



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: Elisabeth Rebaudo og Martine Mork Garli

Informasjon fra deltaker

Tittel *: Norges sanksjonering av innsidehandel sammenlignet med Danmark

Navn på veileder *: Sjur Swensen Ellingsæter

Inneholder besvarelsen
konfidensielt materiale?:

Nei

Kan besvarelsen
offentliggjøres?:

Ja

Gruppe

Gruppenavn: (Anonymisert)
Gruppenummer: 166
Andre medlemmer i gruppen:



Masteroppgave
i Forretningsjus og Økonomi
ved Handelshøyskolen BI

**- Norges sanksjonering av innsidehandel
sammenlignet med Danmark**

*En rettslig analyse av straffutmålingen ved
innsidehandel -*

Stuedsted:
BI Oslo

Innleveringsdato:
3. juli 2023

Veileder:
Sjur Swensen Ellingsæter

Martine Mork Garli

Elisabeth Rebaudo

Innholdsfortegnelse

1. INNLEDNING	2
1.1 PROBLEMSTILLING	2
1.2 BAKGRUNN OG AKTUALITET.....	3
1.3 METODE	7
1.4 AVGRENSNING OG VIDERE FREMSTILLING.....	9
2. INNSIDEHANDEL	10
2.1 FORBUDET MOT INNSIDEHANDEL.....	10
2.1.1 Hvem og hva omfattes av reglene.....	11
2.2 BEGREPET INNSIDEINFORMASJON	11
2.3 VILKÅRENE FOR INNSIDEHANDEL	13
2.3.1 Besittelsesvilkåret.....	13
2.3.2 Umyttelsesvilkåret.....	14
3. TILSYN OG SANKSJONERING	16
3.1 TILSYN	16
3.2 UTVIKLINGEN I STRAFFERAMME	19
3.3 SANKSJONSSYSTEMET	21
4. ANALYSE	26
4.1 NORSK OG DANSK RETTSPRAKSIS	26
4.1.1 Hva legger norske domstoler vekt på?	26
4.1.2 Hva legger danske domstoler vekt på?.....	35
4.2 SAMMENLIGNING AV NORSK OG DANSK PRAKSIS	40
4.3 BETYDNINGEN AV MAD II.....	44
5. AVSLUTTENDE BEMERKNINGER	48
LITTERATURLISTE	50
APPENDIX	60

1. Innledning

1.1 Problemstilling

Denne oppgaven tar for seg følgende problemstillinger: *Hvordan sanksjoneres innsidehandel i Norge og Danmark, og hvilke likheter og forskjeller er det med hensyn til utmålingen av straff?* Oppgaven har som formål å bidra med kunnskap om hvorvidt overtredelser av forbudet mot innsidehandel sanksjoneres på sammenlignbart vis. Analysen tar utgangspunkt i utvalgte domsavgjørrelser fra Norge og Danmark for overtredelser av forbudet. Her vil vi særlig se på hvilke momenter, formål og hensyn hvert land har vektlagt i straffutmålingen og sammenligne straffenivå.

I 2014 ble både Markedsmisbruksforordningen¹ (heretter kalt MAR) og Markedsmisbruksdirektivet II² (heretter kalt MAD II) vedtatt i EU.

MAR er en forordning som består av regler for markedsatferd – herunder forbud mot innsidehandel og annet markedsmisbruk. I tillegg inneholder forordningen bestemmelser om nasjonale myndigheters adgang til å sanksjonere markedsmisbruk med administrative sanksjoner. Det følger av MAR art. 30 nr. 1 første avsnitt at medlemsstatene skal påse i samsvar med nasjonal rett at myndighetene «har myndighet til å ilegge hensiktsmessige administrative sanksjoner og andre administrative tiltak» for overtredelser av forbudene mot markedsmisbruk. Det følger imidlertid et unntak fra kravet om å innføre slike sanksjoner i annet avsnitt for medlemsstater som allerede forut for 3. juli 2016 hadde strafferettslige sanksjoner mot overtredelsene i henhold til nasjonal rett. Både Norge og Danmark hadde strafferettslige sanksjonshjemler før 2016 og har derfor ikke fastsatt hjemmel for ileggelse av administrative sanksjoner ved innsidehandel. Det følger av norsk vphl. § 21-1 første ledd at forbudet mot innsidehandel er underlagt et ensporet system, og det hører til norsk rettstradisjon at overtredelser av forbudet sanksjoneres særlig strengt med ubetinget fengsel som hovedregel.³

¹ Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council on market abuse (market abuse regulation)

² Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council on criminal sanctions for market abuse (market abuse directive)

³ Finanger (2023) note 1, lovkommentar til vphl. § 21-1

MAD II er et minimumsdirektiv om strafferettslige sanksjoner ved overtredelse av reglene om markedsmisbruk. Dette direktivet er ikke en del av EØS-avtalen og derfor ikke implementert i norsk rett. I likhet med Norge, er Danmark ikke forpliktet til å gjøre MAD II til en del av dansk rett.⁴ Direktivet har ingen virkning i Danmark da landet har fire «opt-outs», deriblant «EU Justice and Home Affairs», noe som fritar Danmark fra visse områder av justis- og innenrikssaker.⁵

1.2 Bakgrunn og aktualitet

EU har lenge hatt som mål å frembringe et reelt indre marked for finansielle tjenester. Fremveksten av et slikt marked anses som avgjørende for økonomisk vekst og sysselsetting i Unionen.⁶ Det er behov for å fastsette et mer ensartet og sterkere regelverk for å bevare markedets integritet, og et sentralt virkemiddel er derfor harmonisering av medlemsstatenes kapitalmarkedsregulering.⁷

Utgangspunktet for EU-samarbeidet er sentral regelproduksjon på EU-nivå med nasjonal håndhevelse, dette betyr at EU-lovgiver vedtar regler som skal håndheves av de nasjonale håndhevingsorganer.⁸ Medlemsstatene er samtidig ikke pliktig til å innføre nærmere regler for å sikre håndheving av fellesskapsretten, slik som ved sanksjonering. Dette kan resultere i ulike sanksjonsbestemmelser i medlemsstatene ettersom både MAR og MAD II består av minimumsbestemmelser for sanksjonering.

I dag er MAR det gjeldende regelverket for markedsatferd – dvs. forbud og plikter for hvordan aktører skal opptre i verdipapirmarkedet. Forordningen erstattet MAD⁹ – et direktiv – i kampen mot markedsmisbruk.¹⁰ Det har vist seg å være nødvendig med en ny form for rettsakt som tar utgangspunkt i utviklingen rundt regelverket, markedet og teknologien i samsvar med konklusjonen i rapporten fra Larosière-

⁴ Jf. MAR art. 30 nr. 1 annet avsnitt

⁵ Det Danske Parlamentet, Folketinget (2022). Maastricht-traktaten ble først avvist ved folkeavstemning i 1992, men vedtatt etter de nevnte forbeholdene i 1993

⁶ Jf. MARs fortale punkt 1

⁷ Jf. MARs fortale punkt 4

⁸ NOU 2017: 14, punkt 11.4.1 *Kort om EØS-relevant av sanksjonsbestemmelsene i MAR*

⁹ Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse)

¹⁰ Jf. MARs fortale punkt 3

utvalget¹¹. Rapporten konkluderte med at sanksjonsregimene i de ulike medlemsstatene i EU var for svake og lite homogene.¹² Utvalget ble derfor bedt om å komme med forslag for «å styrke europeiske tilsynsordninger i alle finanssektorer, med mål om å etablere et mer effektivt, integrert og bærekraftig tilsynssystem» (vår oversettelse).¹³

Formålet med MAR er å lage en «single rulebook» for markedsmisbruksreglene: Et felles regelverk med ensartede regler og definisjoner av begreper.¹⁴ På denne måten vil man forhindre regelverksarbitrasje og styrke rettssikkerheten. Regelverksarbitrasje innebærer at investorer kan unngå sanksjonering ved å dra nytte av forskjeller i lover mellom EUs medlemsstater. Enkelte land opererer ikke med effektive sanksjonsmyndigheter, mens andre land har ikke strafferettslige sanksjoner for visse brudd på innsidereguleringene. Rettssikkerhet og motvirkning av regelverksarbitrasje er en forutsetning for å etablere et velfungerende marked med markedintegritet som allmennheten har tillit til.¹⁵ Endringen forhindrer nasjonale tilpasninger som kan skape handelshindringer og betydelig konkurransevridning.¹⁶ MAR er inkorporert i norsk rett gjennom verdipapirhandelloven § 3-1.¹⁷ I dansk rett har MAR direkte virkning og det er dermed ikke behov for noen ytterligere gjennomføring.

Utviklingen av det europeiske kapitalmarkedet startet i 1966, da en gruppe uavhengige eksperter publiserte Segré-rapporten.¹⁸ Formålet med rapporten var å spesifisere de nødvendige tiltakene som måtte gjennomføres for å videreutvikle kapitalmarkedet. De sentrale momentene fra rapporten var de betydelige strukturelle problemene i kapitalmarkedet, samt ubalansen mellom tilgang og

¹¹ Jf. MARs fortale punkt 3

¹² NOU 2017: 14 s. 23

¹³ Larosiere-rapporten s. 69. Utvalget bestod av lederen Jacques de Larosière (Frankrike), Leszek Balcerowicz (Polen), Otmar Issing (Tyskland), Rainer Masera (Italia), Callum McCarthy (Storbritannia), Lars Nyberg (Sverige), José Pérez (Spania), Onno Ruding (Nederland)

¹⁴ Jf. EBAs definisjon av «The Single Rulebook». Single rulebook består av harmoniserte tilsynsregler i EU og begrepet har sitt opphav fra 2009 da Det europeiske rådet refererte til målet om enhetlig regelverk i EU sitt indre marked.

¹⁵ Jf. MARs fortale punkt 1 og 2

¹⁶ Jf. MARs fortale punkt 5

¹⁷ Ved inkorporasjon fastsettes det i nasjonal lovgivning at den folkerettslige avtalen blir en del av norsk rett og får dermed direkte virkning, jf. Prop. 71 L (2021-2022) s. 27

¹⁸ Segre, C. (1966) *The development of a European capital market. Report of a Group of Experts appointed by the EEC Commission. November 1966*

etterspørsel etter kapital.¹⁹ Rapporten anbefalte å fremsette krav til offentliggjøring av relevant informasjon til kapitalmarkedene.²⁰ Samtidig ble det ansett som nødvendig å ha en ekstern informasjonskontroll for å kunne håndheve overholdelse av visse minimumskrav til informasjonens omfang og kvalitet. Likevel ble det kun etablert vage anbefalinger ved spørsmål om rettshåndhevelsen av dette. Det ble dermed ikke fremlagt noen krav om harmonisering eller etablering av eksterne informasjonskontroller i medlemsstatene.

I 1988 ble direktiv 88/627/EEC²¹ om transparens vedtatt, og ble starten på harmoniseringen av medlemsstatenes regelverk. Formålet med direktivet var å sikre investorene tilgang til tilstrekkelig informasjon, noe som igjen ville forbedre investorbekyttelsen og tilliten til markedet, samt markedets funksjon.²² Et år senere ble direktiv 89/592/EEC²³ om innsidehandel vedtatt. Direktivet var et minimumsdirektiv, slik at hver medlemsstat kunne fastsette strengere bestemmelser enn direktivet, i tillegg til å utvide rekkevidden av forbudet mot innsidehandel.²⁴ Anvendelsesområdet var annenhåndsmarkedet og formålet var å forby innsidehandel da det var sannsynlig at det undergravde investorenes tillit til markedet og derfor skadet markedets smidige drift. Til tross for det, inneholdt direktivet kun generelle bestemmelser om hvordan tilsynsmyndighetene skulle kontrollere etterlevelsen av regelverket.

Lamfalussy-rapporten²⁵ fra 2001 avdekket at det forelå utfordringer for etableringen av et felleseuropeisk kapitalmarked, ettersom det var ineffektive vedtakelsesprosesser i regelverket, samtidig som det var inkonsekvent tolkning og anvendelse av eksisterende regelverk.²⁶ Rapporten førte til en fire-nivå-regulering, som var en vesentlig forenkling av hvordan EU vedtok nye

¹⁹ Segre-rapporten (1966) s. 203

²⁰ Segre-rapporten (1966) s. 237-238

²¹ Council Directive 88/627/EEC of 12 December 1988 on the information to be published when a major holding in a listed company is acquired or disposed of

²² Council Directive 88/627/EEC of 12 December 1988, fortaleten

²³ Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing

²⁴ Rådets direktiv 89/298/EØF av 17. april 1989, art. 6

²⁵ Lamfalussy: Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets (2001)

²⁶ Lamfalussy-prosessen bestod av en arbeidsgruppe ledet av den tidligere belgiske sentralbanksjefen Lamfalussy, jf. Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 8

rettsakter innenfor verdipapirområdet.²⁷ Videre så man at et velfungerende felles europeisk marked kunne føre til lavere finansielle kostnader.²⁸

Som følge av funnene i Lamfalussy-rapporten ble MAD vedtatt i 2003.²⁹ Direktivet ble ansett som EU-lovgivers reaksjon på at flere medlemsstater manglet bestemmelser om markedsmanipulasjon og forbud mot innsidehandel. Bestemmelsene var mer spesifikke enn det tidligere direktivet 89/592/EEC om innsidehandel.

Etter finanskrisen i 2008 ble det avdekket betydelige mangler ved reguleringen og tilsynet med finansmarkedene i flere land. Dette resulterte i at Kommisjonen samme år ga en gruppe eksperter, den såkalte Larosière-gruppen, i oppgave å legge frem anbefalinger for det fremtidige regelverket i EU.³⁰

Rapporten forelå året etter hvor Larosière-gruppen anbefalte å starte en prosess for å skape et mer konsistent sanksjonsregime i det europeiske kapitalmarkedet.³¹ Det ble påpekt at tilsynet ved det europeiske kapitalmarkedet ikke kunne være effektivt dersom det forelå svake og lite homogene sanksjonsregimer i medlemsstatene. Det ble anbefalt å modifisere den tidligere Lamfalussy-prosessen, hvor eksisterende nasjonale tilsynsmyndighetene sitt ansvarsområde forble uendret. De nye europeiske tilsynsmyndighetene skulle imidlertid være bedre koordinert med de nasjonale, og dette skulle sikre en høyere standard for tilsyn.³² Samtidig ble det avdekket at anvendelsen av direktiv resulterte i flere nasjonale tilpasninger og fare for regelverksarbitrasje mellom medlemsstatene. Anbefalingen ble derfor at fremtidige regelverk for finansmarkedene burde bestå av forordninger for å sikre effektiv sanksjonering.

EU har gjort store fremskritt med flere nye vedtatte regelsett, herunder MAR og MAD II. Likevel anses ikke disse å - i tilstrekkelig grad - ta hensyn til det faktum

²⁷ Tyrhaug & Mydske (2008) s. 155. Ettersom nivådelingen ikke anses som sentralt for oppgaven, har vi valgt å legge nivåene inn i vedlegg 1

²⁸ Veil (2022) s. 9

²⁹ Direktiv 2003/6/EC

³⁰ Larosière-gruppen var ledet av Jacques de Larosière som publiserte en rapport i 2009

³¹ Larosière-rapporten avsnitt 201

³² ESMA, EBA og EIOPA

at høyt integrerte finansmarkeder også trenger integrerte strukturer for rettshåndhevelse.³³ Dersom loven i praksis er forskjellig fra medlemsstat til medlemsstat, vil det bli utfordrende for EU-lovgiver å oppnå reell harmonisering. Luchtman & Vervaele (2014) mener at de strafferettslige aspektene ved det europeiske håndhevingsregimet er underutviklet, både når det gjelder hensynene til tilgjengelige muligheter for etterforskning og for transnasjonalt samarbeid.

1.3 Metode

Oppgaven tar utgangspunkt i gjeldende rett³⁴ samt rettsutviklingen fra verdipapirhandelloven av 1985 og frem til i dag. Problemstillingen er relatert til flere EU/EØS-rettslige-, strafferettslige- og tilsynsspørsmål. Rettspraksis benyttes gjennomgående fra både Norge og Danmark for å finne likheter og forskjeller i hvordan landene sanksjonerer markedsmissbruk, hva de legger vekt på ved valg og utmåling av sanksjoner, og hvor strenge sanksjonene er. Noen av de danske avgjørelsene resulterte i frifinnelse etter anke. Gitt oppgavens formål vil vi primært se på utmålingen av straff i instansen hvor tiltalte ble funnet skyldig. Samtidig vil vi se på uttalelser gitt fra flere ulike instanser i domstolshierarkiet i begge land, ettersom det belyser flere sentrale momenter i straffutmålingen.

De utvalgte dommene er hovedsakelig funnet gjennom Lovdata i Norge og Karnov i Danmark. Samtidig har vi benyttet digitale avisartikler og juridisk litteratur for å få et større helhetsinntrykk av hvor stor påvirkning sakene har hatt på straffutmålingen ved innsidehandel generelt. Ettersom vi kun har tatt utgangspunkt i et begrenset antall avgjørelser, foreligger det en viss risiko for at helhetsbildet ikke blir fullstendig.

Lovdata- og Karnov-databasene inneholder blant annet lover, forskrifter, rettsavgjørelser, proposisjoner, og EU/EØS-rettskilder. Felles for databasene er at de ikke omfatter alle dommer som er avsagt, blant annet publiserer Lovdata relativt få tingrettsdommer. I tillegg er det generelt sparsomt med rettsavgjørelser om forbudet mot innsidehandel, og den første høyesterettsdommen som særlig tok opp utmåling av straff i Norge var ikke før i 2006.³⁵ Likeså har dommene vi har valgt,

³³ Luchtman & Vervaele (2014) s. 218-219

³⁴ MAR og straffebestemmelsene i norsk og dansk rett

³⁵ HR-2006-1523-A (Sense)

vært omtalt i mediene og lagt store deler av grunnlaget for spørsmål angående straffutmåling i både Norge og Danmark. Det har vært en viss økning i avgjørelser fra Høyesterett på verdipapirrettens område i Norge, der sanksjonering og straffenivå har blitt behandlet i større grad enn tidligere. Mer utfordrende er det i Danmark, hvor det både uttales i mindre grad rundt grunnlaget for straffenivået samtidig som domsavgjørelsene generelt er lite tilgjengelige.

Reguleringen av verdipapirmarkedet i Norge bygger i stor utstrekning på regler fra EU. Forordninger som innlemmes i EØS-avtalen, må gjennomføres i norsk rett og skal «gjøres til del av avtalepartenes interne rettsorden».³⁶ Høyesterett har uttalt at norske domstoler skal tolke EØS-retten i samsvar med EU-rettens metoder for å sikre rettshomogenitet.³⁷ Det fremgår også av presumsjonsprinsippet at norsk lov skal tolkes i samsvar med folkerettslige forpliktelser.³⁸ Det gir mer forutsigbarhet og liknende tolkninger i EU/EØS-området. Likeså finnes det flere saker hvor det ikke er tilfelle.³⁹ Gitt spørsmålene som oppgaven tar opp om sanksjonering av overtredelser av forbudet mot innsiddehandel og straffutmåling, ser vi ikke det som nødvendig å gå nærmere inn på EØS-rettslig metode.

Gjennomføringen av MAR i den norske verdipapirhandelloven (heretter kalt norsk vphl.) ble utredet i NOU 2017: 14. Vi benytter utredningen i stor grad for å ta utvalgets syn på straff og administrative sanksjoner i betraktning ved gjennomføring av våre analyser. Finansdepartementets proposisjon fra 2019⁴⁰ fremmet lovforslag om endringer i reglene om markedsmisbruk og tar utgangspunkt i Verdipapirutvalgets utredning. Proposisjonen er relevant for oppgaven da Finansdepartementet begrunner bakgrunnen for å opprettholde enkelte straffebestemmelser⁴¹, samtidig som det blir foretatt en helhetlig vurdering av straff og administrative sanksjoner på verdipapirområdet.

³⁶ Jf. EØS-avtalen art. 7

³⁷ Jf. Rt-2000-1811 (Finanger I)

³⁸ Prop. 56 L (2019-2020) s. 12

³⁹ Jf. Rt-2000-1811 (Finanger I) og Nav-skandalen i 2019

⁴⁰ Prop. 96 LS (2018-2019)

⁴¹ F.eks. norsk vphl. § 21-15

I 2005 reiste Midtbank-saken⁴² fra Danmark spørsmål rundt hvorvidt de dagjeldende danske reglene var tilstrekkelig klare og presise sammenlignet med MAD. Det danske økonomi- og næringsdepartementet utredet i 2010 behovet for endring av datidens gjeldende dansk rett for å gjennomføre MAD.⁴³ Det ble også sett på gjeldende rettspraksis i Danmark ved overtredelser av forbudet mot innsidehandel. Vi har benyttet denne rapporten samt annen litteratur som metode for forståelsen av dansk rett.

