter MAR art. 12 er vid nok til å omfatte de fleste former for markedsmanipulasjon i et verdipapirmarked, utfylles den ytterligere.¹⁷¹ I tillegg til første ledd gir MAR art. 12(2) en ikke-uttømmende liste over spesifikke eksempler på manipulativ adferd. Dette er kjente manipulative atferder som «marking the open or close», jf. MAR art. 12(2)(b).¹⁷² «Marking the open or close» betyr at man kjøper eller selger et finansielt instrument, med vilje ved åpningen eller stengingen av markedet for å øke, synke eller opprettholde referanseprisen på et spesifikt nivå.¹⁷³ Ingen av de spesifikke eksemplene i MAR art. 12(2) omhandler tilbakehold av informasjon og vil ikke gjennomgå videre.

MAR art. 12(3) viser videre til MAR vedlegg I som gir flere indikatorer på hva som kan anses som markedsmanipulasjon gjennom en ikke-uttømmende liste. Vedlegget gjelder dog bare for MAR art. 12(1)(a) og (b). Som etablert ovenfor vil ikke gjennomgå disse formene for markedsmanipulasjon.

I MAR art. 12(4) tydeliggjøres anvendelsen av MAR art. 12 i forhold til juridiske personer. Til slutt under MAR art. 12(5) gis Kommisjonen myndighet til å vedta delegerte rettsakter i samsvar med MAR art. 35 med nærmere angivelse av indikatorene fastsatt i vedlegg I for å klargjøre hva de skal bestå av, og ta hensyn til den tekniske utviklingen i finansmarkedene. Ettersom vedlegg I gjelder bokstav (a) og (b) i MAR art. 12(1), vil ikke kommisjonens rettsakter heller være relevante for vår problemstilling.

MAR art. 13 gir unntak fra forbudet mot markedsmanipulasjon i MAR art. 15. Unntaket gjelder for transaksjonsbaserte atferd etter MAR art. 12 (1)(1), gitt at en kan dokumentere at atferden er foretatt av legitime grunner og er i samsvar med «akseptert markedspraksis» definert i MAR art. 13. Ettersom som vi ikke skal gå gjennom MAR art. 12 (1)(a) vil ikke denne artikkelen være relevant for vår problemstilling.

¹⁷¹ Ventruruzzo (2022) s. 421.

¹⁷² Lehmann (2019) s. 732.

¹⁷³ Ventruruzzo (2022) s. 414.

6.3 MAR art. 12(1)(c) – I sammenheng med brudd på MAR art. 17(4)(b)

Vår problemstilling tar for seg om et brudd på utsatt offentliggjøring etter MAR art. 17(4)(b), slik vi har fremstilt i underkapittel 5.5, kan anses som markedsmanipulasjon. Det er her MAR art. 12(1)(c) får selvstendig og særlig betydning.

MAR art. 12(1)(c) oppstiller en rekke vilkår for at aktiviteten skal regnes som markedsmanipulasjon.¹⁷⁴ Vi vil drøfte bruddet på MAR art. 17(4)(b) i sammenheng med disse vilkårene. Første vilkår (i) er at aktiviteten gjelder «disseminating information through the media, including the internet, or by any other means». Det andre vilkåret (ii) er, i likhet med manipulasjonsformene i MAR art. 12(1)(a) og (b), at aktiviteten må påvirke finansielle instrumenter. Det tredje vilkåret (iii) er at aktiviteten «gives, or is likely to give, false or misleading signals (...) to the price of a financial instrument» eller «secures, or is likely to secure (...) prices at an abnormal or artificial level».

Til forskjell fra manipulasjon etter art. 12(1)(a) og (b), oppstiller bokstav (c) et *uaktsomhetskrav*,¹⁷⁵ som da blir vilkår (iv). Det kreves at personen som «made the dissemination knew, or ought to have known» at informasjonen var falsk eller villedende.

6.4 MAR art. 12(1)(c) vilkår (ii)

Vilkår (ii) i MAR art. 12(1)(c) omhandler at aktiviteten må påvirke et finansielt instrument, en tilknyttet spotkontrakt på varer eller et auksjonsprodukt basert på utslippskvoter. Informasjonsplikten omhandler innsideinformasjon, som presentert i kapittel 5. Innsideinformasjon må etter sin definisjon gjelde utsteder eller et finansielt instrument. Vi anser dermed at vilkår (ii) i MAR art. 12(1)(c) er oppfylt ved brudd på MAR art. 17(4)(b) og drøfter den ikke ytterligere.

¹⁷⁴ Ibid. s. 420.

¹⁷⁵ Lehmann (2019) s. 751–752.

6.5 MAR art. 12(1)(c) vilkår (iii)

Vilkår (iii) i MAR art. 12(1)(c) lyder som følger (vår utheving):

«... **gives, or is likely to give, false or misleading signals** as to the supply of, demand for, or **price ...**» eller «... **secures, or is likely to secure, the price ... at an abnormal or artificial level ...**»

Med utgangspunkt i et brudd på MAR art. 17(4)(b) vil det være feil å diskutere om den tilbakeholdte innsideinformasjonen «gives, or is likely to give false or misleading signals». Utsatt offentliggjøring er et unntak fra utsteders informasjonsplikt, der hensikten er å sikre at korrekt informasjon blir gjort tilgjengelig for markedet. Ved et brudd på MAR art. 17(4)(b) vil den tilbakeholdte innsideinformasjonen være i motsetning til det som utsteder tidligere har formidlet. Hvis denne innsideinformasjonen blir offentliggjort, vil den ikke sende falske eller villedende signaler til markedet. Tvert imot vil markedet da motta nøyaktig/riktig informasjon om utsteders forhold og kunne justere seg deretter.

Dermed må drøftelsen basere seg på om den tilbakeholdte informasjonen ved brudd på MAR art. 17(4)(b) «secures, or is likely to secure, the price (...) at an abnormal or artificial level (...)». Her er ikke vurderingstemaet om innsideinformasjonen gir falske eller villedende signaler, men *effekten* informasjonen har på markedet.¹⁷⁶ Resten av dette underkapittelet deles opp i fire. Først vil vi ta stilling til hva som ligger i «secures the price», deretter vil vi tolke som ligger i begrepet «likely», så «abnormal or artificial», før tolkningen sees i sammenheng med et brudd på MAR art. 17(4)(b).

6.5.1 «Secures the price»

Både EU-domstolen og EFTA-domstolen har tatt for seg momenter for hva som ligger i «secures the price» (å sikre prisen). I Beerenberg-saken ble EFTA-domstolen forelagt spørsmål om markedsmanipulasjon med utgangspunkt i MAD. Formuleringen i MAR art. 12 bygger i stor grad på MAD så avgjørelsen vil fortsatt belyse hva som ligger i å sikre prisen. Ett av spørsmålene EFTA-domstolen tok stilling til var om en kunne sikre prisen gjennom en enkeltstående transaksjon. Etter en drøftelse av formålet til direktivet, kom EFTA-domstolen

¹⁷⁶ Bergo (2021) s. 512.

frem til at en enkeltstående transaksjon kan sikre prisen på et unormalt eller kunstig nivå, gitt at det har «determining influence on the price agreed in subsequent transactions».¹⁷⁷ Altså vil en transaksjon anses å sikre prisen dersom det har avgjørende betydning for prisen som avtales i påfølgende handler.

I IMC-saken besvarte EU-domstolen spørsmål om å sikre prisen innebar at man måtte opprettholde prisen på et unormalt eller kunstig nivå over en viss tidsperiode.¹⁷⁸ Dette avviste EU-domstolen, de uttalte at prisen ikke måtte opprettholdes på et unormalt eller kunstig nivå for mer enn en liten stund.¹⁷⁹ Dette betyr at tidsrommet for prissikring er meget kort, det kan være snakk om sekunder eller brøkdeler av et sekund.¹⁸⁰

Overgangen fra MAD til MAR medførte noen endringer ved markedsmanipulasjonsdefinisjonen. MAD tok bare for seg «secures (...) the price» i forhold til transaksjoner eller handelsordre.¹⁸¹ Når MAR ble innført ble dette vilkåret også gjeldende for informasjonsbasert markedsmanipulasjonen i bokstav (c). For begge manipulasjonsformene ble det i tillegg til «secures» lagt til «*or is likely to secure*» (vår utheving).¹⁸² Dette betyr at man bryter med MAR art. 12 ikke bare når en faktisk sikrer prisen, men også når en er «likely» til å gjøre det.¹⁸³ Retter «likely» seg mot en sannsynlighetsgrad, og i så fall hvilken grad av sannsynlighet legges til grunn?

6.5.2 «Likely»

Det forklares ikke nærmere hva som menes med «likely» i hverken i MAR eller andre EU-rettslige kilder.¹⁸⁴ Selv om rettskildegrunnlaget er sparsomt vil vi tolke «likely» i MAR art. 12(1)(c) ut ifra den EU-rettslige metoden. Som nevnt i underkapittel 2.3 er alle språkversjonene av en EU-lov prinsipielt likestilte. Ved tolkning av en bestemmelse krever den EU-rettslige metoden en sammenstilling

¹⁷⁷ Jf. sak E-5/19 avsnitt 69 og 70.

¹⁷⁸ Bergo (2021) s. 513.

¹⁷⁹ Sak C - 455/09 - IMC Securities avsnitt 30.

