



Det juridiske fakultet

## **Forbudet mot misbruk av innsideinformasjon, jf. vphl. § 3-3 jf. § 21-3 første ledd**

*Forståelsen av misbruksvilkåret i verdipapirhandelloven § 3-3 ved strafferettslige sanksjoner*

Arthana Asokumar

Liten masteroppgave i JUR-3902, desember 2019



# Innholdsfortegnelse

1	Innledning.....	3
1.1	Tema og problemstilling .....	3
1.2	Avgrensning .....	4
1.3	Terminologi.....	5
1.4	Aktualitet.....	5
1.5	Metodiske særtrekk .....	7
1.5.1	Generelt .....	7
1.5.2	EU-rettens betydning for EØS-retten.....	7
1.5.3	Fra direktiv til forordning.....	8
1.6	Videre fremstilling .....	8
2	Hensyn.....	9
3	Regulering av innsidehandel – historikk.....	11
4	Kan det utledes et krav til årsakssammenheng av MAD art. 2 nr.1? .....	13
4.1	MAD art. 2 nr.1 .....	13
4.2	Analyse av Spector-dommen.....	14
4.2.1	Sakens bakgrunn og sakens rettslige spørsmål.....	14
4.2.2	Rettsregelen Spector-dommen oppstiller .....	16
4.2.3	Domstolens tolkning av «use», jf. MAD art. 2 nr.1 .....	17
4.2.4	Hva skal til for å tilbakevise presumsjonen om bruk.....	19
4.3	Oppsummering og avsluttende vurdering av Spector-dommen.....	21
5	Kan det utledes krav til årsakssammenheng etter vphl. § 3-3? .....	22
5.1	Innledning.....	22
5.2	Har «use»-kriteriet etter EU-retten og misbruksreservasjonen etter vphl. § 3-3 samme innhold?.....	22
5.3	Innebærer misbruksreservasjonen etter vphl. § 3-3 (2) et krav om årsakssammenheng? .....	24

5.4	Konklusjon .....	31
6	Kan det utledes krav om årsakssammenheng i svensk og dansk rett? .....	31
6.1	Innledning.....	31
6.2	Svensk rett .....	31
6.3	Dansk rett .....	33
6.4	Konklusjon .....	34
7	Omfattes både primærinnsider og sekundærinnsider av Spector-presumsjonen?.....	34
8	Er presumsjonen om skyld i strid med uskyldspresumsjonen?.....	38
8.1	Innledning.....	38
8.2	Er presumsjonen om skyld, jf. Spector-dommen, i strid med EMK? .....	38
8.3	Er presumsjonen om skyld i strid med norsk rett ved strafferettslig sanksjonering?..	43
8.4	Konklusjon .....	46
9	Beviskravet ved tilbakevisning av presumsjonen .....	46
9.1	Er beviskravet ved tilbakevisning av presumsjonen ulikt mellom administrative sanksjoner og straffesanksjoner etter EU-retten?.....	46
9.2	Hvilket beviskrav skal anvendes ved strafferettslig sanksjonering av innsidehandel, i forbindelse med tilbakevisning av presumpsjon etter norsk rett? .....	48
9.3	Konklusjon .....	50
10	Noen de lege ferenda-betraktninger og MAD II .....	50
11	Avsluttende bemerkninger og konklusjon.....	51
12	Kildeliste .....	54

# 1 Innledning

## 1.1 Tema og problemstilling

Et velfungerende finansmarked er en forutsetning for kapitalproduktivitet og økonomisk utvikling. Det bidrar til å fordele risiko og til å kanalisere kapital.<sup>1</sup> Som det fremgår av Finansmarkedsmelding 2019, er velfungerende kapitalmarkeder avgjørende for vekst og for å sikre det norske verdipapirmarkedets omdømme.<sup>2</sup> En årsak til markedssvikt er blant annet urettferdig asymmetrisk informasjonstilgang.<sup>3</sup> Et velfungerende marked fordrer derfor effektive, velordnede og tillitsvekkende arenaer for handel av finansielle instrumenter, samt at markedsaktørene har lik og samtidig tilgang til korrekt informasjon om instrumentene som omsettes.<sup>4</sup> Et viktig virkemiddel for å oppnå dette er lov 29. juli 2017 nr. 75 om verdipapirhandel (vphl.) sine regler om markedsmissbruk, herunder ulovlig innsidehandel og markedsmanipulasjon.<sup>5</sup>

Tema for avhandlingen er misbruk av innsideinformasjon. Innsidehandel er regulert av vphl. kapittel 3. Begrepet «innsideinformasjon» er definert i vphl. § 3-2. Av bestemmelsens første ledd fremgår det tre kumulative vilkår som må være oppfylt for at informasjonen kan anses som innsideinformasjon. Her defineres innsideinformasjon som presise opplysninger som er egnet til å påvirke kursen merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allmenn kjent.<sup>6</sup> En forutsetning for drøftelsene i denne oppgaven er at det i utgangspunktet foreligger informasjon som oppfyller vilkårene for hva som er anse som innsideinformasjon etter vphl. § 3-2.

Misbruk av innsideinformasjon reguleres av vphl. § 3-3, jf. § 21-3 (1). Det følger av vphl. § 3-3 at:

---

<sup>1</sup> Norges Bank, «Norges finansmarkeder: pengepolitikk og finansiell stabilitet», Norges Banks skriftserie, nr. 34,

<sup>2</sup> Meld. St. 24 (2018–2019), Finansmarkedsmeldingen 2019, s. 55 og 125

<sup>3</sup> Meld. St. 24 (2018–2019) s. 55

<sup>4</sup> Se lov 29. juli 2017 nr. 75 om verdipapirhandel § 1-1

<sup>5</sup> Meld. St. 24 (2018–2019) s. 125

<sup>6</sup> Se definisjon av innsideinformasjon som følger av vphl. § 3-2

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

2) Første ledd gjelder bare ved misbruk av innsideinformasjon nevnt i § 3-2.».

Forsettlig og uaktsomme overtredelser av vphl. § 3-3 kan straffes med bot og fengsel inntil seks år, jf. vphl. § 21-3 (1). Forbudet innebærer at det er ulovlig å handle med finansielle instrumenter som en har kurssensitiv informasjon om, og som enda ikke er kjent i markedet.<sup>7</sup>

Investorer med innsideinformasjon vil ofte ha en fordel, da de kan handle med mindre risiko sammenlignet med investorer uten tilgang til den samme informasjonen. Forbudet har en generell reservasjon ved at det kun gjelder *misbruk* av innsideinformasjon, jf. vphl. § 3-3 (2).<sup>8</sup> For å avgjøre hvorvidt det foreligger *misbruk*, er det relevant å vurdere om det stilles krav til at det må foreligge årsakssammenheng mellom besittelse av innsideinformasjon og handelen. Hovedproblemstillingen i avhandlingen er således om det er krav til årsakssammenheng mellom besittelse av innsideinformasjonen og transaksjonen, for at det skal foreligge misbruk av innsideinformasjon som kan sanksjoneres strafferettslig, og videre hva som i tilfelle ligger i et slikt kravet. Avhandlingen tar også for seg tilstøtende problemstillinger som reiser seg ved någjeldende rettsregel for å konstatere misbruk av innsideinformasjon.

Den norske reguleringen av innsidehandel bygger på regelverk utformet av Den europeiske unionen (EU).<sup>9</sup> En analyse av EU-retten er derfor relevant for å drøfte problemstillingen, og betydningen av den, dersom norsk rett ikke samsvarer med EU-retten.

## 1.2 Avgrensning

Avhandlingen tar for seg misbruk av innsideinformasjon. Det forutsetter at vilkårene for at det foreligger innsideinformasjon er oppfylt.<sup>10</sup> Videre faller lovlig innsidehandel utenfor. Andre sider ved innsidehandelforbudet vil kun bli behandlet i den grad det er nødvendig for å besvare problemstillingen skissert over i punkt 1.1.

---

<sup>7</sup> Trude Myklebust, *Innføring i finansmarkedsrett*, 1. utgave, Fagbokforlaget, 2011, s. 350

<sup>8</sup> Myklebust (2011), s. 350 og 357

<sup>9</sup> Ot.prp. nr.12 (2004–2005) Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmissbruksdirektivet mv.) s. 5

<sup>10</sup> Se definisjon av innsideinformasjon som følger av vphl. § 3-2

### 1.3 Terminologi

Begrepet innsidehandel brukes i all hovedsak om rettsstridig innsidehandel, med mindre noe annet er spesifisert eller fremgår av sammenhengen.

I oppgaven brukes begrepet «transaksjon» og «handel» som samlebetegnelser for tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter, jf. vphl. § 3-3 (1).

Begrepet «primærinnsider» kan etter vphl. § 4-2 sammenholdt med vphl. § 3-6 anses som en person i styre, ledelse eller andre i tilknytning til utstederforetaket som er underlagt visse krav knyttet til handel og rapportering av handel. Kjernen i definisjonen av primærinnsider er i EU-retten langt på vei det samme.<sup>11</sup> Med «sekundærinnsider» menes andre aktører som har tilegnet seg innsideinformasjon på andre måter. EU-retten opererer med en slik forståelse.<sup>12</sup> Eksempel på sekundærinnsider er en drosjesjåfør eller en butikkansatt som fanger opp innsideinformasjonen uten å være tilknyttet utstederforetaket.<sup>13</sup>

### 1.4 Aktualitet

Misbruk av innsideinformasjon kan være skadelig for verdipapirmarkedet. Uklarheter med hensyn til hvordan regulering av misbruk av innsideinformasjon skal forstås, vil både være uheldig for finansmarkedet og de som står i fare for sanksjoner i henhold til lovverket.

Den siste finanskrisen viste hvor stort behovet for å forbedre reguleringen og tilsyn av finansinstitusjonen er.<sup>14</sup> Det europeiske rådet anså det nødvendig å opprette et enhetlig rammeverk, for å beskytte samfunnet mot fremtidig risiko.<sup>15</sup> På bakgrunn av bevisstgjøringen har det skjedd vesentlige endringer innenfor blant annet innsideregulering. EUs Markedsmisbruksdirektiv (MAD) om innsidehandel ble innført i Norge i 2005.<sup>16</sup> 3. juli 2016

---

<sup>11</sup> Se Directive 2003/6/EC European Parliament and of the Council of 28. January 2003 on insider dealing and market manipulation (MAD) art. 2 nr. 2, Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse 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 (MAR), art. 8 nr. 4 bokstav a til d, og Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse (MAD II) art. 3 nr. 3 bokstav a til d

<sup>12</sup> Se Dir 2003/6/EC (MAD) art. 4, Regulation (EU) No 596/2014 (MAR) art. 8 nr. 4 siste avsnitt, og Directive 2014/57/EU (MAD II) art. 3 nr. 3 siste avsnitt

<sup>13</sup> Se Knut Bergo, *Børs- og verdipapirrett*, 4. utgave, Cappelen Damm, Akademisk, 2014 s. 127

<sup>14</sup> Council of the European Union, Cover Note from the Presidency to the Delegation. 10. juli 2009, 11225/2/09 REV 2 s. 6

<sup>15</sup> Council of the European Union, 11225/2/09 REV 2, s. 1

<sup>16</sup> Se Dir 2003/6/EC (MAD) og Morten Kinander, «Fra direktiv til forordning: Endringer i norsk innsiderett ved overgang fra MAD til MAR», *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, nr. 4, 2018, s. 48-55, s. 49

trådte EUs forordning om markedsmissbruk (MAR) i kraft.<sup>17</sup> Forordningen skal implementeres i Norge, og vil erstatte MAD som er gjennomført i kapittel 3, 4 og 5 i gjeldende verdipapirhandellov.<sup>18</sup> På bakgrunn av Norges forpliktelser gjennom EØS-avtalen<sup>19</sup>, har derfor EU-retten betydning for forståelsen av vphl. § 3-3 jf. § 21-3 (1).

Flere teoretikere tolker EU-retten slik at den stiller krav til årsakssammenheng mellom besittelse av innsideinformasjonen og transaksjonen for at handelen skal anses som misbruk av innsideinformasjon.<sup>20</sup> Høyesterett har hatt anledning til å drøfte om det kan oppstilles et slikt krav, men har ikke tillatt anke vedørende spørsmålet fremmet.<sup>21</sup>

Problemstillingen er også reist i forarbeidene til verdipapirhandelloven, uten at det gis en entydig konklusjon.<sup>22</sup> En tydeliggjøring av rettsstilstanden er nødvendig for å unngå usikkerhet blant aktørene i det norske verdipapirmarkedet, samt for å verne markedets interesse. En klarhet i hvordan reglene om innsidehandel skal anvendes er særlig viktig på strafferettens område. Det foreligger således en uklarhet med hensyn til hvordan misbruksvilkåret i verdipapirloven § 3-3 skal forstås, og om norsk rett er i overensstemmelse med EU-retten.

Når Norges EØS-rettslige forpliktelser implementeres i norsk rett, kan det skape uklarheter om hvordan både EU-retten og norsk rett skal forstås, samt om norsk praksis er i tråd med EU-retten. Senest 13. november 2019 holdt EFTA-domstolen en høring i en markedsmissbrukssak fra Borgarting lagmannsrett.<sup>23</sup> Dette viser at det er flere spørsmål innenfor markedsmissbruksområdet som er uklare, da den norske loven i stor grad følger EU-rettens system på innsidereguleringens område.

---

<sup>17</sup> Regulation (EU) No 596/2014 (MAR)

<sup>18</sup> Se Prop. 96 LS (2018-2019) Endringer i verdipapirhandelloven mv. (prospekt, markedsmissbruk, tilsyn og sanksjoner) og samtykke til deltakelse i en beslutning i EØS-komiteen om innlemmelse av forordning (EU) nr. 596/2014 og (EU) 2017/1129, s. 9

<sup>19</sup> Se Lov 22. nov 1994 nr. 27 om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS-avtalen.), § 1

<sup>20</sup> Se blant annet Kinander (2018 b), s. 50 og Knut Bergo, «Lov om juridisk metode», *Lov og rett*, 58/8, 2019, s. 461–462, s. 461

<sup>21</sup> Jf. HR-2019-1447-U

<sup>22</sup> Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) s. 26

<sup>23</sup> Sak E-5/19, Criminal proceedings against F and G (ennå ikke i EFTA Ct. Rep.). Anmodning til EFTA-domstolen etter artikkel 34 i Avtalen mellom EFTA-statene om opprettelse av et Overvåkingsorgan og en Domstol fra Borgarting lagmannsrett i en sak for denne domstol mellom F og G om tolkningen i europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/6/EF av 28. januar 2003 om innsidehandel og markedsmanipulering (markedsmissbruk)

## 1.5 Metodiske særtrekk

### 1.5.1 Generelt

Ettersom problemstillingen må besvares gjennom kartlegging og analyse av gjeldende rett, vil avhandlingen ta utgangspunkt i et rettsdogmatisk perspektiv. Avslutningsvis vil det imidlertid foretas noen rettspolitiske betraktninger om hvilken betydning avhandlingens funn kan ha for norsk rett, og samspillet mellom norsk rett og EU-retten for øvrig. EU-retten er en viktig del av rettskildematerialet som behandles i avhandlingen, da verdipapirhandelens regler om innsidehandel stammer fra EU-retten.

### 1.5.2 EU-rettens betydning for EØS-retten

Den europeiske unions domstol (EU-domstolen) er tillagt det primære ansvaret for tolkning og anvendelse av EU-retten, jf. Consolidated version of the Treaty on European Union 2016/C 202/01 (TEU.) art. 19. EU-domstolen har med grunnlag i medlemsstatenes lojalitetsplikt utviklet et prinsipp om EU-rettskonform tolkning.<sup>24</sup>

I fjerde ledd av fortalen til EØS-avtalen fremgår det at EØS-samarbeidet skal være ensartet. Rettspraksis fra EU-domstolen vil derfor være relevant for tolkningen av nasjonale lover.<sup>25</sup> Ensartethet innebærer en målsetting om å tolke EØS-retten likt og sammenfallende med den underliggende EU-retten.<sup>26</sup> Målsettingen er sentral for et effektivt og velfungerende finansmarked som likebehandler markedsaktørene. Derfor er det nødvendig med enhetlig praksis av innsidehandelreglene på tvers av EU- og EØS statene.

I Norge har Høyesterett utviklet et grunnleggende tolkningsprinsipp om at norske domstoler skal foreta en selvstendig tolkning av konvensjonen, ved bruk av EU-rettens tolkningsmetode.<sup>27</sup> Dette innebærer at norske domstoler må forholde seg til konvensjonsteksten, alminnelige formålsbetraktninger, samt EMDs og EU-domstolens avgjørelser.<sup>28</sup>

---

<sup>24</sup> Sak C-14/83, *Von Colson og Kamann*, Sml. 1984 s. I - 01891, avsnitt 28, og Sak C-397/01, *Pfeiffer og andre*, Sml. 2004 s. I- 08835, avsnitt 116

<sup>25</sup> Fredrik Sejersted, m.fl. (2014), *EØS-rett*, 3. utgave, Universitetsforlaget, 2014, s. 87 og 107

<sup>26</sup> Sejersted m.fl. (2014) s. 87 og 107

<sup>27</sup> Se blant annet Rt. 2000 s. 996 (Bøhlerdommen) s. 1007 og 1008, Rt. 2002 s. 557, Rt. 2003 s. 359 og Rt. 2005 s. 833.

<sup>28</sup> Rt. 2005 s. 833, avsnitt 45



Et spørsmål er om det kan utledes et prinsipp om direktivkonform tolkning av prinsippet om EU-rettskonform tolkning. EFTA-domstolen uttalte i sak E-1/07 at EØS-avtalen gir grunnlag for et prinsipp om EØS-konform tolkning, med utgangspunkt i harmonitetsprinsippet.<sup>29</sup> EØS-landene skal tolke nasjonale bestemmelser slik at de er i tråd med EØS-retten. Høyesterett har imidlertid i dom inntatt i Rt. 2000 s. 1811 (Finanger) uttalt at prinsippet om direktivkonform tolkning i EU-retten ikke rekker lengre enn presumsjonsprinsippet i norsk rett.<sup>30</sup>

Presumsjonsprinsippet innebærer at det skal presumeres at norsk rett er i overensstemmelse med folkeretten.<sup>31</sup> Presumsjonsprinsippet medfører at norsk rett strekkes langt for å oppnå konformitet.<sup>32</sup> Det vil si at EØS-regler som ikke er gjennomført i norsk rett, likevel kan ha betydning for valg av tolkningsalternativ. Ved direkte motstrid mellom norsk regel og en folkerettslig regel som ikke er inkorporert i norsk rett, vil likevel norsk lov som hovedregel ha forrang.<sup>33</sup>

### 1.5.3 Fra direktiv til forordning

Finansdepartementet har fremmet forslag om gjennomføring av MAR i norsk rett i Prop. 96 LS (2018-2019). Dette er vedtatt av Stortinget, men endringsforslagene har ikke trådt i kraft. Forordningen skal gjennomføres «som sådan», jf. EØS-avtalen art. 7 bokstav a. Det er derfor ikke opp til nasjonale myndigheters politikk å regulere bestemmelsens innhold.<sup>34</sup>

Forordningen medfører ikke vesentlige endringer i reglene om innsidehandel, men representerer en kodifisering av praksis, samt en tydeliggjøring av innholdet i en del av bestemmelsene. MAR vil derfor være en relevant rettskilde for å forstå hvordan rettstilstanden i Norge vil bli ved inkorporasjon, samt relevant for tolkning av någjeldende MAD. Særlig da MAR gir uttrykk for hvordan EU-lovgiver har ment at MAD skal forstås.<sup>35</sup>

## 1.6 Videre fremstilling

Kapittel 2 i avhandlingen beskriver hvilke motstridende hensyn som gjør seg gjeldende ved regulering av innsidehandel. Deretter følger en kort gjennomgang av den EU-rettslige reguleringen av innsidehandel i kapittel 3. Selv om oppgavens tema er vphl. § 3-3, behandles

---

<sup>29</sup> Sak E-1/07, Request for an Advisory Opinion from Fürstliches Landgericht in criminal proceedings, avsnitt 38

<sup>30</sup> Sejersted m.fl. (2014) s. 265

<sup>31</sup> Se blant annet Rt. 1994 s. 1247, s. 1250

<sup>32</sup> Line Ravlo, «EMKs betydning for norsk prosessrett: en introduksjon», *Jussens Venner*, 36/05-06, 2001, s. 319-336, punkt 2.3.3

<sup>33</sup> Se Rt. 2000 s. 1811, s.1817 og Sejersted m.fl. (2014) s. 265

<sup>34</sup> Kinander (2018 b) s. 55 og Sejersted, m.fl. (2014), s.196

<sup>35</sup> Regulation (EU) No 596/2014 (MAR), fortale, og Bergo (2014) s. 275

EU-retten først og relativt grundig. Siden den norske reguleringen av innsidehandel bygger på EU-retten, er det hensiktsmessig å analysere EU-retten før den sammenholdes med gjeldende norsk rett.