1.4 Avgrensning og videre fremstilling

Oppgaven avgrenses til å kun omfatte regelverk vedrørende innsidehandel, herunder definisjonen av innsideinformasjon og forbudet mot innsidehandel, jf. MAR art. 14, jf. art. 8, jf. art. 7.1 bokstav a, samt straffebestemmelsene i MAD II og norsk vphl. Fra Danmark benyttes kapitalmarkedsloven⁴⁴ og straffeloven⁴⁵, med enkelte henvisninger til den tidligere gjeldende danske verdipapirhandeloven (heretter kalt dansk vphl.). Dessuten vil vi ikke gå inn på innholdet i MAD, med mindre det er relevant for konteksten, da særlig ved tidligere domsavgjørelser.

Det overordnede formålet med oppgaven er å klargjøre rettstilstanden i praksisen rundt straffutmålingen av overtredelser av forbudet mot innsidehandel. Rettsavgjørelser som har behandlet flere straffbare forhold enn kun innsidehandel, for eksempel kursmanipulasjon og plikter relatert til listeføring, rådgivning eller undersøkelse, vil bli avgrenset til å kun omfatte spørsmål vedrørende straff.⁴⁶

Første delen av oppgaven består av en kort redegjørelse for definisjonen av innsideinformasjon og forbudet mot innsidehandel. Dette er for å belyse den større sammenhengen som oppgavens tema inngår i.

⁴² Jf. U.2005.948H. Dommen er den største innsidehandelssaken i dansk historie. Høyesterett fant at de tiltalte hadde hatt innsideinformasjon, men de ble frifunnet ettersom retten fant at ledelsen i banken ikke hadde opptrådt uærlig og dermed ikke brutt innsidereguleringene

⁴³ Betænkning nr. 1521 (2010) s. 8

⁴⁴ Lovbekendtgørelse 2023-01-13 nr. 41 om kapitalmarkeder

⁴⁵ Lovbekendtgørelse 2022-09-28 nr. 1360, Straffeloven

⁴⁶ For eksempel i LG-2013-52571-2 (Acta)

Den andre delen av oppgaven gir en generell oversikt over tilsynsmyndighetene i EU, samt Norge og Danmark. Videre går vi inn på utviklingen i strafferammen for markedsmissbruk og sanksjonering etter MAR og MAD II.

Den tredje og avsluttende delen består av en analyse av utvalgte domsavgjørrelser for overtredelser av forbudet mot innsidehandel. Her sammenligner vi sentrale momenter ved straffutmålingen i saker som har lignende ytre forhold. I tillegg ser vi på forholdet mellom administrative og strafferettslige sanksjoner, og betydningen av MAD II for Norge og Danmark.

2. Innsidehandel

2.1 Forbudet mot innsidehandel

MAR er bygget opp som følger: Art. 7 og 8 definerer henholdsvis begrepene innsideinformasjon og innsidehandel. Forbudet mot innsidehandel fremgår av art. 14 og innebærer at en person ikke skal (a) *foreta eller forsøke å foreta innsidehandel*, (b) *anbefale en annen person å foreta innsidehandel eller tilskynde en annen person til å foreta innsidehandel*, eller (c) *ulovlig spre innsideinformasjon*.

Høyesterett har uttalt i HR-2006-1523-A, heretter kalt Sense, at en sikker, ordnet og effektiv handel på dette området er en nødvendig forutsetning for at aktørene skal ha tillit til et verdipapirmarked.⁴⁷ Det følger også av MARs fortale punkt 2 at et velfungerende marked er en forutsetning for økonomisk vekst og velstand, og markedsmissbruk skader dette. For å redusere risikoen for innsidehandel er spredning av innsideinformasjon også forbudt, og det gjelder krav om at utstedere skal føre kontroll med personer som er eller potensielt kan være i besittelse av innsideinformasjon.⁴⁸

⁴⁷ HR-2006-1523 premiss 16

⁴⁸ Stordrange (2019) s. 48

2.1.1 Hvem og hva omfattes av reglene

MAR regulerer hovedsakelig forhold knyttet til finansielle instrumenter som er opptatt til handel på et regulert marked.⁴⁹ Definisjonen av finansielle instrumenter følger av MiFID II og omfatter blant annet aksjer og andre omsettelige verdipapirer, pengemarkedsinstrumenter samt børshandlede fond og derivater.⁵⁰ Forbudet mot innsidehandel gjelder for fysiske og juridiske personer som foretar transaksjoner for egen eller andres regning når de besitter innsideinformasjon.⁵¹

Forbudene og kravene i MAR gjelder for handlinger og unnlater, i og utenfor EU, relatert til instrumentene som omfattes av denne forordningen.⁵²

Innsidehandel etter MAR art. 8.1 første punktum gjelder erverv eller avhendelse. Erverv innebærer kjøp, tegning og bytte av finansielle instrumenter, hvorav avhendelse omfatter salg. Hovedsakelig omfatter reglene om innsidehandel den som treffer beslutningen om å handle, men medvirkning til innsidehandel straffes på samme måte.⁵³ Som nevnt er det straffbart å anbefale eller tilskynde andre til innsidehandel.⁵⁴ Anbefalinger og rådgivning er dermed den største formen for medvirkning ettersom vedkommende deltar i beslutningsprosessen.

2.2 Begrepet innsideinformasjon

Som vi kommer tilbake til under punkt 2.3.1, forutsetter innsidehandel at noen besitter innsideinformasjon. Innsideinformasjon er definert i art. 7.1 bokstav (a) og innebærer fire kumulative vilkår som må være oppfylt. Opplysningene må (i) *direkte eller indirekte vedrøre en eller flere finansielle instrumenter eller utstedere av slike*, den (ii) *må ikke være offentliggjort*, den (iii) *må være av presis karakter*, og den (iv) *må være egnet til å påvirke kursen merkbart dersom den blir offentliggjort*. For varederivater etter bokstav (b) gjelder et femte vilkår om at opplysningene må forventes å ville bli offentliggjort i samsvar med rettslige bestemmelser eller markedsregler. Bokstav (c) gjelder utslippskvoter, og bokstav

⁴⁹ Jf. MAR art. 2

⁵⁰ NOU 2017: 14 s. 18

⁵¹ Bergo (2021) s. 462

⁵² NOU 2017: 14 s. 20 og MAR art. 2.4

⁵³ Norsk vphl. § 21-13 og MAR art. 8.5

⁵⁴ MAR art. 8.2

(d) oppstiller samme vilkår for kundeordrer og kan utgjøre innsideinformasjon selv om ordrene ikke er utført ennå. Vi skal kort gjøre rede for de fire vilkårene i art. 7.1 bokstav a.

Det første vilkåret i definisjonen er at opplysningene må direkte eller indirekte vedrøre finansielle instrumenter eller utstedere. Det kan være opplysninger relatert til et oppkjøpstilbud, samtidig som vilkåret omfatter omsettelige verdipapirer som informasjon om aksjeselskaper, obligasjonsutstedere og børsnoteerte fond.⁵⁵

Det andre vilkåret for at en opplysning skal anses som innsideinformasjon er at den ikke er offentliggjort. Vilket – ofte omtalt som utilgjengelighetsvilkåret – viser at det kun er asymmetrier i informasjonstilgangen som er skadelig for investorenes tillit til markedet. I både engelsk og norsk rett har det blitt lagt til grunn at det ikke har betydning hvordan informasjonen har blitt offentlig tilgjengelig.⁵⁶

Det tredje vilkåret går ut på at informasjonen må være av presis karakter. Dette er nærmere definert i art. 7.2. Informasjon utgjør presise opplysninger «*dersom de indikerer at en eller flere omstendigheter foreligger, eller at det er rimelig å forvente at de kan komme til å foreligge, eller en hendelse som har inntruffet, eller som det er rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe, dersom disse opplysningene er tilstrekkelig spesifikke til at det kan trekkes en slutning om den mulige påvirkningen disse omstendighetene eller denne hendelsen kan ha på kursen av de finansielle instrumentene (..)*». Presisjonsvilkåret deles dermed inn i to ytterligere vilkår; eksistenskriteriet og spesifikasjonskriteriet. Vi kommer ikke til å gå nærmere inn på tolkningen av disse kriteriene.

Det fjerde og siste vilkåret er at opplysningene må være egnet til å påvirke kursen merkbart dersom de offentliggjøres. Forståelsen av vilkåret er nærmere legaldefinert i art. 7.4, og omhandler informasjon «*som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget i sine investeringsbeslutninger*». I HR-2012-812-A (Nettavisen) uttalte Høyesterett at «*fornuftig investor*»-testen vurderes ut ifra hvorvidt en presis opplysning er «*sensitiv eller viktig nok til at den*

⁵⁵ Bergo (2021) s. 436

⁵⁶ Stordrange (2019) s. 139 flg.

*får den alminnelige fornuftige investor til å reagere på den. Det er nok at investoren sannsynligvis vil bruke opplysningene som en del av sitt beslutningsgrunnlag, dersom han ser at den sannsynligvis vil utløse en gevinst».*⁵⁷

2.3 Vilkårene for innsidehandel

Definisjonen av innsidehandel fremgår av MAR art. 8 og hovedsakelig må to vilkår være oppfylt. For det første må personen *besitte* innsideinformasjon (besittelsesvilkåret). For det andre må vedkommende *utnytte* denne ved direkte eller indirekte erverv eller avhendelse for egen eller en tredjeparts regning (utnyttelsesvilkåret). Videre i bestemmelsen anses også «*utnyttelse av innsideinformasjon ved å trekke eller endre en ordre som ble plassert før personen var i besittelse av innsideinformasjon*» som innsidehandel. En forståelse av innsidehandel og forutberegneligheten rundt når en person besitter og/eller utnytter innsideinformasjon, er viktig ettersom slikt markedsmisbruk straffes med tyngende sanksjoner.

2.3.1 Besittelsesvilkåret

For å rammes av forbudet mot innsidehandel, kreves det at aktøren var i besittelse av innsideinformasjon *på* handelstidspunktet.⁵⁸ Tillit og like vilkår for deltakelse i kapitalmarkedene står sentralt slik at informasjon skal være tilgjengelig for alle å benytte.

Besittelse er ikke straffverdig i seg selv. Likevel presumeres det at personer utnytter informasjon dersom vedkommende er i besittelse av innsideinformasjon, og erverver eller avhender finansielle instrumenter som informasjonen vedrører.⁵⁹ Dette gjelder også ved tilbakekall og endring av ordrer. EU-domstolen tok stilling til bruken av innsideinformasjon i sak C-45/08 *Spector Photo v CBFA* (Spector). Det ble uttalt at hvorvidt en primærinnsider «bruker innsideinformasjonen» må avgjøres i lys av formålet med dagjeldende MAD, som er å beskytte integriteten og tilliten til finansmarkedet. Kun bruk som strider mot formålet utgjør ulovlig innsidehandel⁶⁰. EU-domstolen tolket MAD på en slik måte at innsidehandel

⁵⁷ HR-2012-812-A avsnitt 57

⁵⁸ Finanstilsynet Norge (2021)

⁵⁹ Prop. 96 LS (2018-2019) s. 54 og MARs fortale punkt 24

⁶⁰ Spector avsnitt 61

forutsetter bruk av innsideinformasjon og at det må være snakk om misbruk. Det skilles dermed mellom besittelse, bruk og misbruk av innsideinformasjon.⁶¹

Kriteriet om «bruk» legger opp til en generell objektiv rettsstridsreservasjon der anvendelsen av innsidehandelsforbudet skal vurderes i lys av MARs formål.⁶² I Spector henviser EU-domstolen til sak C-391/04 *Ypourgos Oikonomikon & Proistamenos DOY Amfíssas v Charilaos Georgakis* (Georgakis), som ble benyttet som rettskilde ved tolkningen av innsidehandelsforbudet i MAD. Avgjørelsen viser at innsidehandel forutsetter både besittelse og bevisst utnyttelse av innsideinformasjonen. Retten fremhevet viktigheten av likestilling mellom partene ved å hindre at enkelte kommer i en fordelaktig posisjon overfor de andre investorene.⁶³ Likeså konkluderte EU-domstolen med at det ikke var tale om innsideinformasjon eller utnyttelse av denne. Gruppen av investorer hadde lik informasjonstilgang slik at ingen befant seg i en fordelaktig situasjon.⁶⁴

2.3.2 Utnyttelsesvilkåret

MARs fortale legger til grunn at det avgjørende kjennetegnet ved innsidehandel er at noen oppnår en «uberrettiget fordel» (engelsk: «unfair advantage»), til ulempe for tredjeparter som ikke har samme informasjon, og følgelig at markedets integritet og investorenes tillit undergraves.⁶⁵ MAR krever at personen «bruker» (engelsk: «uses») informasjonen som faktisk gjør transaksjonen urettferdig. Tidligere gjeldende MAD art. 2 nr. 1 innebar et forbud for personer som besatt innsideinformasjon fra «å dra nytte av denne informasjonen med full kunnskap om fakta».

I EU-retten må informasjonen utnyttes, og det må derfor være årsakssammenheng mellom besittelse og handelen for at det skal være ulovlig innsidehandel. Kinander⁶⁶ viser til EU-rettens lære om at dersom insider har innsideinformasjon og har handlet, antas det at informasjonen spilte en rolle. I likhet med EU-retten

⁶¹ Bergo (2021) s. 470

⁶² Bergo (2021) s. 475

⁶³ Georgakis avsnitt 38

⁶⁴ Georgakis avsnitt 39

⁶⁵ MARs fortale punkt 23 og Spector avsnitt 52

⁶⁶ Kinander (2019)

foreligger det i dansk rett en presumsjon om at informasjonen er utnyttet dersom innsideren handler på dette.⁶⁷

På den andre siden har norsk lagmannsrett⁶⁸ uttalt at det ikke var rettslig grunnlag for å utlede et krav om årsakssammenheng, verken fra Spector, MAD art. 2 nr. 1, eller av generell norsk rettsoppfatning. En innsider vil dermed risikere å bli dømt for innsidehandel til tross for å ha bevist at innsideinformasjonen ikke var motiverende for handelen. Det reiser spørsmål angående hvorvidt personers rettssikkerhet og muligheten til å forsvare seg blir ivaretatt av det norske rettssystemet.⁶⁹ Finansdepartementet argumenterer også for lagmannsrettens syn i forarbeidene til endringen av vphl. § 3-1 for å inkorporere MAR. De viser til at subjektive forutsetninger for investeringsbeslutningen ikke er relevante ved tilbakevisning av presumsjonen.⁷⁰ Det skaper lite samsvar mellom norsk tolkning og EU-rettslig tilnærming og uheldige konsekvenser i forbindelse med innsiders forsvarsmuligheter.

2.3.3 Legitim atferd

MAR art. 9 oppstiller begrensninger i presumsjonen for at det foreligger innsidehandel i visse tilfeller. Bestemmelsens nr. 1 til 5 beskriver atferd, transaksjoner og handelsordrer som ikke skal anses som utnyttelse av innsideinformasjon, og dermed ikke anses som innsidehandel «basert på det faktum alene» at vedkommende var i besittelse av innsideinformasjon.⁷¹ EU ønsker ikke å forby legitim handel i finansielle instrumenter gjennom forbudet, slik at det er nødvendig å anerkjenne visse former for legitim atferd.⁷²

⁶⁷ Fogtdal (2015) s. 35, jf. U.2005.984 H

⁶⁸ LB-2017-153037-3 punkt 6 (Funcom)

⁶⁹ Jf. EMK art. 6 nr. 2, jf. Grl. § 96 annet ledd

⁷⁰ Prop. 96 LS (2018-2019) s. 56

⁷¹ Prop. 96 LS (2018-2019) s. 50

⁷² MARs fortale punkt 29

3. Tilsyn og sanksjonering

3.1 Tilsyn

EU/EØS-rettslige krav

Hvert medlemsland i Unionen skal ha nasjonale tilsynsmyndigheter med felles virkemidler til rådighet. Formålet er å sørge for effektiv oppfølging av regelverket og at overtredelser blir sanksjonert. Det følger av MAR art. 22 at hver EØS-stat skal velge en nasjonal tilsynsmyndighet som skal følge pliktene og tilsyn etter markedsmisbruksreglene. I EU har det tidligere vært en rekke minimumskrav til virkemidlene nasjonale tilsynsmyndigheter skal ha til rådighet, men medlemsstatene har utover dette hatt mulighet til å gjøre nasjonale tilpasninger. Det har resultert i at det nå er en merkbar variasjon i medlemsstatenes sanksjonsregime.

Tilsynsstrukturen for markedsatferd består hovedsakelig av nasjonale tilsynsmyndigheter. Ettersom det er et økende antall saker i EU som involverer flere landegrenser, vil også samarbeidet mellom de nasjonale tilsynsmyndighetene få en større betydning i bekjempelsen mot overtredelser av markedsmisbruksreglene.⁷³ Nasjonale tilsynsmyndigheter kan føre tilsyn gjennom generelle varslingsplikter for alle transaksjoner og spesielle varslingsplikter for mistenkelige transaksjoner.⁷⁴ Samtidig skal hvert medlemsland legge til rette for at det etableres effektive tiltak for å sikre at brudd på regelverket blir oppdaget og rapportert, slik som «whistleblowing»-tiltaket i MAR. I likhet med varslingsplikter etter MAR, består regelverket også av detaljerte bestemmelser om tilsyns- og etterforskningsmidler til tilsynsmyndigheter. Makten består av rett til å få innsyn i dokumenter og kreve informasjon fra aktuelle personer i saken, samt utføre inspeksjon. For gebyrnivå ved overtredelser fremgår det av ESMA's årlige rapport en oversikt som er i tråd med MAR art. 33.

Ifølge MAR art. 34 skal vedtak om overtredelser av regelverket som hovedregel offentliggjøres av nasjonale tilsynsmyndigheter, og skal inneholde opplysninger om

⁷³ Veil (2022) s. 154

⁷⁴ For eksempel skal Oslo Børs umiddelbart varsle Finanstilsynet dersom børsen har mistanke om vesentlige brudd på relevante lover og forskrifter mv., jf. punkt 2.14 i Oslo Børs Regelbok II - utstederregler

identiteten til overtrederen og hvilken type overtredelse det er. Det fremgår noen unntak til denne hovedregelen som ikke vil bli nærmere diskutert i denne oppgaven.

ESMA's rolle

I 2010 ble EUs finanstilsynssystem (ESFS) opprettet. Dette består av Det europeiske systemrisikorådet (ESRB), EUs finansbyråer for bank (EBA), verdipapirmarkeder (ESMA) og forsikring og pensjon (EIOPA). Formålet med det nye europeiske tilsynssystemet var å styrke tilsynet ved den europeiske finanssektoren, skape finansiell stabilitet og forbedre investorbesskyttelsen.⁷⁵ I 2019 ble det gjort endringer i finanstilsynssystemet, som gir finanstilsynene flere oppgaver vedrørende oppfølging av både regelverk og nasjonale tilsynsmyndigheter. Det ble vedtatt å gi finanstilsynene større mulighet til å gripe inn ved uenigheter nasjonalt, for å kunne megle og fatte vedtak.⁷⁶

ESMA har en koordinerende rolle og samarbeider med nasjonale tilsynsmyndigheter. Det er et selvstendig rettssubjekt og kan på noen områder fatte bindende vedtak for nasjonale tilsynsmyndigheter og enkeltinstitusjoner. Dersom man ikke får løst problemene nasjonalt etter en formell uttalelse fra Kommissjonen, kan ESMA gripe inn og fatte vedtak overfor enkeltselskaper. Dessuten kan ESMA utarbeide utkast til nytt regelverk som vedtas av Kommissjonen. I tillegg til å utarbeide retningslinjer og anbefalinger om hvordan medlemsstater skal praktisere regelverket på europeisk nivå for å sikre lik anvendelse av det felleseuropeiske regelverket. På nåværende tidspunkt fører ikke ESMA direkte tilsyn med at markedsaktører overholder MAR.