¹⁸⁰ Bergo (2021) s. 514.

¹⁸¹ Jf. MAD art. 1(2).

¹⁸² Jf. MAR art. 12(1).

¹⁸³ Se punkt 12.58 i Ventoruzzo (2022) s. 420.

¹⁸⁴ Bergþórsson (2018) s. 246.

av de ulike språkversjonene.¹⁸⁵ Først vil vi se på innholdet i de ulike språkversjonene rundt ordlyden «likely» i vilkår (iii) i MAR art. 12(1)(c).

Den norske språkversjonen av MAR oversetter «likely» til «egnet til». Juridisk litteratur har kritisert denne oversettelsen og benytter heller «sannsynligvis» for å være i samsvar med flere av de offisielle språkversjonene.¹⁸⁶ I språkversjonene vi kommer til å fremstille under er det ingen som bruker en tilsvarende ordlyd som «egnet til». Vi tar utgangspunkt i at «likely» oversettes til sannsynligvis.¹⁸⁷

I den tyske versjonen av MAR står det «wahrscheinlich» i stedet for «likely», som betyr *sannsynlig* eller rimelig.¹⁸⁸ Den franske versjonen lyder «fixent ou sont susceptibles de fixer» som betyr fikser eller *sannsynligvis* vil fastsette.¹⁸⁹ Den italienske språkversjonen lyder «che consentano, o è probabile che consentano, di fissare il prezzo» som betyr muliggjør eller *sannsynligvis* muliggjør å fastsette prisen.¹⁹⁰ Disse tre språkversjonene er dermed helt på linje med ordlyden «likely» i den engelske språkversjonen av MAR.

I den danske språkversjonen står det «sikrer eller antages at sikre kursen» mens den svenske lyder «låser fast, eller kan förväntas låsa fast». «Antages» og «förväntas» er noe forskjellig fra sannsynlig og trekker mer tydelig i retning av at det foreligger en sannsynlighetsovervekt. Språklig sett indikerer sannsynlig en 50% sannsynlighetstærskel eller høyere.¹⁹¹ Etter vårt syn tilsier ordlyden i de ulike språkversjonene tekstuelte en slik terskel.

I den prinsipielle CILFIT-dommen¹⁹² etablerer EU-domstolen at selv om ordlyden i de ulike språkversjonene samsvarer helt, er det viktig å være klar over at EU-retten bruker begreper som er særegne for EU. EU-domstolen framhevet at

¹⁸⁵ Sak C-283/81 (CILFIT) avsnitt 18; Lenaerts (2014) s. 12.

¹⁸⁶ Bergo (2021) s. 487; Se også Kinander (2023) s. 27, under publisering.

¹⁸⁷ Se også Steinfeldt-Foss (2017) s. 577; og Hornby (2015) s. 877.

¹⁸⁸ Solberg (2012) s. 624.

¹⁸⁹ Cambridge Dictionary (2023)

¹⁹⁰ Solberg (2010) s. 554.

¹⁹¹ Kinander (2023) s. 28, under publisering.

¹⁹² CILFIT-dommen etablerte prinsippene som nasjonale domstoler må følge når de skal tolke EU-rett; se Lenaerts (2014) s. 5.

rettslige konsepter i EU-retten ikke nødvendigvis har den samme betydningen i som i nasjonal-rett.¹⁹³ I dommen uttales det derfor:

« (...) every provision of community law must be placed in its context and interpreted in the light of the provisions of community law as a whole, regard being had to the objectives thereof and to its state of evolution at the date on which the provision in question is to be applied.»¹⁹⁴

Når ordlyden i en bestemmelse er tvetydig eller ufullstendig, tolkes ordlyden som regel ut ifra målet det søker å oppnå.¹⁹⁵ Som nevnt i underkapittel 4.2 er hovedformålet til MAR å sikre integriteten til verdipapirmarkedet, styrke tilliten til de verdipapirmarkedene og styrke investorbeskyttelsen. I MARs fortale punkt 2 står det at loven skal bidra til «the smooth functioning of securities markets».

At MAR skulle bidra til et velfungerende verdipapirmarked ble også fremhevet av EFTA-domstolen i Beerenberg-saken. Ved forståelsen av forbudet mot markedsmanipulasjon uttalte domstolen at det må tas «hensyn til behovet for å hindre en tolkning og anvendelse som avskrekker markedsdeltakere fra å engasjere seg i normal markedsaktivitet (...) Da ville virkeområdet for forbudet mot markedsmanipulering gå lenger enn det som er hensiktsmessig og nødvendig for å nå direktivets mål».¹⁹⁶ EFTA-domstolen poengterer også at (vår utheving) «markedsmanipulering utgjør en form for misbruk og omfatter som sådan ikke situasjoner som påvirker markedet i uvesentlig grad. Bare handlinger **som faktisk medfører en trussel** mot finansmarkedenes troverdighet og investorenes tillit til disse markeder, rammes av regelverket om markedsmanipulering.»¹⁹⁷

Ved å legge til grunn at «likely» gjelder en 50 % sannsynlighetsterskel eller høyere, hindrer man at forbudet mot manipulasjonsforbudet anvendes for situasjoner som er mer sannsynlig å *ikke* sikre prisen på et unormalt eller kunstig nivå. En slik tolkning kan, som EFTA-domstolen trekker frem, avskrekke markedsdeltakere fra å engasjere seg i normal markedsaktivitet.

¹⁹³ Sak C-283/81 (CILFIT) avsnitt 19.

¹⁹⁴ Ibid. avsnitt 20.

¹⁹⁵ Lenaerts (2014) s. 32.

¹⁹⁶ Sak E-5/19 avsnitt 54.

¹⁹⁷ Sak E-5/19 avsnitt 40.

I MARs fortale punkt 47 uttales det at informasjonsbasert markedsmanipulasjon anses å være særlig skadelig for investorer «because it causes them to base their investment decision on incorrect or distorted information». Denne presiseringen, om det særlige skadepotensialet ved informasjonsbasert markedsmanipulasjon, i kombinasjon med MARs overnevnte formål om sikring av integriteten til verdipapirmarkedet, trekker i retning av at «likely» *ikke* bør forstås som å innebære sannsynlighetsovervekt, men en lavere sannsynlighetsterskel.

Etter vårt syn taler dog ordlyden «likely», samt konteksten og formålet den inngår i, at «likely» må forstås å gjelde en sannsynlighetsgrad på 50 % eller mer. Dette legges til grunn for videre i analysen.¹⁹⁸

I litteraturen har «likely» i MAR art. 12(1) blitt tolket som “it is more than a ‘bare possibility’, but less than ‘more likely than not’”.¹⁹⁹ Denne tolkningen tilsvarer tolkningen i Daimler-dommen av kriteriet «may reasonably be expected» i definisjonen av innsideinformasjon. Forståelsen av «likely» i MAR art. 12 (1) må dog skilles fra denne problemstillingen. Definisjonen av innsideinformasjon er et koblingsbegrep for både utsteders informasjonsplikt og forbudet mot innsidehandel. En fastsettelse av enten en høy eller lav sannsynlighetsgrad vil gå ut over en av dem, EU-domstolen var som sådan tilbakeholdne med å sette en klar terskel.²⁰⁰ En slik problematikk gjelder ikke for definisjonen av markedsmanipulasjon, som drøftet over taler både formålet og ordlyden «likely» i MAR art. 12 for en sannsynlighetsgrad på 50% eller mer.

Carsten Gerner-Beuerle argumenter i *European Financial Services Law* for at den «fornuftige investor»-testen i MAR art. 7 også bør gjelde for tolkningen av «likely» i MAR art. 12.²⁰¹ Informasjonen skal anses å være «likely» til sikre prisen på et «abnormal or artificial level», dersom en «fornuftig investor» ville ansett slik informasjon som relevant.²⁰² Gerner-Beuerle argumenter for at den «fornuftige investor»-testen i MAR art. 12 er «more conducive to legal certainty». Dette er imidlertid ikke opplagt. Bruken av den «fornuftige investor»-testen

¹⁹⁸ I litteraturen har «likely» blitt tolket som «It is more than a ‘bare possibility’, but less than ‘more likely than not’». Se Swan (2019) s. 75.

¹⁹⁹ Swan (2019) s. 75.

²⁰⁰ Hansen (2016) s. 12.

²⁰¹ Lehmann (2019) s. 735.

²⁰² Ibid. s. 751.

uttrykkes eksplisitt i MAR art. 7(4), men MAR art. 12 henviser ikke til denne testen. Om lovgiver hadde ønsket at «likely» skulle forstås med en slik test burde det ha blitt uttrykt tydelig i MAR art. 12. Etter vårt syn vil det å anvende et klart definert konsept fra MAR art. 7 og benytte det i en annen artikkel i MAR heller kan skade «legal certainty».²⁰³

6.5.3 «Abnormal or artificial level»

Vi vil nå gå videre til å drøfte det siste delen av vilkår (iii), altså hva det vil si at prisen sikres på et «abnormal or artificial level».

Språklig sett vil et «normalt kursnivå» være der prisdannelsen reflekterer den alminnelige/normale tilbuds- og etterspørselssituasjonen i markedet. Unormalt blir da det motsatte, at det ligger utenfor det «normale».²⁰⁴ I Beerenberg-saken uttalte EFTA-domstolen at ordlyden legger opp til en objektiv vurdering. Altså, vurderingen om prisen er på et «abnormal» eller «artificial» nivå må avgjøres ut ifra objektive faktorer - som det relevante markedet og det finansielle instrumentet som omhandles.