Kapittel 4 er en analyse av Spector-dommen som er avsagt av EU-domstolen. Dommen er sentral for forståelsen av MAD art. 2 nr. 1. Videre vurderes det i kapittel 5 om det er krav om årsakssammenheng etter vphl. § 3-3. Kapittel 6 er en kort sammenligning av rettstilstanden i Norge, Danmark og Sverige. Kapitlet har en komparativ tilnærming med hensyn til om det stilles krav til årsakssammenheng i EU-medlemslandene Danmark og Sverige. Av hensyn til lojal etterlevelse av EØS-rettslige forpliktelser, vil det være interessant å se hvordan noen av de nordiske landene håndhever EU-retten, da landene i stor grad har samme verdigrunnlag.

Kapitlene 7, 8 og 9 er en vurdering av hvordan norsk rett skal forstås med hensyn til spørsmålet om misbruk av innsideinformasjon, og hvordan norsk rett stiller seg sammenlignet med EU-retten.

Til slutt foretas det rettspolitiske vurderinger opp mot avhandlingens funn, jf. kapittel 10. I kapittel 11 fremgår avsluttende betraktninger og konklusjon.

## 2 Hensyn

Hovedformålene bak reguleringen av finansmarkedene i Norge og i EU, er å oppnå finansiell stabilitet, samt velordnede og effektive markeder for omsetning av finansielle instrumenter.<sup>36</sup> Formålet med verdipapirhandelloven er å støtte verdiskapning ved «å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv» handel, jf. vphl. § 1-1.

Behovet for innsideregler kan begrunnes slik det fremgår av forarbeidene til vphl.1997, NOU 1996: 2:

*«Beslutninger om kjøp og salg baseres på informasjon om selskapsspesifikke forhold og den generelle økonomiske utviklingen. Det er derfor viktig at investorene får lik og samtidig tilgang til relevant informasjon for å vurdere salg eller kjøp av verdipapiret. Dersom enkelte har tilgang på mer informasjon, eventuelt mottar informasjon på et tidligere tidspunkt, enn øvrige aktører og utnytter dette, vil vedkommende kunne skaffe*

---

<sup>36</sup> Ot.prp.nr. 29 (1996-1997) Om lov om verdipapirhandel, side 7-8.

*seg en ekstraordinær gevinst eller unngå et ekstraordinært tap. Dette vil kunne føre til at aktører som ikke har samme informasjonstilgang ikke finner det formålstjenlig å plassere sine midler i det norske verdipapirmarkedet. Dårlig fungerende verdipapirmarked kan gjøre det vanskelig og dyrere for selskapene å reise kapital. Forbudet mot innsidehandel, andre forebyggende bestemmelser samt en effektiv håndhevelse, styrker derfor markedets evne til å tiltrekke investorer og bidrar således til økt likviditet.»<sup>37</sup>*

Ingen burde tillates å utnytte kunnskap som vedkommende har tilegnet seg på bakgrunn av sin nære tilknytning til utstederen, verken ved å skaffe en gevinst eller begrense et tap.<sup>38</sup> Nettopp utnyttelse av innsideinformasjon vil undergrave tilliten til verdipapirmarkedet, og manglende tillit vil kunne svekke verdipapirmarkedets evne til å skaffe kapital.<sup>39</sup> Reglene om innsidehandel er derfor nødvendig for å motvirke urettferdig informasjonsasymmetri, samt for å opprettholde et effektivt finansmarked.<sup>40</sup>

Et motargument er at innsidehandel fører til at kurseffekten av relevant kursinformasjon spres raskere og er positivt for finansmarkedet, kontra dersom slik handel er forbudt. Det kan i den forbindelse vises til at innsiderens motpart ikke lider «tap», fordi det i et organisert marked handles anonymt og til markedsbestemte priser, slik at vedkommende uansett ville inngått en kontrakt med en annen motpart til samme pris.<sup>41</sup>

Det er likevel ingen tvil om at innsider vil ha en urettferdig informasjonsfordel, som kan benyttes til å sikre fortjenester som de øvrige markedsdeltakerne ikke har samme forutsetning for å skaffe seg.<sup>42</sup> Særlig da innsider står ovenfor mindre risiko ved å være bedre informert enn de ytterligere markedsdeltakerne. Om utfallet av handelen blir slik innsider ønsker, vil imidlertid ha lite relevans. Det avgjørende er om innsider handler på grunnlag av informasjon som ikke er offentlig kjent for de øvrige markedsdeltakerne.

---

<sup>37</sup> NOU 1996:2 Verdipapirhandel, s. 55. Forarbeidene til vphl. 1997 er relevant for forståelsen av hensyn og formål som ligger bak vphl. § 3-3, i den grad innholdet i bestemmelsen ikke er vesentlig endret.

<sup>38</sup> Finn Arnesen, «Er reglene om innsidehandel for strenge?», *Lov og rett, Norsk juridisk tidsskrift*, 65/2, Universitetsforlaget, 1994, s. 115- 119, s. 115

<sup>39</sup> Rune Sæbø, *Innsidehandel med verdipapir*, Universitetet i Bergen, 1994 s. 30.

<sup>40</sup> Arnesen (1994) s. 119

<sup>41</sup> NOU 1996: 2 s. 56

<sup>42</sup> NOU 1996: 2 s. 56

Videre er det i rettspraksis uttalt at allmennpreventive hensyn står sterkt ved sanksjonering av innsidekriminalitet.<sup>43</sup> Årsaken til det er at innsidekriminalitet ofte er enkelt å gjennomføre, og kan gi stort utbytte. Videre begrunnes sanksjoneringen blant annet i at det er *selve* finansmarkedet rammes, fremfor enkeltpersoner som ved mye annen økonomisk kriminalitet.<sup>44</sup> Derfor bør regler for innsidehandel være enkle å anvende, slik at det kan sanksjoneres effektivt.<sup>45</sup>

Samtidig er det viktig å ta i betraktning at den strafferettslige sanksjoneringsformen er bot eller fengselsstraff med øvre strafferamme på 6 år, jf. vphl. § 3-3, jf. 21-3 (1). Godt overveide avgjørelser er derfor nødvendige før ileggelse av sanksjoner. Spesielt da det ikke er enkeltpersoner som primært rammes ved misbruk av innsideinformasjon, men selve finansmarkedet. En straffereaksjon vil potensielt ramme overtrederen i stor grad. Derfor bør reglene forstås og anvendes konkret etter straffverdigheten ved handlingen som er foretatt, slik at sanksjonen er tilpasset saksforholdet.

### **3 Regulering av innsidehandel – historikk**

EUs Insider Dealing Directive 89/592/EEC (IDD) ble utformet på bakgrunn av behovet for en regulering som koordinerer kapitalmarkedet hos medlemsstatene.<sup>46</sup> EUs regulering av innsidehandel var et vesentlig element for å oppnå et reelt felles marked for verdipapirhandel.<sup>47</sup>

I Europakommisjonens forslag til direktiv ble det presisert at det er nødvendig å anvende alle hensiktsmessige tiltak for å bekjempe ulovlig innsidehandel og for å ha en «smooth operation» av markedet.<sup>48</sup>

Bestemmelsen om misbruk av innsideinformasjon fremgikk av IDD art. 2 nr. 1.

Bestemmelsen stilte krav til at medlemslandene skulle forby primærinnsider som besitter innsideinformasjon «from taking advantage of that information with full knowledge of the

---

<sup>43</sup> TOSLO-2016-33122, punkt 6.1 og Rt. 2013 s. 1197, avsnitt 35

<sup>44</sup> TOSLO-2016-33122, punkt 6.1 og Rt. 2013 s. 1197, avsnitt 35

<sup>45</sup> Dir 2003/6/EC (MAD) art. 14 nr. 1

<sup>46</sup> Council Directive 89/592/EEC of 13. November 1989 coordinating regulations on insider dealing

<sup>47</sup> European Commission, «*Insider trading*», MEMO/89/64, 14. november 1989, tilgjengelig på: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO\\_89\\_64](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO_89_64) [sist sjekket 21.nov 2019]

<sup>48</sup> European Commission, Proposal for a Council Directive coordinating regulations on insider trading COM(87) 111 final, fortalen

facts». <sup>49</sup> Av ordlyden kan det utledes krav om (i) å dra nytte av informasjon, (ii) det skal gjøres med full forståelse av de faktiske forholdene som informasjonen vedrører. Disse strenge kravene førte til bevisproblemer for sanksjonsmyndighetene. <sup>50</sup> Det var derfor behov for endringer av ordlyden i bestemmelsen, for at regelen skulle kunne håndheves effektivt. <sup>51</sup>

1989-direktivet ble erstattet av MAD. Direktivet er et element i EUs Financial Services Action Plan, som ble publisert av Europakommisjonen i 1999. Handlingsplanen omfatter tiltak som skal bidra til utvikling av et mer enhetlig europeisk finansmarked. <sup>52</sup> Direktivets formål er å sikre at verdipapirmarkedene i EØS-området innehar nødvendig integritet for at investorene skal kunne ha tillit til markedene. <sup>53</sup> Videre skal det sikre markedstransparens og velfungerende omsetning av finansielle instrumenter. <sup>54</sup>

MAD ble imidlertid gjennomført og tolket på ulike måter i medlemsstatene, <sup>55</sup> noe som førte til et behov for bedre og enhetlig regulering av innsidehandel. <sup>56</sup> Arbeidsdokumentene til Europakommisjonen ved utforming av MAR og MAD II gir uttrykk for at mangel på klarhet og juridisk sikkerhet er en av de viktige årsakene til at EU nå har utformet et tosporet system, med MAR som hovedsakelig regulerer administrativ sanksjon og MAD II som hovedsakelig regulerer strengere strafferettslige sanksjoner. <sup>57</sup>

MAD II gir strafferettslige sanksjoner for markedsmissbruk. Det fremgår av fortalen at på bakgrunn av at administrativ sanksjon har vært ineffektivt, var det behov for et strafferettslig regelverk som satte en minimumsstandard for mer «alvorlige forsettlig» brudd på

---

<sup>49</sup> Insider Dealing Directive 89/592/EEC (IDD), art. 2 nr. 1

<sup>50</sup> Kinander (2018 b) s. 51

<sup>51</sup> Committee on Economic and Monetary Affairs, *Report on the proposal for a European Parliament and Council directive on insider dealing and market manipulation (market abuse) (COM(2001) 281 - C5-0262/2001 - 2001/0118(COD))*, 27. februar 2002, Final A5-0069/2002, endringsforslag nr. 27, art. 2 nr.1, første ledd

<sup>52</sup> Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 8

<sup>53</sup> Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 9

<sup>54</sup> NOU 1996:2 s. 66

<sup>55</sup> 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* {SEC(2010) 1496 final}{SEC(2010) 1497 final}, 8. desember 2010, ((COM)2010) 716 final s. 6

<sup>56</sup> Commission staff working paper impact assessment, Accompanying the document, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing market manipulation (market abuse) and the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on criminal sanctions for insider dealing and market manipulation* {COM(2011) 651 final} {SEC(2011) 1218 final}, 20. Oktober 2011, SEC(2011) 1217 final, s. 6.

<sup>57</sup> SEC(2011) 1217 final, s. 28.

innsidehandel.<sup>58</sup> Slik vurderer verdipapirlovutvalget om det skal gjøres tilpasninger i verdipapirhandelloven etter MAD II:

*«Ettersom de norske straffebudene går lenger enn MAD II både når det gjelder strafferammer og vilkår for straff, har utvalget ikke funnet grunn til å legge vesentlig vekt på minimumsdirektivet når de norske bestemmelsene vurderes.»*<sup>59</sup>

Utvalget anser det således ikke nødvendig å legge vekt på MAD II ved utforming av verdipapirhandelloven.

Norge fastholder derfor i dag et ettsporet system, hvor innsidehandel sanksjoneres etter samme regelsett.<sup>60</sup> En slik praksis er akseptert av någjeldende MAD og av unntaksbestemmelsen i MAR.<sup>61</sup>

## **4 Kan det utledes et krav til årsakssammenheng av MAD art. 2 nr.1?**

### **4.1 MAD art. 2 nr.1**

Forbudet mot innsidehandel i vphl. § 3-3 gjennomfører MAD. MAD art. 2 nr. 1 regulerer forbudet mot misbruk av innsideinformasjon, og lyder slik:

*«Member States shall prohibit any person referred to in the second subparagraph who possesses inside information from using that information by acquiring or disposing of, or by trying to acquire or dispose of, for his own account or for the account of a third party, either directly or indirectly, financial instruments to which that information relates.»*

(min understrekning)

En naturlig språklig forståelse av «using that information» er at innsideinformasjonen *brukes* ved handel av verdipapirer. Ordlyden «use» indikerer et krav til motiv, der innsideinformasjonen må fremstå som årsaken til at vedkommende foretok en handel.<sup>62</sup> Det

---

<sup>58</sup> Directive 2014/57/EU (MAD II), fortale avsnitt 4, 5 og 10

<sup>59</sup> NOU 2017:14 s.12

<sup>60</sup> Morten Kinander, «Reform av norsk markedsmisbruksrett – En tapt mulighet?», *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, nr. 3, 2018, s. 1- 13, s. 11.

<sup>61</sup> Regulation (EU) No 596/2014 (MAR), art. 30 nr. 1

<sup>62</sup> Bergo (2014) s. 299

kan derfor forstås som et krav til årsakssammenheng mellom besittelsen av innsideinformasjon og transaksjonen.

Etter ordlyden må tre vilkår være oppfylt for at det skal foreligge innsidehandel. Det må foreligge (i) innsideinformasjon, (ii) bruk og (iii) en transaksjon.

I Europaparlamentet sitt forslag til MAD begrunnet de endringen i ordlyden fra «to take advantage» til «use» med at «[t]he mere use» av innsideinformasjon skal sanksjoneres.<sup>63</sup> De subjektive intensjonselementene om «full knowledge» og «taking advantage» ble derfor fjernet ved utforming av MAD art. 2 nr. 1. Intensjonen til lovgiver var å senke terskelen for å sanksjonere ulovlig innsidehandel, ved å lempe det strenge kriteriet.<sup>64</sup>

Europaparlamentet forslag til direktiv, sammenholdt med MADs fortale avsnitt 12 og 18, kan tyde på at «use» etter art. 2 nr.1 skal tolkes som «abuse», altså misbruk.<sup>65</sup>

Hvordan ordlyden «using that information» skal tolkes er imidlertid omdiskutert.<sup>66</sup> I sak C-45/08, *Spector Photo Group and Mr. Raemdonck mot Belgia* fra 23. desember 2009 (Spector-dommen) ble forståelsen av MAD art. 2 nr.1 drøftet.<sup>67</sup> Det vil derfor foretas en analyse av dommen for å vurdere hvorvidt den gir veiledning på hvordan det skal konstateres misbruk av innsideinformasjon, herunder om det stilles krav til årsakssammenheng.

## 4.2 Analyse av Spector-dommen

### 4.2.1 Sakens bakgrunn og sakens rettslige spørsmål

I Spector-dommen behandlet EU-domstolen hvordan «use»-kriteriet i MAD art. 2 nr. 1 skulle forstås. Det var nødvendig å avklare om «use» innebar et krav om årsakssammenheng mellom

---

<sup>63</sup> EU Parliament, Final A5-0069/2002, endringsforslag nr. 27, art.2 nr.1, første ledd

<sup>64</sup> Katja Langenbacher, «The 'use or possession' debate revisited: Spector Photo Group and insider trading in Europe», *Capital Markets Law Journal*, 5/4, 2010, s. 452–470, s. 452 og Anna Błachnio-Parzych, «The Use of Inside Information and Inside dealing», *euromag: the european criminal law associations' forum*, nr. 4, 2013, s. 136-140, s. 138

<sup>65</sup> Se FINAL A5-0069/2002 (2002), endringsforslag nr. 4, s. 8, endringsforslaget ble til fortalens avsnitt 18 av MAD. Se også David Moalem og Jesper Lau Hansen, «Insider Dealing and Parity of Information — Is Georgakis Still Valid?», *European Business Law Review*, 19/5, 2008, s. 949–984, s.966- 968, og Dir 2003/6/EC (MAD), fortale avsnitt 12 og 18

<sup>66</sup> Paul Krüger Andersen, m.fl., *Børsretten*, 6. utgave, Jurist- og økonomiforbundet, 2019, side 566

<sup>67</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, Sml. 2009 s. I-12073

besittelse av innsideinformasjon og transaksjon, eller om det var tilstrekkelig med «besittelse» av innsideinformasjon for å konstatere brudd på MAD art. 2 nr.1.<sup>68</sup>

Spector Photo Group NV (heretter Spector) var et børsnotert selskap registrert i Belgia. Selskapet tilbød et aksjeprogram for sine ansatte. For å etterleve forpliktelsen overfor de ansatte, kjøpte Spector tilbake sine egne aksjer. Videre la daglig leder Chris van Raemdonck, inn to ordre 11. og 13. august 2003, for å muliggjøre at Spector kunne kjøpe 19 773 aksjer.<sup>69</sup> Spector offentliggjorde finansielle tall for halvåret, og kunngjorde mulig oppkjøp 21. august 2003. Dette førte til at selskapets aksjekurs økte.<sup>70</sup> Belgiske myndigheter ila i 2006 både Spector og daglig leder bøter for misbruk av innsideinformasjon for ordrene som ble lagt inn 11. og 13. august 2003.<sup>71</sup>

Avgjørelsen ble anket til de belgiske domstolene, som deretter henviste saken til EU-domstolen for en forhåndsuttalelse.<sup>72</sup> Henvisningen til EU-domstolen reiste seks hovedproblemstillinger, hvorav spørsmål nummer to og nummer tre er av interesse for avhandlingens tema.

Problemstillingene som er relevante for avhandlingen, var følgende:

*«1) Should Article 2(1) of [Directive 2003/6] be interpreted as meaning that the mere fact that a person as referred to in [the first paragraph of] Article 2(1) of that directive [who] possesses inside information and acquires or disposes of, or tries to acquire or dispose of, for his own account or for the account of a third party, financial instruments to which that inside information relates, signifies in itself that he makes use of [that] inside information?»*

*2) If the answer to the second question is in the negative, must it then be assumed that application of Article 2 of [Directive 2003/6] presupposes that a deliberate decision has been taken to use inside information?»*

---

<sup>68</sup> Se blant annet Kinander (2018b) s. 53 og Langenbucher (2010) s. 452–470

<sup>69</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, Sml. 2009 s. I-12073, avsnitt 11-13

<sup>70</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 14, Kinander (2018 b) s. 53, og Langenbucher (2010) s. 453

<sup>71</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 16.

<sup>72</sup> Jesper Lau Hansen, «What constitutes insider dealing? – The Advocate General’s opinion in Case C-45/08, *Spector Photo Group*», *International and Comparative Corporate Law Journal Forthcoming*, 2009, s. 1-14, s. 2



*If such a decision may also be unwritten, is it then required that the decision to use inside information be evident from circumstances susceptible to no other interpretation, or is it sufficient that those circumstances could be so interpreted?»<sup>73</sup>*

Hovedspørsmålet var derfor om innsidehandel krever at innsideinformasjonen var motiverende for handelen, eller om ren besittelse av innsideinformasjon ved handelen er tilstrekkelig for å konstatere brudd på MAD art 2 nr. 1.

#### **4.2.2 Rettsregelen Spector-dommen oppstiller**

Rettsregelen domstolen oppstiller fremgår av avsnitt 62 i dommen:

*«Therefore, the answer to the second and third questions must be that, on a proper interpretation of Article 2(1) of Directive 2003/6, the fact that a person as referred to in the second subparagraph of that provision, in possession of inside information, acquires or disposes of, or tries to acquire or dispose of, for his own account or for the account of a third party, either directly or indirectly, the financial instruments to which that information relates implies that that person has 'used that information' within the meaning of that provision, but without prejudice to the rights of the defence and, in particular, to the right to be able to rebut that presumption. The question whether that person has infringed the prohibition on insider dealing must be analysed in the light of the purpose of that directive, which is to protect the integrity of the financial markets and to enhance investor confidence, which is based, in particular, on the assurance that investors will be placed on an equal footing and protected from the misuse of inside information.»<sup>74</sup> (min understreking)*

Spector-dommen oppstiller med dette en presumsjon om bruk av innsideinformasjon, dersom vedkommende har informasjonen på handelstidspunktet.<sup>75</sup> Domstolen utpenslet imidlertid en sikkerhetsventil gjennom en unnskyldelsesnorm, som medfører at skyldpresumsjonen kan tilbakevises.<sup>76</sup> Handelen må ikke være i strid med formålet direktivet ivaretar for å kunne tilbakevise presumsjonen.<sup>77</sup>

---

<sup>73</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 23, punkt 2 og 3

<sup>74</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 62

<sup>75</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 38

<sup>76</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 53

<sup>77</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 55

For å vurdere hovedproblemstillingen i avhandlingen, er det på bakgrunn av domstolens konklusjon relevant å først analysere følgende; (i) hvordan tolker domstolen ordlyden «use», jf. MAD art. 2 nr.1 og (ii) hva skal til for å tilbakevise presumsjonen om bruk?