Norge

I Norge er Finanstilsynet den nasjonale tilsynsmyndigheten for overholdelse av reglene i MAR. Finanstilsynet skal føre tilsyn med markedene og foretakene som omfattes av markedsmisbruksreglene, i tillegg til å være en sanksjonsmyndighet ved regelbrudd.⁷⁷

⁷⁵ Myklebust (2011) s. 80-81

⁷⁶ Revisjon av EUs finanstilsynssystem (ESFS)

⁷⁷ Norsk vphl. kapittel 19, og finanstilsynsloven § 1 og 2

Regulerte markeder – dvs. systemer som tilrettelegger for kjøp og salg av finansielle instrumenter opptatt til handel på markedet, for eksempel børser – har ansvar for å overvåke aktørene i markedet, i tillegg til å sørge for etterlevelse av markedets regler og overvåking av transaksjoner. Tilsyn med offentliggjøring av innsideinformasjon og utsettelse av denne vedrørende finansielle instrumenter opptatt til handel på regulert marked eller MHF, er delegert til operatør av handelsplassen, jf. verdipapirforskriften § 17-1. I Norge har Finanstilsynet utpekt Oslo Børs som operatør av regulert marked og MHF, og de har dermed tilsynsmyndighet.

Finanstilsynet kan for enkelte typer overtredelser, som ulovlig spredning av innsideinformasjon⁷⁸ og markedsmanipulasjon⁷⁹, ilegge overtredelsesgebyr, jf. norsk vphl. § 21-1. Dersom det er mistanke om overtredelse av markedsmisbruksreglene som kan føre til straff, meldes saken til politiet. I Norge samarbeider Finanstilsynet med Økokrim, som er en enhet for etterforskning og påtale av både miljø- og økonomisk kriminalitet.

Danmark

Det danske Finanstilsynet er den nasjonale tilsynsmyndigheten for overholdelse av reglene i MAR. Virksomheten til Finanstilsynet kan deles opp i tre hovedområder: tilsyn, lovgivningsarbeid og informasjon.⁸⁰ Tilsynet i Finanstilsynet med kapitalmarkeder og markedsatferd er delt mellom Kapitalmarkedskontor 1 og 2.

Regulerte markeder er pliktig til å overvåke at utstederne oppfyller sine forpliktelser og overholder reglene. Ved mulige overtredelser av lover og forskrifter er børsen pliktig til å opplyse Finanstilsynet om forholdene. Nasdaq Copenhagen (heretter kalt: danske børsen) har videreført lovgivningen i sitt eget interne regelverk, inkludert sanksjonsbestemmelser, dette er uavhengig av Finanstilsynet. Den danske børsen og Finanstilsynet samarbeider om tilsynet av etterlevelsen av markedsmisbruksreglene. Ved mulige overtredelser av reglene vil den danske børsen varsle Finanstilsynet, og begge undersøker saken på bakgrunn av hvert sitt regelverk og sanksjonerer basert på det.

⁷⁸ Jf. MAR art. 14 bokstav c

⁷⁹ Jf. MAR art. 15

⁸⁰ Fogtdal (2015) s. 190

Finanstilsynet kan gi påbud og dermed pålegge en bestemt handling eller oppførsel i fremtiden, hvis det oppdages at et selskap utøver en lovstridig atferd eller unnlater å utføre nødvendige handlinger.⁸¹ Finanstilsynet har også makt til å foreta inspeksjoner på stedet uten en rettskjennelse i saker som er omfattet av markedsmisbruksreglene. Samtidig kan det gis forelegg for tilfeller hvor det er spesifikk hjemmel for det. I saker som innebærer overtredelse av straffbare bestemmelser, vil Finanstilsynet vurdere om det er grunnlag for å politianmelde det. I Danmark er det Nasjonal enhet for Særlig Kriminalitet (NSK) som står for etterforskningen og straffeforfølgelsen av komplekse saker om økonomisk kriminalitet. Likevel er det få saker i Danmark som går videre til domstolene for en løsning, da de fleste saker om mulige overtredelser av markedsmisbruksreglene håndteres og løses av Finanstilsynet.

3.2 Utviklingen i strafferamme

Norge

Strafferammen for innsidehandel økte fra inntil ett år til seks års fengsel i 1991.⁸² Finansdepartementet på den tiden mente at strafferammen for innsidehandel burde skjerpes vesentlig. Strafferammen for tyveri, underslag og bedrageri var bøter eller fengsel inntil tre år, og for grove forbrytelser var det bøter eller fengsel inntil seks år. Flere av høringsinstansene i Ot.prp. nr. 72 (1990-1991) var kritisk til denne endringen og mente at fengsel inntil seks år var en svært høy strafferamme. Ettersom strafferammen inkluderte uaktsomme overtredelser, ble strafferammen også kritisert for å være unyansert.

I 1996 argumenterte Bankforeningen⁸³ i en høringsuttalelse at det var nødvendig å senke strafferammen for innsidehandel. Det ble vist til at kursmanipulasjon vil kunne være en større trussel mot et velfungerende verdipapirmarked enn innsidehandel.⁸⁴ Det ble likevel besluttet å videreføre strafferammen på inntil seks

⁸¹ Finanstilsynet Danmark (2017)

⁸² Ot.prp. nr. 72 (1990-1991) punkt 2.4.6

⁸³ Ot.prp. nr. 29 (1996-97)

⁸⁴ Som nevnt i punkt 3.1 åpner norsk vphl. § 21-1 for å ilegge overtredelsesgebyr for markedsmanipulasjon. Det gjelder imidlertid ikke for forbudet mot innsidehandel, og det er betenkelig at markedsmanipulasjon sanksjoneres mildere når det anses å ha større skadepotensial

års fengsel, samtidig som strafferammen for overtredelse av forbudet mot markedsmanipulering økte til samme nivå. Finansdepartementet foreslo på dette tidspunktet en skjerping av innsidereguleringene, i tillegg til enkelte presiseringer i forbudet mot innsidehandel.⁸⁵

Danmark

Det straffesanksjonerte forbudet mot innsidehandel ble innført ved lov om Københavns Fondsbørs i 1986.⁸⁶ Straffen for overtredelse av forbudet mot innsidehandel var på dette tidspunktet bøter. Børsreformen i 1995 førte til at lov om Københavns Fondsbørs ble erstattet med den danske vphl., noe som også resulterte i at straffesanksjonen for innsidehandel ble endret til bøter eller fengsel inntil ett år og seks måneder. Ved grove overtredelser eller større antall forsettlig overtredelser ble strafferammen satt til inntil fire års fengsel.⁸⁷

I kjølvannet av finanskrisen i 2008 var det en betydelig økning i antall anmeldelser vedrørende økonomisk kriminalitet i Danmark, samtidig som straffesakene om innsidehandel nå var enda mer omfattende og kompliserte. Som en konsekvens av dette, ble det i 2013 vedtatt nye regler i Danmark om straffeutmålingen for markedsmissbruk, hvor strafferammen for de groveste tilfellene av innsidehandel og kursmanipulasjon økte fra fire til seks år.⁸⁸ Videre ble det en forbedring av politiets etterforskning da de fikk adgang til å kunne benytte seg av telefonavlytting.

⁸⁵ Ot.prp. nr. 29 (1996-97), punkt 1.2 - Innsidehandel

⁸⁶ Ved lov nr. 316 av 4.juni 1986 om Københavns Fondsbørs

⁸⁷ Jf. dansk vphl. (1995) § 94

⁸⁸ Dansk straffelov § 299d

3.3 Sanksjonssystemet

EU

Libor-skandalen⁸⁹ viste at smutthull i regelverket for markedsmisbruk påvirker ikke bare verdipapirmarkedets tillit, men kan også påføre tap for investorer og skape forstyrrelser i økonomien.⁹⁰ Skandalen førte til at markedsmisbruksregimet ble gjenstand for endringer, hvorav MAD II ble vedtatt. De administrative sanksjonene som medlemsstatene tidligere opererte med for å sanksjonere brudd på MAD, var ikke tilstrekkelige for å forhindre og bekjempe markedsmisbruk.⁹¹ MAD II ble derfor vedtatt i 2014 som et minimumsdirektiv med strafferettslige sanksjoner med formål om å straffe «*serious forms of market abuse*» som er «*particularly unacceptable*».⁹² Innføringen av minimumsregler for strafferettslige sanksjoner skulle sikre effektiv implementering av EUs politikk og hindre markedsmisbruk. Atferd som anses «*serious*» er tilfeller «*where the impact on the integrity of the market, the actual or potential profit derived or loss avoided, the level of damage caused to the market, or the overall value of the financial instruments is high*».⁹³ Reglene har som formål å sende et signal til samfunnet om at denne atferden ser medlemsstatene på som svært alvorlig.

På denne måten opererer EU med et tosporet sanksjonssystem. MAR tar sikte på å sanksjonere mindre alvorlige og ikke-forsettlige tilfeller av ulovlig innsidehandel administrativt⁹⁴. Medlemsstatene kan imidlertid beslutte å ikke fastsette bestemmelser om administrative sanksjoner dersom de allerede har strafferettslige sanksjoner for overtredelser av markedsmisbruksreglene.⁹⁵ For de mer alvorlige overtredelsene anvendes straffebestemmelsene i MAD II.⁹⁶ Likeså uttalte EU i MAD IIs fortale punkt 7 at ikke alle medlemsstatene har utarbeidet straffereaksjoner ved overtredelser av nasjonal lovgivning som har implementert MAD. Ulike tilnærminger vil undergrave harmoniseringen av det indre marked og

⁸⁹ Libor er omtalt som verdens viktigste rente og bestemmer blant annet hvor mye det koster å låne penger. I 2012 kom det frem at meglere ved flere finansinstitusjoner i Storbritannia forsøkte å manipulere renten. Manipuleringen førte blant annet til at finansielle kontrakter ble feilpriset. Det skapte alvorlig mistillit i den finansielle sektoren og reiste spørsmål angående rentens validitet

⁹⁰ MAD IIs fortale punkt 7

⁹¹ MAD IIs fortale punkt 5

⁹² MAD IIs fortale punkt 6

⁹³ MAD IIs fortale punkt 11

⁹⁴ MAR art. 30 nr. første avsnitt

⁹⁵ Jf. MAR art. 30 nr. 1 annet avsnitt

⁹⁶ Jf. MAD II art. 3

gi insentiver til å foreta innsidehandel i land som ikke har straffesanksjoner. Enkeltstater skal ikke ha muligheten til å være «frihavner» for markedsmissbruk som kan spre seg mellom markeder og over landegrensene. EU-lovgiver la til grunn at et felles sett med minimumsregler ville medføre mer hensiktsmessige etterforskningsmetoder og skape effektive samarbeidsmuligheter mellom medlemsstatene.⁹⁷ Fravær av slike sanksjoner vil kunne svekke den allmennpreventive effekten som er sentral i utformingen av straffesystemet.

Utviklingen av et felles sanksjonsregime er som følge av store forskjeller ved effektiviteten av håndhevelsen av regelverket.⁹⁸ Flere nasjonale sanksjonsregimer manglet hjemler for å ilegge ulike typer overtredelsesgebyrer eller hadde for lave rammer for gebyrene. Finansdepartementets proposisjon viser til EU-kommisjonens meddelelse fra 2010⁹⁹ som belyser målene om en helhetlig forsterkning og samordning av sanksjonsbestemmelsene på finansområdet. Samtidig skaper systemet større fleksibilitet for myndighetene. Kommisjonen påpekte i sin meddelelse at tilsynsmyndighetene bare kan ilegge sanksjoner som er optimale «*in terms of effectiveness, proportionality and dissuasiveness, if they have a wide range of different sanctioning powers*».¹⁰⁰ For å sikre forholdsmessighet, bør valget av sanksjon blant annet ta hensyn til overtredelsens grovhet og varighet, skjerpene eller formildende omstendigheter samt enhver identifisert finansiell fordel.¹⁰¹ Administrative sanksjoner omfatter imidlertid ikke kun overtredelsesgebyr, men også forbud mot å utøve ledelsesfunksjoner i et verdipapirforetak og offentliggjøring av vedtak. «Name and shame» medfører at markedsdeltakere informeres om hvilken type atferd som anses å utgjøre en overtredelse for å fremme god atferd.¹⁰² Mindre alvorlige overtredelser kan sanksjoneres administrativt slik at prosessen blir mer effektiv og mindre ressurskrevende.

⁹⁷ MAD IIs fortale punkt 7

⁹⁸ Prop. 96 LS (2018-2019) s. 81

⁹⁹ COM(2010) 716 final

¹⁰⁰ COM(2010) 716 final s. 6

¹⁰¹ MARs fortale punkt 71

¹⁰² MARs fortale punkt 73

Norge

Med tiden har strafferammen blitt forhøyet og tilsynet med det norske verdipapirmarkedet og aktørene blitt bedre. I 1991 ble strafferammen for innsidehandel som nevnt i punkt 3.2 endret fra ett til seks år.¹⁰³ Straffverdigheten ved slike overtredelser anses fremdeles høy og bærer preg av bedrageri og brudd på verdipapirmarkedets integritet – som er ett av formålene som loven sikter på å ivareta. I henhold til gjeldende rett straffes forsettlig eller uaktsom innsidehandel med bøter eller fengsel inntil seks år.¹⁰⁴

Spørsmålet om å innføre administrative sanksjoner var oppe i Finansdepartementets vurdering i forbindelse med gjennomføringen av MAR i norsk rett.¹⁰⁵ Norge har valgt et ensporet sanksjonssystem der det ikke er gitt adgang til å sanksjonere innsidehandel administrativt, og har dermed benyttet seg av den nevnte unntaksbestemmelsen i MAR art. 30 nr. 1 annet avsnitt. I tilfeller av uaktsom innsidehandel kunne det tenkes at overtredelsesgebyr ville vært mer effektivt da de strafferettslige beviskravene er vanskelig å oppfylle. I Finansdepartementets proposisjon fremgår det at overtredelser av innsidehandel må anses så alvorlig og skadelig for tilliten til markedet, at straffeforfølgning bør være den eneste reaksjon.¹⁰⁶ Videre fant Finansdepartementets utvalg at siden fengselsstraff er Høyesteretts normalreaksjon, da overtredelse per definisjon «aktivt misbruker markedet», bør det ikke åpnes for å ilegge overtredelsesgebyr. Ubetinget fengsel har vært standarden i norsk rett selv om ikke alltid handlingene har medført alvorlige konsekvenser.¹⁰⁷

Det er kun brudd på forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon som kan føre til administrative reaksjoner. De norske straffebestemmelsene går imidlertid lenger enn MAD II både når det gjelder strafferammer og vilkår for straff.¹⁰⁸ Selv om dagens norske vphl. inneholder både administrative og strafferettslige sanksjoner, legger MAR opp til en mer omfattende bruk av administrative

¹⁰³ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 145

¹⁰⁴ Norsk vphl. § 21-15 første ledd

¹⁰⁵ NOU 2017: 14 s. 109

¹⁰⁶ Prop. 96 LS (2018-2019) s. 113 og NOU 2017: 14 s. 109

¹⁰⁷ Jf. Rt-2014-452 (Eltek). I denne saken begrunnet lagmannsretten fengselsstraffen med at innsidehandel må straffes svært strengt med hensyn til allmennprevensjon og tilliten til markedet.

¹⁰⁸ NOU 2017: 14 s. 12 og Prop. 96 LS (2018-2019) s. 98-99

reaksjoner enn det er mulig å ilegge i norsk rett. MAD II er derimot ikke gjennomført i norsk rett ettersom direktivet ikke anses EØS-relevant. Vi vil drøfte hvorvidt MAD II har indirekte virkning på norsk og dansk praksis senere i oppgaven.

I NOU-en fra 2017 mener utvalget at det må foretas en avveining av behovet for å innføre overtredelsesgebyr for brudd på MAR mot hensynet til rettssikkerhet for dem som blir ilagt gebyrene.¹⁰⁹ Bergo argumenterer for at Norge kommer nærmere MAR og EUs tilnærming ved å la Finanstilsynet sanksjonere markedsmisbruk med overtredelsesgebyr.¹¹⁰ Et sentralt poeng med at regelverket denne gangen ble gjennomført som en forordning var ytterligere harmonisering av gjeldende rett i medlemsstatene. I lys av MAR og MAD II, uttalte utvalget at de ville «foreta en helhetlig gjennomgang av børns- og verdipapirhandellovens bestemmelser om straff og administrative sanksjoner, og utrede behovet for eventuelle lovendringer».¹¹¹

Danmark

Danmark har reservert seg mot å inkorporere MAD II, i tråd med Lisboa-traktaten som innebærer at enkelte EU-land ikke automatisk blir bundet av EUs overnasjonale lovforslag i forbindelse med frihet, sikkerhet og rettferdighet.¹¹² Det medfører at Danmark ikke er bundet av direktivet.¹¹³

I dag reguleres ikke spørsmålet om hva som utgjør markedsmisbruk lenger av dansk lovgivning, da MAR er gjeldende i dansk lov. Selve hjemmelen for å straffe markedsmisbruk fremgår derimot fremdeles av dansk lovgivning. Danmark går, i likhet med Norge, lenger enn det som kreves etter MAD II da uaktsomme overtredelser også er underlagt straffesanksjoner. Som hovedregel sanksjoneres innsidehandel med ubetinget fengsel. Betingede dommer med eller uten samfunnstjeneste anvendes normalt ikke i saker vedrørende innsidehandel.¹¹⁴

¹⁰⁹ NOU 2017: 14 s. 107

¹¹⁰ Bergo (2018) s. 323

¹¹¹ NOU 2017: 14 s. 15

¹¹² Robson (2015)

¹¹³ Treaty of European Union (TEU) protokoll 22 art. 2

¹¹⁴ Ref. Trudsø Advokatfirma

Felles for Norge og Danmark

Rettstilstanden i Norge og Danmark vil være annerledes enn EU sitt tosporet system. Det kan argumenteres for at det spiller liten rolle ettersom definisjonen og forbudet mot innsidehandel er det samme i MAR og MAD II. På den andre siden vil ikke Norge og Danmark ha samme mulighet til å skreddersy sanksjoneringen som EU hevder kan gjøres med et større utvalg av sanksjoner.¹¹⁵ Larosiére-rapporten peker også på at medlemsstatene bør vedta konsistente sanksjonsregimer på tvers av det indre marked. Begrunnelsen er at «*supervision cannot be effective with weak, highly variant sanctioning regimes*».¹¹⁶ Danmark, i likhet med Norge, praktiserer dermed ikke EUs oppfordring om å utarbeide et felles sett med sanksjoner.

EU uttalte i en pressemelding¹¹⁷ fra 2017 at de vil fortsette å utarbeide reformer for ytterligere finansiell integrasjon og sikre at finansmarkedene i EU er godt regulerte, sterke og stabile. Blant annet skal det gjøres mer for å øke regulerings- og tilsynskonvergensens i det indre marked gjennom etableringen av en felles tilsynsmyndighet, ESMA.

I det neste skal vi analysere norsk og dansk rettspraksis ved å se på sentrale faktorer som domstolene har lagt til grunn ved straffutmålingen av innsidehandel.

¹¹⁵ COM(2011) punkt 3

¹¹⁶ Larosiére-rapporten (2009) avsnitt 201

¹¹⁷ European Commission (2017). Creating a stronger and more integrated European financial supervision for the Capital Markets Union

4. Analyse

4.1 Norsk og dansk rettspraksis

Rettspraksis er en viktig rettskilde for å forstå hvilken linje domstolene legger seg på når det gjelder straffutmåling ved innsidehandel.

I 2020 undersøkte det norske Finanstilsynet 92 saker vedrørende ulovlig innsidehandel og/eller brudd på taushetsplikten/listeføring, men kun én sak ble anmeldt til påtalemyndighetene.¹¹⁸ Finanstilsynet i Danmark opprettet, i samme år, 134 saker vedrørende innsidehandel, og anmeldte tre saker.¹¹⁹ I 2022 falt antall opprettede saker til 88, og anmeldte tre saker videre til NSK. Generelt viser denne statistikken at det er begrenset med rettspraksis på dette området, men vårt domsutvalg inneholder flere uttalelser om straffutmåling og er lettere anvendelige for senere sammenligning.

Norske dommer som vi hovedsakelig tar utgangspunkt i er *Sense* (HR-2006-1523-A), *PR-rådgiver* (HR-2011-355-A), *Pareto* (HR-2013-1977-A) og *Acta* (LG-2013-52571-2). Fra Danmark ser vi hva domstolene legger vekt på i *Midtbank* (U.2005.984H), *Finansforbundet* (U.2009.2142), *Novo Nordisk* (SS1-18911/2009) og *Ambu* (nr. 1-74/2022). Analysen vil presentere hovedtrekkene i hver sak, men for nærmere beskrivelse av domsavgjørelsene, se vedlegg 2 i oppgaven.