Det er uten betydning om den som manipulerer selv mener at kursen sikres på et kunstig nivå. EFTA-domstolen uttaler at ved å åpne for at subjektive faktorer skal være avgjørende ved vurderingen om kursen ligger på et unormalt eller kunstig nivå, vil kunne føre til at atferd som ikke nødvendigvis krenker markedets interesser vil bli rammet.²⁰⁵

«Abnormal or artificial» nivå må dermed vurderes ut ifra objektive faktorer om prisen ligger utenfor den normale tilbuds- og etterspørselssituasjonen i markedet, basert på prisbildet før manipulasjonen fant sted.

6.5.4 Brudd på MAR art. 17(4)(b) i sammenheng med MAR art. 12(1)(c)

Vi vil nå drøfte «secures, or is likely to secure (...) prices at an abnormal or artificial level» i MAR art. 12(1)(c) i sammenheng med brudd på MAR art.

²⁰³Se også Kinander (2023) s. 27-28, under publisering.

²⁰⁴ Wasenden (2007) s. 462.

²⁰⁵ Sak E-5/19 avsnitt 67.

17(4)(b). For at informasjon skal kunne anses å «secures the price» eller være «likely to secure the price» må det ha en avgjørende, eller være *sannsynlig* til å ha en avgjørende betydning for prisen som avtales i påfølgende handler.

Innsideinformasjon er som presentert i underkapittel 5.3 noe en fornuftig investor ville benyttet ved sin investeringsbeslutning. Etter vårt syn er det liten tvil om at slik informasjon vil være sannsynlig å ha avgjørende betydning for prisen som avtales i påfølgende handler.

Spørsmål om prisen sikres på et unormalt eller kunstig nivå må gjøres ut ifra objektive faktorer. Hvis prisen ligger utenfor den alminnelige etterspørsels- og tilbudssituasjonen i markedet som følge av utsatt offentliggjøring, vil prisen være sikret på et unormalt eller kunstig nivå. Et eksempel der utsatt offentliggjøring muligens førte til dette var i Sandnes Sparebank saken, som presentert i underkapittel 5.5.4. Her var kursen feilpriset og opprettholdt på et nivå som var kunstig. Etter at innsideinformasjonen ble offentliggjort gjennom børsmeldinger falt kursen 22,5 %. Innsideinformasjon er etter sin definisjon sannsynlig til å ha en vesentlig effekt på kursen. Vi konkluderer derfor med at dette vilkåret også oppfylles ved brudd på MAR art. 17(4)(b).

6.6 MAR art. 12(1)(c) vilkår (i)

Vilkår (i) av MAR art. 12(1)(c) lyder som følger:

«disseminating information through the media, including the internet, or by any other means (...)»

Dette er det sentrale vilkåret i analysen. «Dissemination» betyr «to spread information, knowledge, etc. so that it reaches many people».²⁰⁶ Dette begrepet retter seg dermed mot en aktiv handling. På norsk oversettes «dissemination» til utbredelse.

Brudd på MAR art. 17(4)(b) innebærer imidlertid ikke utbredelse av informasjon, men at innsideinformasjon *tilbakeholdes* fra offentligheten. Som etablert i underkapittel 6.6 er det etter vårt syn klart at et slikt tilbakehold av

²⁰⁶ Hornby (2015)

innsideinformasjon kan medføre at prisen på et finansielt instrument sikres eller sannsynligvis sikres på et unormalt eller kunstig nivå. Vil ikke dette fanges opp av forbudet mot markedsmanipulasjon, som følge av ordlyden «dissemination» i vilkår (i) i MAR art. 12(1)(c)?

Spørsmålet må igjen besvares ut ifra den EU-rettslige metoden, der utgangspunktet for metoden er en sammenligning av de ulike språkversjonene. Først vil vi se på innholdet i de ulike språkversjonene rundt ordlyden «dissemination». Deretter vil vi gjøre en kontekstuell og formålsorientert tolkning, før vi drøfter dette opp mot de relevante generelle prinsippene i EU.²⁰⁷

6.6.1 Sammenligning av språkversjoner - MAR art. 12(1)(c) vilkår (i)

Vårt fokus i sammenligningen er rettet alene mot ordlyden «dissemination», ettersom den avgjør om passivitet også omfattes av MAR art. 12(1)(c). EU-domstolen har fastholdt kravet om å sammenligne ulike språkversjoner som et tydelig utgangspunkt ved tolkningen av EU-retten. Samtidig er det viktig å poengtere at en slik sammenligning ikke er uten utfordringer. Ettersom alle språkversjoner formelt sett er likestilt, vil en *genuin* sammenligning innebære en parallell vurdering av alle språkversjoner, samt å ta stilling til alle mulige vagheter og distinkte trekk i de ulike versjonene.²⁰⁸ En så omfattende vurdering vil ikke være aktuell for vår masteroppgave. Vi sammenligner de mest anvendte språkversjonene i EU, samt de skandinaviske.

I den tyske språkversjonen av MAR er «dissemination» i MAR art. 12(1)(c) oversatt til «verbreitung» som betyr *utbredelse* eller *spredning*.²⁰⁹ Den franske versjonen lyder «diffuser des informations» som betyr å *spre/send* informasjon.²¹⁰ I den italienske versjonen står det «diffusione» som igjen betyr utbredelse.²¹¹ Den danske språkversjonen oversetter «dissemination» til «udbredelse», mens den svenske versjonen lyder «spridning» som betyr spredning.²¹² Alle språkversjonene omtaler en aktiv utbredelse av informasjon.

²⁰⁷ Se underkapittel 2.2 om de generelle prinsippene i EU.

²⁰⁸ Paunio (2013) s. 33.

²⁰⁹ Solberg (2012)

²¹⁰ Choubrac (2012)

²¹¹ Ulleland (1981)

²¹² Frysjoenden (2014)

Samlet taler ordlyden i de ulike språkversjonene for at fullstendig tilbakehold av innsideinformasjon, som er en unnlatelse av å gjøre noe, ikke er omfattet av MAR art. 12(1)(c).

Som nevnt i underkapittel 6.6.2, er det sentralt ved tolkningen av EU-rettslige bestemmelser at de fortolkes ut ifra den konteksten og formålet de inngår i.²¹³ EU-domstolen avgjør sjeldent en sak bare ut ifra en sammenligning av språkversjoner, men framhever at tolkningen må skje ut ifra formålet og den generelle konteksten en bestemmelse inngår i.²¹⁴ Vi vil nå gå videre til en kontekstuell tolkning av «dissemination» i MAR art. 12(1)(c) vilkår (i).

6.6.2 Kontekstuell tolkning - Fortalen

I en kontekstuell tolkning vil fortalen gi anvisning på hvordan artiklene bør forstås.²¹⁵ I MARs fortale presiseres det i sammenheng med MAR art. 12(1)(c) at (vår utheving):

«The manipulation or attempted manipulation of financial instruments may also consist in disseminating false or misleading information. The spreading of false or misleading information can have a significant impact on the prices of financial instruments in a relatively short period of time. It may consist in the invention of manifestly false information, but also the **wilful omission of material facts**, as well as the knowingly inaccurate reporting of information. »

Etter fortalen innebærer MAR art. 12(1)(c) ikke bare spredningen av falsk eller villedende informasjon, men også «omission» av vesentlige opplysninger. På engelsk betyr «omission» å ikke inkludere noe eller ikke gjøre noe.²¹⁶ I den norske språkversjonen er «omission» oversatt til utelatelse, som har samme betydning.

Den franske språkversjonen av fortalen formuleres «omission» som

²¹³ Se igjen sak C-283/81 (CILFIT) avsnitt 20.

²¹⁴ Paunio (2013) s. 29.

²¹⁵ Se underkapittel 2.2

²¹⁶ Hornby (2015) s. 1041.

«l'omission».²¹⁷ I den danske språkversjonen er «omission» formulert som «udelade» og i den svenske er det «utelämnande».²¹⁸ Alle formuleringene betyr utelatelse på norsk. Språklig sett vil utelatelse av vesentlige opplysninger bety at *noe informasjon offentliggjøres*, mens annen informasjon av vesentlig karakter, tilbakeholdes.²¹⁹ Fullstendig tilbakehold, altså at ingen informasjon offentliggjøres i det hele tatt, inngår språklig sett ikke i fortalen til disse språkversjonene.

I den italienske og tyske språkversjonen finner man imidlertid forskjeller fra de ovennevnte språkversjonene. Den italienske versjonen av fortalen til MAR formulerer «omission» som «tacere» som betyr å tie/fortie/skjule.²²⁰ I den tyske språkversjonen er formuleringen av «omission» oversatt til «Unterschlagung», som betyr å underslå/skjule/holde tilbake.²²¹ Å bevisst fortie eller underslå vesentlig informasjon gir en annen forståelse enn ved utelatelse. Man kan fortie og underslå informasjon i sin helhet, man behøver ikke å offentliggjøre noe i tillegg. Samtidig, kan fortielse eller et underslag også gjelde ved situasjoner der man offentliggjør noe informasjon samtidig som man tilbakeholder vesentlige opplysninger. Etter vårt syn åpner fortalen i disse to språkversjonene for at fullstendig tilbakehold av innsideinformasjon kan omfattes av MAR art. 12(1)(c), i tillegg til delvis tilbakehold.