#### **4.2.3 Domstolens tolkning av «use», jf. MAD art. 2 nr.1**

Domstolen presumerer at det foreligger «use» i det vilkårene for besittelse av innsideinformasjon og handel er oppfylt.<sup>78</sup> Dette innebærer at man ved besittelse av innsideinformasjon antas å nyttiggjøre seg av innsideinformasjonen ved handel.

Hvordan domstolen kommer til dette tolkningsresultatet er relevant for å forstå rettsregelen som oppstilles og dens rekkevidde.

Ved utforming av MAD art. 2 nr.1 var intensjonen til lovgiver, som vist ovenfor, å senke terskelen for å sanksjonere ulovlig innsidehandel. Ved å lempe de strenge kriteriene som ble oppstilt i IDD art. 2 nr.1 skulle bestemmelsen være enklere å håndheve.<sup>79</sup> Domstolen henviser til Generaladvokatens uttalelser om Europaparlamentets redegjørelse for endring av bestemmelsen.<sup>80</sup> I forslag til direktiv fremgår det at:

*«[t]he mere use of inside information should be sanctioned in the administrative context, therefore any final or intentional element should be deleted.»*<sup>81</sup> (min understrekning)

Domstolen tolker Europaparlamentets intensjon bak MAD art. 2 nr.1 slik at den definerer innsidehandel objektivt, og fastslår at bestemmelsen ikke inneholder et uttrykkelig subjektivt element. Domstolen foretar en slik tolkning for å oppnå en enhetlig harmonisering av innsidehandelreguleringen i medlemsstatene.<sup>82</sup>

Begrunnelsen for å presumere bruk av innsideinformasjon er todelt. Tolkningsresultatet bygger på et profesjonsargument og et effektivt sanksjonsargument.<sup>83</sup> Domstolen argumenterer for at en primærinnsider, som følge av sin stilling, vil ha tilgang til

---

<sup>78</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 53 og se Błachnio-Parzych (2013) s.138

<sup>79</sup> EU Parliament, Final A5-0069/2002, endringsforslag nr. 27, art.2 nr.1, første ledd, og Langenbacher (2010) s. 452

<sup>80</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 34 og Forslag til avgjørelse av Generaladvokat Kokott i Sak C-45/08 *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 58.

<sup>81</sup> EU Parliament, Final A5-0069/2002, endringsforslag nr. 27, art.2 nr.1, første ledd

<sup>82</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 35

<sup>83</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 36 og 37

innsideinformasjon. Videre at en transaksjon er et resultat av en rekke sammenhengende beslutninger. Derfor vil det være vanskelig å utelukke at innsider ikke var klar over hans handlinger, og man kan således anta at informasjonen har virket inn på innsiders beslutningsprosess.<sup>84</sup>

Videre begrunnes presumsjonen i behovet for effektive sanksjonsmuligheter for medlemsstatene ved misbruk av innsideinformasjon. Domstolen la vekt på at effektive administrative sanksjoner, og den forebyggende faktoren ved dem, vil bli redusert dersom «use» tolkes som et krav om et subjektivt mentalt element.<sup>85</sup>

På bakgrunn av disse argumentene, kom domstolen frem til en «use»-presumsjon.<sup>86</sup> Presumsjonen er i realiteten en presumsjon om skyld, fordi «use»-kriteriet er vilkåret det er knyttet rettsvirkning til.<sup>87</sup> Domstolens rettsregel er en legalpresumsjon som gir uttrykk for en faktisk presumsjon, siden den presumerer at det foreligger en form for bruk.<sup>88</sup> En legalpresumsjon har nær tilknytning til bevisreglene, ettersom legalpresumsjonens rettslige form er «hvis X er oppfylt, presumeres Y å foreligge».<sup>89</sup> En legalpresumsjon er en alminnelig rettsregel, og når det ikke finnes noen holdepunkter for en slik i lovteksten, skal det mye til før en slik regel likevel kan oppstilles.<sup>90</sup> Det er på den ene siden liten grunn til å anta at Europaparlamentet og Europakommisjonen har ment å ta avstand fra en vurdering av «use».<sup>91</sup> Lovgiver har imidlertid fulgt opp en slik presumsjon i MAR art. 8 nr.1, jf. fortalens avsnitt 24. Det tyder på lovgiver aksepterer en slik legalpresumsjon, som følger av domstolens tolkning av MAD art. 2 nr. 1.

Uttrykket «using that information» innebærer med andre ord i utgangspunktet ikke et krav om å bevise årsakssammenheng, i den forstand at det må påvises aktiv bruk av informasjonen. Årsakssammenheng presumeres.

---

<sup>84</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 36

<sup>85</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 37

<sup>86</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 38

<sup>87</sup> Morten Kinander, «Ten Years After: The Spector Presumption of Insider Dealing in MAD, MAR and MAD II», *Forthcoming Capital Markets Law Journal*, 2019, s. 1-20, s.13

<sup>88</sup> Markus Jerkø, «Den rettslige bevisbyrden», *Jussens Venner*, 54/1, 2019, s. 39-72, punkt 5.3

<sup>89</sup> Markus Jerkø, *Bevisvurderingens rettslige rammer: bevistema, bevisbyrde, beviskrav*, Universitetsforlaget, 2017, s. 168 og 171

<sup>90</sup> Jerkø (2017) s. 165

<sup>91</sup> Langenbucher (2010) s. 454

#### 4.2.4 Hva skal til for å tilbakevise presumsjonen om bruk

I følge domstolen er en forutsetning for presumsjonsregelen at antagelsen kan tilbakevises, og at retten til forsvar er ivarettatt.<sup>92</sup> Det kan imidlertid fremstå noe uklart hva som skal til for å tilbakevise presumsjonen. Dette spesielt da domstolen ikke gir veiledning for hva som er innholdet i ordlyden «use».

Spector-dommen gir imidlertid uttrykk for to alternative grunnlag for å tilbakevise presumsjonen. Morten Kinander stiller dem opp slik:<sup>93</sup> For det første ved å i) vise at innsideinformasjonen innsider hadde på investeringstidspunktet ikke spilte en rolle i investeringsbeslutningen fordi innsider ikke brukte den,<sup>94</sup> eller ved å ii) vise at handelen ikke stred med formålene bak reguleringen av innsidehandel.<sup>95</sup>

For å tilbakevise etter alternativ (i), er det avgjørende hva det vil innebære å bevise at innsideinformasjonen ikke spilte en rolle i investeringsbeslutningen. Det må påvises at det ikke forelå årsakssammenheng mellom beslutningen og innsideinformasjonen. Dette kan leses ut av Spector-dommen ved å se rettsregelen som utformes i sammenheng.<sup>96</sup> En slik tolkning er i tråd med dommen, da domstolen utformer en regel om presumsjon om bruk nettopp fordi det vil være vanskelig for påtalemyndighetene å påvise årsakssammenheng eller et intensjonselement.<sup>97</sup> Årsakssammenheng presumeres fremfor at det bevises.<sup>98</sup> I alternativ (i) for tilbakevisning ligger det således et krav om årsakssammenheng. Dersom lovgivers intensjon var å konstatere skyld ved kun besittelse av innsideinformasjon, ville det ikke vært grunn til å stille krav om «use».<sup>99</sup> En slik betraktning vil være fornuftig i dette tilfellet. Dersom lovgiver ønsket at ren besittelse av innsideinformasjon ved handel er straffbart, kunne lovgiver endret bestemmelsen slik at det fremgikk en uttrykkelig legalpresumsjon.

---

<sup>92</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, blant annet avsnitt 44, 53 og 62

<sup>93</sup> Kinander (2018 b) s. 55

<sup>94</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, blant annet avsnitt 36 og Kinander (2018 b) s. 55, og se Nils Sjöblom, «Insiderbrott: några anteckningar i anslutning till senare års praxis, svensk juristtidning», *Svensk Juristtidning*, 2012, s. 384- 425, s. 386

<sup>95</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, se blant annet avsnitt 55 og 61, og Kinander (2018 b) s. 55.

<sup>96</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, se særlig avsnitt 36, 37, 44, 54 og 62.

<sup>97</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 36, 37 og 38, se også Langenbucher (2010) s. 456

<sup>98</sup> Mårten Knuts, «Insiderhandelsförbudet i Norden – efter Spector-avgörandet», *Juridisk tidskrift vid Stockholms universitet*, ISSN1100-7761, 2010, s. 683- 699, s. 690 og Kinander (2018 b) s. 54

<sup>99</sup> Langenbucher (2010) s. 454

(ii) Ved å stille krav til at transaksjonen må være formålsstridig, tar domstolen sikte på å snevre presumsjonen inn til tilfeller som kan anses som misbruk av innsideinformasjon.<sup>100</sup>

Dommen kan forstås slik at når transaksjonen ikke er «actually unfair», så kan det heller ikke presumeres bruk.<sup>101</sup>

Spørsmålet er hvordan man skal vurdere om transaksjonen er «unfair». Som dommen viser til, må dette spørsmålet sees i lys av formålene som fremgår av direktivet.<sup>102</sup> Domstolen fremhever formålet om integritet hos finansmarkedet, hensynet til likebehandling av investorer, samt investorers tillit til markedet.<sup>103</sup> Det kan tolkes slik at når handel på grunnlag av innsideinformasjon gir en uforholdsmessig fordel sammenlignet med øvrige markedsaktører, vil det klart stride med formålet til direktivet.

Regelen må ses i lys av hvordan de praktiske sidene av verdipapirmarkedet fungerer. Ikke alle tilfeller er like entydige, og det er flere gråsoner for om transaksjonen faktisk er i strid med formålet til direktivet eller ei. Følgende tilfelle kan brukes som eksempel:

En investor er en del av en redningsaksjon av et selskap som har stort behov for innskudd av kapital, og velger derfor å kjøpe aksjer for fem millioner kroner. I det investoren skal gjennomføre transaksjonen, kommer daglig leder av selskapet med informasjon som kan anses som innsideinformasjon. Spørsmålet er om gjennomføring av en slik transaksjon må anses som «unfair».<sup>104</sup> På den ene siden vil innsider slik det fremgår av dommen ha en fordel som de øvrige markedsaktørene ikke har.<sup>105</sup> Det vil derfor stride mot hensynet til likebehandling av investorer, samt røkke ved markedets integritet dersom det fremstår urettferdig. På den andre siden vil det å trekke ordren anses som markedsskadelig, og muligens føre til at selskapets redningsaksjon ikke lykkes. Dette vil også være til ugunst for de øvrige markedsaktørene. I et slikt tilfelle befinner man seg i en gråsoner for hvordan tilbakevisningsregelen bør praktiseres, hvor det ikke er opplagt hvilke hensyn som bør få avgjørende vekt.

---

<sup>100</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 55

<sup>101</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, se avsnitt 55 og 61 og Kinander (2019)

s.5

<sup>102</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 47 og 55

<sup>103</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 47 og 55

<sup>104</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, se avsnitt 55 og 61

<sup>105</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 47 og 55

Hva som kreves for å tilbakevise presumsjonen må derfor nyanseres, og sees i lys av om transaksjonen må anses som «unfair».<sup>106</sup> Slik domstolen fremhever, vil det være viktig med en «thorough examination of the factual circumstances enabling it to be ensured that the use of the inside information is actually unfair».<sup>107</sup> Det må foretas en grundig avveining av motstridende interesser. Det kan ikke konstateres at presumsjonen ikke er tilbakevist, på bakgrunn av at det strider med *noen* av direktivets formål isolert sett. Hva som kreves for å tilbakevise presumsjonen vil derfor variere avhengig av sakstilfellet.

### 4.3 Oppsummering og avsluttende vurdering av Spector-dommen

Rettsregelen Spector-dommen oppstiller tar utgangspunkt i at det kan presumeres bruk av innsideinformasjon. Videre kan presumsjonen tilbakevises, ved å påvise at det ikke foreligger årsakssammenheng mellom innsideinformasjonen og transaksjonsbeslutningen, eller ved å vise til at transaksjonen ikke strider med formålene ved direktivet. Vurderingen av om presumsjonen må anses som tilbakevist, må gjøres gjennom en grundig avveining av motstridende hensyn i lys av hvordan finansmarkedet fungerer i praksis.

En svakhet ved dommen er at den konstruerer en generell standard om at «unfair» bruk av innsideinformasjon som strider mot formålet angitt i direktivet skal anses som misbruk, fremfor å gi uttrykk for hva som faktisk er innholdet i ordlyden «using», jf. MAD art. 2 nr.1.<sup>108</sup>

Spørsmålene som reiser seg ved forståelsen av MAD art. 2 nr.1, som følge av dommen, er (i) om rettsregelen gjelder kun primærinnsider, eller om sekundærinnsider omfattes. (ii) Om presumsjonen om bruk er i strid med uskyldpresumsjonen. Dersom spørsmål (i) besvares avkreftende, er spørsmålet (iii) hvordan kravet til «use» skal tolkes for sekundærinnsidere, da domstolen har utformet en generell standard for misbruk og ikke en konkret regel. Til slutt reises det spørsmål om (iiii) hvilket beviskrav som skal anvendes ved tilbakevisning av presumsjonen, ved ileggelse av strafferettslige sanksjoner.

---

<sup>106</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, se avsnitt 55 og 61

<sup>107</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 55

<sup>108</sup> Lars Klöhn, «The European Insider Trading Regulation after Spector Photo Group», *European Company and Financial Law Review*, 2010, s. 347-366, s. 356

I det videre vil det foretas en vurdering av hvordan vphl. § 3-3 skal forstås opp mot EU-retten, samt en kort komparativ sammenligning av norsk-, svensk og dansk rett. Deretter foretas en vurdering av problemstillingene som springer ut av Spector-dommen.

## **5 Kan det utledes krav til årsakssammenheng etter vphl. § 3-3?**

### **5.1 Innledning**

For å vurdere om det kan utledes et krav om årsakssammenheng, er det først nødvendig å vurdere hva som er innholdet i vphl. § 3-3, og om «use»-kriteriet etter EU-retten og misbruksreservasjonen etter vphl. § 3-3 har samme innhold. Deretter foretas det i punkt 5.3 nedenfor en vurdering av om misbruksreservasjonen innebærer et krav om årsakssammenheng mellom innsideinformasjonen og handelen.

### **5.2 Har «use»-kriteriet etter EU-retten og misbruksreservasjonen etter vphl. § 3-3 samme innhold?**

Verdipapirhandelloven § 3-3 (1) forbyr «tegning, kjøp, salg eller bytte» av finansielle instrumenter av «noen som har innsideinformasjon». Misbruksreservasjonen fremgår av vphl. § 3-3 andre ledd.

Ordlyden «misbruk av innsideinformasjon», jf. vphl. § 3-3 (2), gir uttrykk for at det må foreligge utnyttelse eller klanderverdig bruk av innsideinformasjon. Forarbeidene til verdipapirhandelloven 1997, samt forarbeidene til endringsloven<sup>109</sup>, anser andre ledd som en kodifisering av den strafferettslige rettstridsreservasjonen.<sup>110</sup> Karakteristikken «misbruk» er en rettslig standard uten et konkret meningsinnhold. Et vesentlig moment er om formålet bak innsideforbudet slår til, og om en anvendelse av straffebestemmelsene medfører uheldige konsekvenser.<sup>111</sup>

---

<sup>109</sup> Lov 04. mars 2005 nr. 11 om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.) (opprinnelig kunngjort versjon) (heretter endringsloven.)

<sup>110</sup> Se NOU 2017: 14, side 37, Gjennomføring av markedsmisbruksforordningen og gjennomgang av verdipapirhandellovens regler om sanksjoner og straff, NOU 1996:2 s. 6, forarbeidene til verdipapirhandelloven 1997, Ot.prp. nr.12 (2004-2005) s.17, forarbeidene til endringsloven, og se Bergo (2014) s. 297.

<sup>111</sup> Bergo (2014) s. 297

Verdipapirhandelloven oppstiller lovfestede unntak for hva som ikke kan anses som «misbruk», jf. vphl. § 3-3 (2).<sup>112</sup> Utover disse tilfellene, gir loven lite anvisning på hvordan ordlyden «misbruk» skal tolkes. Om det foreligger en misbrukssituasjon må avgjøres etter et konkret skjønn, som fordrer en konkret vurdering.<sup>113</sup>

Både Ot.prp.nr.12 (2004-2005), og MAD gir veiledning for å forstå innholdet ordlyden «misbruk».<sup>114</sup> Finanstilsynet mener ordlyden «use» må forstås som å gi uttrykk for misbruksreservasjonen.<sup>115</sup> Det tyder på at innholdet i ordlyden «misbruk», i det vesentlige, er det sammenfallende med hva som kan utledes av EU-domstolens vurdering av «use»-kriteriet.<sup>116</sup>

Det er lite rettspraksis på hvordan misbruksreservasjonen skal forstås, men Borgarting lagmannsretts dom av 26. juni 2019 har behandlet spørsmålet.<sup>117</sup> Domstolen var av den oppfatning at forbudet mot «use» etter MAD art. 2 nr. 1 etter sin ordlyd er videre, ettersom det ikke stilles krav om misbruk.<sup>118</sup>

Likevel la lagmannsretten til grunn at verdipapirhandellovens misbruksbegrep, som utgangspunkt, har samme realitetsinnhold som direktivets brukskriterium, med de presiseringer som følger av direktivets fortale, jf. Ot.prp.nr.12 (2004–2005) side 31.<sup>119</sup> I likhet med direktivet, omfatter misbruksbegrepet i verdipapirhandelloven handlinger som gir innsideren en urimelig fordel, ettersom formålet er å sikre et velfungerende marked der «handel med verdipapir skjer på like vilkår og på en rettferdig måte», jf. Rt. 2011 s.199 avsnitt 32.<sup>120</sup>

Av dommen kan det utledes at ordlyden «misbruk» i vphl. § 3-3 (2), og brukskriteriet etter EU-retten, jf. MAD art. 2 nr.1, langt på vei må tolkes likt. Begge hjemlene søker å forhindre misbruk av innsideinformasjon. Hensynet bak bestemmelsene er i hovedsak de samme: Å

---

<sup>112</sup> Se vphl. §§ 3-3 (2) annet punktum, 3-12 og 3-13

<sup>113</sup> Jf. Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) s. 31 og støttes opp av LB- 2018-26726 punkt 4.5

<sup>114</sup> Se Ot.prp. nr.12 (2004-2005) s. 18, 19 og 31, og Dir 2003/6/EC (MAD), se f.eks art. 2 nr. 3 og direktivets fortale avsnitt 18, 29, 31 med mer

<sup>115</sup> Finanstilsynet, «*Lov om verdipapirhandel – enkelte kommentarer til kapittel 3 og 4*», 25.04.2014, oppdatert 18.08.2015. Tilgjengelig på: <https://www.finanstilsynet.no/globalassets/regelverk/markedsatferd/lov-om-verdipapirhandel--enkelte-kommentarer-til-kapittel-3-og-4.pdf> [sist sjekket: 23.11.2019], s. 13

<sup>116</sup> Se EU-rettens vurdering av «use»-kriteriet i kapittel 4 av avhandlingen.

<sup>117</sup> LB-2018-26726

<sup>118</sup> LB- 2018-26726 punkt 4.5

<sup>119</sup> LB- 2018-26726 punkt 4.5

<sup>120</sup> LB- 2018-26726 punkt 4.5



forhindre at personer oppnår gevinst eller forhindrer tap på bekostning av andre markedsdeltakere, slik at investorers tillit, markedets integritet, samt et effektivt verdipapirmarked, svekkes.<sup>121</sup>

Da det er lite rettspraksis på området, må lagmannsrettens forståelse ha en viss vekt, selv om avgjørelsen ikke har prejudikatvirkning.<sup>122</sup> I lys av at norsk rett presumeres å være i tråd med EU-retten, taler det for at ordlyden «misbruk» i vphl. § 3-3 (2) og brukskriteriet etter EU-rettens tolkning ikke er vesensforskjellige. Bruk-presumsjonen har nær tilknytning til tilbakevisningskravet, og hvordan lagmannsrettens tolkning av «use» skiller seg fra EU-retten, kommer særlig frem i avhandlingens punkt 5.3.

### **5.3 Innebærer misbruksreservasjonen etter vphl. § 3-3 (2) et krav om årsakssammenheng?**

Ettersom norsk rett presumeres å være i samsvar med EU-retten, oppstår spørsmålet om norsk rett er i tråd med EU-retten, da det tyder på at EU-retten stiller krav til årsakssammenheng ved at det oppstilles en presumsjon om bruk som kan tilbakevises.<sup>123</sup> Videre er det et spørsmål hva som må til for å tilbakevise presumsjonen.

Av ordlyden i vphl. § 3-3 kan det isolert sett ikke utledes krav til årsakssammenheng eller et subjektivt motiv. Første og andre ledd må imidlertid leses i sammenheng.

Misbruksreservasjonen i andre ledd forutsetter handel etter første ledd, gjennom bruk av innsideinformasjon som strider med formålet til innsidereguleringen. Misbruk forutsetter bruk, og kan derfor forstås som at det kreves en form for årsakssammenheng mellom besittelse av innsideinformasjon og handelen.