4.1.1 Hva legger norske domstoler vekt på?

Ubetinget fengsel som hovedregel

I 2003 avsa Oslo tingrett en dom hvor retten uttalte at faren som innsidehandel innebærer, medvirker til at alle «*mer alvorlige overtredelser*» bør sanksjoneres med ubetinget fengselsstraff.¹²⁰ Til tross for det, la underrettspraksis i 2004 seg på et relativt lavt straffenivå.¹²¹ På dette tidspunktet forelå det ingen tidligere høyesterettsdommer som kunne gi føringer for straffutmålingen og lagmannsretten¹²² var delt i sitt syn på fastsettelsen av straffen. I RG-2004-676

¹¹⁸ Finanstilsynet Norge (2021)

¹¹⁹ Finanstilsynet Danmark (2023)

¹²⁰ Jf. TOSLO-2003-18037

¹²¹ RG-2004-676

¹²² Ref. RG-2004-676

hadde vedkommende handlet forsettlig og mottok en betydelig gevinst, noe som normalt indikerer høy straff. Likevel fikk tiltalte kun ett års fengsel der elleve måneder ble gjort betinget.

Sense-saken fra 2006 omhandlet en statsautorisert revisor som var ansatt som finansdirektør i Reitan Gruppen AS fra sommeren 2002 til sommeren 2003. Dette selskapet var i forhandlinger om oppkjøp av det børsnoterte selskapet Sense Communication International. Tiltalte kjøpte og tilskyndet sin bror til å kjøpe Sense-aksjer etter å ha blitt kjent med Reitan-selskapets planer om oppkjøp. Han handlet for kr 770.000 og fikk en gevinst på kr 500.000. Da saken var oppe for lagmannsretten i 2005, forelå det kun to fellende avgjørelser fra lagmannsretten.¹²³ Lagmannsretten uttalte blant annet at «en nivåendring eventuelt måtte komme som resultat av signal fra Høyesterett».¹²⁴ I 2006 avsa Høyesterett dom i saken, og det ble den første dommen som uttalte seg spesifikt om straffutmåling. Her bekreftet retten at straffen ved innsidehandel av «noe omfang» normalt utmåles til ubetinget fengsel. Begrunnelsen i Høyesterett var at verken bøter eller betinget fengsel ville ha nødvendig allmennpreventiv virkning.¹²⁵ Høyesterett fastsatte straffen til seks måneders ubetinget fengsel, mens lagmannsretten først hadde satt den til 90 dagers fengsel, hvorav kun 30 dager var ubetinget. Som lagmannsretten etterspurte, ga Høyesterett et meget klart signal om endring i straffenivå.

Straffen i Sense ble utmålt basert på vesentlig tillitsbrudd gjennom forsettlige handlinger. Dommen ble et vannskille for bruken av betinget og ubetinget fengsel. Tidligere var det vanligere å gjøre straffen helt eller delvis betinget. Fra dette tidspunktet anviste Høyesterett at fremtidige saker kom til å dømmes strengere enn tidligere praksis.

Lovens formål og tillitsbrudd

Høyesterett har funnet det naturlig å ta utgangspunkt i det formål som vphl. skal tjene, som er å legge til rette for «en sikker, ordnet og effektiv handel», jf. § 1-1.¹²⁶ For at aktørene skal ha tillit til markedet, er det en nødvendig forutsetning at

¹²³ Se RG-2004-676 og RG-2004-1136

¹²⁴ LF-2005-152787

¹²⁵ HR-2006-1523-A avsnitt 19

¹²⁶ HR-2006-1523-A avsnitt 16

formålet ivaretas. Redusert tillit og dårligere fungerende marked vil igjen svekke markedet som finansieringskilde for næringslivet. Både PR-rådgiver¹²⁷, Pareto¹²⁸ og Acta¹²⁹ fremhever viktigheten av et velfungerende marked og problemet rundt at enkelte får tilgang på informasjon som ikke er allment kjent. For å styrke markedets evne til å tiltrekke investorer og økt likviditet, er forbudet mot innsidehandel en mekanisme som fungerer allmennpreventivt og gir effektiv håndhevelse. Sentralt i utmålingen er dermed om overtredelsene har ført til illojale tillitsbrudd. Misbruk av innsideinformasjon undergraver tilliten og dette tillegges stor vekt ved straffutmålingen.¹³⁰ Det gjelder både personer som har betrodde stillinger, men også den som mer tilfeldig blir kjent med opplysninger dersom han forstår eller burde forstå at det er innsideinformasjon.¹³¹

PR-rådgiver-saken handlet om tre ulike siktede og innsideinformasjonen var knyttet til tre ulike selskap.¹³² Person A ble dømt for å ha tilskyndet en annen til kjøp av aksjer ved tre anledninger basert på sin rolle som medierådgiver for de tre selskapene han hadde fått innsideinformasjon om. Sammenlignet med Sense, gjorde dette forholdene vesentlig mer alvorlige på grunn av tilliten han hadde i sin stilling. Person B fikk innsideinformasjon fra A ved tre anledninger og tipset person C, som var en nær bekjent, om informasjonen. Under de straffbare handlingene drev B virksomhet som investor og Høyesterett anså han som en profesjonell aksjeinvestor som var «godt kjent med hva som er spillereglene for aksjehandel».¹³³ C handlet aksjer på vegne av to selskaper han hadde eierskap i, men var ikke en profesjonell investor selv om han var «godt orientert i aksjemarkedet».¹³⁴ Ettersom A var medierådgiver og B var en profesjonell investor innebærer det brudd på tillit de har fått fra markedet. Høyesterett fant det dermed skjerpene at A tilskyndet andre til å handle ved tre anledninger og at B investerte store summer og spredte informasjonen til andre.

¹²⁷ HR-2011-355-A avsnitt 32

¹²⁸ HR-2013-1977-A avsnitt 35

¹²⁹ LG-2013-52571-2 pkt. 10.2

¹³⁰ HR-2006-1523-A avsnitt 21

¹³¹ HR-2006-1523-A avsnitt 22

¹³² HR-2011-355-A avsnitt 16-18. Selskapene innsideinformasjonen gjaldt var Via Travel Group ASA, Findexa Ltd. og Ignis ASA

¹³³ HR-2011-355-A avsnitt 42

¹³⁴ HR-2011-355-A avsnitt 46

I Pareto utmålte Høyesterett straff for fem tilfeller av innsidehandel, ett tilfelle av brudd på taushetsplikten og for brudd på verdipapirhandelens regler om god forretningsskikk. Tiltalte var aksjemegler og partner i et av Norges største meglerforetak. Å foreta innsidehandel når man har en betrodd stilling som profesjonell aktør er et klart brudd på tilliten fra verdipapirmarkedet.¹³⁵ Lagmannsretten i saken påpekte også at arbeidsgiveren var utsatt for omdømmetap som resultat av tiltaltes handlinger.

Grove tillitsbrudd var også fremtredende i Acta-saken.¹³⁶ Syv personer ble siktet i saken for økonomisk kriminalitet knyttet til handel i Acta-aksjen og andre finansielle instrumenter.¹³⁷ Hovedtiltalte var gründer og tidligere hovedaksjonær i Acta, og dermed primærinnsider¹³⁸ i selskapet. Han hadde dermed betrodde stillinger i selskapets toppledelse, i tillegg til å ha en ledende rolle blant de tiltalte hvor han utnyttet informasjon til alle de involvertes vinning.¹³⁹ Hovedtiltalte foretok handler i Acta-aksjer, som reelt sett var hans, men ble omsatt i navnet til de medtiltalte, der alle enten var familie, venner eller bekjente.¹⁴⁰ Han foretok dermed kjøp av aksjer gjennom andre i perioder hvor han besatt innsideinformasjon. Med videre henvisning til Pareto, peker Høyesterett på at tillitsbrudd bidrar til dårligere fungerende markeder som gjør det vanskeligere og dyrere for selskapene å reise kapital.¹⁴¹

Allmennprevensjon og oppdagelsesrisiko

I 2013 påpekte Høyesterett i Pareto-saken nok en gang at det gjelder sterke allmennpreventive hensyn ved innsidekriminalitet.¹⁴² Det skilles mellom allmennpreventive og individualpreventive hensyn. Allmennpreventive hensyn innebærer at strafferettslige tiltak må anvendes for å forhindre at mennesker generelt begår lovbrudd, mens individualprevensjon skal hindre at den konkrete

¹³⁵ HR-2013-1977-A avsnitt 39

¹³⁶ Saken omhandler imidlertid flere brudd på markedsmisbruksreglene, men det er punktene om innsidehandel som er av betydning for oppgaven

¹³⁷ LG-2013-52571-2 punkt 1.2

¹³⁸ Primærinnsider er definert i MAR art. 3 nr. 1 punkt 25 som «personer med ledelsesansvar», for eksempel personer som er medlem av foretakets administrasjons-, ledelses- eller kontrollorgan

¹³⁹ LG-2013-52571-2 pkt. 10.2.1

¹⁴⁰ Moe & Lilleby (2015)

¹⁴¹ LG-2013-52571-2 pkt. 10.2, jf. HR-2013-1977-A avsnitt 35

¹⁴² HR-2013-1977-A avsnitt 35

personen gjennomfører nye lovbrudd.¹⁴³ I flere av dommene viser Høyesterett til at allmennpreventive hensyn veier særlig tungt ved straffutmålingen for å avskrekke personer fra å handle basert på innsideinformasjon.¹⁴⁴ Som EU også påpeker gjennom MAD II, skal sanksjonene ha en avskrekkende (engelsk: «dissuasive») virkning.¹⁴⁵ For å skape tilstrekkelig etterlevelse av regelverket som verner om allmenne samfunnsmessige verdier, taler det for at brudd på forbudet mot innsidehandel bør medføre vesentlige sanksjoner.

Innsidekriminalitet er også gjerne enkelt å gjennomføre, men vanskelig å både oppdage og etterforske sammenlignet med annen vinningskriminalitet. Høyesterett i Sense påpekte at misbruk av innsideinformasjon legger igjen relativt få objektive observerbare spor.¹⁴⁶ Lav oppdagelsesrisiko tilsier også at allmennpreventiv effekt oppnås best gjennom strengere reaksjoner.¹⁴⁷ Høyesterett i Pareto gjorde gjeldende at handlingene rammer markedet i større grad enn det påfører enkeltpersoner tap, slik at handlingene ikke etterlater noen fornærmede.¹⁴⁸

Grad av skyld

Innsidehandel dreier seg ofte om «veloverveide handlinger» som er begått med forsett om å skaffe seg en uberettiget gevinst eller for å unngå tap. I Pareto forsøkte tiltalte å holde forholdene skjult, og Høyesterett fant på det rene at han handlet forsettlig.¹⁴⁹ Streng reaksjoner på innsidehandel er også nødvendig ettersom det kan være svært inntektsbringende for den som begår slike handlinger. Lagmannsretten i Acta fremhevet at trusselen om straff på dette rettsområdet får særlig stor betydning, ettersom handel på børs ofte innebærer store beløp slik at fristelsen for å begå lovbrudd er stor.¹⁵⁰

I norsk rett er vilkåret for å rammes av innsidehandelsforbudet forsett eller uaktsomhet. Ved gjennomføringen av MAD uttalte Finansdepartementet at uaktsomhetskravet er relativt. Kravet til aktsomhet skjerpes for «*personer med*

¹⁴³ Grøndahl (2017)

¹⁴⁴ Se f.eks. HR-2011-355-A avsnitt 32 og LG-2013-52571-2 pkt. 10.2

¹⁴⁵ MAD IIs fortale punkt 18

¹⁴⁶ HR-2006-1523-A avsnitt 18

¹⁴⁷ HR-2006-1523-A avsnitt 19 og HR-2011-355-A avsnitt 32

¹⁴⁸ HR-2013-1977-A avsnitt 35

¹⁴⁹ HR-2013-1977-A avsnitt 40

¹⁵⁰ LG-2013-52571-2 pkt. 10.2

*særlig kjennskap eller tilknytning til det aktuelle utstederforetaket».*¹⁵¹ I Sense la retten vekt på at tiltalte utviste stor grad av skyld og begikk alle straffbare handlinger forsettlig. Med bakgrunn som statsautorisert revisor og dermed fullt klar over handlingenes skadevirkninger, bemerket retten seg at det ikke var tale om en impulsiv enkelthandling.¹⁵² Forholdene pågikk også over flere uker slik at det utvilsomt var handlet med hensikt.

Skadepotensial og økonomisk omfang

Forsvareren til den tiltalte i Sense påpekte at straffereaksjonen må reflektere i hvilken grad man på handlingstidspunktet kan regne med at innsidehandelen vil gi gevinst.¹⁵³ Høyesterett fant derimot at dette momentet ikke påvirket straffutmålingen i særlig grad. Informasjonen om oppkjøpet ble offentliggjort én måned etter tiltaltes første aksjekjøp, og de påfølgende straffbare handlingene viste at troen på gevinst ikke ble svekket.¹⁵⁴ I denne saken handlet tiltalte for et relativt stort beløp og mottok gevinst på en halv million kroner, noe som fikk betydning for straffutmålingen.¹⁵⁵ Selv om broren til den tiltalte ble tilskyndet til å kjøpe, måtte tiltalte bære all ansvaret for tilskyndelsen alene. Skjelbred antar at Høyesterett legger til grunn at den som «slipper katten ut av sekken» må stå ansvarlig for det faktiske økonomiske omfanget hans tilskyndelser får.¹⁵⁶ Høyesterett gikk lenger i Otrum-kjennelsen og mente at investert beløp må veie tyngre enn oppnådd gevinst.¹⁵⁷ I Sense mener Høyesterett at misbruk av innsideinformasjon kan gi stor gevinst og virker å legge vekt på hensikten om å skaffe seg en uberettiget gevinst eller for å unngå tap.¹⁵⁸ For øvrig tar retten hensyn til det økonomiske omfanget generelt, men uttaler seg ikke om hvorvidt investert beløp skal tillegges større vekt enn oppnådd gevinst.

I PR-rådgiver fremhevet Høyesterett at tingretten fant det «ikke tvilsomt» at den aktuelle innsideinformasjonen (om oppkjøpsplanene) ville påvirke aksjekursen vesentlig. Det ville innebære en potensiell gevinst for dem som kjøpte aksjen før

¹⁵¹ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 31

¹⁵² HR-2006-1523-A avsnitt 25

¹⁵³ HR-2006-1523-A avsnitt 26

¹⁵⁴ HR-2006-1523-A avsnitt 26

¹⁵⁵ HR-2006-1523-A avsnitt 26 og 27

¹⁵⁶ Skjelbred (2009) s. 140

¹⁵⁷ HR-2007-363-A avsnitt 13

¹⁵⁸ HR-2006-1523-A avsnitt 17 og 19

planene ble offentlige.¹⁵⁹ Høyesterett mente at det er den generelle faren for at informasjon spres og forårsaker innsidehandel som er av betydning.¹⁶⁰ Den potensielle skadevirkningen av informasjonslekkasje avhenger av i hvilken grad informasjonen sannsynligvis vil påvirke aksjekursen. Her investerte en av de tiltalte over 10 millioner kroner i aksjer som førte til skjerpene omstendigheter.

De fem tilfellene for misbruk av innsideinformasjon i Pareto var tilknyttet to selskap.¹⁶¹ I tre av tilfellene fikk tiltalte informasjon, som ikke var offentlig tilgjengelig, om DNOs oljeengasjement i Irak fra en journalist i Nettavisen. Lagmannsretten fant at informasjonen utgjorde en stor andel av verdien på selskapets aksjer.¹⁶² Tiltalte tipset en profesjonell investor om oljenyhetene i DNO, som øyeblikkelig la inn ordre om salg/shorting. Investoren kjøpte og solgte DNO-aksjer for 85 millioner kroner, og tjente nesten én million kroner.¹⁶³ Aktor mente riktignok at gevinsten kunne vært vesentlig større med en bedre timing av salget. To av tilfellene for innsidehandel angikk Sinvest ASA hvor tiltalte fikk informasjon om et konkret bud på en stor andel av aksjene. Lagmannsretten fant også her at informasjonen om et forestående oppkjøp ikke var offentlig tilgjengelig. Tiltalte spredte informasjonen til C som kjøpte aksjer, samtidig som han tipset journalisten til å kjøpe Sinvest-aksjer også. Tilskyndelsene i Pareto ble gitt til langt flere enn i PR-rådgiver, og de som fikk informasjonen kunne foreta betydelig mer handel med aksjene.¹⁶⁴ Med grunnlag i PR-rådgiver, uttalte retten i Pareto at viderespredning av informasjonen ville føre til økt handel med aksjene.¹⁶⁵ Lagmannsretten i saken fant at en fornuftig investor sannsynligvis ville ha brukt informasjonen som en del av grunnlaget for sine investeringsbeslutninger.¹⁶⁶ Høyesterett sammenlignet disse to sakene og fant at skadepotensialet i Pareto var klart større.

I PR-rådgiversaken fikk A ett og seks måneder, B fikk ett år og fire måneder og C fikk åtte måneders fengsel. Retten la hovedvekten på partenes profesjonalitet og

¹⁵⁹ HR-2011-355-A avsnitt 37

¹⁶⁰ HR-2011-355-A avsnitt 38

¹⁶¹ De involverte selskapene var Det Norske Oljeselskap ASA (DNO) og Sinvest ASA

¹⁶² HR-2013-1977-A avsnitt 11

¹⁶³ HR-2013-1977-A avsnitt 12

¹⁶⁴ HR-2013-1977 avsnitt 41

¹⁶⁵ HR-2013-1977 avsnitt 42

¹⁶⁶ Se punkt «2.2 Begrepet innsideinformasjon» i oppgaven for definisjonen av «fornuftig investor»-testen

investerte beløp. Tiltalte i Pareto fikk tre års fengsel, der ett år og seks måneder var ubetinget, basert på hans rolle som profesjonell aktør og sine utspekulerte handlinger.

Hovedtiltalte i Acta ble dømt for tre tilfeller av innsidehandel. Første posten knyttet seg til investeringer på 19 millioner kroner, hvorav gevinsten ble beregnet til 1,7 millioner. Retten fremhevet også her at sistnevnte ikke var avgjørende ettersom investert beløp sier mye vedrørende potensialet for gevinst. Saken dreide seg om store økonomiske beløp der økonomisk vinning var en sterk motivasjonsfaktor for hovedtiltalte. I det andre tilfellet ble det gjort teoretiske beregninger og samlet nedslag i innsideperioden ble ansett til 229 millioner kroner, noe som ga et redusert tap på nesten 30 millioner. Siste tilfellet av innsidehandel knyttet seg til investeringer på 32 millioner, men ingen gevinst ble beregnet. Riktignok ble potensiell gevinst ansett å utgjøre nærmere 10 millioner kroner.

Sammenligning med annen økonomisk kriminalitet

Domstolene sammenligner også innsidehandel med andre former for økonomisk kriminalitet.¹⁶⁷ I vurderingen av straffnivået ser retten spesielt til økonomisk utroskap, som straffes med bøter eller fengsel inntil to år og inntil seks år dersom utroskapen er grov.¹⁶⁸ Økonomisk utroskap innebærer at en person som «styrer eller har tilsyn med» en annens interesser, forsettlig handler mot disse interessene for å oppnå en uberettiget vinning for seg selv eller andre. I vurderingen av om utroskapen er grov, legges det blant annet vekt på om handlingen er utøvd av noen med særlig tillit, gir en betydelig økonomisk fordel, eller forårsaker betydelig skade av økonomisk eller annen art.¹⁶⁹ Høyesterett i Sense bemerker at flere momenter ved faktum skal tas i betraktning når det gjelder å beskytte tilliten til markedet, herunder tillitsbrudd og økonomisk omfang.

I Acta fant retten at alle tre tilfellene av innsidehandel som tiltalen gjaldt, representerte grove brudd på loven og kvalifiserte til en lengre fengselsstraff. For å sette forholdene i perspektiv, sammenlignet de med annen grov økonomisk

¹⁶⁷ Se f.eks. HR-2006-1523-A avsnitt 31

¹⁶⁸ Norsk strl. §§ 390 og 391

¹⁶⁹ Norsk strl. § 391, jf. § 388

kriminalitet.¹⁷⁰ De henviste til Sense som uttalte at grovheten ved lovbruddet må vurderes ut ifra hvorvidt det er «*voldt betydelig økonomisk skade eller gjelder betydelig verdi, og om den skyldige har misbrukt sin stilling*».¹⁷¹ Tilsvarende momenter anses forsvarlig å legge vekt på også ved straffutmålingen for innsidehandel.