EU-domstolen har imidlertid lagt til grunn at fortalen ikke kan benyttes for å tolke i åpenbar strid med ordlyden i artiklene. I sak C-345/13 avsnitt 31 uttrykkes det:

« (...) it should be borne in mind that the preamble to a Community act has no binding legal force and cannot be relied on either as a ground for derogating from the actual provisions of the act in question or for interpreting those provisions in a manner clearly contrary to their wording (...) ».

Ordlyden i MAR art. 12(1)(c) for alle språkversjonene, inkludert den tyske og italienske, tydeliggjør at det er en aktiv handling som omtales. Det må være snakk

²¹⁷ Elligers (2009) s. 289.

²¹⁸ Frysjøenden (2014) s. 423.

²¹⁹ Dette er også Stodranges syn, Stordrange (2014) s. 310.

²²⁰ Blücher (2010) s. 834.

²²¹ Solberg (2012) s. 573.

om *utbredelse* av informasjon. Dermed må fortalen i den tyske og italienske språkversjonen forstås å bare gjelde når innsideinformasjon tilbakeholdes i en *offentliggjøring*, i samsvar med de andre språkversjonene. Selv om fortalen er noe flertydig, kan den ikke benyttes til å sette til side en entydig ordlyd i selve artikkelen.²²²

6.6.3 Kontekstuell tolkning - EU forarbeider og ESMA Q&A

Som nevnt i underkapittel 2.2 vil forarbeidene til MAR være relevante for tolkningen av en artikkel. I forhold til MAR art. 12(1)(c) er det imidlertid ingenting i EU-forarbeidene som indikerer at definisjonen omfatter fullstendig unnlattelse av å offentliggjøre innsideinformasjon.²²³

En annen relevant rettskilde kommer fra Lamfalussy-prosessen.²²⁴ På nivå 3 i denne prosessen har ESMA utarbeidet retningslinjer for MAR. Retningslinjene er ikke rettslig bindende, men tillegges mye vekt i praksis. Som nevnt i underkapittel 1.3 uttales det i en Q&A fra ESMA at:

«Under MAR, an issuer can also be liable for market manipulation in case of dissemination of false and misleading information, including failure to properly disclose inside information to the public.»²²⁵

Den første delen av avsnittet tar for seg den generelle hovedregel for markedsmanipulasjon etter MAR art. 12(1)(c) - at man kan tas for markedsmanipulasjon dersom man sprer falsk eller villedende informasjon. Den siste delen av avsnittet er av særlig interesse for vår problemstilling. Hva ligger i “including failure to properly disclose inside information to the public”?

I ESMA sin Q&A kan man tas for markedsmanipulasjon for «failure to properly disclose inside information to the public». «Failure» i seg selv betyr: «an act of not doing something, especially something you are expected to do».²²⁶ Når man har en plikt til å gjøre noe, men så gjør man det ikke, kan det anses som å mislykkes (failure). Dette kan tyde på at manglende offentliggjøring av innsideinformasjon, når det er en plikt til å gjøre det, kan forstås som

²²² Sak C-344/04 avsnitt 76; og Lenaerts (2014) s. 22.

²²³ Bergbórsson (2018) s. 187.

²²⁴ Se underkapittel 2.1 om Lamfalussy-prosessen

²²⁵ Se A5.1 i ESMA (2022b) s. 13.

²²⁶ Hornby (2015) s. 537.

markedsmanipulasjon. Ett tolkningsalternativ er dermed at fullstendig unnlattelse kan anses for å være “failure to properly disclose”.

Men man må også ta med «failure to **properly disclose**». «Properly» betyr: «in a way that is correct and/or appropriate».²²⁷ Når vi kombinerer «properly» med «disclose», betyr det at man skal offentliggjøre informasjonen på en måte som er korrekt og/eller passende. Når vi legger til «failure», blir det at man mislykkes i måten man offentliggjør informasjonen. Altså, man begår en aktiv handling («disclosure»), men man mislykkes i måten man har gjort det på. MARs fortale punkt 47 tar for seg et slikt tilfelle: «wilful omission of material facts» er omfattet av markedsmanipulasjonsforbudet.²²⁸ Dette tolkningsalternativet vil være i tråd med det som er selve ordlyden i MAR art. 12(1)(c), som retter seg mot at en aktiv handling må til.

Uttalelsen til ESMA ser ut til å bygge på en retningslinje fra deres forløper, CESR. I CESR-retningslinjen, som ble gitt under MAD, uttales det (vår utheving):

«This type of market manipulation involves dissemination of false or misleading information without necessarily undertaking any accompanying transaction. This could include creating a misleading impression **by failure to properly disclose a price sensitive piece of information which should be disclosed**. For example, an issuer with information which would meet the Directive definition of ‘inside information’ **fails properly to disclose that information and the result that the public is likely to be misled.** »

CESR-retningslinjen er gitt under overskriften «Dissemination of false and misleading information», som igjen tyder på at uttalelsen er rettet mot delvis tilbakehold. Altså der en aktivt offentliggjør noe informasjon, men tilbakeholder annen.²²⁹ Etter vårt syn vil ikke ESMA Q&A versjon 17 eller retningslinjene fra CESR understøtte at et brudd på MAR art. 17(4)(b), der innsideinformasjon fullstendig tilbakeholdes, kan utgjøre markedsmanipulasjon.

²²⁷ Ibid. s. 1194–1195.

²²⁸ Bergþórsson (2018) s. 188.

²²⁹ I.c.

6.6.4 Kontekstuell tolkning - MAR art. 2(4)

Som nevnt i underkapittel 1.3 har det tyske finanstilsynet, BaFin, lagt til grunn at forbudet mot markedsmanipulasjon i MAR kan omfatte fullstendig tilbakehold av informasjon. BaFin begrunner dette gjennom MAR art. 2(4). I veilederen står det:

«As a rule, information is disseminated by active behaviour. However, markets can also be manipulated by withholding information. Although Articles 12 and 15 of the MAR do not explicitly refer to the possibility of committing an offence by merely refraining from doing something, under Article 2(4) of the MAR the prohibitions and requirements of the MAR apply to actions and omissions. What this means is that an omission can also meet the definition of market manipulation in line with Article 2(4) of the MAR and section 13 of the StGB. »²³⁰

BaFin poengterer altså selv at det ikke står direkte i MAR art. 12 at unnlater av å gjøre noe kan anses som markedsmanipulasjon. Likevel mener de at det vil være omfattet som følge av MAR art. 2(4). I MAR art. 2(4) står det (vår utheving):

«The prohibitions and requirements in this Regulation shall apply to **actions and omissions**, in the Union and in a third country, concerning the instruments referred to in paragraphs 1 and 2. »

Overordnet tar MAR art. 2 for seg virkeområdet til MAR. MAR art. 2(1) presiserer at reguleringen gjelder for finansielle instrumenter på eller søkt opptatt på ulike markeder (RM, MHF og OHF), og for finansielle instrumenter som baserer seg på dem. MAR art. 2(2) utvider spesifikt anvendelsesområdet for markedsmanipulasjon, mens MAR art. 2(3) setter nærmest ingen grense for anvendelsesområdet av MAR for transaksjoner, ordrer eller atferd i tilknytning til finansielle instrumenter.²³¹

MAR art. 2(4) retter seg mot det territoriale virkeområdet for MAR.²³² Artikkelen uttrykker at MAR også gjelder for «actions and omissions» som påvirker de finansielle instrumentene i tredjeland så vel som i EU. Altså, selv om en handling

²³⁰ Se BaFin (2020) s. 79–80.

²³¹ Ventoruzzo og Mock (2022) s. 207.

²³² Se Veil (2022) s. 235; og Ventoruzzo og Mock (2022) s. 211 som omtaler MAR art. 2(4) som «territorial scope of application».

eller unnlattelse skjer utenfor EU vil den kunne omfattes av MAR, så lenge det påvirker de finansielle instrumenter i EU, jf. MAR art. 2(1).

Det er etter vårt syn lite som taler for at MAR art. 2(4) etablerer en generell regel om at unnlattelser likestilles med handlinger for alle MARs forbud og plikter.²³³ «Omission» (unnlattelse) uttrykkes bare et annet sted i MAR, nemlig i fortalen punkt 47. Ingen av artiklene som tar for seg forbudene eller pliktene i MAR henviser til MAR art. 2(4) i en slik sammenheng.