Når det ikke foreligger en årsakssammenheng mellom besittelse av innsideinformasjon og handelen, foreligger det ingen utnyttelse av denne informasjon. Dermed er det heller ingen grunn til å forby handelen.<sup>124</sup>

---

<sup>121</sup> Se blant annet fortalen til Dir 2003/6/EC (MAD), avsnitt 2, 12, 15, fortalen til Regulation (EU) No 596/2014 (MAR), avsnitt 23 og 24, NOU 1996: 2, side 55, Ot.prp. nr. 29 (1996-1997), side 24, og 12, Ot.prp. nr.80 (2000–2001) Om lov om endringer i lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel, side 20, og Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 47, 48, 49, 52, 53

<sup>122</sup> Se Carl August Fleischer, *Rettskilder og juridisk metode*, Ad Notam Gyldendal, 1998, s. 190 og 191

<sup>123</sup> Se avhandlingens punkt 4.2.4 alternativ (i) for tilbakevisning

<sup>124</sup> Klöhn (2010) s. 360

Høringsuttalelser i forarbeidene, Ot.prp. nr. 12 (2004-2005), tolket imidlertid ikke vphl. § 3-3 slik. Ved utforming av någjeldende verdipapirhandellov, vurderte blant annet Kredittilsynet at vilkåret «using that information», jf. MAD art. 2 nr. 1 ikke burde tas inn i den norske lovteksten.<sup>125</sup> Kredittilsynet uttalte at «[d]et følger ikke noe slikt krav om årsakssammenheng etter norsk rett i dag, og dette bør heller ikke oppstilles».<sup>126</sup>

Økokrim synes også å ha standpunktet om at det ikke skal stilles krav om årsakssammenheng mellom besittelse av innsideinformasjonen og handel.<sup>127</sup> De uttalte at «[d]irektivets forbud mot innsidehandel umiddelbart kan synes å indikere krav om årsakssammenheng, jf «using that information», men dette fremstår iallfall ikke som særlig klart». Økokrim påpekte at selv om direktivet skulle inneholde krav om årsakssammenheng, har Norge rett til å fravike et slikt krav. Begrunnelsen er at direktivet kun er et minimumsdirektiv, hvor Norge kan fastsette strengere nasjonale regler.<sup>128</sup> Økokrims uttalelse synes å åpne opp for at EU-lovgiver *kan* ha ment å stille krav om årsakssammenheng. Å stille strengere krav enn øvrige EU/EØS-land kan potensielt virke mot sin hensikt, med tanke på at det norske finansmarkedet bør være like konkurransedyktig som øvrige finansmarkeder.

Departementet kom imidlertid frem til at de støttet tolkningen til Kredittilsynet om at det ikke stilles krav til årsakssammenheng.<sup>129</sup> Dermed ble EU-retten tolket slik at det ikke er krav om årsakssammenheng mellom besittelse av innsideinformasjon og handel.<sup>130</sup>

Høyesterett har ikke drøftet om det stilles krav til årsakssammenheng etter vphl. § 3-3, jf. § 21-3 (1). Problemstillingen kom på spissen i den såkalte Funcom-saken, se særlig del II, punkt 6 og 13,<sup>131</sup> men anken til Høyesterett ble avvist, jf. HR-2019-1447-U.<sup>132</sup> Dette signaliserer at Høyesterett ikke anså det som nødvendig å ytterligere avklare hvordan vphl. § 3-3 skal forstås i lys av EU- retten. Ettersom ankeutvalget ikke kommer med egne

---

<sup>125</sup> Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 20.

<sup>126</sup> Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 20.

<sup>127</sup> Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 26.

<sup>128</sup> Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 26.

<sup>129</sup> Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 29.

<sup>130</sup> Bergo (2014) s. 299

<sup>131</sup> LB-2017-153037

<sup>132</sup> HR-2019-1447-U, avsnitt 15 og 16

betraktninger for hvorfor anførselen ikke kan fremmes, annet enn å vise til straffeprosessloven<sup>133</sup> § 323, vil nektelsen ha begrenset rettskildemessig verdi.<sup>134</sup>

Det er derfor nødvendig å vurdere hvordan underrettspraksis, blant annet TOSLO-2016-33122 (Funcom), LB-2018-26726 og LB-2017-153037-3 (Funcom), forstod vphl. § 3-3, da dette kan gi uttrykk for gjeldende rett.<sup>135</sup> I TOSLO-2016-33122 og LB-2017-153037-3 var ledende personer i spillsekskapet Funcom tiltalt for misbruk av innsideinformasjon og markedsmanipulasjon. Vurderingene rundt innsidehandel er det som anses som relevant for avhandlingen. For å vurdere om innsiderne hadde misbrukt innsideinformasjon, tok retten stilling til om det var krav til årsakssammenheng mellom besittelse av innsideinformasjon og transaksjon etter vphl. § 3-3.<sup>136</sup>

I TOSLO-2016-33122 ga retten uttrykk for at vphl. § 3-3 ikke stiller krav om årsakssammenheng. Tingretten anså det tilstrekkelig å besitte innsideinformasjonen ved handelen.<sup>137</sup>

Tre av de tiltalte anket saken til Borgarting lagmannsrett.<sup>138</sup> I LB-2017-153037-3 gjorde tiltalte B gjeldende at det ikke forelå årsakssammenheng mellom salgsbeslutningen og besittelse av innsideinformasjon.<sup>139</sup>

Lagmannsretten ga uttrykk for at det ikke kan utledes et krav om årsakssammenheng av MAD art. 2 nr. 1 eller Spector-dommen.<sup>140</sup> Lagmannsretten viste til at norsk rettspraksis og rettsoppfatning heller ikke bygget på at direktivet oppstiller et slikt krav.<sup>141</sup> Videre viste lagmannsretten til Høyesteretts ankeutvalgs avgjørelse i Rt. 2014 s.452 (Nera) avsnitt 33 og 34, samt Finanstilsynets veiledning datert 25. april 2014 punkt 4.2, jf. fotnote 17.<sup>142</sup> I Nera-dommen uttaler Høyesterett at etter utvalgets syn i Ot.prp. nr.29 (1996–1997) side 93, må vphl. § 3-3 forstås som at det i utgangspunktet foreligger en plikt til å trekke en ordre dersom

---

<sup>133</sup> Lov 22. mai 1981 nr. 25 om rettergangsmåten i straffesaker (stprl.)

<sup>134</sup> Det følger av Morten Holmboe, «Utvalgte høyesterettsavgjørelser i strafferett 2018», *Tidsskrift for strafferett*, 19/1, 2019, s. 53-84, punkt 1.2, at det er gode grunner til å legge vekt på ankeutvalgets begrunnede avgjørelser, og se Se Rt. 2009 s. 780 avsnitt 32

<sup>135</sup> Fleischer (1998) s. 191

<sup>136</sup> TOSLO-2016-33122 punkt 3.3.1 og 3.3.4, og LB-2017-153037 Del II, punkt 6 og 13

<sup>137</sup> TOSLO-2016-33122 punkt 3.3.4

<sup>138</sup> se LB-2017-153037-3

<sup>139</sup> jf. LB-2017-153037-3 del II punkt 6. As avgang som CEO- tiltalen mot B for innsidehandel

<sup>140</sup> jf. LB-2017-153037-3 del II punkt 6

<sup>141</sup> LB-2017-153037-3 DEL II punkt 6 og se også Del II punkt 13. Northzones beslutning om nedslag- tiltalen mot B

<sup>142</sup> jf. LB-2017-153037-3 del II punkt 6

man får kjennskap til innsideinformasjon som er egnet til å påvirke kursen i positiv retning.<sup>143</sup> Videre viste lagmannsretten til at det fremgår av Finanstilsynets veiledning punkt 4.2 fotnote 17 at:

*«EF-domstolen tok i sak 45/08 (gjengitt i Official Journal C 51 27.2.2010 side 7) stilling til om forbudet mot ulovlig innsidehandel i MAD art. 2, som er gjennomført i norsk rett i verdipapirhandelloven § 3-3, oppstiller krav om årsakssammenheng mellom innsideinformasjonen og transaksjonen (dvs. om det kan bevises at den som utførte handelen «benyttet» innsideinformasjonen «bevisst»). Domstolen fastslår at forbudet mot innsidehandel er objektivt utformet og at det dermed ikke innebærer et krav om årsakssammenheng.».*

Lagmannsretten mente på bakgrunn av Nera-dommen, samt Finanstilsynets tolkning av Spector-dommen, at det ikke stilles krav om årsakssammenheng. Videre gir domstolen uttrykk for at hvis det likevel skulle anses å gjelde et krav om årsakssammenheng i norsk rett, kan et slikt krav uansett ikke anses å gå lengre enn EU-retten.<sup>144</sup> Det innebærer at det *kan* aksepteres et krav om årsakssammenheng, så langt EU-retten rekker. Når finanstilsynet påpeker at det ikke stilles krav til å påvise årsakssammenheng, er dette i relasjon til domstolens utforming av «use»-presumsjonen. I avhandlingen argumenteres det imidlertid for at siden det presumeres bruk, gir EU-retten uttrykk for at ved tilbakevisning av presumsjonen kan det stilles et krav til årsakssammenheng mellom besittelse av innsideinformasjon og handel.<sup>145</sup> Derfor vil finanstilsynets tolkning av dommen ha mindre relevans.

Lagmannsretten bemerker at B ikke har tilbakevist presumsjonen som etter EU-retten må oppstilles, om at innsideinformasjonen inngikk i hans beslutningsprosess.<sup>146</sup> Lagmannsretten henviser til Prop.96 LS (2018–2019) sine uttalelser om «utnyttelse» i lys av Spector-dommen, uten at det ble gått nærmere inn på hva som ble drøftet i forarbeidene til gjennomføring av MAR. På bakgrunn av en slik henvisning kom lagmannsretten til at B ikke plasserte ordre før han kom i besittelse av innsideinformasjon, og heller ikke på annen måte påviste at han ved salget ikke utilbørlig utnyttet fordelene informasjonen ga.<sup>147</sup> Etter lagmannsrettens syn må ordrer plasseres før besittelse av innsideinformasjon, for å kunne benytte muligheten til å

---

<sup>143</sup> Rt 2014 s. 452 (Nera), avsnitt 33 og 34

<sup>144</sup> jf. LB-2017-153037-3 del II punkt 6

<sup>145</sup> Se punkt 4.2.4

<sup>146</sup> jf. LB-2017-153037-3 del II punkt 6

<sup>147</sup> jf. LB-2017-153037-3 del II punkt 6

tilbakevise en presumsjon om misbruk. Videre gir lagmannsretten henvisning til at Nera-dommen avsnitt 33 og 34 uttrykk for at også ordre plassert før besittelse av innsideinformasjon må trekkes, dersom de ikke er gjennomført når investor kommer i besittelse av innsideinformasjon.

Lagmannsretten gir derfor uttrykk for to alternative måter å tilbakevise presumsjonen på:

(i) Ordre må plasseres før besittelse av innsideinformasjon for å kunne tilbakevise presumsjon. Det tyder på at lagmannsretten forstår tilbakevisningskravet etter EU- retten slik at det ikke er mulig å vise at innsideinformasjonen ikke spilte en rolle i transaksjonsbeslutningen dersom ordre plasseres *etter* besittelse av innsideinformasjon. Det samme gjelder dersom investor ikke trekker ordre som er plassert *før* vedkommende er i besittelse av innsideinformasjon.

(ii) At innsider må bevise at han ved handel ikke utilbørlig utnyttet fordelene informasjonen ga. I at det ikke kan gi en utilbørlig utnyttet fordel, kan det utledes at dersom innsidehandelen gir tap, kan det anses som at presumsjonen er tilbakevist.

Ettersom lagmannsretten henviser til Prop.96 LS (2018–2019) ved utforming av regelen om når presumsjonen kan anses som tilbakevist, vil det være naturlig å foreta en vurdering av forarbeidene om gjennomføring av MAR.<sup>148</sup>

I MAR er art. 8 nr.1 hjemmelen for hva som anses som innsidehandel. I følge forarbeidene, Prop. 96 LS (2018-2019), vil art. 8 sett i lys av fortalens avsnitt 24 gjelde som norsk rett ved gjennomføring av MAR.<sup>149</sup> Fortalens punkt 24 gir uttrykk for Spector-presumsjonen.<sup>150</sup>

Departementet uttaler på bakgrunn av blant annet dette at:

*«Presumsjonen kan på denne bakgrunn tilbakevises ved å godtgjøre at gjennomføringen av den aktuelle markedstransaksjonen ikke er i strid med formålet til markedsmisbruksforordningen selv om personen var i besittelse av innsideinformasjon, slik at*

---

<sup>148</sup> jf. LB-2017-153037-3 del II punkt 6

<sup>149</sup> Prop. 96 LS (2018- 2019) punkt 6.4.5.3, s. 54

<sup>150</sup> Regulation (EU) No 596/2014 (MAR) fortale avsnitt 24 og Prop. 96 LS (2018- 2019) punkt 6.4.5.3 s. 54

*informasjonen derved ikke anses som «utnyttet» i den forstand uttrykket er benyttet i innsidehandelforbudet.»*<sup>151</sup>

Departementet anså det imidlertid slik at det må foretas en *objektiv vurdering* i lys av formålet til reguleringen. Det må etter departementets syn tilbakevises ved å påvise at innsideinformasjonen ikke ga vedkommende en uberettiget fordel i forhold til tredjeparter som var ukjent med informasjonen, og følgelig at vedkommende ikke utilbørlig utnyttet fordelene informasjonen ga ved å foreta handelen.<sup>152</sup> Der handelen ikke omfattes av legitim adferd etter MAR art. 9, må det i følge departementet vurderes om innsider har «utnyttet» innsideinformasjon i lys av formålet med MAR.<sup>153</sup> Departementets uttalelse i proposisjonens side 55 og 56 kan derfor tyde på at tilbakevisningsadgangen utelukkende gjelder tilfeller som fremgår av MAR art. 9, og anser det som en objektiv vurdering av formålet.

På bakgrunn av effektivitetsbetraktninger, uttalte departementet at det ikke vil være relevant å vise til at innsider hadde bestemt seg for å foreta handelen innen han eller hun kom i besittelse av innsideinformasjonen, eller at innsideinformasjonen for øvrig ikke utgjorde en forutsetning for vedkommendes beslutning om å foreta handelen.<sup>154</sup> Departementets syn er derfor at det er irrelevant i overnevnte tilfeller at det kan bevises at innsideinformasjonen ikke spilte en rolle i transaksjonsbeslutningen.

Etter min mening kan det reises spørsmål ved om transaksjonen i det hele tatt kan anses straffverdig dersom innsideinformasjonen faktisk ikke spilte en rolle i transaksjonsbeslutningen. Departementet innsnevrer således muligheten til å tilbakevise presumsjonen om misbruk, i større grad enn det som følger av EU-retten.<sup>155</sup>

Av Spector-dommen avsnitt 36 fremgår det at: «that information must, in principle, be deemed to have played a role in his decision-making.». Spector-dommen gir uttrykk for at dersom investoren har hatt innsideinformasjon ved handelen, må det prinsipielt legges til grunn at denne informasjon har inngått i beslutningsgrunnlaget.

---

<sup>151</sup> Prop. 96 LS (2018- 2019) punkt 6.4.5.3, s. 55

<sup>152</sup> Prop. 96 LS (2018- 2019) punkt 6.4.5.3, s. 55

<sup>153</sup> Prop. 96 LS (2018- 2019) punkt 6.4.5.3, s. 55 og 56

<sup>154</sup> Prop. 96 LS (2018- 2019) punkt 6.4.5.3, s. 55

<sup>155</sup> Se avhandlingens punkt 4.2.4

Som rettsikkerhetsgaranti for presumsjonen om skyld, viser Spector-dommen til at presumsjonen skal være mulig å tilbakevise.<sup>156</sup> I dommen gir ikke EU-retten uttrykk for at ordre som er plassert både før og etter besittelse av innsideinformasjon ikke kan tilbakevises.<sup>157</sup>

Det kan tenkes bevismessige vanskeligheter, men så fremt innsider er i stand til å bevise at innsideinformasjonen ikke spilte en rolle i transaksjonsbeslutningen, kan det ikke anses som misbruk av innsideinformasjon. Som påpekt tidligere, må det foreligge bruk i strid med innsidereguleringen for å kunne påvise misbruk, og en slik betraktning er i tråd med EU-retten. Departementets syn er derfor ikke forenlig med EU-rettens krav om å kunne tilbakevise, ved en presumsjon om bruk. På bakgrunn av disse innvendinger kan det se ut som lagmannsretten noe forhastet og ukritisk la til grunn departementets syn slik det fremgår av Prop. 96 LS (2018- 2019) punkt 6.4.5.3.

Lagmannsrettens dom i Funcom-saken gir uttrykk for at presumsjonen ikke kan tilbakevises dersom innsider legger inn ordre *etter* besittelse av innsideinformasjon, uavhengig om det ikke kan påvises en form for årsakssammenheng.

I Borgarting lagmannsretts dom av 26. juni 2019, som blant annet omhandler innsidehandel, ble det vurdert om sekundærinnsider har tilbakevist presumsjonen om bruk av innsideinformasjon.<sup>158</sup> Lagmannsretten ga uttrykk for at det kan tilbakevises ved å «påvise at innsideinformasjonen ikke har spilt noen rolle i beslutningsprosessen, verken som hovedmotiv eller som en del av beslutningsgrunnlaget.». En slik uttalelse gir uttrykk for at det kan stilles krav om en form for årsakssammenheng, når det skal bevises at innsideinformasjonen ikke har spilt noen rolle i beslutningsprosessen. Dommen åpner derfor for at det i norsk rett *kan* stilles krav om årsakssammenheng ved at det oppstilles en presumsjon som kan tilbakevises. Dommen ble avsagt juni 2019, som kan tyde på at en slik tolkning er uttrykk for gjeldende rett. Teoretikere som Kinander og Bergo støtter en slik forståelse av vphl. § 3-3 i lys av EU-retten.<sup>159</sup>

---

<sup>156</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 44, 54 og 62

<sup>157</sup> Se Bergo (2014) s. 296

<sup>158</sup> Se LB-2018-26726 punkt 4.6 Misbruksvurderingen – et krav om motiv?

<sup>159</sup> Se Kinander (2018 b) s. 54, 55 og 56, og Bergo (2019) s. 461

## 5.4 Konklusjon

Det er noe uklart om det kan utledes krav til årsakssammenheng etter vphl. § 3-3 i norsk rett. I Funcom-saken ble det lagt til grunn at det ikke stilles krav om årsakssammenheng.<sup>160</sup>

Forarbeidene gir imidlertid uttrykk for at EU-retten *kan* tolkes slik at det stilles krav til årsakssammenheng, men velger likevel en tolkningsslutning som tilsier at norsk rett ikke stiller et tilsvarende krav.<sup>161</sup> Departementet tolker MAR art. 9 slik at det uttømmende beskriver tilfellene som ikke er i strid med formålet.<sup>162</sup>

Nyeste underrettspraksis kan tolkes slik at verdipapirhandellovens misbruksbegrep i utgangspunktet har langt på vei samme realitetsinnhold som direktivets brukskriterium.<sup>163</sup>

Dommen gir også uttrykk for at en presumsjon om bruk kan tilbakevises ved å påvise at innsideinformasjonen ikke har spilt noen rolle i beslutningsprosessen.<sup>164</sup> Dommen kan derfor tolkes som at det i norsk rett kan stilles krav om årsakssammenheng ved at det oppstilles en presumsjon som kan tilbakevises.

## 6 Kan det utledes krav om årsakssammenheng i svensk og dansk rett?

### 6.1 Innledning

I det følgende vil redegjøres det kort for hvordan svensk rett og dansk rett utøver regelen om misbruk av innsideinformasjon, og om det stilles krav til årsakssammenheng. Vurderingen vil fortløpende knyttes opp mot norsk rett.

### 6.2 Svensk rett

Svensk rett operer med et tosporet system, hvor både MAD II og MAR er gjennomført som svensk rett.<sup>165</sup> Bakgrunnen for dette er et siktemål om harmoniserte og effektive regler på markedsmisbruksområdet.<sup>166</sup> Svensk rett tar, i likhet med norsk rett, utgangspunkt i en besittelsesregel. Av lagen (2016:1307) om straff för marknadsmissbruk på

---

<sup>160</sup> TOSLO-2016-33122 punkt 3.3.4 og LB-2017-153037-3 del II punkt 6

<sup>161</sup> Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 20, 26 og 29, og Prop.96 LS (2018- 2019) punkt 6.4.5.3 s. 55

<sup>162</sup> Prop.96 LS (2018- 2019) punkt 6.4.5.3 s. 55 og 56

<sup>163</sup> Se LB- 2018-26726 punkt 4.5

<sup>164</sup> Se LB- 2018- 26726 punkt 4.6

<sup>165</sup> Se svenske forarbeider, Marknadsmisbruk II SOU 2014:46, s.17

<sup>166</sup> SOU 2014:46, s.18



värdepappersmarknaden (LSVM.), kapittel 2, § 1 første ledd, fremgår det at den som besitter innsideinformasjon dømmes for misbruk av innsideinformasjon ved handel. Til forskjell fra norsk rett, fremgår det uttrykkelig av LSVM kapittel 2, § 1 siste ledd at «[d]en som i annat fall än som avses i första stycket visar att han eller hon inte har utnyttjat insiderinformation döms inte till ansvar enligt 1 §.». Ordlyden tyder på et vilkår om krav til utnyttelse av innsideinformasjon for at det skal foreligge brudd på LSVM § 1.