Saksbehandlingstiden

I alle dommene bemerkes det at saksbehandlingstiden tar svært lang tid. Sense peker på at lang liggetid bør gis formildende omstendigheter¹⁷², men Høyesterett avviser at det skal tillegges for stor vekt. I en rapport om samarbeidet mellom Økokrim, Oslo Børs og Kredittilsynet (som Finanstilsynet tidligere het), utarbeidet på vegne av regjeringen, fremheves det at etterforskning og undersøkelser i innsidesaker ofte er krevende og innebærer betydelig ressursbruk.¹⁷³ Bevisbildet er vanskelig ettersom det sjelden foreligger konkrete bevis for hvem som sitter med innsideinformasjon eller hvem som handler på dette. Videre i rapporten peker utvalget på at rettskildebildet kompliseres av begrenset rettspraksis samt hyppige endringer i verdipapirhandelloven hvor MAR nå er gjeldende rett.

Acta-saken var preget av at etterforskningen tok svært lang tid da det hadde gått over syv år siden politiets aksjon.¹⁷⁴ Retten så imidlertid det i sammenheng med de tiltaltes lite medgjørighet og samordnede forklaringer vedrørende flere pengeoverføringer. Det endte med at deler av straffen ble gjort betinget, men ble gitt relativt lite vekt i selve utmålingen. Hovedtiltalte ble dømt for tre overtredelser av bestemmelsene om innsidehandel, i tillegg til en rekke andre handlinger som brudd på meldeplikt, ulovlig aksjonærlån og markedsmanipulasjon. Straffen ble satt til fengsel i ni år og er omtalt som Norges største innsidesak. Lagmannsretten gjorde halvannet år betinget da tidsbruken ble vektlagt i en viss utstrekning. Forsvaret argumenterte for at straffutmålingen var altfor streng da det nærmet seg nivået for forsettlig drap på den tiden.

¹⁷⁰ LG-2013-52571-2 pkt. 10.2.1

¹⁷¹ LG-2013-52571-2 pkt. 10.2.1, jf. HR-2006-1523-A avsnitt 31. Her vises det også til norsk strl. § 325

¹⁷² Norsk strl. § 78 bokstav e

¹⁷³ Regjeringen (2007) s. 85-86

¹⁷⁴ LG-2013-52571-2 pkt. 10.2.1

4.1.2 Hva legger danske domstoler vekt på?

Inndeling av strafferammen

Etter kapitalmarkedsloven § 249 annet ledd straffes overtredelser av MAR med bot eller fengsel inntil ett år og seks måneder. En lovendring fra 2013¹⁷⁵ gjør det også mulig å idømme strengere straff for særlig grove overtredelser av forbudet mot innsidehandel. Under særlig skjerpene omstendigheter følger det av den danske straffeloven § 299d at brudd på MAR kan føre til inntil seks års fengsel.¹⁷⁶ Dette benyttes kun ved forsettlige overtredelser og i tilfeller hvor strafferammen i kapitalmarkedsloven anses utilstrekkelig. Bestemmelsen tar sikte på skjerpene omstendigheter som innebærer for eksempel at overtredelsen er begått av flere sammen, hvor det er oppnådd tilsiktet betydelig vinning (beløp på 500.000 kroner eller mer), eller hvor det er begått et større antall overtredelser.¹⁷⁷ Sanksjonsreglene i kapitalmarkedsloven anses dermed tilstrekkelig å anvende for overtredelser som er simpelt eller grovt uaktsomme.¹⁷⁸

Rettspraksis i Danmark har anvist flere formildende og skjerpene omstendigheter som blir diskutert i det følgende. Som nevnt i punkt 1.3 fremheves særlig straffutmålingen i den instansen som tiltalte ble funnet skyldig, selv om vedkommende senere ble frikjent i Høyesterett.

Sentrale momenter i Midtbank-saken

I 2001 var Midtbank¹⁷⁹ i forhandlinger med svenske Handelsbanken om å kjøpe samtlige aksjer i Midtbank. I februar skulle Midtbank-ledelsen fremme forslag om utdeling av utbytte ved kjøp av egne aksjer med sikte på kapitalnedsettelse. Før dette skjedde foreslo imidlertid et boligkredittforetak å selge en portefølje av Midtbank-aksjer til en kurs på 330,-, et tilbud som selskapets ledelse og medlemmer av styret aksepterte 6. februar.

¹⁷⁵ Lov nr. 634 af 12. juni 2013 om ændring af straffeloven, retsplejeloven og forskellige andre love

¹⁷⁶ Danske strl. § 299d

¹⁷⁷ Jf. Lov om ændring af straffeloven, retspleje og forskellige andre love § 1 niende ledd. Dansk strl. § 80 angir lovbruddets grovhet, og § 81 angir flere skjerpene omstendigheter

¹⁷⁸ Fogtdal (2015) s. 239

¹⁷⁹ U.2005.984 H

Da oppkjøpet fant sted 11. april, offentliggjorde Handelsbanken et tilbud om å betale en overpris på 150 % i forhold til børsverdien av aksjene dagen før.¹⁸⁰ Aksjenes totale kjøpesum var på omtrent 2,1 milliarder kroner. Som nevnt ovenfor, hadde sentrale personer i Midtbank kjøpt tilbake egne aksjer til en verdi av 34 millioner kroner før offentliggjørelsen av oppkjøpet, noe som reduserte bankens egenkapital.¹⁸¹ Byretten konkluderte med at de tiltalte besatt innsideinformasjon på dette tidspunktet. De kjøpte aksjene var imidlertid ikke en del av Handelsbankens tilbud, og samlet kjøpesum ble redusert med 88 millioner.¹⁸² Forskjellen mellom verdien aksjene ble kjøpt til og verdien som dannet grunnlaget for Handelsbankens kjøp 11. april utgjorde dermed 54 millioner kroner.

Da saken var oppe i Byretten i 2003¹⁸³ fant retten at alle de tiltalte kunne gjøres strafferettslig ansvarlig for kjøpet, men individuell innflytelse måtte likevel tas hensyn til. Retten la skjerpene vekt på at differansen mellom verdien på aksjene da aksjene ble kjøpt og verdien på aksjene den 11. april var 54 millioner danske kroner.¹⁸⁴ I likhet med blant annet Pareto, var det også tale om profesjonelle aksjehandlere da de tiltalte hadde stillinger i ledelsen og styret. I Byretten var flere av dommerne imidlertid uenige rundt hvorvidt straffen skulle gjøres betinget eller ubetinget. Med hensyn til beløpets størrelse, mente de det var forsvarlig å idømme ubetinget fengsel for to av de fire tiltalte. Byretten utmålte imidlertid betingede fengselsdommer for alle, henholdsvis ett år og seks måneder, ett år, ni måneder og seks måneder.

Landsretten i 2004¹⁸⁵ frikjente derimot alle de tiltalte, til tross for at to dommere påpekte at de anså det overveiende sannsynlig at offentliggjøring av informasjonen ville få betydning for kursen på aksjen. De mente på sin side at det var grunnlag for å dømme for forsettlig overtredelse av forbudet mot innsidehandel. Dansk Høyesterett konstaterte i 2005 at bankens kjøp av egne aksjer ikke var en overtredelse av forbudet til tross for at de tiltalte var i besittelse av

¹⁸⁰ U.2005.984 H s. 1002

¹⁸¹ Ett av punktene i tiltalen gikk ut på kjøp av 104.288 aksjer til en kurs på 330,- den 6. februar 2001

¹⁸² U.2005.984 H s. 1002

¹⁸³ Retten i Hernings dom 15. april 2003 (2. afd.)

¹⁸⁴ U.2005.984 H s. 991

¹⁸⁵ Vestre Landsrets dom 22. april 2004 (4. afd.)

innsideinformasjon. Begrunnelsen var at innsideinformasjonen ikke spilte noen rolle for investeringsbeslutningene og de tiltalte ble dermed frikjent. Bankens kjøp var ikke gjort for vinningens skyld, men for det legitime formålet om å gjennomføre den forhåndsvedtatte anbefalingen om utbytteutdeling året før.¹⁸⁶

Novo Nordisk-saken om tillitsbrudd og lav oppdagelsesrisiko

Et annet interessant tilfelle er Novo Nordisk-saken¹⁸⁷ fra 2009 hvor en medarbeider i selskapet hadde tilgang til informasjon som kunne påvirke aksjekursen. Byretten bemerket at tiltalte hadde en betrodd stilling i selskapet, samtidig som handlingene var nøye planlagt gjennom hele ansettelsesperioden.¹⁸⁸ Flere av tiltaltes kjøp var også mislykket da kursen på aksjen utviklet seg i negativ retning, samt salg hvor kursen beveget seg positivt i stedet for negativt.¹⁸⁹

Vedkommende gikk langt i å skjule forholdene ved å benytte en utenlandsk konto i en annen persons navn. Dette i forbindelse med hans rolle i selskapet, indikerte at handlingene utvilsomt var utført forsettlig.¹⁹⁰ Kjøp og salg av aksjene resulterte i en gevinst på over én million amerikanske dollar. Her fikk tiltalte ett års ubetinget fengsel, noe som fremstår lavt med tanke på det betydelige utbyttet. Tiltalte var imidlertid ikke tidligere straffedømt og erkjente seg skyldig i saken.

Finansforbundet-saken om lovens formål

I 2009 gjorde forsvaret i Finansforbundet-saken¹⁹¹ gjeldende en forutsetning om forsett for at forbudet mot innsidehandel anses som overtrådt. Som nevnt sanksjoneres forsettlige overtredelser av straffeloven § 299d. Lovgiver har listet opp en rekke tilfeller som anses som skjerpene omstendigheter.¹⁹² Det gjør seg gjeldende dersom vedkommende tidligere er straffedømt, utfører handlingene i samarbeid med andre, handlingene er særlig planlagt og tilsiktet betydelig alvorligere konsekvenser enn den fikk, at vedkommende har en betrodd stilling, eller at det er utvist særlig hensynsløshet. De to tiltalte i saken ble dømt av både

¹⁸⁶ U.2005.984 H s. 1003

¹⁸⁷ SS1-18911/2009

¹⁸⁸ Fogtdal (2015) s. 233 og 245-246

¹⁸⁹ SS1-18911/2009 s. 2-4

¹⁹⁰ SS1-18911/2009 s. 5

¹⁹¹ U.2009.2142

¹⁹² Dansk strl. § 81

Byretten og Landsretten for overtredelse av forbudet mot spredning av innsideinformasjon. En av de tiltalte var et ansattvalgt medlem av RealDanmarks styre og leder av Finansforbundets lokallag i RealDanmark. Han videreformidlet informasjon til Finansforbundets leder, den andre tiltalte i saken, om at styret hadde besluttet å starte forhandlinger om fusjon med Danske Bank.¹⁹³

Byretten la stor vekt på tiltaltes profesjonalitet og dens sentrale plassering i både Finansforbundet og RealDanmark. Etter omstendighetene uttalte retten at de tiltalte handlet forsettlig. De hadde drevet flere år i finansnæringen og visste eller burde visst at det var innsideinformasjon de videreformidlet.¹⁹⁴ Landsretten viste også til formålet med forbudet mot innsidehandel med henvisning til forarbeidene.¹⁹⁵ Reglene skal sikre generell samfunnsmessig interesse i å skape og bevare tilliten til det finansielle markedet, slik at visse investorer ikke oppnår fordeler som andre ikke får tilgang til. Begge tiltalte ble frifunnet i Høyesterett på bakgrunn av at videregivelsen av innsideinformasjonen utgjorde «et normalt ledd i utøvelsen av vedkommendes stilling, erverv eller funksjon». Både Byretten og Landsretten kom imidlertid til motsatt konklusjon og ila opprinnelig bøter for de to tiltalte.¹⁹⁶

Ambu-saken om skyldgraden

I likhet med norsk Høyesterett, har dansk høyesterett også uttalt at brudd på forbudet mot innsidehandel normalt skal føre til ubetinget fengsel.¹⁹⁷ Tiltalte i Ambu-saken¹⁹⁸ fra 2022 ga ordre om salg av aksjer utstedt av Ambu-selskapet, noe som utgjorde en samlet verdi på over to millioner danske kroner. Ambu er en dansk produsent av medisinske produkter. Byretten mente tiltalte var i besittelse og utnyttet innsideinformasjon knyttet til negative testresultater som kunne medføre at lanseringen av et medisinsk produkt ble kansellert. Denne informasjonen ville resultere i et *merkbart* kursfall.¹⁹⁹

¹⁹³ U.2009.2142 s. 2158

¹⁹⁴ U.2009.2142 s. 2160

¹⁹⁵ U.2009.2142 s. 2165, jf. Betænkning nr. 1216/1991, s. 33

¹⁹⁶ Denne saken var også oppe i EU-domstolen som «Grøngaard & Bang», sak C-384/02. Her var spørsmålet mer rettet mot kriterier og momenter i vurderingen vedrørende brudd på forbudet mot videregivelse av innsideinformasjon, og faller utenfor denne oppgavens kjerneområde.

¹⁹⁷ Edelholt (2019)

¹⁹⁸ Nr. 1-74/2022

¹⁹⁹ Se mer om vilkårene for innsideinformasjon i punkt 2.2 i oppgaven

Byretten bemerket at utgangspunktet for innsidehandel av denne karakter, er nettopp ubetinget fengsel.²⁰⁰ I dette tilfellet mente retten det var grovt uaktsomt av han å ikke kontrollere hvorvidt han var oppført på selskapets innsideliste før han gjennomførte handelen, noe han hadde vært ved flere anledninger tidligere. Tiltalte hadde vært på utenlandsreise og dermed uten kontakt med Ambu A/S i lengre tid. Likevel ble det påpekt at det var særdeles lett å få kunnskap om han faktisk sto på listen. Til tross for at vedkommende også hadde en betrodd stilling i selskapet og handelen var av betydelig verdi, ble han kun bøtelagt for forholdene.

Generelle uttalelser fra dansk rettspraksis

Dansk påtalemyndighet har uttalt at landet fører en streng rettspraksis på området og misbruk av innsideinformasjon skal utløse markant straff.²⁰¹ I en høyesterettsdom fra 1997²⁰² ble det uttalt at ubetinget fengsel er påkrevd for å motvirke slike former for økonomisk kriminalitet. I denne saken endret Høyesterett landsrettens betingede dom til ubetinget fengsel. Etter landsrettens praksis virker det å være lagt til grunn at betinget fengsel kun kan ilegges i saker med formildende omstendigheter, herunder ved enkeltstående forhold som har medført svært liten gevinst og hvor tiltalte har særlig gode personlige forhold, eksempelvis ikke tidligere straffedømt.²⁰³ I Straffelovrådets utredning²⁰⁴, utarbeidet i forbindelse med forarbeidene til de nye reglene om samfunnstjeneste, uttalte rådet at Høyesteretts begrunnelse for ubetinget fengsel ofte er svært generell. Dette er fordi ubetinget fengsel kun er «påkrevd», og praksis utdyper heller ikke hvorfor en betinget dom ikke (i tilstrekkelig grad) motvirker innsidehandel.²⁰⁵

Det finnes imidlertid tungtveiende allmennpreventive hensyn som gjør seg gjeldende i saker om markedsmisbruk, spesielt i valget mellom ubetinget og betinget fengsel.²⁰⁶ Ifølge Fogtdal (2015) har det medvirket til at dansk Høyesterett særlig fremhever nødvendigheten av å sikre viktige samfunnshensyn, som er

²⁰⁰ Nr. 1-74/2022 s. 3

²⁰¹ Edelholt (2019)

²⁰² U.1997.1504H. Se «Høyesteretts bemerkninger»

²⁰³ Fogtdal (2015) s. 256. Med videre henvisning til Schaumburg-Müller & Werlauf, «Børs- og kapitalmarkedsret», 5.utg. (2012) s. 671. I dansk strl. § 82 er det oppstilt en rekke formildende omstendigheter.

²⁰⁴ Jf. Straffelovrådets Betænkning nr. 1545/2014

²⁰⁵ Straffelovrådets Betænkning nr. 1545/2014, s. 101

²⁰⁶ Fogtdal (2015) s. 257

grunnlaget for regelverket og sentralt ved straffutmålingen. Terskelen for å benytte betinget fengsel anses som høy da formildende omstendigheter må være til stede. I Straffelovrådets²⁰⁷ utredning anbefales det likevel en grad av tilbakeholdenhet til å sette altfor faste utgangspunkt basert på overtredelsenes art. Det bør gis unntak i konkrete tilfeller der forholdene taler for det. Hensynene bak kapitalmarkedsretten er ikke et spørsmål om noen har lidt tap ved innsidehandelen, men heller hvorvidt det skader tilliten til markedet og medfører ineffektivitet. Fraværet av en enkelt fornærmet innebærer også at oppdagelsesrisikoen tillegges Finanstilsynet, sammenlignet med andre formuesforbrytelser etter straffeloven.²⁰⁸ I saker om innsidehandel mener Straffelovrådet imidlertid at utgangspunktet for straffutmålingen ikke bør endres da skadevirkningen er stor sammenlignet med andre vinningsforbrytelser.²⁰⁹

4.2 Sammenligning av norsk og dansk praksis

Både Norge og Danmark har begrenset med rettspraksis vedrørende utmåling av straff ved misbruk av innsideinformasjon, noe som gjør det vanskelig å danne et godt grunnlag for sammenligning. Analysen av de utvalgte dommene viser likevel at allmennpreventive hensyn, tillitsbrudd, graden av skyld samt tidligere rettspraksis og lovforarbeider står sentralt ved utmåling av straffen. Dommene vi har valgt reiser dermed de mest interessante problemstillingene i en større sammenheng. Vi vil i det følgende gjennomføre en sammenligning av norsk og dansk praksis på bakgrunn av gjennomgangen i punkt 4.1. Sammenligningen tar i betraktning saker med tilsvarende omstendigheter med tanke på ytre forhold som eventuelle tillitsbrudd, størrelsen på investert beløp og gevinst samt skyldgrad. Det er interessant å undersøke hvorvidt sammenlignbare saker gir ulik straff i de to landene.

Det kan trekkes paralleller mellom Pareto-dommen²¹⁰ i Norge og Novo Nordisk-saken²¹¹ i Danmark. Begge tiltalte ble funnet å handle forsettlig da forholdene var

²⁰⁷ Straffelovrådets Betenkning nr. 1545/2014, s. 103-104

²⁰⁸ Fogtdal (2015) s. 257

²⁰⁹ Straffelovrådets Betenkning 1545/2014 s. 183

²¹⁰ HR-2013-1977-A, jf. TOSLO-2010-162959

²¹¹ SS1-18911/2009

nøye planlagt og forsøkt holdt skjult for myndighetene. Forholdene innebar betydelige summer med et stort skadepotensial, riktignok fremstår Novo Nordisk-saken å ha et større skadepotensial enn Pareto med tanke på gevinst. Videre la domstolene vekt på at de hadde profesjonelle og betrodde stillinger i selskapene de jobbet i. Straffutmålingen for hovedmannen i Pareto ble tre års fengsel, men på grunn av et langt tidsforløp ble halvannet år gjort betinget. Tiltalte i Novo Nordisk fikk ett års ubetinget fengsel.

Da Pareto-saken var oppe i tingretten²¹² la de, i skjerpene retning, vekt på at handlingene bar preg av tillitsbrudd samt at selskapets omdømme kunne svekkes. Dette ble også lagt stor vekt på i Novo Nordisk. Av alle momentene gjennomgått, virker det ut fra praksis at graden av tillitsbrudd er det mest tungtveiende moment i begge land. Sense og PR-rådgiver støtter denne argumentasjonen ettersom retten henholdsvis tillegger det «*betydelig vekt*»²¹³, og at det må «*veie tungt ved straffutmålingen*».²¹⁴ Det beviser også at de allmennpreventive hensyn veier tungt i innsidesaker, og omfanget av handlingene tillegges mindre vekt enn i andre vinningssaker. Axelsen fremhever i sin doktoravhandling at dette kan begrunnes med at investorenes tillit er det vesentlige å beskytte fordi man skal kunne stole på de profesjonelle aktørene.²¹⁵ Det økonomiske omfanget har ikke nødvendigvis så stor påvirkning på tilliten til markedet.