6.6.5 Formålsorientert tolkning

«Dissemination» i MAR art. 12(1)(c) vilkår (i) må også tolkes ut ifra et formålsrettet perspektiv. En skiller mellom tre former for formålsorientert tolkning. Den første formen tolker ut ifra å sikre effektiviteten (*effet utile*) til den aktuelle artikkelen, dette er kjent som funksjonell tolkning. Den andre formen tolker artikkelen ut ifra de formål som lovgivningen uttrykker at den vil oppnå eller søker å oppnå. Den siste formen ser på konsekvensene som følger av tolkningsvalget av artikkelen, altså en konsekvensialistisk tolkning.²³⁴ Selv om disse tolkningsformene er forskjellige er de nært tilknyttet hverandre, eksempelvis må en ta høyde for de mulige konsekvensene av en tolkning for å avgjøre en bestemmelses funksjonalitet.²³⁵

Den funksjonelle tolkningen (*effet utile*) går ut på at EU bestemmelser må tolkes på en måte som sikrer deres effektivitet og evne til å fungere på en virkningsfull måte.²³⁶ Ingen EU-rettslige bestemmelser skal fortolkes slik at de blir overflødige eller at de får samme mening som en annen bestemmelse i samme lov.²³⁷ Dette betyr at ved en funksjonell tolkning av MAR art. 12(1)(c) må det også tas hensyn til *andre artikler*, og vurdere hvordan funksjonen deres påvirkes av tolkningen. Brudd på MAR art. 17(4)(b) er allerede sanksjonert under MAR, det kan som nevnt i underkapittel 1.3 føre til fengselsstraff opptil ett år. Ved at definisjonen av MAR art. 12(1)(c) utvides til å omfatte fullstendig tilbakehold av innsideinformasjon, innskrenkes anvendelsen for sanksjonering etter MAR art.

²³³ Dette synet deles av den tyske advokatforeningen, se BaFin (2019) s. 29–30.

²³⁴ Se Lenaerts og Gutierrez-Fons (2014) s. 32.

²³⁵ Se Paunio (2013) s. 30.

²³⁶ Se Itzcovich (2011) s. 555.

²³⁷ Lenaerts og Gutierrez-Fons (2014) s. 13.

17.²³⁸ Dette taler mot at MAR art. 12(1)(c) skal gjelde for brudd på MAR art. 17(4)(b).

Samtidig har MAR overordnet som formål å bidra til et velfungerende verdipapirmarked.²³⁹ På grunn av verdipapirmarkedets betydning i samfunnet,²⁴⁰ vil ikke markedsmissbruk bare være skadelig for aktørene i et verdipapirmarked, men også potensielt skade samfunnet på en større skala. I fortalen kjennetegnes markedsmissbruk ved at det (vår utheving):

« (...) **prevents full and proper market transparency**, which is a prerequisite for trading for all economic actors in integrated financial markets»²⁴¹

Fullstendig tilbakehold av innsideinformasjon reduserer gjennomsiktigheten i et verdipapirmarked. Det gjør at markedsaktører som handler finansielle instrumenter på et verdipapirmarked, har et forskjellig informasjonsgrunnlag enn utstederne. Når den informasjonen som tilbakeholdes står i klar kontrast til det utsteder selv har uttalt tidligere, slik tilfellet er for brudd på MAR art. 17(4)(b), oppstår det klare informasjonasymmetrier mellom offentligheten og utstederen. Som fremstilt i underkapittel 3.2 har Akerlofs «Lemons theory» vist at omfattende informasjonasymmetrier kan i verste fall lede til markedskollaps. Tilbakehold av innsideinformasjon vil være skadelig for investorers tillit til verdipapirmarkedet, som MAR har som formål å styrke og beskytte.

Som nevnt i underkapittel 6.5.2 poengterte EFTA-domstolen i Beerenberg-saken at markedsmanipulasjon er en form for misbruk som «(...) faktisk medfører en trussel mot finansmarkedenes troverdighet og investorenes tillit til disse markeder (...)».²⁴² Fullstendig unnlattelse av å offentliggjøre innsideinformasjon, når innsideinformasjonen står i kontrast med tidligere uttalelser fra utsteder, vil kunne utgjøre en like stor trussel som ufullstendig offentliggjøring. Dette taler for at MAR art. 12(1)(c) allikevel bør gjelde for brudd på MAR art. 17(4)(b). De to dommene som vi introduserte i underkapittel 1.1 illustrerer dette.

²³⁸ Dette påpekes også av Caroline Bang Stordrange i Stordrange (2014) s. 302.

²³⁹ Se underkapittel 4.2

²⁴⁰ Se underkapittel 3.1

²⁴¹ Se MAR fortale punkt 7

²⁴² E-5/19 (EFTA-domstolen) avsnitt 40.

I både Eltekgründer- og Acta-dommen ble en formålsorientert tolkning vektlagt. Som nevnt i underkapittel 1.1 tok begge dommene stilling til om unnlattelse av å informere markedet om primærinnsiders handler var å regne som markedsmanipulasjon. Lagmannsretten i Acta-dommen tok utgangspunkt i lovforståelsen fra Eltekgründer-dommen, vi vil derfor bare presentere denne.

I Eltekgründer-dommen viste lagmannsretten til tingrettens sin begrunnelse ved vurderingen om unnlattelse av å melde om aksjesalg ble rammet som markedsmanipulasjon. Her uttalte tingretten (vår utheving):

«Retten finner det ikke tvilsomt at tiltaltes unnlattelse av å melde aksjesalgene rammes av verdipapirloven § 2-6 første ledd (slik bestemmelsen lød både før og etter 15. juni 2001). **Selv om ordet «påvirke» kursen i første rekke tar sikte på aktive handlinger, fremstår det for retten likevel som klart at også passivitet rammes dersom gjerningsmannen hadde plikt til å handle. Ordlyden i bestemmelsen («påvirke») kan ikke sees å være til hinder for dette** og retten finner også støtte for sitt syn i lovens forarbeider. Selv om det i NOU 1996:2 side 43 fremgår at markedsmanipulasjon skal defineres som «enhver aktivitet rettet mot et verdipapirmarked for å kunstig påvirke prisen på verdipapirene» og at det videre fremgår at «(a)ktiviteten kan enten bestå i angivelse av ufullstendig eller villedende informasjon, eller i en handling», kan ikke retten se at det utelukker at fullstendig passivitet også skal omfattes.»

Tingretten viser så til norske forarbeider og juridisk litteratur:

«Siden – som det fremgår av samme NOU side 42 – er viktig med opplysningspliktregler fordi slike regler bidrar til å redusere muligheten for kursmanipulasjon, er det minst like viktig å motvirke fullstendig unnlattelse av å melde aksjehandler som å motvirke at det gis ufullstendige opplysninger om disse. Det skal også bemerkes at det i Bechmann m.fl., Verdipapirhandelloven Kommentarutgave, Universitetsforlaget 2002, side 130 uttales at «(d)ersom primærinnsideren unnlater å melde sine transaksjoner i den hensikt å unngå å endre kursen, eksempelvis fordi

vedkommende ønsker å foreta ytterligere transaksjoner på samme kursnivå, vil en slik unnlatelse kunne anses som kursmanipulasjon.»²⁴³

Lagmannsretten i Eltekgründer-dommen sa seg enig med tingrettens begrunnelse ovenfor, altså der det foreligger en plikt til å handle, vil unnlatelse likevel kunne omfattes, selv om ordlyden bare peker i retning av aktive handlinger.

Lagmannsretten uttalte videre (vår utheving):

«Uttrykket «søke.. å påvirke» kan rett nok peke i retning av at det er aktive handlinger som rammes. **En unnlatelse fra en innsiders side å melde fra om massive handler til børsen kan imidlertid ha vel så stor kurspåvirkningsevne som den som overtrer loven gjennom aktiv handling.** Det forhold at lovforarbeidene ikke uttrykkelig også har pekt på unnlatelseshandlinger, **fortoner seg etter lagmannsrettens syn som tilfeldig.** Dette kan derfor ikke være avgjørende.» (side 10 i dommen)

Lagmannsretten la vekt på effekten som unnlatelseshandlingen hadde på kursen, og poengterte at kurseffekten kunne være vel så stor som ved en aktiv handling. At unnlatelse ikke var nevnt i lovforarbeidene anså lagmannsretten å være tilfeldig. Etter vårt syn er lagmannsrettens begrunnelse i Eltekgründer-dommen formålsoverordnet. Konsekvensen av at unnlatelseshandlinger ikke ble omfattet av forbudet mot markedsmanipulasjon innebar at passiv atferd, som kunne ha like stor påvirkning som en aktiv manipulativ handling, ikke ville blitt omfattet. En slik forståelse mente lagmannsretten i Eltekgründer-dommen ikke kunne være riktig.

Eltekgründer-dommen ble anket til Høyesterett, hvor Høyesteretts ankeutvalg enstemmig fant frem til at anken ikke hadde tilstrekkelig grunn til å fremmes for Høyesterett. Utvalget bekreftet lagmannsrettens tolkning og uttalte i beslutningen:

«Det anses ikke tvilsomt at forbudet mot kursmanipulering inntatt i lov om verdipapirhandel 19. juni 1997 nr. 79 § 2-6 etter omstendighetene også kan anvendes når kursmanipulering har form av brudd på meldeplikten.»²⁴⁴

²⁴³ Se LB-2012-60638 (Eltek-dommen) s. 9.

²⁴⁴ Se HR-2014-2431-U.

I Eltekgründer-dommen benyttet lagmannsretten juridisk litteratur og nasjonale forarbeider i sin begrunnelse. Juridisk litteratur benyttes ikke etter den EU-rettslige metoden, og nasjonale forarbeider vil ikke ha samme relevans for en forordning som MAR. Lagmannsretten drøfter ikke eksplisitt formålet bak markedsmanipulasjonsforbudet i Eltekgründer-dommen, men konsentrerer seg kun om den effekten unnlåtelsen har på kursen. Gjennom en slik tolkning gjør lagmannsretten en utvidende tolkning ved å anvende passive handlinger på en ordlyd som bare omfatter aktive handlinger. Konsekvensene av passive handlinger ble ansett å være like skadelige som aktive handlinger.