LSVM kapittel 2, § 1 siste ledd, gir uttrykk for at listen som oppstilles i MAR art. 9 ikke er uttømmende. En slik forståelse fremgår også av forarbeidene.<sup>167</sup> Videre fremgår det av SOU 2014:46 s. 26 at:

*«Utredningen gör bedömningen att insiderbrottet inte heller i framtiden bör innehålla ett utnyttjanderekvisit, men föreslår att nuvarande undantagskatalog såvitt avser insiderbrott i stället utformas som ett undantag dels för situationer då insiderinformation inte har utnyttjats, dels för sådana legitima förfaranden som omfattas av artikel 9 i marknadsmissbruksförordningen».* (min understrekning)

Dette trekker i retning av at svensk rett stiller krav til at det ikke skal foreligge utnyttelse av innsideinformasjonen, som vil innebære en form for årsakssammenheng. Unntakene om at innsideinformasjon ikke er utnyttet, og at det omfattes av legitime formål i MAR art. 9, gjelder også ved ordre som er trukket eller endret.<sup>168</sup>

Videre fremgår det av juridisk litteratur at «[r]ättsliga dispositioner som verkställs så att inget hot mot marknadsaktörernas jämlikhet uppstår stöter sig inte med rättviseargumentet och är därför undantagna från insiderhandelsförbudet.»<sup>169</sup> Handel som ikke er urettferdig overfor andre markedsaktører, kan ikke anses som utnyttelse av innsideinformasjon. Dette trekker i retning av at det er en måte å motbevise presumsjonen om misbruk av innsideinformasjon. For å kunne vise at det ikke foreligger utnyttelse, vil det kreve en form for vurdering av årsakssammenheng mellom innsideinformasjon og handel.

---

<sup>167</sup> Prop.2016/17:22 Effektiv bekämpfung av marknadsmissbruk, punkt 14.5.3 om utnyttjanderekvisit, s. 273

<sup>168</sup> SOU 2014:46, s. 26-27

<sup>169</sup> Knuts (2010) s. 697

### 6.3 Dansk rett

Danmark opererer med et ettsporet system. Det ble ikke ansett nødvendig å gjennomføre MAD II, da Danmark allerede hadde straffesanksjoner.<sup>170</sup> Lovbekendtgørelse nr. 251 af 21/03/2017 om værdipapirhandel mv. § 35 (1) definerer hva som anses som innsidehandel slik:

*«Køb, salg og tilskyndelse til køb eller salg af et værdipapir må ikke foretages af nogen, der har intern viden, som kan være af betydning for handelen».* (min understreking)

Ordlyden «betydning» kan tyde på at det må foreligge årsakssammenheng mellom innsideinformasjon og handelen. I følge Andersen mfl. kreves det at det foreligger misbruk av innsideinformasjonen. Selv om dansk- og norsk rett bruker misbruksreservasjonen som begrep,<sup>171</sup> er innholdet i følge Andersen mfl. ulikt.<sup>172</sup> Dansk rettspraksis gir imidlertid uttrykk for en tolkning som er nærmere den norske anvendelsen av tilsvarende bestemmelse. I Midtbank-sag, U.2005.984H legges besittelsesregelen til grunn.<sup>173</sup> Dansk høyesterett ga uttrykk for at det presumeres at innsideinformasjonen er brukt ved handel, med mindre konkrete omstendigheter taler mot en slik presumsjon. De konkrete omstendighetene som tilbakeviser presumsjonen, kan ikke avgjøres generelt, men vil avhenge av en konkret vurdering.<sup>174</sup>

I forbindelse med Midtbank-saken uttalte høyesterett at når disposisjonen har karakter av alminnelig forretningsmessig adferd, må det foretas en konkret vurdering av om det foreligger uheldig anvendelse av innsideinformasjonen.<sup>175</sup> Uttalelsen til høyesterett gir uttrykk for at det må vurderes om det foreligger misbruk av innsideinformasjon.<sup>176</sup> Dette tyder på at vurderingsmomentet fanger opp tilfeller som er videre enn hva som anses som lovlig handel etter MAR art. 9 nr. 1- 5.

---

<sup>170</sup> Kinander (2018 a) s. 4

<sup>171</sup> Jesper Lau Hansen, «Sanktioner mod insiderhandel og kursmanipulation», *Förhandlingarna vid Det 36. nordiska juristmötet*, 2002, s. 267-296, s. 285 og Andersen (2019) s. 565.

<sup>172</sup> Andersen (2019) s. 565

<sup>173</sup> Dommen omhandler gjeldende rett før MAD ble implementert i dansk rett. Dommen anses imidlertid fortsatt å ha betydning for vurderingen av MAD, ettersom forbudet ble mer eller mindre videreført under MAD.

<sup>174</sup> Finanstilsynet, «Betænkning on insiderhandel nr. 1521/2010», juli 2010, Tilgjengelig på [https://www.finanstilsynet.dk/~media/Tal-og-fakta/2010/Rapporter/Insiderbetaenkning\\_1521.pdf?la=da](https://www.finanstilsynet.dk/~media/Tal-og-fakta/2010/Rapporter/Insiderbetaenkning_1521.pdf?la=da) [sist sjekket: 29.11.2019]

<sup>175</sup> U.2005.948H (Midtbank), Tfk2005.189/2, s. 985

<sup>176</sup> U.2005.948H (Midtbank), s. 1

På bakgrunn av Spector-dommen og Midtbank-saken, gir Fogtdal uttrykk for at presumsjonen kan avkrefte ved å godtgjøre at handel ikke er gjort på grunnlag av innsideinformasjon.<sup>177</sup> Det stilles således et krav om årsakssammenheng mellom innsideinformasjon og handel, i dansk rett.

## 6.4 Konklusjon

Både norsk, dansk og svensk rett inneholder en misbruksreservasjon ved presumsjon om bruk av innsideinformasjon. Svensk rett gir uttrykk for at det stilles et krav om årsakssammenheng mellom innsideinformasjon og handel ved vurderingen av om innsider ikke «utnyttet» innsideinformasjon. Etter dansk rett kan presumsjonen om bruk tilbakevises, ved å vise til at innsideinformasjonen ikke spilte en rolle i transaksjonsbeslutningen. Det tyder på at dansk rett krever at det påvises årsakssammenheng, gjennom at det gjelder en presumsjon som kan tilbakevises. Misbruksreservasjonen som utledes av dansk og svensk rett viser seg å gå lengre enn misbruksreservasjonen som kan utledes av vphl. § 3-3 (2), ettersom norsk rett gir uttrykk for en snevrere adgang til tilbakevisning, se punkt 5.3 og 5.4 i avhandlingen. Dette taler i retning av at norsk rett praktiserer innsidereguleringene strengere enn våre nordiske naboer.

## 7 Omfattes både primærinnsider og sekundærinnsider av Spector-presumsjonen?

Spector-dommen omhandler primærinnsider.<sup>178</sup> Spørsmålet er om en slik presumsjon også kan gjelde sekundærinnsidere som «knows, or ought to have known» at de er i besittelse av innsideinformasjon, jf. MAD art. 4 jf. art. 2 nr.1.

Lars Klöhn mener det er noe uklart om presumsjonen gjelder begge former for innsidere. Han argumenterer for at det kan antas at en person i besittelse av innsideinformasjon vil bruke informasjonen ved handel av finansielle instrumenter. Klöhn mener derfor at presumsjonen også kan gjelde for sekundærinnsider.<sup>179</sup> Generaladvokatens konklusjon i Spector-saken

---

<sup>177</sup> Hans Fogtdal, *Børs kriminalitet: Straf af insiderhandel og kursmanipulation efter dansk ret*, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 1. utgave, 2015 s. 76-77

<sup>178</sup> Sak C-45/08, Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia, se blant annet avsnitt 30, 31, 32, 34, 36 og særlig avsnitt 54, Klöhn (2010) s.362. og Kinander (2019) s. 7

<sup>179</sup> Klöhn (2010) s. 362

støtter også et slikt syn, da hun foreslår å at presumsjonen også skal gjelde sekundærinnsider.<sup>180</sup>

EU-domstolens begrunnelse for utforming av rettsregelen, og at domstolen utelukkende bruker begrepet «primary insider», tyder på at presumsjonen kun er ment til å gjelde primærinnsider.<sup>181</sup> Argumentet til domstolen for å rettferdiggjøre en «use»-presumsjon, var at det ligger i primærinnsiders natur å ha tilgang til innsideinformasjon. Et slikt argument har liten overføringsverdi for sekundærinnsider.<sup>182</sup> Dommen tar heller ikke uttrykkelig stilling til om presumsjonen kan ha overføringsverdi for sekundærinnsidere. Det taler for at presumsjonen kun skal gjelde primærinnsider.

Videre kan det tenkes at sekundærinnsider klarer å produsere ny innsideinformasjon, slik det er definert i MAD art.1 nr.1, ved å bruke sin kunnskap og analytiske ferdigheter.<sup>183</sup> Slik aktivitet vil øke markedseffektiviteten. MAD anerkjenner en slik oppfatning i avsnitt 31 av fortalen.<sup>184</sup> Å presumere bruk av innsideinformasjon når sekundærinnsider handler, vil gjøre sekundærinnsider mer varsom i handel. Dette vil kunne begrense markedseffektiviteten.

Hansen argumenterer for at domstolen foretok en generell tolkning av brukskriteriet, som kan gjelde både primærinnsider og sekundærinnsidere.<sup>185</sup> Det kan argumenteres for at domstolens generelle tolkninger om skillet mellom hva som kan og ikke kan anses som misbruk av innsideinformasjon, som ikke er tilknyttet til primærinnsider, kan tale i retning av at domstolen har ment at regelen skal anvendes uten å differensiere mellom type investor.<sup>186</sup>

En bør imidlertid være forsiktig med å gi EU-domstolens avgjørelser overføringsverdi som går lengre enn innholdet i dommen tilsier.<sup>187</sup> Domstolen svarte på et spørsmål som gjelder primærinnsider, og begrunnelsen for å kunne presumere skyld hos primærinnsider er i liten grad overførbar for en sekundærinnsider. Det taler i retning av at Spector-presumsjonen ikke gjelder for sekundærinnsider under MAD.

---

<sup>180</sup> Forslag til avgjørelse av Generaladvokat Kokott i Sak C-45/08 Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia, avsnitt 108

<sup>181</sup> Sak C-45/08, Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia, se blant annet avsnitt 36, 54 og 61

<sup>182</sup> Kinander (2019) s. 8

<sup>183</sup> Kinander (2019) s. 10

<sup>184</sup> Klöhn (2010) s.363 og Kinander (2019) s. 10

<sup>185</sup> Jesper Lau Hansen, Artikkel: «B: Insider Dealing, i Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide», *Oxford*, 2017, s. 249, som brukes som argument i Kinander (2019) s. 19

<sup>186</sup> Sak C-45/08, Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia, se blant annet avsnitt 47 og 49

<sup>187</sup> Kinander (2019) s. 11

Når presumsjonen som fremgår av Spector-dommen ikke har overføringsverdi for sekundærinnsider, vil det være naturlig å falle tilbake en alminnelig språklig forståelse av ordlyden i MAD art. 2 nr.1. Som vist til i kapittel 4.1.4 i avhandlingen kan det tyde på at det må påvises en form for årsakssammenheng, ved at det må foreligge «use» mellom besittelse av innsideinformasjon og transaksjon, jf. MAD art. 2 nr. 1.

Da MAR i stor grad viderefører innholdet i MAD, kan det gi anvisning til hva som bør være gjeldende rett i Norge, selv om forordningen ikke er gjennomført i Norge enda.

Presumsjonsprinsippet taler i retning av at norsk rett skal være i tråd med EU-retten, herunder MAR.

Når det gjelder MAR er innsidehandel forbudt etter art. 14. Hva som anses som innsidehandel er definert i art. 8. Her heter det at artikkelen gjelder for «any person who possesses inside information (...) where that person knows or ought to know that it is inside information.». Ordlyden i bestemmelsen differensierer ikke mellom primærinnsider og sekundærinnsider.<sup>188</sup>

Fortalen i MAR avsnitt 24 gir uttrykk for at dersom en i besittelse av innsideinformasjon handler, «it should be implied that that person has used that information». Videre fremgår det at «[t]hat presumption is without prejudice to the rights of the defence.». Avsnitt 24 i fortalen kan forstås som å kodifisere Spector-presumsjonen, uten at den presiserer om den gjelder kun primærinnsider eller også sekundærinnsider.<sup>189</sup>

Det kan derfor på den ene siden tolkes som lovgivers måte å kodifisere og videreutvikle rettsregelen som ble oppstilt i Spector-dommen, ved å åpne opp for at Spector-presumsjonen kan gjelde begge typer innsidere. Slik tolkes det for eksempel i EU-land som Danmark.<sup>190</sup> For MAR kan det derfor tyde på at presumsjonen gjelder både primærinnsider og sekundærinnsider.

Hensynet til forutsigbarhet og legalitetsprinsippet trekker på den andre siden i retning av at lovgiver må gi et tydelig signal dersom hensikten er at presumsjonen skal gjelde alle investorer. Både Europakommisjonen og Europaparlamentet har ikke eksplisitt tatt stilling til om presumsjonen skal utvides til å også gjelde sekundærinnsider. Videre har fortalen til MAR

---

<sup>188</sup> Kinander (2019) s. 6

<sup>189</sup> Regulation (EU) No 596/2014 (MAR), fortalen avsnitt 24

<sup>190</sup> Andersen (2019) s. 561

mindre vekt enn formell lov, og kan derfor kun brukes som et tolkningsmoment for å forstå innholdet i bestemmelsene.<sup>191</sup>

Det kan derfor ikke med sikkerhet sies at fortalen avsnitt 24, sammenholdt med MAR art. 8, må gjelde både sekundærinnsider og primærinnsider. Det må derfor være opp til EU-domstolen å tolke og fastlegge hvordan bestemmelsen skal forstås. Både etter MAD og MAR er det uklart på om presumsjonen skal gjelde sekundærinnsider.

Videre må det vurderes om det etter vphl. § 3-3 skilles mellom primærinnsider og sekundærinnsider. Etter vphl. § 3-3 (1) gjelder bestemmelsen «noen som har innsideinformasjon». Ordlyden tyder derfor på at alle former for innsidere med besittelse av innsideinformasjon, omfattes.

Vphl. § 3-3 skiller ikke mellom primærinnsider og sekundærinnsider. Forarbeidene til verdipapirhandeloven skiller heller ikke mellom primærinnsider og sekundærinnsider ved forståelse av misbruksreservasjonen i vphl. § 3-3 (2).<sup>192</sup> Slik kan også Prop. 96 LS (2018-2019) forstås.<sup>193</sup> I Borgarting lagmannsretts dom av 26. juni 2019 fremgår det at «Spector-dommen gjelder primærinnsidere. Det er vanskelig å se at det er grunnlag for en annen løsning for andre innsidere.»<sup>194</sup> Lagmannsretten gikk ikke nærmere inn på hvorfor retten mente at Spector-presumsjonen også må gjelde for andre innsidere. Funcom-saken viser også at det ikke skilles mellom primærinnsider og sekundærinnsider ved anvendelse av vphl. § 3-3.<sup>195</sup>

Norsk rett gir derfor uttrykk for at man skal anvende Spector-presumsjonen for sekundærinnsidere. Dette innebærer at norsk rett kanskje går lengre enn EU-retten når det gjelder hvem som omfattes av presumsjonen.

---

<sup>191</sup> Kinander (2019) s. 11

<sup>192</sup> Se Ot.prp. nr.12 (2004-2005), punkt 4

<sup>193</sup> Se Prop. 96 LS (2018-2019) s. 54 jf. «Og videre at hvor en slik markedstransaksjon er foretatt av *en person i besittelse* av innsideinformasjon, må informasjonen prinsipielt anses for å ha inngått i vedkommendes beslutningsprosess» (min kursivering)

<sup>194</sup> LB- 2018-2676 punkt 4.6

<sup>195</sup> I LB- 2017-153037-3, Del II punkt 13, skiller ikke domstolen praktiserer ikke domstolen vphl. § 3-3 annerledes for en insider som har vært primærinnsider og på bakgrunn av å ikke sitte i styret lenger blir sekundærinnsider

## 8 Er presumsjonen om skyld i strid med uskyldspresumsjonen?

### 8.1 Innledning

I det følgende vurderes det om presumsjonen om årsakssammenheng, som innebærer en presumsjon av bruk av innsideinformasjon, strider med uskyldspresumsjonen etter Den europeiske menneskerettskonvensjon<sup>196</sup> (EMK) og etter norsk rett.

### 8.2 Er presumsjonen om skyld, jf. Spector-dommen, i strid med EMK?

I EMK er uskyldspresumsjonen i art. 6 nr. 2, formulert slik:

«Everyone charged with a criminal offence shall be presumed innocent until proved guilty according to law».<sup>197</sup>

Det innebærer at enhver skal antas uskyldig inntil skyld er bevist etter loven.

EMD har uttalt at «shifting the burden of proof from the prosecution to the defence so as to infringe the principle of the presumption of innocence».<sup>198</sup> Å snu bevisbyrden i en straffesak, vil i utgangspunktet ikke være i samsvar med EMK art. 6 nr. 2.

I Spector-dommen la EU-domstolen bevisbyrden på den mistenkte ved å presumere at det forelå årsakssammenheng mellom innsideinformasjonen og transaksjonen.<sup>199</sup> Domstolen bemerket at presumsjon om skyld ikke krenker grunnleggende friheter, særlig uskyldspresumsjonen i henhold til EMK art. 6 nr. 2, med henvisning til EU-dommene *Salabiaku mot Frankrike* og *Pham Hoang mot Frankrike*.<sup>200</sup>

---

<sup>196</sup> Lov 21. mai 1999 nr. 30 Lov om styrking av menneskerettighetenes stilling i norsk rett, vedlegg 1. Den europeiske menneskerettskonvensjon med protokoller

<sup>197</sup> EMK art. 6 nr. 2

<sup>198</sup> Sak *John Murray v. Storbritannia*, no. 18731/91, 8. februar 1996, avsnitt 54

<sup>199</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 38, 39, 43, 44

<sup>200</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 39, 43 og *Salabiaku v. Frankrike*, no. 10519/83, 7. oktober 1988, avsnitt 28 og *Pham Hoang v. Frankrike*, no. 13191/8725, september 1992, avsnitt 33.

Domstolen begrunner dette med at faktisk- eller legalpresumsjoner foretas i alle rettssystemer, og at det ifølge EU-rettspraksis var klart at EMK i prinsippet ikke forbød en slik presumsjon.<sup>201</sup>

Domstolen ga uttrykk for det ikke er likegyldig etter EMK art. 6 nr. 2 om det er en straffesak eller sivilrettslig sak. Statene må begrense seg innenfor «reasonable limits», som tar hensyn til «the importance of what is at stake» og opprettholder retten til forsvar.<sup>202</sup> Med grunnlag i dette mente domstolen at uskyldspresumsjonen ikke er til hinder for at det kan presumeres at det foreligger «use», jf. MAD art. 2 nr. 1, så lenge presumpsjonen kan tilbakevies og rett til forsvar er ivaretatt.<sup>203</sup> Domstolen gikk ikke nærmere inn på hva som ligger i ordlyden «reasonable limits» og «the importance of what is at stake». Ordlyden «reasonable limits» gir imidlertid uttrykk for at det må vurderes i lys av hva som kan anses som rimelig. Videre gir ordlyden «the importance of what is at stake» uttrykk for at man skal ta hensyn til hva som er konsekvensen av presumsjonen.

En vurdering av om en presumsjon om skyld krenker uskyldspresumsjonen ble gjort i *Salabiaku mot Frankrike* i 1988. Saken gjaldt en fransk tollov som inneholdt en legalpresumsjon. Loven åpnet opp for å dømme personer som ved tollkontroll var i besittelse av ulovlig gods som narkotika, med mindre den anholdte selv godgjorde at det var tale om «force majeure». Kjernen i forbeholdet mot presumsjonen om skyld, var om det var en *reell adgang* for siktede å bevise sin uskyld.<sup>204</sup>

*Salabiaku* gir uttrykk for at et rent objektivt ansvar ikke er konvensjonsmessig, men det ble ikke konstatert brudd på EMK art. 6 nr. 2, blant annet fordi domstolen hadde praktisert reglene slik at det krevdes et visst element av subjektiv skyld.<sup>205</sup> Videre illustrerer vurderingstemaet som ble oppstilt i denne dommen at det ikke er presumpsjonen i seg selv, men dens konsekvenser, som er avgjørende for om presumpsjonen er forenelig med EMK art. 6 nr. 2.