Finansdepartementet i Norge uttaler imidlertid at overtredelser medfører et stort skadepotensial både for verdipapirmarkedets samfunnsmessige rolle og for «*den enkelte som rammes*».²¹⁶ I EU er det avgjørende at innsider oppnår en uberettiget fordel av innsideinformasjon, til ulempe for «*tredjeparter*».²¹⁷ Markedet som kapitalkilde til økonomisk vekst og effektiv ressursallokering anses mer sentralt, og MAR beskytter investorene som en gruppe gjennom at markedet fungerer etter sin hensikt.

²¹² TOSLO-2010-162959 punkt 4

²¹³ HR-2006-1523-A avsnitt 22

²¹⁴ HR-2011-355-A avsnitt 34

²¹⁵ Axelsen (2007) s. 186-187

²¹⁶ Prop. 96 LS (2018-2019) s. 137

²¹⁷ MARs fortale punkt 23 og MAR art. 1 om å «styrke vernet av investorene og deres tillit til markedene»

Fogtdal (2015) er kritisk til den særlig lave straffutmålingen i Novo Nordisk med tanke på det betydelige utbyttet.²¹⁸ Byretten fant det skjerpene at tiltalte hadde en betrodd stilling, noe som støtter Axelsens argumentasjon at det økonomiske omfanget blir tillagt mindre vekt i praksis, også i Danmark. Selv om tiltaltes kjøp og salg av aksjer ikke alltid ga positive utslag i form av gevinst, vises det likevel til den opprinnelige hensikten om å skaffe seg en uberettiget vinning.

I Pareto og Novo Nordisk har domstolene også pekt på at de tiltalte har handlet forsettlig, og skyldgraden virker dermed å være av betydning for straffutmålingen. Det er uttalt i Ot.prp. nr. 72 (1990-1991) punkt 2.1.4²¹⁹ at det i uaktsomhetstilfellene ofte vil foreligge «*et skjult forsett*», og derfor bør det gis adgang til å benytte hele strafferammen på seks år, også der hvor bevisene ikke rekker lenger enn til (grov) uaktsomhet. Dette begrunnes i at det er bevisproblemer knyttet til innsidesaker. Sammenlignet med dansk praksis er det dermed interessant at tiltalte i Ambu-saken²²⁰ fikk bot på kr 100 000, til tross for at utgangspunktet for handlingene tilsa ubetinget fengsel. Retten begrunnet det med at han «bare» hadde opptrådt grovt uaktsomt.

Det er betenkelig at straffutmålingen ikke ble lenger med tanke på at de fleste momentene som det skal legges vekt på, var til stede i både Pareto og Novo Nordisk. Hva som skal til for å idømme straff over tre års ubetinget fengsel, er dermed vanskelig å tolke ut fra de valgte dommene. Andenæs peker blant annet på at normalstraffen bør ligge rundt midten av straffeskalaen, dvs. tre år for innsidehandel.²²¹ Det viser seg å ikke være tilfelle, verken i Norge eller Danmark. Kun en mindre del av skalaen blir benyttet og for mange forbrytelser legger domstolene seg i det nedre sjiktet. Acta-saken²²² fremstår som et unntakstilfelle der hovedtiltalte fikk ni års fengsel. Denne saken gjaldt imidlertid flere grove brudd på verdipapirhandelloven som gjorde forholdene mer alvorlige. Som nevnt i oppgavens punkt 3.2 ble strafferammen hevet fra ett til seks år i Norge, hvor lovgiver dermed ga et klart uttrykk for at innsidehandel skulle innebære strengere

²¹⁸ Fogtdal (2015) s. 245-246

²¹⁹ Det vises også til Acta-sakens behandling i tingretten, jf. TSTAV-2011-128704 punkt 7.1.2.1

²²⁰ Nr. 1-74/2022

²²¹ Andenæs (2004) s. 458

²²² LG-2013-52571-2

straffer. Imidlertid virker det ikke som domstolspraksisen tar dette til følge. I Sense uttales det at «*forbudet mot innsidehandel tar sikte på den offentlige interessen i å beskytte tilliten til omsetning av verdipapirer*». ²²³ Innsidehandel fremstår ikke å skade et enkelt offer slik andre vinningsforbrytelser gjør, som økonomisk utroskap eller underslag. ²²⁴ I Otrum-kjennelsen fra 2007 ²²⁵ uttaler retten at reglene skal beskytte markedet som sådan og det er derfor ikke én fornærmet ved slik handel.

Dansk praksis er også knapp i sin argumentasjon for selve straffutmålingen sammenlignet med Norge. EU-lovgiver fremhever at tilsynsmyndighetene skal kunne forholde seg til likeverdige, sterke og avskrekkende sanksjonsordninger, og sanksjonene bør håndheves effektivt. ²²⁶ Når et av medlemslandene er begrenset i sine begrunnelser, kan det medføre lite konsekvent håndhevelse av reglene. Gjennomgående i de utvalgte dommene fra Danmark, benytter domstolene generelt få tidligere avgjørelser eller forarbeider for å støtte opp under grunnlaget for straffenivået. Spesielt sammenlignet med både PR-rådgiver og Pareto-dommen hvor retten bruker store deler av premissene til å begrunne og fremheve lovens formål samt hvilke sentrale faktorer som blir lagt vekt på. ²²⁷ Her vises det til uttalelser i tidligere odelstingsproposisjoner, som departementet ofte har sluttet seg til, hvor formålet med regelverket særlig er behandlet. Videre setter retten forholdene i den foreliggende sak opp mot tidligere dommer for å sammenligne alvorlighetsgraden av lovbruddene, med tanke på eventuelle tillitsbrudd, skadepotensialet og/eller hvorvidt handlingene er begått forsettlig. ²²⁸ På denne måten kan retten foreta mer konkrete vurderinger rundt hvilket nivå straffen skal ligge på. Et eksempel fra Pareto var at forholdene i saken ble ansett mer alvorlig sammenlignet med PR-rådgiver, da både skadepotensialet var større og tilskyndelsen av innsideinformasjon var gitt til betydelig flere. ²²⁹

²²³ HR-2006-1523-A avsnitt 31

²²⁴ Bjørndal (2013)

²²⁵ HR-2007-363-A

²²⁶ Jf. MARs fortale punkt 70

²²⁷ HR-2013-1977-A avsnitt 34 til 48

²²⁸ Se særlig HR-2013-1977-A avsnitt 35, 38, 41, 48

²²⁹ HR-2013-1977-A avsnitt 38-41

4.3 Betydningen av MAD II

I 2010 meddelte Kommisjonen²³⁰ at straffesanksjoner i finanssektoren og særlig fengselsstraff ville sende et sterkt signal om uønsket atferd, samtidig som det kunne gi en avskrekkende effekt forutsatt at det ble anvendt på en riktig måte av straffesystemet. I likhet med dette ble det også understreket at straffesanksjoner ikke var hensiktsmessig i alle tilfeller av overtredelser.

Da forskningsgruppen European Criminal Policy Initiative (ECPI)²³¹, bestående av universitetsprofessorer fra ulike medlemsstater, publiserte «The Manifesto on European Criminal Policy» i 2011, ble det påpekt at EU hadde behov for balanse og en enhetlig tilnærming til EUs kriminalpolitikk, med utgangspunkt i en rekke fundamentale prinsipper som eksempelvis nøytralitet og proporsjonalitet.²³² Likedan ble strafferettslige sanksjoner ansett som sosialt stigmatiserende for enkeltindivider og burde kun benyttes som siste utvei, såfremt andre former for sanksjoner er tilstrekkelige og effektive nok for å ivareta formålet med regelverket.²³³ Overdreven bruk av strafferettslige sanksjoner og kriminalisering ble ansett for å kunne redusere effektiviteten av strafferetten.

Hver medlemsstat har sin egen nasjonale identitet som består av både historiske, kulturelle og politiske elementer som gjenspeiles i den nasjonale lovgivningen. EU skal respektere hver medlemsstats nasjonale identitet, jf. TEU art. 4. (2), men har adgang til å fastsette minimumsregler vedrørende definisjonen av straffbare handlinger og sanksjoner, jf. TEUV art. 83. (1) og (2). MAD II er et minimumsdirektiv, bestående av minimumsregler og såkalt «minimum-maksimum straff», som betyr at medlemsstater ikke kan falle under en bestemt maksimumsstraff.²³⁴ Ved overtredelser av forbudet mot innsidehandel skal

²³⁰ COM(2010). *Communication on Reinforcing sanctioning regimes in the financial sector*, s. 14

²³¹ Gruppen bestod av: Petter Asp (Sweden), Nikolaos Bitzilekis (Greece), Sergiu Bogdan (Romania), Thomas Elholm (Denmark), Luigi Foffani (Italy), Dan Frände (Finland), Helmut Fuchs (Austria), Maria Kaiafa-Gbandi (Greece), Jocelyne Leblois-Happe (France), Adán Nieto-Martín (Spain), Cornelius Prittwitz (Germany), Helmut Satzger (Germany), Elisavet Symeonidou-Kastanidou (Greece), Ingeborg Zerbes (Austria)

²³² EU-manifest: *The Manifesto on European Criminal Policy in 2011*, By the European Criminal Policy Initiative, s. 87-88

²³³ Se mer i oppgavens punkt 3.3 om formålet med EUs sanksjonssystem

²³⁴ Satzger, H. (2019). *The Harmonisation of Criminal Sanctions in the European Union - A New Approach*

medlemsstatene benytte «*effective, proportionate and dissuasive criminal penalties*», jf. MAD II art. 7.

I vurderingen av hva som anses som det optimale sanksjonsregime, uttalte Kommisjonen i sin meddelelse fra 2011²³⁵ at det vil være sentralt å se på alvorlighetsgraden og karakteren av lovbruddet, når man skal vurdere om administrative sanksjoner anses som en tilstrekkelig respons sammenlignet med strafferettslig. Straffesystemet skal ta utgangspunkt i det som anses som mest hensiktsmessig for å oppnå målet om et effektivt, proporsjonalt og avskrekkende straffesystem på et ønsket håndhevingsnivå. Det er imidlertid ikke fastsatt om det er administrative eller strafferettslige sanksjoner som er førstevalget for å oppnå dette målet. Kommisjonen påpeker likevel at administrative sanksjoner er mindre ressurskrevende og består av kortere prosedyrer enn straffesanksjoner, dessuten kan man avgjøre og iverksette uten opphold. I likhet med dette vil også administrativ sanksjonering kunne skreddersys til lovbruddet ved at det er et bredere spekter av mulige sanksjoner, slik som bøter, utelukkelse eller suspensjon. Selv om administrative sanksjoner kan være en effektiv reaksjon, understrekes det også at for lovbrudd som er særlig alvorlige eller forekommer i stort omfang, vil det ikke være tilstrekkelig å benytte administrative sanksjoner sammenlignet med strafferettslige. Konklusjonen er imidlertid at i mange tilfeller kan administrative sanksjoner være tilstrekkelige og enda mer effektive enn straffesanksjoner.

Gjennom en studie utført av ECPI²³⁶ ble det avdekket at tidligere forsøk på å harmonisere strafferetten basert på TEUV art. 83, særlig minimum-maksimum straff, førte til implementeringsvansker i mange nasjonale rettsordener og lite effektiv tilnærming til formålet.²³⁷ Dersom medlemsstater ønsker å kunne opprettholde sitt opprinnelige straffesystem, vil de trolig komme til å velge nivåer

²³⁵ COM(2011) punkt 3

²³⁶ Gruppen bestod av: Petter Asp (Sweden), Nikolaos Bitzilekis (Greece), Sergiu Bogdan (Romania), Pedro Caeiro (Portugal), Luigi Foffani (Italy), Thomas Elholm (Denmark), Dan Frände (Finland), Helmut Fuchs (Austria), Dan Helenius (Finland), Maria Kaiafa-Gbandi (Greece), Jocelyne Leblois-Happe (France), Laura Neumann (Germany), Adán Nieto-Martín (Spain), Helmut Satzger (Germany), Sławomir Steinborn (Poland), Annika Suominen (Sweden), Elisavet Symeonidou-Kastanidou (Greece), Francesco Viganò (Italy), Ingeborg Zerbes (Austria) and Frank Zimmermann (Germany); the present project was developed with the significant collaboration of Benedikt Linder and Sarah Pohlmann (LMU Munich)

²³⁷ Satzger, H. (2019), *The Harmonisation of Criminal Sanctions in the European Union - A New Approach*

som allerede er kjent nasjonalt. Ved bruk av minimumsregler vil det være utfordrende å oppnå harmonisering av sanksjonssystemet i EU, særlig da land med høyere straffenivå kan opprettholde den trenden etter MAD II fortale punkt 20.

Med utgangspunkt i at EU har fastsatt minimumsregler for sanksjonsregimet til de ulike medlemsstatene gjennom MAD II, er det imidlertid adgang til å vedta eller opprettholde strengere regler.²³⁸ Ettersom Norge og Danmark ikke er bundet av MAD II²³⁹ har begge landene valgt å opprettholde de eksisterende nasjonale reglene for sanksjonering av innsidehandel. Gjennom de utvalgte domsavgjørelsene ser vi at overtredelser av forbudet mot innsidehandel straffes primært med ubetinget fengsel, men at den nedre delen av strafferammen i større grad blir benyttet.²⁴⁰

I Norge uttalte Finanstilsynet²⁴¹ på 2000-tallet at det ikke var grunnlag for å redusere strafferammen for de særlig graverende tilfellene av overtredelser, men påpekte at det kunne være hensiktsmessig å differensiere strafferammen, spesielt i sammenheng med forslaget om å redusere kvalifikasjonskravet for innsideinformasjon. Kvalifikasjonskravet på dette tidspunktet var strengere enn formålet og hensynet bak reglene om markedsmissbruk.²⁴² Kvalifikasjonskravene til informasjonens karakter og kurspåvirkning ble derfor redusert for å gjøre regelverket mer effektivt. Differensieringen skulle ta utgangspunkt i at mindre alvorlige overtredelser kunne straffes med fengsel inntil tre år, og fengsel inntil seks år for de særlige skjerpende omstendighetene. Finansdepartementet viste på sin side til at strafferammen var vid da den gikk fra både bøter til fengsel inntil seks år, men at domstolene likevel ville foreta en konkret og individuell vurdering i hvert enkelt tilfelle basert på om vilkårene for straff forelå. Ettersom det ikke forelå en minstestraft i strafferammen, mente departementet at det ikke var behov for differensiering.

I Danmark derimot er strafferammen ved overtredelser av forbudet mot innsidehandel differensiert ved at man kan straffes med bøter eller fengsel inntil ett år og seks måneder, men for særlig skjerpende omstendigheter stiger straffen til

²³⁸ Jf. MAD IIs fortale punkt 20

²³⁹ Jf. MAR art. 30 nr. 1 annet avsnitt

²⁴⁰ Se punkt 4.1 i oppgaven for analyse av utvalgte domsavgjørelser

²⁴¹ Innst. O. nr. 111 (2000-2001), *Departementets vurdering, Punkt 11.1.2*

²⁴² Innst. O. nr. 111 (2000-2001), *Departementets vurdering, Punkt 3.1.3*

fengsel inntil seks år.²⁴³ Gjennom våre utvalgte domsavgjørelser ser vi at Danmark benytter bøter for mindre alvorlige overtredelser sammenlignet med Norge. Ettersom danske domstoler ikke uttaler seg i like stor grad om bakgrunnen for straffnivået i de ulike domsavgjørelsene sammenlignet med Norge, vil det kun være mulig å foreta antakelser om at bøter blir hyppigere brukt i Danmark fordi EU-retten har en større innvirkning på den danske rettspraksisen. Selv om Danmark har oppstilt en rekke faktorer som skal anses som forsett og straffes ut fra det høyeste straffnivået på seks år, viser imidlertid domstolspraksisen, i likhet med Norge, at det ikke nødvendigvis alltid er tilfelle selv om flere skjerpene forhold er til stede.

Etter vår vurdering har MAD II liten indirekte virkning for Norge og Danmark. I 2017 uttalte det norske verdipapirlovutvalget²⁴⁴ at det ikke forelå grunn til å legge vesentlig vekt på MAD II ved vurderingen av norske straffebestemmelser. Bakgrunnen for dette var at MAD II er et minimumsdirektiv som hovedsakelig retter seg mot medlemsstater som har minst utviklede sanksjonsbestemmelser. Dersom MAD II hadde vært bindende for Norge og Danmark ville det trolig i praksis ikke hatt en stor betydning da begge landene opprinnelig har strengere regler enn minimumsdirektivet.

Ifølge ESMA sin rapport fra 2021²⁴⁵ ble det rapportert totalt 366 antall administrative og 29 strafferettslige sanksjoner fra medlemsstatenes nasjonale tilsynsmyndigheter for brudd på reglene i MAR. Tallene viser en nedgang fra 2020 i antall administrative og strafferettslige sanksjoner, samtidig som beløpet for bøter økte betraktelig. Dersom vi ser på tallene rapportert for de skandinaviske landene (Norge, Danmark og Sverige) ble administrative sanksjoner etter MAR art. 30, ilagt i totalt 22 tilfeller i Danmark, sammenlignet med Sverige som hadde 94 tilfeller.²⁴⁶ Ettersom MAR ikke ble inkorporert i norsk rett før 2021 er det ikke rapportert noen tall fra Norge, og vi vil derfor se bort fra Norge.

²⁴³ Jf. lov om straff § 299d, jf. lov om kapitalmarkeder § 249, stk. 2

²⁴⁴ NOU 2017: 14, s. 95

²⁴⁵ ESMA (2021) *Administrative and criminal sanctions and other administrative measures imposed under the Market Abuse Regulation in 2021*. ESMA er pliktig til å publisere en årlig rapport om medlemsstatenes sanksjonering etter MAR art. 30, jf. art. 33

²⁴⁶ ESMA (2021) s. 8

Ettersom Danmark kun har strafferettslige sanksjoner for overtredelser av forbudet mot innsidehandel²⁴⁷ og markedsmanipulasjon²⁴⁸, er det ingen rapporterte tilfeller av administrative sanksjoner. Sverige på sin side benyttet administrative sanksjoner i hele 58 ulike tilfeller ved overtredelse av forbudene. For andre overtredelser av MAR rapporterte Danmark om 22 tilfeller, sammenlignet med Sverige som hadde 36 rapporterte tilfeller.

På den andre siden var det rapportert 22 tilfeller av strafferettslige sanksjoner for overtredelse av forbudet mot innsidehandel og fordelt mellom tre land, herunder Tyskland, Polen og Sverige, hvor seks av tilfellene var rapportert for Sverige.²⁴⁹

Ved å se på tallene fra ESMA's rapport kan vi se at det foreligger ulik praksis i medlemsstatenes sanksjonering, både administrativt og strafferettslig.

5. Avsluttende bemerkninger

I Norge er det generelt lite rettspraksis knyttet til straffutmåling for overtredelser av norske vphl., særlig innsidekriminalitet.²⁵⁰ Enhver domsavgjørelse om overtredelse av forbudet mot innsidehandel kan dermed få stor betydning for senere saker. Til tross for at flere av de utvalgte dommene er relativt gamle og har muligens lavere rettskildeverdi, kan de likevel anvendes ved spørsmål om straffutmåling. Vår analyse av de utvalgte norske domsavgjørelsene viser at norske domstoler henviser til tidligere rettspraksis for å underbygge sine beslutninger ved straffutmåling for overtredelser av forbudet mot innsidehandel. Norsk Høyesterett sammenligner ofte alvorlighetsgraden av overtredelsene fra tidligere rettspraksis i sine avgjørelser, hvor de vektlegger sentrale momenter som tillitsbrudd for profesjonelle aktører og det store skadepotensialet som innsidehandel kan ha på verdipapirmarkedet.²⁵¹

²⁴⁷ Jf. MAR art. 14

²⁴⁸ Jf. MAR art. 15

²⁴⁹ ESMA (2021) punkt 5.3: *Overview of the criminal penalties imposed in NCAs' Member States in 2021*, s. 9

²⁵⁰ Se bl.a. Acta pkt. 10.2

²⁵¹ Se punkt 4.1.1 i oppgaven

Danske domstoler legger vekt på samme momenter som norske domstoler i straffutmålingen av overtredelser av forbudet mot innsidehandel. I tillegg fastsettes straffenivået på nedre del av strafferammen i begge landene, til tross for at det foreligger skjerpene omstendigheter.²⁵²

I motsetning til Norge, ser vi at Danmark har todelt strafferamme med ulik alvorlighetsgrad. Dansk straffelov § 81 inneholder en ikke-uttømmende liste med tilfeller som anses skjerpene og som gir strengere straff.²⁵³ Danske domstolars utmålingsavgjørelser bygger ikke på tidligere rettspraksis i like stor grad som Norge. Det er få uttalelser om begrunnelsen bak det valgte straffenivå i de danske domsavgjørelsene vi har gjennomgått. Dersom vi ser på EU-lovgivers mål om at sanksjonene bør håndheves effektivt²⁵⁴, vil mangelen på begrunnelse bak straffenivået i dansk rettspraksis gjøre det utfordrende å oppnå konsekvent håndhevelse. Dessuten tilsier effektivitetshensynet at det er arbeidsbesparende å henvise til tidligere avgjørelser som har tatt opp samme spørsmål tidligere.²⁵⁵

I motsetning til et tosporet sanksjonssystem, som er hovedregelen i EU-retten, sanksjonerer Norge og Danmark innsidehandel hovedsakelig med straff.²⁵⁶ Kommisjonen²⁵⁷ har uttalt at det kan være tilstrekkelig og effektivt nok å benytte administrative sanksjoner ved overtredelser av markedsmisbruksreglene for de mindre alvorlige overtredelsene. Et argument for dette er at det gir flere muligheter til å skreddersy sanksjoneringen opp mot lovbruddet enn ved å kun benytte strafferettslige sanksjoner. Med dette tatt i betraktning, mener vi at innsidehandel som faktisk skader markedet heller bør sanksjoneres strafferettslig, og mindre alvorlige tilfeller sanksjoneres administrativt.