6.6.6 Legal certainty

Som nevnt i underkapittel 2.1 inndeles EU-retten hierarkisk og de generelle prinsippene i EU tilhører det øverste nivået. De generelle prinsippene setter rammen ved tolkningen av sekundærretten.

I saker hvor rettslig forutsigbarhet er av særlig betydning, vil det generelle prinsippet «legal certainty» pålegge EU-domstolen å holde ved en tekstuell tolkning. Dette gjelder særlig for saker som omhandler straffesanksjonering.²⁴⁵ I Beerenberg-saken uttalte EFTA-domstolen innledningsvis (vår utheving):

«As a second preliminary observation, the Court notes that the case at hand concerns criminal sanctions under national law introduced in relation to the implementation of the Directive and its rules on prohibiting market abuse. The Court has consistently held that **the provisions of the EEA Agreement are to be interpreted in the light of fundamental rights**, including the presumption of innocence (see Case E-2/03 *Ásgeirsson* [2003] EFTA Ct. Rep. 185, paragraph 23; and Case E-4/11 *Clauder* [2011] EFTA Ct. Rep. 216, paragraph 49), and general principles of EEA law, **including legal certainty** (see Joined Cases E-10/11 and E-11/11 *Hurtigruten ASA* [2012] EFTA Ct. Rep. 758, paragraphs 280-281). **These fundamental principles of EEA law must guide the referring court in its assessment of criminal responsibility in the case before it.** »²⁴⁶

²⁴⁵ Se Lenaerts og Gutierrez-Fons (2014) s. 9.

²⁴⁶ E-5/19 (EFTA-domstolen) avsnitt 41.

Vår problemstilling gjelder sanksjonering. Dersom brudd på MAR art. 17(4)(b) kan straffes etter MAR art. 12(1)(c) vil det potensielle straffeansvaret øke betydelig. «Legal certainty» vil legge grensen for hvordan «dissemination» i MAR art. 12 (1)(c) vilkår (i) kan tolkes. Etter EU-domstolen forståelse krever prinsippet «legal certainty» at EU-retten er «clear and precise», samtidig som at det er forutsigbart for de som regelverket gjelder for.²⁴⁷ Eksempelvis uttaler EU-domstolen i sak C-72/10 avsnitt 74:

«The principle of legal certainty requires, moreover, that rules of law be clear, precise and predictable as regards to their effects, in particular where they may have unfavourable consequences for individuals and undertakings.»

Spørsmålet er dermed når noe anses å være «clear and precise»? Det foreligger ikke en normativ definisjon av hva som inngår i «clear and precise», ettersom hver enkelt sak vil avhenge av den spesifikke konteksten for å avgjøre om dette.²⁴⁸ I sak C-303/05 utdyper EU-domstolen imidlertid vurderingen noe:

«This principle implies that legislation must define clearly offences and the penalties which they attract. That condition is met in the case where the individual concerned is in a position, on the basis of the wording of the relevant provision and with the help of the interpretative assistance given by the courts, to know which acts or omissions will make him criminally liable (see, inter alia, European Court of Human Rights judgment of 22 June 2000 in *Coëme and Others v Belgium*, Reports 2000-VII, § 145).»²⁴⁹

Uttalelsen er noe uklar, da EU-domstolen legger opp til at bistand fra domstolene er nødvendig for at en skal kunne finne ut hvilke handlinger eller unnlatelser som er straffbare. Dette kan imidlertid ikke være gjeldende som et generelt utgangspunkt, ettersom personer og selskaper må løpende kunne overholde regelverket.²⁵⁰

Som vi har kommet frem til i underkapittel 6.6.1 er det ikke grunnlag for å si at ordlyden «dissemination» også omfatter fullstendige unnlatelser. Ordlyden er bare

²⁴⁷ Se Paunio (2013) s. 65.

²⁴⁸ Ibid. 68.

²⁴⁹ Sak C-303/05 avsnitt 50.

²⁵⁰ Se Conway (2012) s. 202.

rettet mot aktive handlinger. De analyserte språkversjonene divergerer heller ikke. Selv om formålsorientert tolkning kan sette spørsmålstegn rundt forståelsen av en artikkel, kan det ikke overgå en klar og presis ordlyd.²⁵¹ Dette er den samme forståelsen som Caroline Bang Stordrange kom til i sin artikkel fra 2014: «En klar hensikt kan ikke kompensere for en snever ordlyd.»²⁵² En ren tekstuell fortolkning av en klar og presis ordlyd er den tolkningsformen som sikrer høyest mulig forutsigbarhet for de som er omfattet av regelverket.²⁵³ Ordlyden «dissemination» må etter vårt syn forstås å bare gjelde aktive handlinger, dermed vil ikke brudd på MAR art. 17(4)(b) oppfylle vilkåret.

6.7 MAR art. 12(1)(c) vilkår (iv)

Til forskjell fra bokstav (a) og (b) i MAR art. 12(1) som ikke nevner noe om et subjektivt vilkår, er det subjektive vilkåret i bokstav (c) eksplisitt angitt.²⁵⁴

Vilkåret lyder som følger:

« (...) where the person who made the dissemination knew, or ought to have known, that the information was false or misleading. »

Det er dermed et krav om forsett eller uaktsomhet gjennom ordlyden «knew, or ought to have known». Forsett vil bety at personen visste at informasjonen var falsk eller villedende. Uaktsomhet er når personen burde visst at informasjonen var falsk eller villedende. Dette betyr at det er et krav om hensikt i MAR art. 12(1)(c).

Ordlyden i vilkåret nevner kun: «that the information was *false or misleading*». Betyr dette at vilkår (iv) i MAR art. 12(1)(c) kun gjelder når utbredelsen av informasjon er «false or misleading», og ikke når utbredelse av informasjon «secures (...) the price»?

Det subjektive vilkåret må sees i sammenheng med bestemmelsen den inngår i. «Dissemination» i det første vilkåret i MAR art. 12 (1)(c) retter seg både mot falske eller villende signaler, og prissikring. MAR art. 12(1)(c) gjelder også for utbredelse av informasjon som sikrer prisen på et *unormalt eller kunstig nivå*.

²⁵¹ Lenaerts og Gutierrez-Fons (2014) s. 9.

²⁵² Se Stordrange (2014) s. 311.

²⁵³ Lenaerts og Gutierrez-Fons (2014) s. 8.

²⁵⁴ Bergo (2021) s. 520.

Dette kan være like skadelig for markedet som utbredelse av informasjon som gir falske eller villedende signaler. At det subjektive vilkåret som sådan bare skal gjelde en av formene i MAR art. 12 (1)(c) vil i en slik sammenheng være kunstig. Alminnelig språklig forståelse taler også for en slik tolkning. Hvordan skal man *sikre seg en pris*, hvis det ikke er noe hensikt bak det? Å «sikre seg en pris» antyder en hensikt.²⁵⁵

Et annet spørsmål er om vilkåret kun retter seg mot aktive handlinger, i den forstand at «knew, or ought to have known» knyttes til «dissemination». Dette vil i så fall underbygge forståelsen av at MAR art. 12 (1)(c) kun gjelder for aktive handlinger, slik vi kom frem til ved drøftelsen av vilkår (i) i underkapittel 6.6. Det subjektive vilkåret starter med « (...) where the person who made the dissemination (...) ». Man kan ikke skille «knew, or ought to have known» fra «where the person who made the dissemination». Dette tyder på at det subjektive vilkåret kun gjelder ved «dissemination» av informasjon. Som vi har kommet frem til i underkapittel 6.6. kan ikke «dissemination» forstås å omfatte unnlater. Brudd på utsatt offentliggjøring etter MAR art. 17(4)(b) vil dermed heller ikke oppfylle vilkår (iv) i MAR art. 12(1)(c).

²⁵⁵ Ibid. s. 488.

KAPITTEL 7 – Konklusjon

Denne masteroppgaven har hatt som mål å besvare spørsmålet om brudd på utsatt offentliggjøring kan innebære markedsmanipulasjon. Vi konkluderer med at den relevante markedsmanipulasjonsbestemmelsen, MAR art. 12 (1)(c), ikke åpner opp for dette. Dette kommer som følge av den klare og presise ordlyden «dissemination». Ordlyden i MAR art. 12(1)(c) åpner ikke for at passive handlinger, som fullstendig tilbakehold av innsideinformasjon ved brudd på MAR art. 17(4)(b), omfattes. Selv om formålet til MAR og forbudet mot markedsmanipulasjon taler for at unnlatelser kan omfattes, må tolkningen gjøres med utgangspunkt i prinsippet «legal certainty». Markedsmanipulasjon straffes betydelig hardere enn brudd på informasjonsplikten, og i slike tilfeller vil ikke en formålsorientert tolkning kunne trumfe en klar og presis ordlyd.

Brudd på MAR art. 17(4)(b) straffes allerede med fengselsstraff opptil et år. Det er dermed ikke snakk om en situasjon hvor atferd som er skadelig for markedet går ustraffet. Konklusjonen må også sees i sammenheng med utviklingen av utsteders informasjonsplikt. Som det kommer frem i kapittel 5, er utsteders informasjonsplikt allerede omfattende som følge av den vide definisjonen av innsideinformasjon. Utsteders adgang til å utsette denne offentliggjøringen anses som en «trygg havn» i denne sammenheng. Adgangen til utsettelse er allerede snever, dersom utsteder også kan dømmes for markedsmanipulasjon vil det gjøre utsettelse enda mer komplisert. Dette kan gjøre at den «trygge havnen» i praksis ikke får anvendelse.