---

<sup>201</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 43

<sup>202</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 43

<sup>203</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 43

<sup>204</sup> Jørgen Aall, *Rettergang og Menneskerettigheter- En innføring i vernet om individets sivile og politiske rettigheter etter den norske forfatning og etter den europeiske menneskerettighetskonvensjon*, 5. utgave, Fagbokforlaget, 2018, s. 482 og Sak *Salabiaku v. Frankrike*, no. 10519/83, avsnitt 28

<sup>205</sup> Sak *Salabiaku v. Frankrike*, no. 10519/83, avsnitt 28, 29 og 30, Aall (2018) s. 482, og Jørgen Aall, *Rettergang og Menneskerettigheter – Den europeiske menneskerettighetskonvensjons artikkel 6 og norsk straffeprosess*, 1995, s. 291



EU-domstolen aksepterer også på samme grunnlag presumsjonen om skyld i Pham Hoang mot Frankrike.<sup>206</sup> Det trekker i retning av at dersom presumsjonen om skyld skal aksepteres etter EMK art. 6 nr. 2, må det både være en reell mulighet for å tilbakevise presumsjonen. I tillegg til må andre elementer, som ytterligere bevis eller intensjon, foreligge.<sup>207</sup>

Vurderingsmomentet som Salabiaku-dommen utformet, har blitt videre utbrodert i Janosevic mot Sverige.<sup>208</sup>

Janosevic-dommen handlet om de svenske skattemyndighetene som påla skattebetaler som underrapporterte sin skatteplikt til å betale tilleggsskatt.<sup>209</sup> Domstolen konkluderte med at nasjonalstatens praksis ikke stred med uskyldspresumsjonen, ettersom statens økonomiske interesser sto på spill, og at en slik presumsjon var en effektiv metode for å håndheve skattelovgivningen. Videre anså domstolen det slik at lov om tilleggsskatt ble begrenset innenfor «reasonable limits» ved at den åpnet opp for frikjennelse. Bakgrunnen for en slik konklusjon var at:

*«the means employed have to be reasonably proportionate to the legitimate aim sought to be achieved. In assessing whether, in the present case, this principle of proportionality was observed, the Court acknowledges that the applicant was faced with a presumption that was difficult to rebut. However, he was not left without any means of defence.».*

Konklusjonen bygger på en faktisk presumsjon, og domstolen anså forholdet å være i tråd med EMK art. 6 nr. 2 på bakgrunn av at loven åpnet for at presumsjonen kunne tilbakevises og fordi en effektiv håndhevelse av skatteloven ble vektlagt.<sup>210</sup> En betydelig forskjell mellom denne saken og Salabiaku, er at den svenske skatteloven ikke sanksjonerte med straff, selv ved manglende betaling av skatt.<sup>211</sup> Domstolen karakteriserte det likevel slik at det forelå

---

<sup>206</sup> Sak *Pham Hoang v. Frankrike*, no. 13191/8725, avsnitt 36

<sup>207</sup> Aall (1995) s. 299

<sup>208</sup> Sak *Janosevic v. Sverige*, no. 34619/97, 23. juli 2002, avsnitt 101- 102

<sup>209</sup> Sak *Janosevic v. Sverige*, no. 34619/97, avsnitt 9

<sup>210</sup> Sak *Janosevic v. Sverige*, no. 34619/97, avsnitt 107, 108 og 109

<sup>211</sup> Ben Emmerson, Ashworth, Andrew, Macdonald, Alison, Choo L-T, Andrew, Summers, Mark, *Human rights and criminal justice*, London sweet & maxwell, 3. utgave, 2012, s. 674

«criminal charge» etter EMK art. 6 nr. 1, siden den administrative sanksjonen var streng, selv om den ikke er strafferettslig etter svensk rett.<sup>212</sup>

Disse EMD-sakene opererer med en gjendrivelig skyldpresumsjon, som vil si at en objektiv overtredelse av en norm, åpner opp for at gjerningspersonen kan fri seg fra straffeansvar.<sup>213</sup>

Dom G.I.E.M. S.R.L. og andre mot Italia gir uttrykk for at det ikke kan være umulig for den tiltalte å tilbakevise presumsjonen for å kunne bli frifunnet, for at det skal være i tråd med uskyldpresumsjonen etter EMK art. 6 nr. 2.<sup>214</sup>

Videre tas det stilling til om Spector-dommen kan anses å gi uttrykk for en gjendrivelig legalpresumsjon.

Spector-dommen bygger ikke utelukkende på en automatisk presumsjon om skyld. Dommen gir uttrykk for at kun bruk av innsideinformasjon, som strider med formålet til direktivet, *kan* anses som misbruk av innsideinformasjon.<sup>215</sup> Hensynet bak en slik presumsjonsregel er å sikre en effektiv etterlevelse av reglene der fravær av bevismateriale innbyr til utnyttelse av smutthull i loven.<sup>216</sup> Det trekker i retning av at det er legitimt at den tiltalte bærer bevisbyrden når vedkommende er den nærmeste til å redegjøre for forholdene rundt skyld som presumeres.

Dette forutsetter at tiltalte har en reell mulighet til å tilbakevise presumsjon, slik EU-rettens unnskyldelsesnorm fremstår, se avhandlingens punkt. 4.1.4.

En betydelig forskjell mellom dommene Salabiaku og Pham Hoang, og Janosevic er at de første to dommene har en øvre strafferamme på tre måneders fengselsstraff, mens i Janosevic sanksjoneres det med administrativ straff. Ettersom et av vurderingsmomentene er å «take into account the importance of what is at stake», må man ta hensyn til hva som er konsekvensen av presumsjonen. De er således en stor forskjell mellom tre måneders fengsel og en administrativ straff, fordi fengselsstraff vil utgjøre et større inngrep i en persons sfære. Det bør derfor være av betydning hvilke sanksjoner nasjonalstaten pålegger, ved vurderingen

---

<sup>212</sup> Sak *Janosevic v. Sverige*, no. 34619/97, avsnitt 69, 70 og 71

<sup>213</sup> Jon Petter Rui, «Fra menneskerettighetsdomstolen Ingen straff uten skyld (nulla poena sine culpa) G.I.E.M. S.R.L. og andre mot Italia, søkenummer 1828/06, storkammerdom 28. juni 2018», *Tidsskrift for strafferett*, 18/3, 2018, s. 202-215, punkt 1.3

<sup>214</sup> Sak *G.I.E.M. S.R.L. og andre v. Italia*, no.1828/06, storkammerdom 28. juni 2018, s. 243

<sup>215</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 61.

<sup>216</sup> Jerkø (2017) s. 171

av om presumsjonen om bruk er i tråd med uskyldspresumsjonen. Ettersom MAD art. 14 (1) åpner opp for at nasjonalstatene kan velge mellom å sanksjonere med administrativ straff eller strafferettslig sanksjon, vil det være opp til nasjonalstaten å vurdere om presumsjonen vil stride med uskyldspresumsjonen, i lys av sanksjonsformen.

Presumsjonen om skyld, jf. Spector-dommen, er således som et utgangspunkt ikke i strid med uskyldspresumsjonen etter EMK.

12. februar 2016 vedtok Europarådet et direktiv om styrking av visse sider ved uskyldspresumsjonen og retten til å være til stede under rettssak.<sup>217</sup> Formålet med direktivet er blant annet å styrke retten til en rettferdig rettergang i straffesaker, ved å fastsette minimumsregler om visse aspekter av uskyldspresumsjonen.<sup>218</sup> Det må derfor vurderes om direktivet utgjør en forskjell for vurdering av hovedproblemstillingen oppstilt i kapittel 8.

Ved utformingen av direktivet, ble bestemmelsen om bevisbyrde og beviskrav omfattende diskutert.<sup>219</sup> Europakommisjonen gir i sitt lovforslag uttrykk for et ønske om å kodifisere forståelsen av uskyldspresumsjonen som kommer til uttrykk i blant annet Salabiaku-dommen avsnitt 28.<sup>220</sup> Europaparlamentet var på den andre siden imot å ha med en regel om at omvendt bevisbyrde er akseptabelt.<sup>221</sup>

På bakgrunn av dette åpner ikke direktivets artikkel 6 for bruk av presumsjoner, men en slik mulighet kan leses ut av fortalen avsnitt 22.<sup>222</sup> Fortalens avsnitt 22 må derfor anses som en kodifisering av Spector-presumsjonen.

---

<sup>217</sup> Directive (EU) 2016/343 on the strengthening of certain aspects of the presumption of innocence and of the right to be present at trial in criminal proceedings

<sup>218</sup> European Council, «*EU strengthens right to the presumption of innocence*», 12.02.2016, <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2016/02/12/eu-strengthens-right-to-presumption-of-innocence/>, [sist sjekket: 09.11.2019]

<sup>219</sup> Directive (EU) 2016/343

<sup>220</sup> European Commission, «*Proposal for a Directive of the European Parliament and of The council: on the strengthening of certain aspects of the presumption of innocence and of the right to be present at trial in criminal proceedings*», 27. november 2013, COM(2013) 821 final, tilgjengelig på: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52013PC0821&from=EN>. [sist sjekket 6.november 2019], art. 5 nr. 2, se begrunnelse avsnitt 32 og forslag til fortalen avsnitt 15.

<sup>221</sup> EU Parliament, *Opinion of the Committee on Legal Affairs for the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on the strengthening of certain aspects of the presumption of innocence and of the right to be present at trial in criminal proceedings (COM(2013)0821 – C7 0427/2013 – 2013/0407(COD))*, 8. april 2014, 2013/0407(COD)), se forslag til direktivets fortale avsnitt 15 og forslag til art. 5 nr. 2, og s. 3

<sup>222</sup> Directive (EU) 2016/343, art. 6 og fortalen avsnitt 22

### 8.3 Er presumsjonen om skyld i strid med norsk rett ved strafferettslig sanksjonering?

I likhet med EU-retten, er det klare utgangspunktet i norsk rett at skyld ikke skal presumeres, men må bevises. Uskyldspresumsjonen er nedfelt Grunnloven<sup>223</sup> § 96 andre ledd, hvorefter «[e]nhver har rett til å bli ansett som uskyldig inntil skyld er bevist etter loven.».

Uskyldspresumsjonen i Grunnloven er tatt inn etter mønster fra de parallelle bestemmelsene i EMK art. 6 nr. 2 og SP art. 14 nr. 2,<sup>224</sup> og tolkingen av disse bestemmelsene er derfor av interesse ved forståelsen av grunnlovsbestemmelsen, jf. Rt. 2014 s. 1292 avsnitt 14.<sup>225</sup> Selv om Høyesterett skal tolke EMK art. 6 nr. 2 i tråd med EMDs avgjørelser, da det er EMD som har ansvar for utviklingen av konvensjonspraksis, kan Høyesterett likevel gå lengre i å verne menneskerettighetene etter Grunnloven. Det er også presisert i høyesterettspraksis at det er Høyesterett, og ikke de internasjonale håndhevingsorganene, som har ansvaret for å tolke, avklare og utvikle Grunnlovens menneskerettsbestemmelser.<sup>226</sup> Høyesterett bør derfor opprettholde rettighetene som kan utledes av EMK art. 6 nr. 2,<sup>227</sup> men det hindrer ikke Høyesterett fra å gå lengre i å ivareta vern som kan utledes av uskyldspresumsjonen enn hva som følger av EU-retten. Bårdsen gir uttrykk for at Grunnloven iallfall ikke gir dårligere vern.<sup>228</sup> Forrangsbestemmelsen i menneskerettsloven § 3, om at annen norsk lovgivning skal vike for konvensjonen i et tilfelle av motstrid, har derfor lite praktisk betydning når uskyldspresumsjonen er vernet gjennom Grunnloven § 96 (2).

Høyesterett har med henvisning til Lønning-utvalget, gitt uttrykk for at Grunnloven § 96 andre ledd stadfester «et særlig viktig rettsstatsprinsipp» og at allerede dette tilsier en forsiktighet med å innsnevre virkeområdet for bestemmelsen.<sup>229</sup> Dette trekker i retning av at norsk rett bør være tilbakeholden med å akseptere innsnevring av uskyldspresumsjonen. Et

---

<sup>223</sup> Lov 17. mai 1814 Kongeriket Norges Grunnlov (Grunnloven.)

<sup>224</sup> Lov 21.mai. 1999 nr. 30 om menneskerettighetenes stilling i norsk rett, Vedlegg 5. Den internasjonale konvensjonen om sivile og politiske rettigheter med protokoller, art. 27

<sup>225</sup> Se også HR- 2018- 1909 – A avsnitt 51

<sup>226</sup> Jf. Rt. 2015 s. 93 avsnitt 57 og HR-2016-2554-P avsnitt 86

<sup>227</sup> Se Arnfinn Bårdsen, «Grunnloven, straffeprosessen og strafferetten: Noen linjer i høyesteretts praksis etter grunnlovsreformen 2014», *Jussens Venner*, 52/1, 2017, s. 1–44, s. 11, hvor det fremgår at Høyesterett også har fulgt Lønning-utvalgets anbefaling om at eventuelle avvik fra internasjonal tolkningspraksis bør begrunnes

<sup>228</sup> Bårdsen (2017) s. 43

<sup>229</sup> Se Rt. 2014 s. 1292 avsnitt 14 og HR-2018-1909-A avsnitt 45

hvert inngrep i grunnlovsrettigheter må ha hjemmel i lov, må forfølge et legitimt formål og må være forholdsmessig.<sup>230</sup>

Grunnloven § 96 andre ledd er oppfattet slik at det er påtalemyndigheten som har bevisbyrden for siktedes skyld, og da slik at det vanligvis gjelder et krav om at skyld må være bevist utover rimelig tvil, jf. Rt. 2014 s. 1292, avsnitt 15.

Det er klart at sanksjonering av misbruk av innsideinformasjon må anses som «straff» etter Grunnloven § 96, da det etter vphl. § 21-3 (1) kan straffes med fengsel opp til 6 år. Ettersom uskyldspresumsjonen må anses som «et særlig viktig rettsstatsprinsipp», taler det i retning av at presumsjonen om skyld ikke kan aksepteres.<sup>231</sup> Ettersom EU-retten legger opp til en vurdering av «the importance of what is at stake», må mulig fengselsstraff gjennom frihetsberøvelse på opptil 6 år anses som at mye står på spill for en enkeltperson.<sup>232</sup> Derfor trekker det i retning av at presumsjonen om skyld ikke kan aksepteres hva gjelder strafferettslig sanksjonering av ulovlig innsidehandel.

Som nevnt i kapittel 6 kommer EU-rettens praksis til uttrykk gjennom hvordan innsidereglene forstås i svensk og dansk rett. Disse landene aksepterer tilbakevisning av presumsjonen ved at det bevises at innsideinformasjon ikke spilte en rolle i beslutningsgrunnlaget. Det er således ikke kun MAR art. 9 som anses som legitim adferd. Til forskjell fra dette, gir norsk rett i rettspraksis og forarbeidene uttrykk for at presumsjonen kun kan tilbakevises i tilfeller som er nevnt i MAR art. 9.<sup>233</sup> Det er derfor vesentlig å vurdere om presumsjonen om skyld skal aksepteres, i lys av om muligheten til å fri seg fra antagelse om skyld er tilstrekkelig ivarettatt. I norsk rett er tilfellet mer problematisk enn de andre rettstatene som tidligere er nevnt, på bakgrunn av innsnevringen av tilbakevisningsmuligheter som kan utledes av EU-retten. Dette trekker i retning av at presumsjonen om bruk ikke bør aksepteres i norsk rett, i lys av hva som står på spill, slik EU-retten utformer vurderingsmomentet.<sup>234</sup>

På den andre siden gir misbruksreservasjonen etter vphl. § 3-3 (2) tiltalte mulighet til å bevise sin uskyld. Norsk rett åpner også for at det ved bevisbyrden kan presumeres skyld, der det

---

<sup>230</sup> Se HR-2016-2554-P (Holship) avsnitt 82 og Bårdsen (2017) s. 6

<sup>231</sup> Se Rt. 2014 s. 1292 avsnitt 14 og HR-2018-1909-A avsnitt 45

<sup>232</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 43

<sup>233</sup> Jf. LB-2017-153037-3 del II punkt 6 og Prop. 96 LS (2018-2019) punkt 6.4.5.3 s. 55 og 56

<sup>234</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 43

fremstår som særlig naturlig.<sup>235</sup> Presumsjon av skyld i norsk rett har vært aktuelt tidligere ved straffbar ærekrenkelse, se Straffeloven 1902 §§ 249 nr. 3 og 431.<sup>236</sup> I den nå opphevede strl. 1902 § 431 ble omvendt bevisbyrde begrunnet med at en redaktørs primære oppgave er å føre kontroll, og da må vedkommende også være nærmest til å påvise om det er hans mangelfulle kontroll som har ført til at den ærekrenkende artikkel er kommet i trykken.

Spørsmålet blir da om presumsjonen av bruk av innsideinformasjon er et område hvor det fremstår særlig naturlig å presumere skyld. På den ene siden er sinnelaget til gjerningspersonen et vanskelig bevisstema.<sup>237</sup> Det kan både være et argument for at det er vanskelig å konstatere at innsider har brukt innsideinformasjonen ved handel. Samtidig kan det tale for at det vil være vanskelig for innsider å bevise det motsatte for å kunne frifinnes. Det vil likevel ofte være innsider som er nærmest til å bevise at han ikke brukte informasjonen, ettersom det kun er innsider som vet om vedkommende brukte informasjonen, eller om det forelå andre omstendigheter som tilsier at vedkommende faktisk ikke brukte informasjonen som var tilgjengelig. Derfor kan det anses som særlig naturlig å anvende en presumsjon om skyld ved antatt misbruk av innsideinformasjon.

Sanksjon etter vphl. § 3-3, jf. § 21-3 (1) har imidlertid en øvre strafferamme på seks år. Det taler i retning av at man må være varsom med å akseptere innskrenking av uskyldspresumsjonen. Det kan vanskelig sies at hensynet til et effektivt marked må veie tyngre enn vern av rettsikkerhetsgarantier for enkeltindividet. For at rettsikkerhetsgarantiene skal være tilstrekkelige, må det være en *reell mulighet* for tilbakevisning ved alle saksforhold. Ettersom norsk rett tilsynelatende innsnevrer adgangen til å tilbakevise presumsjonen ytterligere enn hvordan EU-retten kan forstås, taler det for at rettsikkerhetsgarantiene til den tiltalte ikke er ivaretatt i tilstrekkelig grad. Årsaken til at Spector-dommen mener presumsjonen om bruk ikke strider med uskyldspresumsjonen, er nettopp fordi innsider skal ha muligheten til å fri seg fra presumsjonen. Høyesterett bør opprettholde rettighetene som kan utledes av EMK art. 6 nr. 2, og Grunnloven gir ikke dårligere vern enn EU-retten.<sup>238</sup> Dette trekker i retning av at å innskrenke muligheten til å tilbakevise en presumsjon om skyld,

---

<sup>235</sup> Aall (2018) s. 482

<sup>236</sup> Aall (2018) s. 483

<sup>237</sup> Lov 22. mai 1902 nr. 10 alminnelig borgerlig straffelov (opphevet) (strl. 1902) og Aall (2018) s. 484

<sup>238</sup> Se Bårdsen (2017) s. 11, hvor det fremgår at Høyesterett også har fulgt Lønning-utvalgets anbefaling om at eventuelle avvik fra internasjonal tolkningspraksis bør begrunnes, og s. 43

er i strid med både EMK art. 6 nr. 2 og Grunnloven § 96 (2). Imidlertid kan tilfellene hvor det er adgang til å tilbakevise presumsjonen aksepteres.

Slik Norge praktiserer vphl. § 3-3 nå, vil en presumsjon om skyld delvis være i strid med uskyldspresumsjonen, jf. Grunnloven § 96 (2). En presumsjon om skyld på strafferettens område burde anvendes med varsomhet.

## 8.4 Konklusjon

Både EU-retten og norsk rett åpner unntaksvis for å presumere skyld. Å innskrenke muligheten for å tilbakevise en presumsjon om skyld, vil være i strid med både uskyldspresumsjonen som utledes av EMK art. 6 nr. 2 og Grunnloven § 96 (2). Derfor kan en presumsjon om skyld kun aksepteres på strafferettens område, i de tilfeller hvor det er en *reell mulighet* for å tilbakevise presumsjonen. For tilfellene hvor norsk rett innskrenker tilbakevisningsmulighet, bør det på grunnlag av vern om grunnleggende rettigheter, bevises bruk og ikke presumeres bruk. Praktiseringen av vphl. § 3-3 fremstår derfor i dag å være delvis i strid med uskyldspresumsjonen, jf. Grunnloven § 96 (2).

## 9 Beviskravet ved tilbakevisning av presumsjonen

### 9.1 Er beviskravet ved tilbakevisning av presumsjonen ulikt mellom administrative sanksjoner og straffesanksjoner etter EU-retten?