²⁵² Jf. punkt 4.2 i oppgaven

²⁵³ Jf. punkt 4.1.2 i oppgaven. Dansk strl. § 81 oppstiller flere skjerpene omstendigheter, og strafferammen for (forsettlig) overtredelse av forbudet mot innsidehandel følger av strl. § 299d

²⁵⁴ Jf. MARs fortale punkt 70

²⁵⁵ Blandhol, Tøssebro, & Skotheim (2015) s. 329

²⁵⁶ Se punkt 3.3 i oppgaven

²⁵⁷ COM(2011) 573 final, punkt 3

LITTERATURLISTE

Bøker, tidsskrifter og avhandlinger:

Andenæs, Joh. (2004). *Alminnelig strafferett*, (5.utg.) Universitetsforlaget

Axelsen, N. K. (2007). *Mellommenn og markedsmisbruk: om den strafferettslige regulering av mellommenn i verdipapirhandel og de reelle handlingsmønstre - en analyse i skjæringspunktet mellom rettsdogmatikk og kriminologi*. Doktoravhandling, Oslo, oktober 2007

Bergo, K. (2018). *Sanksjonering av markedsmisbruk – tid for reformer*. Lov og Rett, Volume 57, Issue 6, s. 323-324

Bergo, K. (2021). *Børs- og verdipapirrett*, (5.utg.). Cappelen Damm

Blandhol, S., Tøssebro, H. N. & Skotheim, Ø. (2015). *Innføring i juridisk metode*. Jussens Venner, Volume 50, s. 310-345

Fogtdal, H. (2015). *Børskriminalitet - Straf af insiderhandel og kursmanipulation efter dansk ret (1.utg.)*. DJØF

Luchtman, M. & Vervaele J. (2014). *Enforcing the Market Abuse Regime: Towards an integrated model of criminal and administrative law enforcement in the European Union?* New Journal of European Criminal Law, Volume 5, Issue 2, s. 192-220

Myklebust, T. (2011). *Innføring i finansmarkedsrett*, (1.utg.). Fagbokforlaget

Skjelbred, K. (2009). *Fra Økokrim: Utviklingen i rettspraksis for verdipapirhandelkriminalitet 2006-2009*. Tidsskrift for strafferett, Volume 9, Issue 1, s. 130-144

Stordrange, C. B. (2019). *Aksjeutsteders løpende informasjonsplikt og erstatningsansvar*, (1.utg.). Gyldendal Norsk Forlag

Veil, R. (2022). *European Capital Markets Law*, (3. utg.). Bloomsbury Publishing

Elektroniske kilder:

Bentow, D. (2010). *Et års fængsel for insiderhandel med Novo-aktier*. Berlingske. <https://www.berlingske.dk/virksomheder/et-aars-faengsel-for-insiderhandel-med-novo-aktier>

Bjørndal, B. (08.01.2013). - *Innsidehandel bør være lov*. Dagens Næringsliv. <https://www.dn.no/-innsidehandel-bor-vare-lov/1-1-1063776>

Det Danske Parlamentet, Folketinget (25.11.2022). *The Danish opt-outs from EU cooperation*. (<https://www.thedanishparliament.dk/en/eu-information-centre/the-danish-opt-outs-from-eu-cooperation>)

European Banking Authority (EBA). *The Single Rulebook*. <https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/single-rulebook>

Edelholt, J. F. (03.09.2019). *To mænd på 70 og 68 år idømt ubetinget fængsel for insiderhandel*. Anklagemyndigheden. <https://anklagemyndigheden.dk/da/maend-paa-70-og-68-aar-idoemt-ubetinget-faengsel-insiderhandel>

European Commission (20.09.2017). *Creating a stronger and more integrated European financial supervision for the Capital Markets Union*. Press Release, Brussel. (https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_17_3308)

Finanger, J. F. (2023, 24. januar). Kommentar til verdipapirhandelloven § 21-1, note 1

Finanstilsynet Danmark (2017). *Prosess for overtredelsessaker*. <https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Tilsynsreaktioner/Sagsbehandling/Proces>

Finanstilsynet Danmark (11.04.2023). *Statistik for overtrædelser af regler på kapitalmarkedet*. <https://www.finanstilsynet.dk/tal-og-fakta/statistik/statistik-for-overtraedelser-af-regler-paa-kapitalmarkedet>

Finanstilsynet Norge (17.02.2021). *Markedsatferd i verdipapirmarkedet*.
<https://www.finanstilsynet.no/publikasjoner-og-analyser/arsrapport/arsrapport-2020/rapporter-tilsynsomradene-2020/verdipapiromradet/markedsatferd/>

Grøndahl, P. (2017). *Straff og utilregnelighet*. 22.juli-senteret.
<https://files.nettsteder.regjeringen.no/wpuploads01/blogs.dir/251/files/2019/05/Straff-og-utilregnelighet.pdf>

Kinander, M. (2018). *Reform av norsk markedsmisbruksrett – En tapt mulighet?*
https://www.bi.no/globalassets/forskning/institutt-for-rettsvitenskap/media/nts_2018_03-mk-reform-markedsmisbruk.pdf

Kinander, M. (2019). *Strengest i verden på innsidehandel. Uskyldige kan bli sendt i fengsel*.
<https://www.bi.no/forskning/business-review/articles/2019/04/strengest-i-verden-pa-innsidehandel.-uskyldige-kan-bli-sendt-i-fengsel/>

Regjeringen, Oslo (2007). *Rapport om samarbeidet mellom Økokrim, Oslo Børs og Kredittilsynet*.
<https://www.regjeringen.no/contentassets/d8a0d450c73045fba0c53384cf91de91/rapport.pdf>

Regjeringen, Oslo (2018). *Revisjon av EUs finanstilsynssystem (ESFS)*
<https://www.regjeringen.no/no/sub/eos-notatbasen/notatene/2017/okt/revisjon-av-eus-finanstilsynssystem-esfs/id2580169/>

Robson, N. (2015). *The CSMAD: significant imminent changes to EU market abuse and insider dealing rules*. Financier World.
https://www.financierworldwide.com/the-csmad-significant-imminent-changes-to-eu-market-abuse-and-insider-dealing-rules#.ZAOgQi_JLBU

Ritzau (2022a). *Tidligere Ambu-ansat får bøde for uagtsom insiderhandel*. Avisen Danmark.
<https://avisendanmark.dk/danmark/tidligere-ambu-ansat-faar-boede-for-uagtsom-insiderhandel>

Ritzau (2022b). *Anklager: Insiderhandel i Ambu gav en halv million*. Medwatch. https://medwatch.dk/Medico_Rehab/article14392711.ece

Trudsø, P. *Sager om insiderhandel*. Advokatfirma Peter Trudsø, spesialisert i strafferett. <https://www.strafferetsadvokaten.dk/insiderhandel>

Tyrhaug, S. & Mydske, T. (2008). *Gjennomføring av MiFID i norsk rett – oversikt og bakgrunn*. Tidsskrift for forretningsjus. Vol. 14 (3.utg.). <https://www.idunn.no/doi/10.18261/ISSN0809-9510-2008-03-01>

Satzger, H. (2019). *The Harmonization of Criminal Sanctions in the European Union - A New Approach*. <https://eucrim.eu/articles/harmonisation-criminal-sanctions-european-union-new-approach/>
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX%3A52011DC0573>

Segre, C. (1966). *The development of a European capital market. Report of a Group of Experts appointed by the EEC Commission. November 1966*. <http://aei.pitt.edu/31823/>

Norsk rettspraksis:

Sense	HR-2006-1523-A, jf. LF-2005-152787
Otrum	HR-2007-363-A
PR-rådgiver	HR-2011-355-A
Nettavisen	HR-2012-812-A
Acta	LG-2013-52571-2, jf. TSTAV-2011-128794
Pareto	HR-2013-1977-A, jf. TOSLO-2010-162959
Funcom	LB-2017-153037-3
Dom i Tingretten	TOSLO-2003-18037
Dommer i Lagmannsretten	RG-2004-676 og RG-2004-1136

Norske lover:

Grunnloven av 1814 (Grl.)	Lov 17. mai 1814 Kongeriket Norges Grunnlov
Verdipapirhandeloven av 1997	Lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel
Straffeloven av 2005 (strl.)	Lov 20. mai 2005 nr. 52 om straff
Verdipapirhandeloven av 2007 (vphl.)	Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel

Norske forarbeider, innstillinger og proposisjoner:

Innst. O. nr. 72 (2004-2005)	Innstilling fra justiskomiteen om lov om straff (straffeloven)
NOU 2017: 14	Nye regler om markedsmissbruk - sanksjoner og straff
Ot.prp. nr. 12 (2004-2005)	Om lov om endringer i verdipapirhandeloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmissbruksdirektivet mv.)
Ot.prp. nr. 29 (1996-1997)	Om lov om verdipapirhandel
Ot.prp. nr. 72 (1990-1991)	Om lov om endringer i lov 14. Juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel samt endringer i enkelte andre lover (innsideregler og emisjonskontroll mv.)
Prop. 56 L (2019-2020)	Midlertidig lov om forskriftshjemmel for å avhjelpe konsekvenser av

	utbrudd av Covid-19 mv. (koronaloven)
Prop. 71 L (2021-2022)	Endringer i folketrygdloven mv. (synliggjøring av folkerettslige forpliktelser til trygdekoordinering)
Prop. 96 LS (2018-2019)	Endringer i verdipapirhandelloven mv. og samtykke til deltakelse i en beslutning i EØS-komiteen om innlemmelse av forordning (EU) nr. 596/2014 og (EU) 2017/1129 av 10. april 2019
Dansk rettspraksis:	
Midtbank	U.2005.984.H
Finansforbundet	U.2009.2142
Novo Nordisk	SS1-18911/2009
Ambu	Nr. 1-74/2022
Danske lover og forarbeider:	
2012/1 LSV 164	Forslag til Lov om ændring af straffeloven, retspleje og forskellige andre love. Vedtaget af Folketinget ved 3. behandling den 3. juni 2013
Betænkning nr. 1216/1991	Betænkning nr. 1216 om Insiderhandel – udgivet af Industriministeriet, marts 1991
Betænkning nr. 1521/2010	Betænkning nr. 1521 om Insiderhandel – udgivet av Økonomi- og Erhvervsministeriet, juli 2010

Betænkning nr. 1545/2014	Straffelovrådets Betænkning nr. 1545 om samfundstjeneste mv., 2014
Kapitalmarkedsloven av 2023	Lovbekendtgørelse 2023-01-13 nr. 41 om kapitalmarkeder
Straffeloven av 2022	Lovbekendtgørelse 2022-09-28 nr. 1360 (Straffeloven)
Rettspraksis fra EU-domstolen:	
Sak C-45/08 (Spector Photo)	Spector Photo Group NV and Chris van Raemdonck v Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA), dom av 23. desember 2009
Sak C-384/02 (Grøngaard & Bang)	Judgment of the Court (Grand Chamber) of 22 November 2005. Criminal proceedings against Knud Grøngaard and Allan Bang
Sak C-391/04 (Georgakis)	Ypourgos Oikonomikon and Proístamenos DOY Amfissas v Charliaos Georgakis, dom av 10. Mai 2007
Rapporter fra ESMA:	
de Larosière-rapporten (2009)	The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Report, 25. februar 2009
ESMA (2020)	MAR Review Report, 23.09.2020
ESMA (2021)	Administrative and criminal sanctions and other administrative

measures imposed under the Market Abuse Regulation in 2021

Lamfalussy-rapporten (2001)

Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, Brussel, 15. februar 2001

Rettsakter fra EU/EØS:

Direktiv 1988/627/EEC

Council Directive 88/627/EEC of 12 December 1988 on the information to be published when a major holding in a listed company is acquired or disposed of

Direktiv 1989/592/EEC

Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing

Direktiv 2003/6/EC (MAD)

Directive 2003/6/EC of the European Parliament and the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse)

Direktiv 2014/57/EU (MAD II)

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

Direktiv 2014/65/EU (MiFID II)

Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on market in financial instruments and amending

Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU

Forordning EU/596/2014 (MAR)

Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC

EU/EØS-traktater, notater og kommunikasjonsdokument:

COM(2010) 716 final

Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions - Reinforcing sanctioning regimes in the financial services sector

COM(2011) 573 final

Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions - Towards and EU Criminal Policy: Ensuring the effective implementation of EU policies through criminal law,
COM/2011/573 final, 20.09.2011

COM(2011) 651 final

Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the

	<p>Council on insider dealing and market manipulation (market abuse), COM/2011/651 final, 2011/0295 (COD), 20.10.2011</p>
EU-manifest	<p>The Manifesto on European Criminal Policy By the European Criminal Policy Initiative, 2011</p>
EØS-notat (2019)	<p>MAR - utfyllende forordning om prosedyrer for etablering, opprettholdelse og endringer i akseptert markedspraksis. Finansdepartementet, opprettet 13.04.2016</p>
Treaty of European Union	<p>Treaty on the Functioning of the European Union (Protocols)</p>
Treaty of Lisbon	<p>Treaty of Lisbon amending the Treaty on European Union and the Treaty establishing the European Community, signed at Lisbon, 13 December 2007</p>

APPENDIX

VEDLEGG 1

Regelverkshierarkiet i EU:

Nivå 1- og 2-regler består av EU-regelverket og nivå 3- og 4-regler gjelder implementeringen av regelverket.²⁵⁸

- Nivå-1: På dette nivået vedtas rammedirektiver og forordninger av Europaparlamentet og Rådet, det fastsettes en rekke prinsipper som gjenspeiler de politiske valgene som den spesifikke rettsakten skal regulere. Siden kun hovedprinsippene er underlagt lovgivningsprosessen og ikke de tekniske detaljene, blir det enklere å kontinuerlig tilpasse reguleringen etter utviklingen i markedet. *MAR er nivå 1-regler.*

- Nivå-2: På dette nivået konkretiseres nivå 1-reglene ved at det fastsettes detaljerte og tekniske regler av EU-Kommisjonen og en særskilt regelverkskomité, som er representanter for medlemsstatenes ulike finansdepartementer. Gjennom konsultering av markedsaktørene blir det gitt anbefalinger om tekniske gjennomføringstiltak til Kommisjonen. Gjennom EØS-avtalens samarbeidsprosedyrer deltar det norske og danske Finansdepartementet på nivå 2.

- Nivå-3: På dette nivået foreligger det utarbeidelse av CESR (Committee of European Securities Regulators) standarder og retningslinjer på de områdene som ikke er regulert i lovgivningen. Til tross for at retningslinjene ikke er bindende, anses de likevel som tungtveiende momenter for nasjonale tilsynsmyndigheter. CESR har også en sentral rolle i tilsynssamarbeidet mellom medlemsstatene. Det norske og danske Finanstilsynet deltar på nivå 3.

- Nivå-4: På dette nivået kontrolleres gjennomføringen, anvendelsen og håndhevingen av regelverket, bestående av EU-kommisjonens og EFTAs overvåkningsorgan. Brudd på gjennomføringsforpliktelsen følges gjennom EU-domstolen og EFTA-domstolen.

²⁵⁸ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 8, jf. Lamfalussy-rapporten s. 4

VEDLEGG 2

Domsavgjørelser fra Norge og Danmark - nærmere om faktum

Norge

Sense - HR-2006-1523-A

Saken gikk for Høyesterett i 2006 og gjaldt overtredelse av forbudet mot innsidehandel og tilskyndelse til innsidehandel. Begivenhetene omfattet konsernets egne planer om oppkjøp av et børsnotert selskaps aksjer (Sense) i 2003.

Den tiltalte, A, var en statsautorisert revisor som var ansatt som daværende finansdirektør i Reitan Gruppen AS (heretter kalt X). Den 3. februar 2003 fikk A, gjennom daværende leder eller andre i ledelsen i X, opplyst om forhandlinger mellom X-gruppen AS og Sense International ASA (heretter kalt Y) angående mulig fusjon/oppkjøp av Y International ASA. A besatt innsideinformasjon og handlet til sammen 125,000 aksjer i selskap Y i tre omganger fra 20. februar til 24. februar 2003. Videre oppfordret A sin bror til å kjøpe ytterligere 198,000 aksjer i selskapet Y i perioden 17. mars til 31. mars 2003.

Trondheim tingrett avsa dom den 28. september 2005 hvor A ble dømt til fengsel i 90 dager og til å betale saksomkostninger på kr 10 000. Den tiltalte anket dommen til Frostating lagmannsrett. Frostating lagmannsrett avsa dom 6. mars 2006 hvor tingrettens dom ble endret til at 60 dager av fengselsstraffen ble gjort betinget med en prøvetid på 2 år. Økokrim anket lagmannsrettens dom til Høyesterett og gjorde gjeldende at straffeutmålingen var for lav.

Ved Høyesterett sin vurdering ble det særlig lagt vekt på at handlingen hadde voldt betydelig økonomisk skade, og det var brudd på en særlig tillit som kommer med den tiltaltes stilling. Straffeutmålingen fra lagmannsretten ble endret til fengsel i seks måneder.

PR-rådgiver - HR-2011-355-A

Saken gikk for Høyesterett i perioden 2010 til 2011 og gjaldt overtredelse av reglene om innsidehandel og tilskyndelse til innsidehandel høsten 2005 knyttet til tre ulike selskaper. Tiltalte A jobbet som medierådgiver på daværende tidspunkt for

en rekke selskaper. Han besatt innsideinformasjon og under tre begivenheter tilskyndet han en annen til aksjekjøp basert på denne informasjonen.

Den første begivenheten var knyttet til selskapet Via Travel Group ASA (Via) i august 2005. A besatt innsideinformasjon om at et annet selskap skulle sette frem et tilbud om kjøp av aksjene i selskapet om kort tid, og oppfordret B til å kjøpe aksjer i Via-selskapet.

Den andre begivenheten var knyttet til selskapet Findexa Ltd. (Findexa) i september 2005. A besatt innsideinformasjon om et mulig oppkjøp og oppfordret B til å kjøpe aksjer i Findexa.

Den tredje begivenheten var knyttet til selskapet Ignis ASA (Ignis) i november 2005. A besatt innsideinformasjon om en intensjonsavtale med to andre selskaper og tipset B om at han burde kjøpe aksjer.

Det er dermed informasjonen som A videreformidlet i de tre ulike begivenhetene som dannet grunnlaget for de straffbare handlingene.

B har ved tre begivenheter handlet aksjer på oppfordring fra A. Den første begivenheten er knyttet til Via-selskapet hvor B kjøpte 250,000 aksjer i august 2005. Aksjene ble deretter solgt fem dager senere, hvor samlet investert beløp var kr 3 791 340 og fortjenesten kr 936 000. Videre tipset han C, som var en nær bekjent, til å kjøpe aksjen.

Den andre begivenheten var knyttet til Fidexa selskapet hvor B kjøpte aksjer for kr 5 892 628 i september 2005. Aksjene ble solgt tre dager etterpå med en fortjeneste på kr 834 000. Videre tipset han C til å kjøpe aksjen.