KILDEREGISTER

Litteratur

- Armour (2016) Armour, John mfl. *Principles of financial regulation*. First edition. Oxford, United Kingdom: Oxford University Press, 2016.
- Arnesen (2022) Arnesen, Finn mfl. *Oversikt over EØS-retten*. Oslo: Universitetsforlaget, 2022.
- Avgouleas (2005) Avgouleas, Emilios E. *The Mechanics and Regulation of Market Abuse: A Legal and Economic Analysis*. 1. utg. Oxford University Press Oxford, 2005.
- Baudenbacher (2016) Baudenbacher, Carl, red. *The Handbook of EEA Law*. Law. Cham Heidelberg New York Dordrecht London: Springer, 2016.
- Bergo (2021) Bergo, Knut. *Børs- og verdipapirrett*. 5. utgave, 1. opplag. Oslo: Cappelen Damm Akademisk, 2021.
- Bergo (2022) Bergo, Knut. *Rett praksis: lærebok i norsk juridisk metode*. 1. utgave. Bergen: Fagbokforlaget, 2022.
- Bergþórsson (2018) Bergþórsson, Andri Fannar. «What Is Market Manipulation?» *Brill Research Perspectives in International Banking and Securities Law* 2, nr. 2–4 (4. juli 2018): 1–316.
<https://doi.org/10.1163/24056936-12340004>.

- Blücher (2010) Blücher, Kolbjørn mfl. *Italiensk blå ordbok: italiensk-norsk/norsk-italiensk. NFFO*. 2. utg. Oslo: Kunnskapsforl., 2010.
- Choubrac (2012) Choubrac, Clémentine mfl. *Fransk ordbok: fransk-norsk/norsk-fransk*. Kernerman. Oslo: Vega, 2012.
- Conway (2012) Conway, Gerard. *The limits of legal reasoning and the European Court of Justice*. Cambridge studies in European law and policy. Cambridge, UK ; New York: Cambridge University Press, 2012.
- Elligers (2009) Elligers, Anne. *Fransk blå ordbok: fransk-norsk / norsk-fransk*. 5th ed. Oslo: Kunnskapsforlaget, 2009.
- Fairhurst (2016) Fairhurst, John. *Law of the European Union*. Eleventh edition. New York: Pearson, 2016.
- Foley (1991) Foley, Bernard J. *Capital Markets*. London: Macmillan Education UK, 1991.
- Foster (2013) Foster, Nigel G. *Foster on EU Law*. 4. ed. Oxford: Oxford Univ. Press, 2013.
- Fredriksen (2016) Fredriksen, Halvard Haukeland. «EU/EØS-rett i norske domstoler», januar 2016. <https://bora.uib.no/bora-xmloi/bitstream/handle/1956/8056/E%C3%98S->

rett%20i%20norske%20domstoler.pdf?sequence=1.

Fredriksen (2010)

Fredriksen, Halvard Haukeland. «Hvem avgjør tolkningen av EØS-avtalen? – noen betraktninger om størrelsen ‘gjeldende EØS-rett’». *Tidsskrift for Rettsvitenskap* 123, nr. 2 (23. august 2010): 247–87.

Fredriksen (2022)

Fredriksen, Halvard Haukeland, og Gjermund Mathisen. *EØS-rett*. Fjerde utgave. Bergen: Fagbokforlaget, 2022.

Frysjøenden (2014)

Frysjøenden, Elin A., Signe Vibeche Holte, og Svein Erling Lorås. *Svensk-norsk blå ordbok*. Kunnskapsforlagets blå ordbøker. Oslo: Kunnskapsforl, 2014.

Gilotta (2012)

Gilotta, Sergio. «Disclosure in Securities Markets and the Firm’s Need for Confidentiality: Theoretical Framework and Regulatory Analysis». *European Business Organization Law Review* 13, nr. 1 (mars 2012): 45–88.
<https://doi.org/10.1017/S1566752912000031>.

Hansen (2016)

Hansen, Jesper Lau. «Say When: When Must an Issuer Disclose Inside Information?» *SSRN Electronic Journal*, 2016.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.2795993>.

Hansen (2012)

Hansen, Jesper Lau. «The Hammer and

- the Saw - a Short Critique of the Recent Compromise Proposal for a Market Abuse Regulation». *SSRN Electronic Journal*, 2012.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.2193871>.
- Hansen (2003) Hansen, Jesper Lau. «The Trinity of Market Regulation: Disclosure, Insider Trading and Market Manipulation». *International Journal of Disclosure and Governance* 1, nr. 1 (desember 2003): 82–96.
<https://doi.org/10.1057/palgrave.jdg.2040015>.
- Hornby (2015) Hornby, A. S. *Oxford Advanced Learner's Dictionary of Current English*. 9th ed. Oxford: University Press, 2015.
- Høgberg (2019) Høgberg, Alf Petter, og Jørn Øyrehagen Sunde. *Juridisk metode og tenkemåte*. Oslo: Universitetsforlaget, 2019.
- Itzcovich (2011) Itzcovich, Giulio. «The Interpretation of Community Law by the European Court of Justice». *SSRN Electronic Journal*, 2011.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.1892093>.
- Kinander (2023) Kinander, Morten. «Market Abuse – Codifying the Core Elements of the Market Abuse Regime in the MAR and the CRIM-MAD». *Under publisering*, 2023, 29.

- Kinander (2022) Kinander, Morten. «Presisjonskriteriet i innsidehandelsdefinisjonen i markedsmisbruksforordningen». *Karnovs tidsskrifter*, 2022.
- Kinander (2018) Kinander, Morten. «Reform av norsk markedsmisbruksrett – En tapt mulighet?» *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, nr. 3 (oktober 2018): 23–35.
- Lehmann (2019) Lehmann, Matthias, Christoph Kumpan, og European Parliament, red. *European financial services law: article-by-article commentary*. First edition. International and European business law. Baden-Baden, Germany : München, Germany : Oxford, United Kingdom; Chicago, IL, USA: Nomos ; Beck ; Hart, 2019.
- Lenaerts (2014) Lenaerts, Koen, og Jose Antonio Gutierrez-Fons. «TO SAY WHAT THE LAW OF THE EU IS: METHODS OF INTERPRETATION AND THE EUROPEAN COURT OF JUSTICE». *Columbia Journal of European Law*, 20th Anniversary Issue, 20, nr. 2 (2014). <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/coljeul20&i=183>.
- Lourenço (2015) Lourenço, Luísa. *'A Matter of Principle': the interaction of general principles of EU law with other legal sources in the case-law of the CJEU*, IT: European University Institute, 2015.

- Mishkin (2022) Mishkin, Frederic S. *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. Thirteenth edition, Global edition. Harlow, England London New York Boston San Francisco Toronto Sydney Dubai Singapore Hong Kong Tokyo Seoul Taipei New Delhi Cape Town Sao Paulo Mexico City Madrid Amsterdam Munich Paris Milan: Pearson, 2022.
- Moloney (2014) Moloney, Niamh. *EU securities and financial markets regulation*. Third edition. Oxford European Union law library. Oxford, United Kingdom: Oxford University Press, 2014.
- Myklebust (2011) Myklebust, Trude. *Innføring i finansmarkedsrett*. Bergen: Fagbokforlaget, 2011.
- Neergaard (2010) Neergaard, Ulla B., og Ruth Nielsen. *EU ret*. 6. reviderede udgave. København: Karnov Group, 2010.
- Paunio (2013) Paunio, Elina. *Legal certainty in multilingual EU law: language, discourse, and reasoning at the European Court of Justice*. Law, language, and communication. Farnham, Surrey, England ; Burlington, VT, USA: Ashgate, 2013.

- Putniņš (2012) Putniņš, Tālis J. «MARKET MANIPULATION: A SURVEY: MARKET MANIPULATION». *Journal of Economic Surveys* 26, nr. 5 (desember 2012): 952–67.
<https://doi.org/10.1111/j.1467-6419.2011.00692.x>.
- Sejersted (2011) Sejersted, Fredrik, red. *EØS-rett*. 3. utg. Oslo: Univ.-Forl, 2011.
- Sergakis (2018) Sergakis, Konstantinos. *The Law of Capital Markets in the EU: Disclosure and Enforcement*. Palgrave Corporate & Financial Law. London: Palgrave, 2018.
- Skoghøy (2018) Skoghøy, Jens Edvin A. *Rett og rettsanvendelse*. Oslo: Universitetsforlaget, 2018.
- Solberg (2010) Solberg, Finn Jørgen. *Italiensk ordbok: italiensk-norsk / norsk-italiensk*. Oversatt av Christian Skaug og Berit Ness Johnsen. *Norbok*. Oslo: Vega forl., 2010.
- Solberg (2012) Solberg, Finn Jørgen mfl. *Tysk ordbok: tysk-norsk/norsk-tysk*. Kernerman. Oslo: Vega, 2012.
- Steenfeldt-Foss (2017) Steinfeldt-Foss, Vibecke Haslerud mfl. *Engelsk blå ordbok: engelsk-norsk/norsk-engelsk*. 3. utg. prosjektleder og Redaktør: Vibecke Haslerud Steinfeldt-Foss ; Illustrasjoner: Lena Akopian, Thomas Minker og Ove Olsen.