I Spector-dommen legger EU-domstolen bevisbyrden på primærinnsider som besitter innsideinformasjon. Selv om mulighetene til å tilbakevise presumsjonen må være like stor ved både administrativ prosess og straffeprosess, åpner det opp for spørsmål om hvilket beviskrav som skal gjelde når det skal avgjøres om presumsjonen har blitt tilbakevist.<sup>239</sup>

Da presumsjonen om bruk av innsideinformasjon konstaterer skyld, er det beviskravet for tilbakevisning av skyldspørsmålet som må vurderes.<sup>240</sup> Beviskrav brukes om hvor sterkt det må bevises, altså med hvilken grad av sannsynlighet.<sup>241</sup> Det avgjørende er hvor stor usikkerhet som eventuelt kan aksepteres.<sup>242</sup> EMK art. 6 nr. 2 jf. 6 nr. 1 oppstiller et

---

<sup>239</sup> Kinander (2018 a) s. 11, Klöhn (2010) s.360 og Hansen (2009), s. 8

<sup>240</sup> Mads Andenæs, *Rettskildelære*, 2. utgave, 2009, s. 138

<sup>241</sup> Anne Robberstad, «Om forståelser av bevisbyrde», *Jussens Venner*, 46/2, 2011, s. 65-86, punkt. 1

<sup>242</sup> Ørnulf Øyen, *Straffeprosess*, 2. utgave, Fagbokforlaget, 2019, s. 467

strafferettslig beviskrav. Utgangspunktet for beviskravet er at enhver rimelig tvil skal komme tiltalte til gode.<sup>243</sup>

Fra et rettsikkerhetsperspektiv kan det argumenteres for at vilkårene i delikter og skyld må bevises og ikke presumeres. Det *kan* aksepteres ved administrativ sanksjon, av hensynet til markedsintegritet. Straffesanksjoner gjennom frihetsberøvelse, gjør inngrep i en persons rettssfære gjennom. Det taler for at det må mer til i en straffesak for at en skal bli dømt på bakgrunn av Spector-presumsjonen, enn ved administrativ straff.<sup>244</sup>

I henhold til MAD art. 14 nr. 1 er det opp til nasjonalstatene om misbruk av innsidehandel skal sanksjoneres med administrativ sanksjon eller straffesanksjoner. Nasjonalstatene skal imidlertid ta i betraktning om sanksjonens art og alvorlighetsgrad er forholdsmessig og kan ha en effektiv og preventiv effekt. I Spector-saken bemerket domstolen at dersom den nasjonale lovgiver velger å ilegge administrative sanksjoner, kan slike sanksjoner i forbindelse med anvendelsen av EMK kvalifisere som «criminal».<sup>245</sup> En slik forståelse trekker i retning av at det ved tolkning av MAD art. 2 nr. 1 bør en ta i betraktning forskjellen mellom administrative og strafferettslige sanksjoner, fordi det kan påvirke tolkningen av strafferettslige bestemmelser som er gjeldende i medlemsstatene.<sup>246</sup> EU-domstolen har tidligere uttalt at tolkningen av et direktiv ikke kan avhenge av om sanksjonen er strafferettslig eller administrativ.<sup>247</sup> Videre uttaler domstolen at nasjonalstatene må overholde grunnleggende rettigheter, selv om det kan hindre effektiv håndhevelse av EU-retten.<sup>248</sup>

EU-domstolen er i Spector-dommen tilbakeholdne med å gi veiledning når det gjelder nasjonale sanksjonssystemer.<sup>249</sup> Det bør derfor være mulig å gi tiltalte i straffesaker en bedre mulighet til å tilbakevise presumpsjon i en straffesak, enn ved administrativ sanksjon.<sup>250</sup> En slik tolkning er i tråd med at domstolen så det nødvendig at det skal være mulig å tilbakevise presumpsjonen i tråd med uskyldspresumpsjonen, jf. EMK art. 6 (2). Beviskravet for

---

<sup>243</sup> Sak *Barberà, messegué og Jabardo v. Spania*, avsnitt 88 og 89, og Jørgen Aall, *Rettergang og Menneskerettigheter- En innføring i vernet om individets sivile og politiske rettigheter etter den norske forfatning og etter den europeiske menneskerettighetskonvensjon*, 4. utgave, Fagbokforlaget, 2015, s.466

<sup>244</sup> Błachnio-Parzych (2013) s. 138 og Kinander (2019) s. 15

<sup>245</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 42

<sup>246</sup> Błachnio-Parzych (2013) s. 138

<sup>247</sup> Sak C-384/02, *Knud Grøngaard & Allan Bang*, Sml. 2005 s. I-9939, avsnitt 28

<sup>248</sup> Sak C-384/02, *Knud Grøngaard & Allan Bang*, avsnitt 29 og 30

<sup>249</sup> Sak C-45/08, *Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia*, avsnitt 7

<sup>250</sup> Hansen (2009), s. 8 og Klöhn (2010) s.361



tilbakevisning bør være lempeligere ved straff enn ved administrativ sanksjon, selv om det kan hindre effektiv og enhetlig anvendelse av EU-lovgivning.<sup>251</sup>

Det må likevel være slik at de materielle kravene for tilbakevisning av presumpsjon ikke kan være ulikt for straffesanksjoner og for sivilrettslige sanksjoner, da MAD art. 2 nr.1 ikke differensierer mellom hvilken form for sanksjon som ilegges.<sup>252</sup> Det er kun beviskravet som kan avvike mellom disse sakstypene, slik at beviskravet ved tilbakevisning i straffesaker må være lempeligere enn for sivilrettslige saker. Beviskravet kan imidlertid ikke avvike så mye at presumsjonen om «use» ikke blir en presumpsjon i det hele tatt.<sup>253</sup>

Etter EU-retten må det derfor antas å følge at beviskravet ved tilbakevisning kan være ulik for straffereaksjon og administrativ sanksjoner. I det følgende vil det vurderes hvilken betydning dette må ha for strafferettslig sanksjonering av ulovlig innsidehandel etter norsk rett.

## **9.2 Hvilket beviskrav skal anvendes ved strafferettslig sanksjonering av innsidehandel, i forbindelse med tilbakevisning av presumpsjon etter norsk rett?**

Beviskravet i straffesaker er strengere enn ved sivile saker, ettersom det i utgangspunktet er krav til bevis «utover enhver rimelig tvil» i straffesaker.<sup>254</sup> Av uskyldspresumsjonen kan det utledes en betraktning om at det er bedre at ti skyldige går fri enn at én uskyldig blir dømt. Dette gir et sterkt uttrykk for hvor alvorlig uriktig domfellelse er i norsk rett.

Hensynet som rettsregelen bunner i må derfor veies opp mot målet om flest mulig korrekte avgjørelser. Konsekvenshensyn er avgjørende for hvilket beviskrav som burde legges til grunn.<sup>255</sup> Det må vurderes om de negative virkningene kan forsvares, veiet opp mot de positive.<sup>256</sup> På bakgrunn av at sanksjonering gjennom straffereaksjon kan være langt mer inngripende i menneskets sfære, kan det neppe aksepteres at beviskravet for straffesanksjoner og administrative sanksjoner er likt. Begrunnelsen er at beviskravet burde være forholdsmessig med hvilken sanksjon som ilegges.

---

<sup>251</sup> Hansen (2009), s. 8 og Klöhn (2010) s.361

<sup>252</sup> Klöhn (2010) s.361

<sup>253</sup> Klöhn (2010) s.361

<sup>254</sup> Se blant annet Rt. 2014 s. 1161 avsnitt 21 og Jerkø,(2017) s. 242

<sup>255</sup> Øyen (2019) s. 467

<sup>256</sup> Jerkø (2017) s. 297

Ved en presumsjon om skyld, snus bevisbyrden over til tiltalte slik at vedkommende må bevise sin uskyld. Da bevisbyrden ligger hos tiltalte, vil ikke de samme hensyn gjøre seg gjeldende for et like strengt beviskrav som påtalemyndighet har etter uskyldspresumsjonen. Hvis man pålegger siktede bevisbyrden, bør man også åpne for å kunne endre det alminnelige strafferettslige beviskravet.<sup>257</sup> Formålet med EMK art. 6 nr. 2 tilsier at den sannsynlighetsgrad for skyldfrihet som anklagede må godtgjøre, ikke bør være like streng som den bevisbyrden for skyld som vanligvis påhviler påtalemyndigheten.<sup>258</sup> Uskyldspresumsjonen trekker i motsatt retning, slik at tiltalte bør ha et lempeligere krav for å bevise sin uskyld. Disse hensynene tilsier altså at beviskravet «ut over enhver rimelig tvil» ikke bør måtte bæres av tiltalte. I en slik situasjon ville ikke tiltalte hatt en *reell* mulighet for å tilbakevise presumsjonen. Et slikt krav ville også kunne stride mot retten til rettferdig rettergang og den materielle sannhetsprinsipp.

Det er en grunnleggende rettsstatstanke at en uriktig domfellelse er langt verre enn en uriktig frifinnelse, noe som gjenspeiles i beviskravet.<sup>259</sup> Krav til alminnelig sannsynlighetsovervekt burde derfor være beviskravet når en presumsjon skal tilbakevises.<sup>260</sup> På denne måten vil tiltalte gis en rimelig mulighet til å tilbakevise at innsideinformasjon ikke er misbrukt.

Utformingen av Spector-presumsjonen er blant annet begrunnet i at bruk av innsideinformasjon er vanskelig å bevise. I den sammenheng er det også viktig å ta i betraktning at det vil være vanskelig for innsider å motbevise at vedkommende ikke har fått en uberettiget fordel, samt at innsideinformasjonen ikke spilte en rolle i transaksjonsbeslutningen. En *reell* mulighet for tilbakevisning av presumsjonen taler derfor for at beviskravet burde være *sannsynlighetsovervekt*, og ikke bevist «utover enhver rimelig tvil». Særlig da straffereaksjon er den strengeste formen for sanksjon.

Et lempeligere beviskrav om «rimelig grunn til å tro» eller «rimelig tvil», burde imidlertid heller ikke anvendes. Et slikt beviskrav ville ført til at presumsjonen om bruk ikke ville hatt en realitet, da terskelen for å motbevise presumsjonen ville vært så lav, slik at en hver rimelig grunn ville vært nok for å tilbakevise. Som Aall skriver, burde alminnelig

---

<sup>257</sup> Asbjørn Strandbakken, *Uskyldspresumsjonen: «In dubio pro reo»*, Fagbokforlaget, 2003, s. 379

<sup>258</sup> Aall (1995)s. 290

<sup>259</sup> Øyen (2019) s. 467

<sup>260</sup> Aall (1995) s. 290

sannsynlighetsovervekt være tilstrekkelig, ved omvendt bevisbyrde.<sup>261</sup> Beviskravet for å bevise at innsideinformasjonen ikke spilte en rolle i transaksjonsbeslutningen, burde derfor være «alminnelig sannsynlighetsovervekt» i norsk strafferett.

### 9.3 Konklusjon

EU-retten åpner for at beviskravet ved tilbakevisning kan være ulikt. Det samme gjelder norsk rett. På bakgrunn av at sanksjonen er strafferettslig, og det anvendes omvendt bevisbyrde, bør det ikke stilles krav til at den tiltalte skal bevise sin uskyld utover en hver rimelig tvil.<sup>262</sup> Et utgangspunkt om krav til «alminnelig sannsynlighetsovervekt» bør være det strengeste kravet til bevisbyrde som anvendes, særlig på bakgrunn av at tiltalte skal ha en *reell mulighet* til å tilbakevise presumsjonen om bruk.

## 10 Noen de lege ferenda-betraktninger og MAD II

EU-retten tilstreber et preventivt, forholdsmessig, effektivt og harmonisert regelverk.<sup>263</sup> Norsk rett har vist seg å være strengere enn EU-retten, med hensyn til straffbar innsidehandel. Norsk rett sanksjonerer omtrent utelukkende med strafferettslige sanksjoner. I norsk rett differensieres det i liten grad mellom alminnelig misbruk og mer alvorlige misbruk, slik EU-retten hovedsakelig gjør gjennom et tosporet system med reguleringene MAR og MAD II.<sup>264</sup>

Det er et skille mellom hvordan MAD II og MAR er utformet, ettersom regelverkene er ment å utfylle hverandre. Det er derfor ikke et krav om alvorlig bedragerisk adferd eller forsett for å ilegge administrativ sanksjon etter MAR.<sup>265</sup> Etter MAD II art. 3 skal det ilegges straff etter forordningen «at least for serious cases of insider dealing, (...) when committed with intent.».<sup>266</sup> Ordlyden «at least» tyder på at alvorlige saker begått med forsett skal sanksjoneres. Dette må sees i lys av fortalens avsnitt 11 som gir uttrykk for hva som menes med «serious».

Til forskjell fra MAR, hvor fortalens avsnitt 24 gir uttrykk for at Spector-presumsjonen er videreført, gir ikke MAD II uttrykk for en videreføring av Spector-presumsjonen.<sup>267</sup> MAD II

---

<sup>261</sup> Aall (1995) s. 290

<sup>262</sup> Jerkø (2017) s. 314

<sup>263</sup> European Commission, COM(2010) 716 final, s. 4

<sup>264</sup> Kinander (2018 a), s. 1

<sup>265</sup> Directive 2014/57/EU (MAD II), avsnitt 23

<sup>266</sup> Directive 2014/57/EU (MAD II), se art. 3, og fortalens avsnitt 10 og 23

<sup>267</sup> Kinander (2018 a) s. 10-11

stiller krav om at overtredelsen må være «committed intentionally», mens MAR og MAD ikke gjør det.<sup>268</sup> Det foreligger ikke konkrete holdepunkter for at Spector-presumsjonen skal innfortolkes i MAD II.<sup>269</sup> Som vist til i kapittel 8 i avhandlingen, er utgangspunktet i norsk rett at skyld skal bevises og ikke presumeres. Et tosporet system, hvor det ved alvorlige innsideforbrytelser stilles krav til at skyld bevises vil derfor være mer i tråd med det norske strafferettslige regelverket. Dette vil gi et skille mellom mindre overtredelser, hvor presumsjonen av skyld kan aksepteres da det er innenfor «reasonable limits», og de alvorlige overtredelsene av vphl. § 3-3 som fordrer en vurdering av om det foreligger faktisk bruk av innsideinformasjon. På den måten vil Norge ha et mer formålstjenlig og finmasket system for å reagere mot markedsmisbruk på en måte som er effektiv, forholdsmessig og avskrekkende, slik det fremgår av EU-retten.<sup>270</sup>

For alminnelige overtredelser av vphl. § 3-3, hvor det bør ilegges administrativ sanksjon, burde Finanstilsynet ha hovedansvaret for å sanksjonere markedsmisbruk.<sup>271</sup> Slik Bergo påpeker det, burde Finanstilsynet styrkes for jobben og det bør være en klagenemd, slik Børsklagemnemda er for børsen. En slik klagenemd vil ha spesialkompetanse på fagområdet og vil kunne håndheve innsidereguleringen effektivt. Dette vil i følge Bergo bringe oss på linje med MAR, som snart skal implementeres i norsk rett.<sup>272</sup>

Slik rettsregelen praktiseres nå, og slik høringsuttalelsen NOU 2017:14 og Prop. 96 LS (2018-2019) gir anvisning på at innsidereguleringen skal praktiseres ved gjennomføring av MAR, er det ikke bare reaksjonene som er strengere i Norge. Reglene tolkes også strengere.<sup>273</sup>

## 11 Avsluttende bemerkninger og konklusjon

Fremstillingen har tatt for seg om det stilles krav til årsakssammenheng mellom besittelse av innsideinformasjon og transaksjon, jf. vphl. § 3-3 jf. § 21-3 (1). Norsk rettspraksis, og norske forarbeider, gir uttrykk for at man i norsk rett ikke skal operere med et slikt krav.<sup>274</sup> Slik Bergo påpeker det, vurderer norsk underrettspraksis innsidehandlingsreguleringen i lys av norske

---

<sup>268</sup> Se Directive 2014/57/EU (MAD II) art. 3 nr.1

<sup>269</sup> Kinander (2018 a) s. 11

<sup>270</sup> Kinander (2018 a) s. 1-2 og European Commission, COM(2010) 716 final, s. 4

<sup>271</sup> Knut Bergo, «Sanksjonering av markedsmisbruk – tid for reformer», *Lov og rett*, 57/6, 2018, s. 323–324, s. 323

<sup>272</sup> Bergo (2018) s. 323

<sup>273</sup> Bergo (2018) s. 324, og se punkt 5.3 og 5.4 i avhandlingen om hvilke krav norsk rett ikke åpner opp for å tilbakevise, som er en strengere anvendelse av vphl. § 3-3 enn EU-retten

<sup>274</sup> Se rettspraksis vurdert i punkt 5.3, og se Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 29

sekundærkilder, fremfor en analyse av EU-retten, herunder Spector-dommen.<sup>275</sup> Det er gode grunner til å ikke bygge i det vesentlige på norske sekundærkilder, da det ikke er norske forarbeider som skal være en relevant rettskilde for forståelse av EU-retten.

Innsidehandelreguleringen som er inkorporert i norsk rett må tolkes i lys av EU-retten.<sup>276</sup>

Høyesterett har imidlertid ikke behandlet problemstillingen. Det kan stilles spørsmål ved om Høyesterett bør føye seg etter EU-domstolens praksis for å skape en enhetlig tolkning av innsidehandelreguleringen. Spørsmålet må besvares bekreftende. For det første bidrar det til å oppfylle harmoniseringsmålsetningen, som er selve formålet bak reguleringen. For det andre bidrar det til å sikre borgerne og ikke straffe uforholdsmessig strengt, uten en reell mulighet til å motbevise presumsjonen om bruk av innsideinformasjon. Slik rettstilstanden er i dag, må norske rettsanvendere være observant på skillet mellom innsidereguleringens rekkevidde etter norsk rett og etter EU-retten. At Høyesterett har hatt muligheten til å ta stilling til problemstillingen, men avvist anken i HR-2019-1447-U, gir uttrykk for at Høyesterett ikke ser behov for en ytterligere avklaring og at rettstilstanden fremstår klar.

Lovgiver bør imidlertid foreta en grundigere vurdering av hvordan norsk rett bør harmonisere med EU-retten. Prop. 96 LS (2018-2019) fastholder besittelseslæren, og anser kun formålsbegrensningen, samt listen med legitim adferd i MAR art. 9 nr. 1- 5, som grunnlag for å fri seg fra presumsjonen om bruk. En slik forståelse kommer til uttrykk i Funcom-saken.<sup>277</sup> Det innebærer at kun tilfellene som er opplistet kan tilbakevises. EU-retten, på bakgrunn av Spector-dommen, må forstås som en standard hvor misbruksreservasjonen må gjelde generelt. Dersom det var ment som at kun kodifiserte tilbakevisningsgrunner som fremgår av MAR art. 9, og formålet med regelverket skulle gjelde som tilbakevisningsgrunn, ville det vært liten grunn til å opprettholde en «use»-formulering i EU-rettens regelverk. Det kan derfor virke som utvalget gjør et bevisst valg om å beholde en streng besittelseslære. Dette vil imidlertid ikke være en lojal anvendelse av EU-retten, i lys av formålet med opprettelsen av EØS-avtalen.<sup>278</sup>

---

<sup>275</sup> Bergo (2019) s. 461

<sup>276</sup> Bergo (2019) s. 462

<sup>277</sup> jf. LB-2017-153037-3, del II punkt 6

<sup>278</sup> Ot.prp.nr.79 (1991–1992) Om lov om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i Avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS), mv, s. 1- 2

Norsk rett har en strengere lovanvendelse og tolkning av vphl. § 3-3, enn hvordan tilsvarende bestemmelse tolkes i EU-retten.<sup>279</sup> Dansk og svensk rett tyder på at det kreves en form for årsakssammenheng for å konstatere misbruk, gjennom at det gjelder en presumsjon som kan tilbakevises ved å bevise at innsideinformasjonen ikke spilte en rolle i transaksjonsbeslutningen. Norsk rett bør praktisere innsidereglene slik at det harmonerer med den øvrige EU-retten.

I dagens samfunn er det like enkelt å kjøpe aksjer i Norge som i Tyskland. Norges strenge innsideregler kan virke som en begrensning for å investere i Norge. Motsatt, kan det også øke tilliten til det norske finansmarkedet. Likevel bør regelverket være mer nyansert og forholdsmessig med hensyn til hva slags overtredelser en står overfor, og hvilke reelle muligheter det foreligger mht. å tilbakevise en presumsjon om bruk. Formålet med innsidehandelreguleringen er «smooth functioning» av markedet.<sup>280</sup> Det er ikke kun misbruk av innsideinformasjon, men også lite forutberegnelig myndighetsutøvelse, som vil kunne svekke en slik «smooth functioning» av markedet.

Høyesterett bør derfor, ved neste anledning, ta stilling til hvordan vphl. § 3-3 skal forstås og anvendes, i lys av EU-retten.