Den tredje begivenheten var knyttet til Ignis-selskapet hvor B kjøpte aksjer for kr 951 900. Aksjene ble solgt dagen etter med en fortjeneste på kr 145 000. C ble også her tipset om å kjøpe aksjen.

C har ved tre begivenheter handlet aksjer på oppfordring fra B. Aksjene ble handlet på vegne av ESS Invest AS hvor han eide alle aksjene selv, og C Foto AS hvor hans foreldre og bror eide 80% og han selv 20% av aksjene.

Den første begivenheten var knyttet til Via-selskapet i august 2005. Han kjøpte 10 000 aksjer på vegne av ESS Invest AS og 9 400 aksjer på vegne av C Foto AS. Samlet investert beløp var kr 650 538 og aksjene ble solgt noen dager senere med en gevinst på kr 113 219. Videre oppfordret C tre andre venner til å kjøpe aksjen.

Den andre begivenheten var knyttet til Findexa selskapet hvor C kjøpte 10 000 aksjer på vegne av C Foto AS og 20 000 aksjer på vegne av ESS Invest AS i september 2005. Samlet investert beløp var kr 876 000 og ble solgt senere med en gevinst på kr 96 000. Den tiltalte oppfordret også her tre venner til å kjøpe aksjen.

Den tredje begivenheten var knyttet til Ignis-selskapet hvor C kjøpte aksjer, på vegne av C Foto AS, for kr 476 551 i november 2005. Aksjene ble solgt dagen etter med en gevinst på kr 69 400. Han har også her oppfordret en venn til å kjøpe aksjen.

Oslo tingrett avsa dom 11. juli 2007 hvor A og B ble dømt til fengsel i 10 måneder og C til 8 måneder fengsel. Påtalemyndigheten anket over straffutmålingen, og de tiltalte anket både bevisbedømmelsen under skyldspørsmålet, lovanvendelsen og straffutmålingen. Borgarting lagmannsrett avsa kjennelse om straffutmålingen 9. juni 2008 og fastholdt tingrettens straffutmåling. Påtalemyndigheten anket over straffutmålingen til Høyesterett.

Høyesterett la vekt på de tiltaltes profesjonalitet, de investerte beløpene og roller i innsidehandelen. A sin straffutmåling ble satt til 1 år og 6 måneder, B sin straff ble satt til 1 år og 4 måneder, og C sin straff ble satt til 8 måneder. Det ble tatt hensyn til at tidsforløpet siden forholdene ble oppdaget ble det avgjort at de delene av straffen som ikke var blitt gjort opp gjennom varetekt eller foregrep soning burde bli gjort betinget med en prøvetid på 2 år.

Pareto - HR-2013-1977-A

Saken gikk for Høyesterett i 2013 og gjaldt misbruk av innsideinformasjon og brudd på reglene om god forretningsskikk i verdipapirforetak. Tiltalte var aksjemegler og

partner i meglerforetaket Pareto. Han ble dømt for fem tilfeller med oppfordring til innsidehandel, ett tilfelle av brudd på taushetsplikten og reglene om god forretningsskikk i verdipapirhandelloven.

Misbruk av innsideinformasjon knyttet seg til to ulike selskap og foregikk med et halvt års mellomrom. De tre første forholdene fant sted 10. januar 2006 og gjaldt informasjon om en oppsiktsvekkende avisartikkel om Det Norske Oljeselskap ASA (DNO) fra en venn, B, i Nettavisen. Informasjonen var ikke offentlig tilgjengelig og inneholdt negative nyheter om et oljeengasjement i Irak. A var innforstått med at DNO-aksjen hadde i over lang tid vært svært volatil og at informasjonen ville utgjøre en stor andel av verdien på aksjen. Han valgte å informere investor C umiddelbart om nyheten. C var en stor kunde hos Pareto og valgte å legge inn en ordre om salg/shorting av 500 000 aksjer i selskapet. Samlet beløp for handelen av DNO-aksjer var på om lag kr 85 millioner og fortjenesten på rundt kr 1 millioner.

A valgte deretter å informere andre meglere ved meglerbordet i Pareto om å shorte DNO-aksjen. Samme dag oppfordret han hedgefondforvalteren, T, som var London-basert og kunde hos Pareto, til å shorte DNO-aksjen.

De to andre tilfellene av misbruk av innsideinformasjon var knyttet til riggselskapet Sinvest ASA. A fikk innsideinformasjon i juni 2006 om forhandlinger om et konkret tilbud av en stor andel av Sinvest-aksjene. Kilden kom fra en meglerkollega i corporate-avdelingen i Pareto.

A ga deretter råd til C om å handle aksjen, noe som førte til at C kjøpte 542 000 Sinvest-aksjer og solgte 42 000 aksjer samme dag. Gjennomsnittlig kjøpskurs var på kr 98,18 og salgskurs på kr 102,06. Handelene gikk ikke gjennom hos Pareto. A oppfordret journalisten B til å kjøpe Sinvest-aksjer og publisere en artikkel om forholdet. Formålet med oppfordringen til en avisartikkel var å få andre avislesere til å kjøpe aksjen slik at aksjekursen gikk opp uavhengig av utfallet av forhandlingene. Samme dag bekrefter A overfor B at oppkjøpet av Sinvest-aksjen ville skje og førte dermed til brudd på taushetsplikten.

Høyesterett viste til tiltaltes profesjonalitet og sentrale rolle, i tillegg til det store skadepotensialet ved handlingen. Straffeutmålingen ble fastsatt til fengsel i tre år, hvor ett år og seks måneder ble gjort betinget.

Acta - LG-2013-52571-2

Saken gikk for Gulating lagmannsrett i Stavanger i perioden 2014 til 2015 og gjaldt økonomisk kriminalitet som fant sted i perioden mellom 2004 og 2008.

Hovedtiltalt, A, var hovedaksjonær i det børsnoterte selskapet Acta Holding ASA (Acta). Tiltalebeslutningen bygger på at den tiltalte foretok innsidehandel i Acta-aksjen til tross for at han var en primærinnsider i selskapet. Videre har han foretatt innsidehandel i Acta-aksjen gjennom de andre medtiltalte. Tiltalebeslutningen er basert på tre innsidebegivenheter. Den første var knyttet til Acta sitt delårsresultat for Q4 i 2004 og styrets forslag til utbytte. Påtalemyndigheten anførte at A hadde besittet innsideinformasjon i den første innsidebegivenheten senest 28. januar 2005 og gjennom tiltalte B og C og/eller Varhei Invest AS, oppfordret dem til å kjøpe aksjer i Acta i perioden 2. februar til 10. februar 2005.

Den andre innsidebegivenheten var knyttet til Acta sitt delårsresultat for Q3 i 2007. Delårsresultatet bestod av dårligere resultater enn markedet hadde forutsett. Påtalemyndigheten anførte at A besatt innsideinformasjon vedrørende delårsresultatet og av denne grunn solgte eller oppfordret til det, de medtiltalte B, C, D, E og G og/eller deres respektive aksjeselskaper til å gjennomføre et nedslag av Acta-aksjer i perioden 20. september til 4. oktober 2007.

Den tredje innsidebegivenheten var knyttet til forhandlinger om et tilbud om oppkjøp av Acta fra Texas Pacific Group i perioden april/mai 2008. Påtalemyndigheten anførte at A besatt innsideinformasjon senest 16. april 2008 og kjøpte aksjer eller oppfordret til det gjennom medtiltalte D og C og/eller Varhei Invest AS og/eller Advize AS i perioden 24. april til 8. mai 2008.

Hvert enkelt tilfelle av de tre innsidebegivenhetene ble behandlet separat.

A og fem av de seks medtiltalte ble funnet skyldig i samtlige tiltaleposter. Hvert tilfelle av innsidehandel har representert grove brudd på verdipapirhandelloven av

A. Straffeutmålingen for de tre innsidebegivenhetene er ulik av tingretten, hvor den første innsidebegivenheten ble satt til 2 år. Den andre ble satt til 4 år og den tredje til 3 år, en total lengde på 9 år. Lagmannsretten anser det som en rimelig og balansert utmåling og samlet sett mener at innsidebegivenhetene bør ligge opp mot 6 års fengsel.

A sin straffeutmåling ble satt til fengsel i 9 år som samsvarte med aktoratets påstand. Halvannet år ble imidlertid gjort betinget grunnet tidsbruken. Videre ble han også dømt til inndragning på 25 millioner norske kroner.

De medtiltalte ble dømt til fengsel mellom 2 og 6 år. I tillegg ble en medtiltalt dømt til inndragning på kr 5 millioner. En ble frifunnet, og grunnet lang saksbehandlingstid ble deler av straffene gjort betinget. Acta-saken er den mest omfattende økonomiske straffesaken Gulating lagmannsrett har avgjort frem til nå.

Danmark

Midtbank - U.2005.984H

Saken gikk for byretten i Herning og Landsretten i 2003 og gjaldt fire begivenheter av innsidehandel i perioden 2000 til 2001. De tiltalte var på daværende tidspunkt styreleder og i ledelsen i Midtbank.

I mai 2000 ble Midtbanks ledelse kontaktet av Svenske Handelsbanken for å drøfte et samarbeid mellom partene. Over sommeren ble det besluttet at Handelsbanken skulle overta Midtbank, noe som allerede var kjent i markedet da banken hadde tidligere opplyst om at de hadde gitt opp strategien om å drive virksomheten alene. I september 2000 ble forhandlingene mellom partene avbrutt på bakgrunn av uenigheter i prisfastsettelsen. Ved årsskiftet ble partene enige og 11. april 2001 ble det offentliggjort et overtakelsestilbud til en kurs på 850 danske kroner.

Den første innsidebegivenheten oppstod 24. august 2000 hvor Midtbanks styreleder kjøpte 850 Midtbank-aksjer til en kurs på 268 danske kroner. På dette tidspunktet ble kontakten mellom partene ikke karakterisert som innsideinformasjon, selv om henvendelsene fra Handelsbanken ikke var offentliggjort. Bakgrunnen for det var at kontakten ble ansett som uvesentlig og styrelederen ble dermed frikjent på dette punktet.

Den andre innsidebegivenheten oppstod 16. november 2000 hvor Midtbank kjøpte 10 000 egne aksjer til en kurs på 277 danske kroner fra Danske Bank-konsernet og deretter solgte aksjene videre til lokale investorer.

Den tredje innsidebegivenheten oppstod 27. november 2000 hvor Midtbank kjøpte ytterligere 15 000 egne aksjer under samme vilkår.

Den fjerde innsidebegivenheten oppstod 6. februar 2001 hvor Midtbank kjøpte 104 288 egne aksjer av Realkredit Danmark til en kurs på 330 danske kroner som skulle brukes ved kapitalnedsettelse.

Retten la til grunn at det forelå innsideinformasjon på tidspunktet for de tre siste innsidebegivenhetene. Likevel ble Midtbank ledelsen frikjent for de to første begivenhetene.

I byretten og landsretten ble det lagt til grunn at styrelederen i Midtbank ikke besatt innsideinformasjon den 24. august 2000 og ble derfor frifunnet. Det forelå imidlertid noen ulikheter mellom byretten og landsretten sine avgjørelser.

I byretten ble det lagt til grunn at Realkredit Danmark sitt tilbakekjøp den 16. november 2000 var innsidehandel, men omfattet av unntaksbestemmelsen i verdipapirhandelloven § 35(3) som innebærer ordinær handel. Ved landsrettens flertall (5-1) ble det lagt til grunn at kontakten mellom partene ikke utgjorde innsideinformasjon på det gjeldende tidspunktet og Midtbank ble derfor frifunnet. Mindretallet, på én dommer, la til grunn at det forelå innsideinformasjon, men likevel frikjennelse da innsideinformasjonen var uten betydning for aksjekjøpet.

Det forekom uenigheter mellom byretten og landsretten sin vurdering av saken ved det siste tilbakekjøpet den 6. februar 2001 av egne aksjer fra Realkredit Danmark, med en børskurs på 330 danske kroner. Begge instanser konstaterte at det forelå innsideinformasjon på dette tidspunktet da det var en vedvarende interesse fra Handelsbanken i å overta Midtbank. Byretten la til grunn at unntaksbestemmelsen i vphl. § 35 (3) ikke fikk anvendelse på den store transaksjonen på grunn av handelens størrelse og de aktuelle omstendighetene. Landsrettens flertall på 4-2 la

til grunn frifinnelse på bakgrunn av at ledelsen i Midtbank ikke hadde foretatt noe ulovlig. Mindretallet ønsket domfellelse, da innsideinformasjonen var av betydning for beslutningen av tilbakekjøp av aksjer.

Landsrettens avgjørelse ble anket til Høyesterett med påstand om at det var en feil rettsanvendelse ved landsretten. Saken gikk for Høyesterett i 2004 og ble behandlet av syv dommere da saken var av prinsipiell karakter. Det var en kortfattet dom hvor Landsrettens frifinnelsesdom ble stadfestet. Slik at landsrettens rettsoppfattelse ble ikke korrigeret av Høyesterett.

Midtbank-dommen kastet et lys over hva som utgjør innsideinformasjon, og hvordan forbudet mot innsidehandel skal tolkes.

Finansforbundet - U.2009.2142 (ref. EU-domstolens Grøngaard & Bang)

Saken gikk for Københavns byrett i 2006 og gjaldt overtredelse av forbudet mot spredning av innsideinformasjon. Det var to tiltalte i saken. Den første tiltalte, A, var en medarbeidervalgt medlem av RealDanmarks styre som også var styreleder for Finansforbundets lokalkrets i RealDanmark. Den andre tiltalte, B, var styreleder i Finansforbundet.

Saken gjelder flere innsidebegivenheter i perioden august til september 2000.

A fortalte B den 23. august om beslutningen til RealDanmark A/S om å inngå fusjonsforhandlinger med Danske Bank A/S. Den første innsidebegivenheten fant sted 28. august hvor B sprer innsideinformasjon til en nestleder i Finansforbundet, P, og en medarbeider i Finansforbundet, Q, om Realdanmarks beslutning den 22. august å inngå fusjonsforhandlinger med Danske Bank.

Den andre innsidebegivenheten fant sted 31. august hvor medarbeideren, P, kjøpte aksjer i RealDanmark for rundt 250 000 danske kroner. Den 4. september blir det igjen spredt innsideinformasjon til en annen nestleder i Finansforbundet, R, om beslutningen til Realdanmarks styre.

A opplyste B den 26. september om at fusjonsplanen skulle bli offentliggjort den 2. oktober og hva bytteforholdet mellom partene skulle bli. Den tredje

innsidebegivenheten fant sted 27. september hvor B spredte innsideinformasjon til sekretærsjefen i Finansforbundet, S. Dagen etter spredte B samme innsideinformasjon til P.

P kjøpte aksjer i RealDanmark for rundt 1,5 millioner danske kroner den 29. september.

Den 2. oktober ble fusjonen mellom RealDanmark og Danske Bank offentliggjort, noe som førte til en kursstigning på rundt 65%. Det resulterte i at P solgte sine aksjer med en fortjeneste på rundt 1,3 millioner danske kroner.

Februar 2002 i København Byrett ble P straffet med fengsel i 6 måneder for innsidehandel. De tiltalte erkjente de faktiske forholdene og erklærte seg enige i at informasjonen om fusjonen mellom selskapene var innsideinformasjon og bestod av særlig følsom karakter.

A og B ble både av byretten og landsretten dømt for overtredelse av vphl. § 36 om forbud mot spredning av innsideinformasjon. Begge ble idømt en bot på 5 000 danske kroner hver, de tiltalte anket saken til landsretten med påstand om frifinnelse, subsidiært formildelse av straffen. Landsretten fastholdt byretten sin avgjørelse, noe som førte til at A og B anket saken til Høyesterett med påstand om frifinnelse, subsidiært formildelse.

Høyesterett tok utgangspunkt i unntaksbestemmelsen i den danske verdipapirhandelloven § 36 og forarbeidene. Det følger av unntaksbestemmelsen at det er adgang til spredning av innsideinformasjon dersom det er et normalt ledd i utøvelsen av vedkommendes arbeid. Videre fremgår det av forarbeidene at medarbeidervalgt medlem av et selskapets styre kan som utgangspunkt drøfte spørsmål om fusjon av vesentlig betydning for de ansatte med lederen i sin faglige organisasjon.

A sin spredning av innsideinformasjon til B ble ansett som en drøftelse av hvilken holdning man skulle ha til fusjonen, som ville påvirke 20.000 medlemmer av Finansforbundet. Det ble dermed ansett saklig begrunnet og et normalt ledd i

virksomheten. Høyesterett la dermed til grunn at A og B ikke hadde overtrådt forbudet i vphl. § 36. Begge ble frifunnet og staten betalte saksomkostningene.

Novo Nordisk - saksnr. SS1-18911/200

Saken gikk for København byrett i 2010 og gjaldt overtredelse av forbudet mot innsidehandel. Den tiltalte var en finansmedarbeider i selskapet Novo Nordisk som besatt innsideinformasjon som hadde kurspåvirkning. Over en periode på 2 år handlet finansmedarbeideren Novo-aksjer gjennom et selskap på den karibiske øya Anguilla i en venns navn. Gevinsten var på 5 millioner danske kroner.

Saxo Bank ble benyttet for å gjennomføre aksjehandelene, noe som førte til at handelene ble hurtig fanget opp av de avanserte overvåkingssystemene til banken.²⁵⁹

Københavns byrett avsa en dom på fengsel i ett år og bot på 1,1 millioner danske kroner. Den tiltalte erkjente de ulovlige forholdene og anket ikke byrettens dom. Saken ble ansett som alvorlig og kompleks, og det er særlig tre omstendigheter som er årsaken til det. For det første er det den største saken beløpsmessig i Danmark, videre er det systematisk handel rundt kurspåvirkende offentliggjørelser og det er benyttet utenlandske selskaper som gjør det vanskeligere å oppdage.

Ambu - saksnr. 1-74/2022

Saken gikk for retten i Lyngby i 2022 og gjaldt overtredelse av forbudet mot innsidehandel. Den tiltalte var en tidligere ledende ansatt i selskapet Ambu A/S i 2019 og har gjennom sin stilling besittet innsideinformasjon og handlet aksjer med en gevinst på 529 000 danske kroner.²⁶⁰ Innsideinformasjonen bestod av opplysninger om et nytt produkt som ble testet først i Tyskland og deretter av leger i USA.

I 2019 var utsiktene for produktet dårlige. Den 19. mai sendte den ansvarlige for investor-relasjoner i Ambu en e-post til den andre tiltalte at produktet ville bli droppet innen relativt kort tid. Det forelå to innsidebegivenheter i denne saken. Den

²⁵⁹ Bentow (2010)

²⁶⁰ Ritzau (2022a)

første begivenheten fant sted rundt midten av mai 2019. Den tiltalte handlet Ambu-aksjer for 2,4 millioner danske kroner.

Den andre begivenheten fant sted 23. mai, hvor den tiltalte landet på lufthavnen i Kastrup klokken 13.20 etter en reise til USA. Klokken 13.57 samme dag fikk den tiltalte og flere andre ledere i Ambu en e-post hvor de ble informert om at de stod på innsidelisten og ikke måtte handle aksjer i selskapet, da de besatt innsideinformasjon om produktets dårlige utsikter. Den tiltalte solgte aksjer for 2,2 millioner danske kroner i Saxo Bank kun 20 minutter etter e-posten ble levert.

Den tiltalte hevdet på sin side at han ikke hadde fått beskjed om at det var dårlige utsikter for produktet og at han ikke hadde lest e-posten. Det lyktes ikke å bevise i retten at den tiltalte hadde lest e-posten innen han handlet aksjene. Retten mente likevel at han burde ha sjekket e-postene sine. Videre kom det frem i retten at den tiltalte hadde i starten av mai 2019 skrevet et notat med navnet «aksje-strategier», hvor han kommenterte de dårlige forutsetningene for produktet som skulle lanseres.²⁶¹ Den tiltalte hevdet på sin side at det var rene spekulasjoner og tankeeksperimenter om hva som kunne skje. Lanseringen ble stoppet i midten av juni, noe som resulterte i at investorene reagerte fort og aksjen fikk dermed et kursfall på 16%.

Retten i Lyngby idømte den tiltalte til en bot på 100 000 danske kroner for grovt uaktsom innsidehandel. Videre ble litt over en halv million danske kroner av gevinsten konfiskert. Påtalemyndigheten hevdet på sin side at den tiltalte hadde handlet forsettlig og krevde en fengselsstraff på fire måneder.

²⁶¹ Ritzau (2022b)