Kunnskapsforlagets blå ordbøker. Oslo:
Kunnskapsforl, 2017.

Stordrange (2019)

Stordrange, Caroline Bang.
*Aksjeutsteders løpende informasjonsplikt
og erstatningsansvar: behov og potensial
for effektivisering?* 1. utgave, 1. opplag.
Oslo: Gyldendal, 2019.

Stordrange (2014)

Stordrange, Caroline Bang. «Kan brudd
på utsteders løpende informasjonsplikt
innebære markedsmanipulasjon?» *Lov og
Rett* 53, nr. 5 (11. juni 2014): 290–313.
[https://doi.org/10.18261/ISSN1504-3061-
2014-05-05](https://doi.org/10.18261/ISSN1504-3061-2014-05-05).

Stordrange (2021)

Stordrange, Caroline Bang. «Karnov
lovkommentar til vphl. § 3-1 I *Lovdata
Pro* (2021) hentet 01.06.2023.

Swan (2019)

Swan, Edward J., og John Virgo. *Market
abuse regulation*. Third edition. Oxford,
United Kingdom ; New York, NY:
Oxford University Press, 2019.

Tridimas (2006)

Tridimas, Takis. *The general principles
of EU law*. 2nd ed. Oxford EC law
library. Oxford ; New York: Oxford
University Press, 2006.

Ulleland (1981)

Ulleland, Magnus. *Italiensk-norsk
ordbok*. 2. utg. Kunnskapsforlagets blå
ordbøker. Oslo: Kunnskapsforlaget,
1981.

- Veil (2017) Veil, Rüdiger, red. *European Capital Markets Law*. Second edition. Oxford ; Portland, Oregon: Hart Publishing, 2017.
- Veil (2022) Veil, Rüdiger, red. *European Capital Markets Law*. Third edition. Oxford, UK ; New York, NY: Hart Publishing, an imprint of Bloomsbury Publishing, 2022.
- Ventoruzzo (2022) Ventoruzzo, Marco, og Sebastian Mock, red. *Market Abuse Regulation: commentary and annotated guide*. Second edition. Oxford eu financial regulation series. Oxford, United Kingdom: Oxford University Press, 2022.
- Wasenden (2007) Wasenden, Odd-Harald B. *Energimarkedsrett: om informasjonsplikt og markedsatferd i det finansielle kraftmarkedet*. Oslo: Cappelen Akademisk forlag, 2007.

EU/EØS rettsakter

- Markedsmisbruksdirektivet (MAD) Europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/6/EF av 28. januar 2003 om innsidehandel og markedsmanipulering (markedsmisbruk)
- Markedsmisbruksforordningen (MAR) Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 596/2014 av 16. april 2014 om markedsmisbruk (markedsmisbruksforordningen) og om oppheving av europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/6/EF og

Norske forarbeider

Ot.prp. nr. 12 (2004-2005)	Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmissbruksdirektivet mv.)
----------------------------	--

Rettspraksis fra EU-domstolen

Sak C-283/81 (CILFIT)	ECLI:EU:C:1982:335
-----------------------	--------------------

Sak C-80/86	ECLI:EU:C:1987:431
-------------	--------------------

Sak Case C-322/88 (Grimaldi)	ECLI:EU:C:1989:646
------------------------------	--------------------

Sak Case C-188/91 (Deutsche Shell AG)	ECLI:EU:C:1993:24
---------------------------------------	-------------------

Sak C-267/91 og C-268/91 (Keck)	ECLI:EU:C:1993:905
---------------------------------	--------------------

Sak C-60/02 (X)	ECLI:EU:C:2004:10
-----------------	-------------------

Sak C-384/02 (Grøngaard/Bang)	ECLI:EU:C:2005:708
-------------------------------	--------------------

Sak Case C-344/04	ECLI:EU:C:2006:10
-------------------	-------------------

Sak C-303/05 (Advocaten voor de wereld)	ECLI:EU:C:2007:261
---	--------------------

Sak C - 455/09 – (IMC Securities BV)	ECLI:EU:C:2011:459
--------------------------------------	--------------------

Sak C-19/11 (Daimler)	ECLI:EU:C:2012:153
Sak C-345/13 (Karen Millen Fashions)	ECLI:EU:C:2014:2013
Sak C-628/13 (Lafonta)	ECLI:EU:C:2015:162

Rettspraksis fra EFTA-domstolen

Sak E-2/06	EFTA Surveillance Authority v The Kingdom of Norway
Sak E-5/19	Criminal proceedings against F and G

Norsk rettspraksis

Rt-2000-1811-P (Finanger I)
LB-2012-60638 (Eltekgründerdommen).
LG-2013-52571-2 (Acta-dommen).
HR-2014-2431-U
HR-2022-695-A (RenoNorden- dommen)

Dansk rettspraksis

UfR 2014.3464 V (BioPorto)

ESMA publikasjoner

ESMA (2017)	<p>2017 - Annual report on administrative and criminal sanctions and other administrative measures under MAR. ESMA70-145-1081, publisert 15. november 2018. Link:</p> <p>https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-1081_mar_article_33_report_sanctions.pdf</p>
ESMA (2018)	<p>2018 - Annual report on administrative and criminal sanctions and other administrative measures under MAR. ESMA70-156-200, publisert 12. desember 2019. Link:</p> <p>https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-2005_mar_article_33_report_sanctions.pdf</p>
ESMA (2019)	<p>2019 - Annual report on administrative and criminal sanctions and other administrative measures under MAR. ESMA70-156-3537, publisert 16. desember 2020. Link:</p> <p>https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-3537_annual_report_on_mar_administrative_and_criminal_sanctions_2020.pdf</p>
ESMA (2020a)	MAR Review report, ESMA70-156-

2391, publisert 23. september 2020. Link:
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-2391_final_report_-_mar_review.pdf

ESMA (2020b)

2020 - Annual report on administrative and criminal sanctions and other administrative measures under MAR». ESMA70-156-4673, publisert 20. oktober 2021. Link:
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4673_annual_report_on_mar_administrative_and_criminal_sanctions_2021.pdf

ESMA (2021)

2021 - Annual report on administrative and criminal sanctions and other administrative measures under MAR. ESMA70-449-673, publisert 18. november 2022. Link:
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-449-673_annual_report_on_mar_administrative_and_criminal_sanctions_2022.pdf

ESMA (2022a)

Review of MAR Guidelines on Delay in the Disclosure of inside Information and Interactions with Prudential Supervision». Guideline. ESMA70-159-4966, publisert 5. januar 2022. Link:
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4966_guideline_on_delay_in_the_disclosure_of_inside_information_and_interactions_with_prudential_supervision.pdf

[4966_final_report_on_mar_gls_on_delayed_disclosure_and_interactions_with_prudential_supervision.pdf](#)

ESMA (2022b)

Questions and Answers On the Market Abuse Regulation (MAR). ESMA70-145-111, Version 17, publisert 25. november 2022. Link:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111_qa_on_mar.pdf

Bafin - publikasjoner

BaFin (2019)

Konsultation 14/2019 - Stellungnahme Deutscher Anwaltverein, Nr.: 31/2019, Link:

https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Konsultation/2019/dl_kon_19_14_stellungnahme_deutscher_anwaltverein.html

BaFin (2020)

Module C Requirements Based on the Market Abuse Regulation (MAR)». Issuer Guidelines, 25. mars 2020. Link:

https://www.bafin.de/EN/Aufsicht/BoersenMaerkte/Emittentenleitfaden/Modul3/emittentenleitfaden_node_en.html

Finanstilsyn og Oslo Børs - dokumenter

Finanstilsynet (2022)

Offentliggjøring og utsatt

offentliggjøring av innsideinformasjon
(løpende informasjonsplikt).

Finanstilsynet, 22. februar 2021. (lest
12.05.2023) Link:

<https://www.finanstilsynet.no/tilsyn/markedsatferd/offentliggjøring-og-utsatt-offentliggjøring-av-innsideinformasjon-lopende-informasjonsplikt/>

OBKN-2016-1 (Sandnes
Sparebank)

Avgjørelse 24. oktober 2016 av klage fra
Sandnes Sparebank over Oslo Børs ASAs
vedtak 24. august 2016 om å ilegge
overtredelsesgebyr
etter verdipapirhandelloven § 17-4 tredje
ledd jf. § 15-1 og verdipapirforskriften §
13-1 for brudd på plikten til å melde
innsideinformasjon til markedet
etter verdipapirhandelloven § 5-2 første
ledd

OBS-2005-5 (PhotoCure)

Oslo Regelbok II – Utstederregler

Kilder fra internett

Dagens Næringsliv

<https://www.dn.no/innsidehandel/okokri/m/skatteunndragelse/angelils-anke-avvist/1-1-5275636> (lest 18.05.2023)

Cambridge Dictionary (2023)

<https://dictionary.cambridge.org/dictionary/french-english/susceptible-de>. (lest
31.05.2023)

EU Hierarchy of Norms

«EU Hierarchy of Norms». (Lest 14. april

2023) Link: <https://eur-lex.europa.eu/EN/legal-content/glossary/eu-hierarchy-of-norms.html>