---

<sup>279</sup> Bergo (2018) s. 324, og se punkt 5.3 og 5.4 i avhandlingen

<sup>280</sup> Dir 2003/6/EC (MAD), fortale, avsnitt 2

## **12 Kildeliste**

### **Lovtekst**

#### **Norske lover**

Grunnloven	Lov 17. mai 1814 Kongeriket Norges Grunnlov
Straffeloven	Lov 22. mai 1902 nr. 10 alminnelig borgerlig straffelov (opphevet)
Straffeprosessloven	Lov 22. mai 1981 nr. 25 om rettergangsmåten i straffesaker
EØS-loven	Lov 22. nov 1994 nr. 27 om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde
Menneskerettighetsloven	Lov 21.mai. 1999 nr. 30 om menneskerettighetenes stilling i norsk rett
Endringslov til verdipapirhandelloyen	Lov 04. mars 2005 nr. 11 om endringer i verdipapirhandelloyen og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.) (opprinnelig kunngjort versjon)
Verdipapirhandelloyen	Lov 29. juli 2017 nr. 75 om verdipapirhandel

#### **Svenske lover**

LSVM	Lagen (2016:1307) om straff för marknadsmisbruk på värdepappersmarknaden
------	--

#### **Danske lover**

Lov om værdipapirhandel	Lovbekendtgørelse nr. 251 af 21/03/2017 om værdipapirhandel mv.
-------------------------	---

## **Internasjonale traktater**

Treaty on European Union	Consolidated version of the Treaty on European Union 2016/C 202/01
--------------------------	---

## **EU-forordninger**

Regulation (EU) No 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-direktiver**

Insider Dealing Directive 89/592/EEC (IDD)	Council Directive 89/592/EEC of 13. November 1989 coordinating regulations on insider dealing
Dir 2003/6/EC (MAD)	Directive 2003/6/EC European Parliament and of the Council of 28. January 2003 on insider dealing and market manipulation
Directive 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
Directive (EU) 2016/343	Directive (EU) 2016/343 on the strengthening of certain aspects of the presumption of innocence and of the right to be present at trial in criminal proceedings

## **Forarbeider**

### **Norske forarbeider**

### **Offentlige utredninger**



NOU 1996:2	Verdipapirhandel
NOU 2017:14	Nye regler om markedsmisbruk – sanksjoner og straff. Gjennomføring av markedsmisbruksforordningen og gjennomgang av verdipapirhandellovens regler om sanksjoner og straff
Meld. St. 24 (2018–2019)	Finansmarkedsmeldingen 2019

### **Proposisjoner**

Ot.prp.nr.79 (1991–1992)	Om lov om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i Avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS), mv.
Ot.prp.nr.29 (1996–1997)	Om lov om verdipapirhandel
Ot.prp.nr.80 (2000–2001)	Om lov om endringer i lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel
Ot.prp.nr.12 (2004-2005)	Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.)
Prop. 96 LS (2018-2019)	Endringer i verdipapirhandelloven mv. (prospekt, markedsmisbruk, tilsyn og sanksjoner) og samtykke til deltakelse i en beslutning i EØS-komiteen om innlemmelse av forordning (EU) nr. 596/2014 og (EU) 2017/1129

### **Svenske forarbeider**

Prop.2016/17:22	Prop.2016/17:22 Effektiv bekämpfung av marknadsmisbruk
-----------------	--

### **Rettspraksis**

#### **Europeiske unions domstol**

Sak C-14/83	Sak C-14/83, <i>Von Colson og Kamann</i> , Sml. 1984 s. I – 01891
Sak C-397/01	Sak C-397/01, <i>Pfeiffer og andre</i> , Sml. 2004 s. I- 08835
Sak C-384/02	Sak C-384/02, <i>Knud Grøngaard &amp; Allan Bang</i> , Sml. 2005 s. I-9939
Sak C-45/08	Sak C-45/08, <i>Spector Photo Group and Mr. Raemdonck mot Belgia</i> , Sml. 2009 s. I-12073

### **Avgjørelser fra Generaladvokaten**

Sak C-45/08	Forslag til avgjørelse av Generaladvokat Kokott i Sak C-45/08 <i>Spector Photo Group og Mr. Raemdonck mot Belgia</i>
-------------	--

### **Europeiske menneskerettighetsdomstolen**

Salabiaku v. Frankrike	Salabiaku v. Frankrike, no. 10519/83, 7. oktober 1988
Barberà, messegué og Jabardo v. Spania	Barberà, messegué og Jabardo v. Spania, no. 10590/83, 6. desember 1988
Pham Hoang v. Frankrike	Pham Hoang v. Frankrike, no. 13191/8725, september 1992
John Murray v. Storbritannia	John Murray v. Storbritannia, no. 18731/91, 8. februar 1996
Janosevic v. Sverige	Janosevic v. Sverige, no. 34619/97, 23. juli 2002
G.I.E.M. S.R.L. og andre v. Italia	G.I.E.M. S.R.L. og andre v. Italia, no.1828/06, storkammerdom 28. juni 2018

### **EFTA- domstolen**

Sak E-5/19	Sak E-5/19, <i>Criminal proceedings against F and G</i> (ennå ikke i EFTA Ct. Rep.).
------------	--

Sak E- 1/07

Sak E- 1/07, Request for an Advisory Opinion from  
Fürstliches Landgericht in criminal proceedings

### **Høyesterett**

Rt. 2000 s. 996

Rt. 2000 s. 1811

Rt. 2002 s. 557

Rt. 2003 s. 359

Rt. 2005 s. 833

Rt. 2009 s. 780

Rt. 2011 s.199

Rt. 2013 s. 1197

Rt 2014 s. 452

Rt. 2014 s. 1161

Rt. 2014 s. 1292

Rt. 2015 s. 93

HR-2016-2554-P

HR-2018-1909 – A

HR-2019-1447-U

### **Lagmannsrett**

LB-2017-153037-3

LB-2018-26726

## Tingrett

TOSLO-2016-33122

## Danske domstoler

## Høyesterett

U.2005.948H

## Dokumenter fra offentlige organer

### Dokumenter fra EU organer

European Commission, COM(87) 111 final	Proposal for a Council Directive coordinating regulations on insider trading COM(87) 111 final
European Commission, SEC(2011) 1217 final	Commission staff working paper impact assessment, Accompanying the document, <i>Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing market manipulation (market abuse) and the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on criminal sanctions for insider dealing and market manipulation {COM(2011) 651 final} {SEC(2011) 1218 final}</i> , 20. Oktober 2011, SEC(2011) 1217 final
EU Parliament, Final A5-0069/2002	Committee on Economic and Monetary Affairs, <i>Report on the proposal for a European Parliament and Council directive on insider dealing and market manipulation (market abuse) (COM(2001) 281 - C5-0262/2001 - 2001/0118(COD))</i> , 27. februar 2002, Final A5-0069/2002
Council of the European Union, 11225/2/09 REV 2	Council of the European Union, Cover Note from the Presidency to the Delegation. 10.juli 2009,11225/2/09 REV 2

European Commission,  
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 {SEC(2010) 1496 final}{SEC(2010) 1497 final}*, 8. desember 2010, COM(2010) 716 final

EU Parliament  
2013/0407(COD)

EU Parliament, *Opinion of the Committee on Legal Affairs for the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on the strengthening of certain aspects of the presumption of innocence and of the right to be present at trial in criminal proceedings (COM(2013)0821 – C7 0427/2013 – 2013/0407(COD))*, 8. april 2014, 2013/0407(COD)

## **Juridisk Litteratur**

### **Bøker**

Aall, Jørgen (1995)

Aall, Jørgen, *Rettergang og Menneskerettigheter – Den europeiske menneskerettighetskonvensjons artikkel 6 og norsk straffeprosess*, 1995

Aall, Jørgen (2015)

Aall, Jørgen, *Rettergang og Menneskerettigheter- En innføring i vernet om individets sivile og politiske rettigheter etter den norske forfatning og etter den europeiske menneskerettighetskonvensjon*, 4.utgave, Fagbokforlaget, 2015

Aall, Jørgen (2018)

Aall, Jørgen, *Rettergang og Menneskerettigheter- En innføring i vernet om individets sivile og politiske rettigheter etter den norske forfatning og etter den europeiske menneskerettighetskonvensjon*, 5.utgave, Fagbokforlaget, 2018

- Andenæs, Mads (2009) Andenæs, Mads, *Rettskildelære*, 2. utgave, 2009
- Andersen, Paul Krüger (2019) Andersen, Paul Krüger, Clausen, Nisjul, Jau Hansen, Jesper, *Børsretten*, 6. utgave, Jurist- og økonomiforbundet, 2019
- Bergo, Knut (2014) Bergo, Knut, *Børs- og verdipapirrett*, 4. utgave, Cappelen Damm, Akademisk, 2014
- Emmerson, Ben mfl. (2002) Emmerson, Ben, Ashworth, Andrew, Macdonald, Alison, Choo L-T, Andrew, Summers, Mark, *Human rights and criminal justice*, London sweet & maxwell, 3. utgave, 2012
- Fleischer, Carl August (1998) Fleischer, Carl August, *Rettskilder og juridisk metode*, Ad Notam Gyldendal, 1998
- Fogtdal, Hans (2015) Fogtdal, Hans, *Børs kriminalitet: Straf af insiderhandel og kursmanipulation efter dansk ret*, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 1. utgave, 2015 s. 76-77
- Jerkø, Markus (2017) Jerkø, Markus, *Bevisvurderingens rettslige rammer: bevistema, bevisbyrde, beviskrav*, Universitetsforlaget, 2017
- Myklebust, Trude (2011) Myklebust, Trude, *Innføring i finansmarkedsrett*, Fagbokforlaget, 1. utgave, 2011
- Sejersted, Fredrik m.fl. (2014) Sejersted, Fredrik, Finn Arnesen, Ole- Andreas Rognstad, Olav Kolstad, *EØS-rett*, 3. utgave, Universitetsforlaget, 2014
- Strandbakken, Asbjørn (2003) Strandbakken, Asbjørn, *Uskyldspresumsjonen: «In dubio pro reo»*, Fagbokforlaget, 2003
- Sæbø, Rune (1994) Sæbø, Rune, *Innsidehandel med verdipapir*, Universitetet i Bergen, 1994

Øyen, Ørnulf (2019) Øyen, Ørnulf, *Straffeprosess*, 2. utgave, Fagbokforlaget, 2019

## Artikler

Arnesen, Finn (1994) Arnesen, Finn, «Er reglene om innsidehandel for strenge?», *Lov og rett, Norsk juridisk tidsskrift*, 65/2, Universitetsforlaget, 1994, s. 115- 119

Bårdsen, Arnfinn (2017) Bårdsen, Arnfinn, «Grunnloven, straffeprosessen og strafferetten: Noen linjer i høyesteretts praksis etter grunnlovsreformen 2014», *Jussens Venner*, 52/1, 2017, s. 1–44

Bergo, Knut (2018) Bergo, Knut, «Sanksjonering av markedsmissbruk – tid for reformer», *Lov og rett*, 57/6, 2018, s. 323–324

Bergo, Knut (2019) Bergo, Knut, «Lov om juridisk metode», *Lov og rett*, 58/8, 2019, s. 461–462

Błachnio-Parzych, Anna (2013) Błachnio-Parzych, Anna, «The Use of Inside Information and Inside dealing», *euocrim: the european criminal law associations' forum*, nr. 4, 2013, s. 136-140

Hansen, Jesper Lau (2002) Hansen, Jesper Lau, «Sanktioner mod insiderhandel og kursmanipulation», *Förhandlingarna vid Det 36. nordiska juristmötet*, 2002, s. 267-296

Hansen, Jesper Lau (2009) Hansen, Jesper Lau, «What constitutes insider dealing? – The Advocate General's opinion in Case C-45/08, Spector Photo Group», *International and Comparative Corporate Law Journal Forthcoming*, 2009, s. 1-14

Hansen, Jesper Lau (2017) Hansen, Jesper Lau, Artikkel: «B: Insider Dealing, i Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide», *Oxford*, 2017

- Jerkø, Markus (2018) Jerkø, Markus, «Den rettslige bevisbyrden», *Jussens Venner*, 54/1, 2019, s. 39-72
- Kinander (2018 a) Kinander, Morten, «Reform av norsk markedsmisbruksrett – En tapt mulighet?», *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, nr. 3, 2018, s. 1- 13
- Kinander (2018 b) Kinander, Morten, «Fra direktiv til forordning: Endringer i norsk innsiderrett ved overgang fra MAD til MAR», *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, nr. 4, 2018, s. 48-55
- Kinander (2019) Kinander, Morten, «Ten Years After: The Spector Presumption of Insider Dealing in MAD, MAR and MAD II», *Forthcoming Capital Markets Law Journal*, 2019, s. 1-20
- Klöhn, Lars (2010) Klöhn, Lars, «The European Insider Trading Regulation after Spector Photo Group», *European Company and Financial Law Review*, 2010, s. 347-366
- Knuts, Mårten (2010) Knuts, Mårten, «Insiderhandelsförbudet i Norden – efter Spector-avgörandet», *Juridisk tidskrift vid Stockholms universitet*, ISSN1100-7761, 2010, s. 683- 699
- Langenbucher, Katja (2010) Langenbucher, Katja, «The ‘use or possession’ debate revisited: Spector Photo Group and insider trading in Europe», *Capital Markets Law Journal*, 5/4, 2010, s. 452–470
- Moalem og Hansen (2008) Moalem, David og Jesper Lau Hansen, «Insider Dealing and Parity of Information — Is Georgakis Still Valid?», *European Business Law Review*, 19/5, 2008, s. 949–984
- Holmboe, Morten (2019) Holmboe, Morten, «Utvalgte høyesterettsavgjørelser i strafferett 2018», *Tidsskrift for strafferett*, 19/1, 2019 s. 53-84



- Ravlo, Line (2001) Ravlo, Line, «EMKs betydning for norsk prosessrett: en introduksjon», *Jussens Venner*, 36/05-06, 2001, s. 319-336
- Robbestad, Anne (2011) Robberstad, Anne, «Om forståelser av bevisbyrde», *Jussens Venner*, 46/2, 2011, s. 65-86
- Rui, Jon Petter (2018) Rui, Jon Petter, «Fra menneskerettighetsdomstolen Ingen straff uten skyld (nulla poena sine culpa) G.I.E.M. S.R.L. og andre mot Italia, søkenummer 1828/06, storkammerdom 28. juni 2018», *Tidsskrift for strafferett*, 18/3, 2018 s. 202-215
- Sjöblom, Nils (2012) Sjöblom, Nils, «Insiderbrott: några anteckningar i anslutning till senare års praxis, svensk juristtidning», *Svensk Juristtidning*, 2012, s. 384- 425

## Elektroniske kilder

- Norges Bank Norges Bank, «*Norges finansmarkeder: pengepolitikk og finansiell stabilitet*», Norges Banks skriftserie, nr. 34, Oslo, 2004. Tilgjengelig på: [https://norges-bank.brage.unit.no/norges-bank-xmlui/bitstream/handle/11250/2506326/skriftserie\\_34.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://norges-bank.brage.unit.no/norges-bank-xmlui/bitstream/handle/11250/2506326/skriftserie_34.pdf?sequence=1&isAllowed=y) [sist sjekket 20. nov 2019]
- European Commission European Commission, «*Insider trading*», MEMO/89/64, 14. november 1989, tilgjengelig på: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO\\_89\\_64](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO_89_64) [sist sjekket 21.nov 2019]
- European Commission European Commission, «*Proposal for a Directive of the European Parliament and of The council: on the strengthening of certain aspects of the presumption of innocence and of the right to be present at trial in criminal proceedings*», 27. november 2013, COM(2013) 821 final, tilgjengelig på: <https://eur-lex.europa.eu/legal->

[content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52013PC0821&from=EN](https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2013/21/section/101/section-101-102-103-104-105-106-107-108-109-110-111-112-113-114-115-116-117-118-119-120-121-122-123-124-125-126-127-128-129-130-131-132-133-134-135-136-137-138-139-140-141-142-143-144-145-146-147-148-149-150-151-152-153-154-155-156-157-158-159-160-161-162-163-164-165-166-167-168-169-170-171-172-173-174-175-176-177-178-179-180-181-182-183-184-185-186-187-188-189-190-191-192-193-194-195-196-197-198-199-200-201-202-203-204-205-206-207-208-209-210-211-212-213-214-215-216-217-218-219-220-221-222-223-224-225-226-227-228-229-230-231-232-233-234-235-236-237-238-239-240-241-242-243-244-245-246-247-248-249-250-251-252-253-254-255-256-257-258-259-260-261-262-263-264-265-266-267-268-269-270-271-272-273-274-275-276-277-278-279-280-281-282-283-284-285-286-287-288-289-290-291-292-293-294-295-296-297-298-299-300-301-302-303-304-305-306-307-308-309-310-311-312-313-314-315-316-317-318-319-320-321-322-323-324-325-326-327-328-329-330-331-332-333-334-335-336-337-338-339-340-341-342-343-344-345-346-347-348-349-350-351-352-353-354-355-356-357-358-359-360-361-362-363-364-365-366-367-368-369-370-371-372-373-374-375-376-377-378-379-380-381-382-383-384-385-386-387-388-389-390-391-392-393-394-395-396-397-398-399-400-401-402-403-404-405-406-407-408-409-410-411-412-413-414-415-416-417-418-419-420-421-422-423-424-425-426-427-428-429-430-431-432-433-434-435-436-437-438-439-440-441-442-443-444-445-446-447-448-449-450-451-452-453-454-455-456-457-458-459-460-461-462-463-464-465-466-467-468-469-470-471-472-473-474-475-476-477-478-479-480-481-482-483-484-485-486-487-488-489-490-491-492-493-494-495-496-497-498-499-500-501-502-503-504-505-506-507-508-509-510-511-512-513-514-515-516-517-518-519-520-521-522-523-524-525-526-527-528-529-530-531-532-533-534-535-536-537-538-539-540-541-542-543-544-545-546-547-548-549-550-551-552-553-554-555-556-557-558-559-560-561-562-563-564-565-566-567-568-569-570-571-572-573-574-575-576-577-578-579-580-581-582-583-584-585-586-587-588-589-590-591-592-593-594-595-596-597-598-599-600-601-602-603-604-605-606-607-608-609-610-611-612-613-614-615-616-617-618-619-620-621-622-623-624-625-626-627-628-629-630-631-632-633-634-635-636-637-638-639-640-641-642-643-644-645-646-647-648-649-650-651-652-653-654-655-656-657-658-659-660-661-662-663-664-665-666-667-668-669-670-671-672-673-674-675-676-677-678-679-680-681-682-683-684-685-686-687-688-689-690-691-692-693-694-695-696-697-698-699-700-701-702-703-704-705-706-707-708-709-710-711-712-713-714-715-716-717-718-719-720-721-722-723-724-725-726-727-728-729-730-731-732-733-734-735-736-737-738-739-740-741-742-743-744-745-746-747-748-749-750-751-752-753-754-755-756-757-758-759-760-761-762-763-764-765-766-767-768-769-770-771-772-773-774-775-776-777-778-779-780-781-782-783-784-785-786-787-788-789-790-791-792-793-794-795-796-797-798-799-800-801-802-803-804-805-806-807-808-809-810-811-812-813-814-815-816-817-818-819-820-821-822-823-824-825-826-827-828-829-830-831-832-833-834-835-836-837-838-839-840-841-842-843-844-845-846-847-848-849-850-851-852-853-854-855-856-857-858-859-860-861-862-863-864-865-866-867-868-869-870-871-872-873-874-875-876-877-878-879-880-881-882-883-884-885-886-887-888-889-890-891-892-893-894-895-896-897-898-899-900-901-902-903-904-905-906-907-908-909-910-911-912-913-914-915-916-917-918-919-920-921-922-923-924-925-926-927-928-929-930-931-932-933-934-935-936-937-938-939-940-941-942-943-944-945-946-947-948-949-950-951-952-953-954-955-956-957-958-959-960-961-962-963-964-965-966-967-968-969-970-971-972-973-974-975-976-977-978-979-980-981-982-983-984-985-986-987-988-989-990-991-992-993-994-995-996-997-998-999-1000). [sist sjekket 6.november 2019]

Finanstilsynet (2015)

Finanstilsynet, «*Lov om verdipapirhandel – enkelte kommentarer til kapittel 3 og 4*», 25.04.2014, oppdatert 18.08.2015. Tilgjengelig på:  
<https://www.finanstilsynet.no/globalassets/regelverk/markedatferd/lov-om-verdipapirhandel---enkelte-kommentarer-til-kapittel-3-og-4.pdf> [sist sjekket: 23.11.2019]

Finanstilsynet Danmark  
(2010)

Finanstilsynet, «*Betænkning on insiderhandel nr. 1521/2010*», juli 2010, Tilgjengelig på  
[https://www.finanstilsynet.dk/~/\\_media/Tal-og-fakta/2010/Rapporter/Insiderbetaenkning\\_1521.pdf?la=da](https://www.finanstilsynet.dk/~/_media/Tal-og-fakta/2010/Rapporter/Insiderbetaenkning_1521.pdf?la=da)  
[sist sjekket: 29.11.2019]

European Council (2016)

European Council, «*EU strengthens right to the presumption of innocence*», 12.02.2016,  
<https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2016/02/12/eu-strengthens-right-to-presumption-of-innocence/>, [sist sjekket: 09.11.2019]

