



UiT Norges arktiske universitet

Det juridiske fakultet

Forbudet mot innsidehandel

En rettslig analyse av forbudet mot innsidehandel i norsk rett, jf. Market Abuse Regulation (MAR)

Tord Aarberg Hind

Stor masteravhandling i rettsvitenskap, JUR-3901, vår 2022

Innholdsfortegnelse

1	Innledning.....	1
1.1	Introduksjon til temaet.....	1
1.2	Bakgrunn og aktualitet.....	2
1.2.1	Bakgrunn for forbudet mot innsidehandel	2
1.2.2	Fra MAD til MAR	3
1.2.3	Aktualitet og problemstilling.....	5
1.3	Avgrensning og videre fremstilling.....	7
2	Særlige metodespørsmål.....	9
2.1	Innledende om avhandlingens metodespørsmål.....	9
2.2	EØS-rettslig metode	10
2.3	Metode for tolkning og anvendelse av EMK.....	12
3	Konseptet innsidehandel.....	13
4	Formål og hensyn.....	16
4.1	Innledning	16
4.2	Kapitalmarkeder: konsept og funksjon.....	16
4.3	Målet om markedseffisiens	18
4.4	MARs overordnede formål generelt og formålene bak innsidehandelsforbudet spesielt	
5	Er forbudet mot innsidehandel en selvfølge?	22
6	Hva og hvem reguleres av MAR artikkel 8.....	25
6.1	Innledende om MAR artikkel 8.....	25
6.2	Hvem omfattes av MAR artikkel 8	28
6.3	Disposisjonene forbudet rammer.....	32
7	Vilkårene for innsidehandel.....	33
7.1	Innledning	33
7.2	Besittelsesvilkåret.....	34

7.2.1	Innledning.....	34
7.2.2	Besittelsesvilkårets objektive side	34
7.2.3	Besittelsesvilkårets subjektive side.....	35
7.2.4	Besittelse av innsideinformasjon når det handles i fellesskap.....	37
7.3	Utnyttelsesvilkåret	39
7.3.1	Endringer i ordlyden av utnyttelsesvilkåret.....	39
7.3.2	Hva ligger i vilkåret om utnyttelse	41
7.3.3	Kravet om årsakssammenheng	43
7.3.4	Norske tilpasninger	46
8	Ordresituasjoner	48
8.1	Innledning	48
8.2	Gjennomføring, kansellering og endring av ordrer	49
8.2.1	Når er en ordre ”plassert”?	49
8.2.2	Gjelder det en misbruksreservasjon ved å la en allerede plassert ordre bli gjennomført etter mottak av innsideinformasjon?	51
8.2.3	Kansellering og endring av ordrer	53
8.3	Norske tilpasninger av ordresituasjonene	55
8.3.1	Innledning.....	55
8.3.2	Skjæringstidspunktet for ordreplassering.....	55
8.3.3	Særnorsk forståelse av når en innlagt ordre kan kanselleres.....	57
8.3.4	Konsekvenser av særnorsk forståelse	59
9	Introduksjon til presumsjonen om innsidehandel	61
9.1	Innledning	61
9.2	Tilblivelse og legitimering av presumsjonen	61
10	Særlige tolkningsspørsmål relatert til presumsjonen om innsidehandel	64
10.1	Innledning	64
10.2	Gjelder presumsjonen både for primær og sekundærinnsidere?	64

10.2.1	Innledning.....	64
10.2.2	Rettsstilstanden etter Spector-dommen og MAR.....	65
10.3	Beviskrav	68
10.4	Tilbakevisning av presumsjonen om innsidehandel.....	69
10.4.1	Innledning.....	69
10.4.2	Innsideinformasjonen var irrelevant for investeringsbeslutningen.....	70
10.4.3	Handelen strider ikke med MARs overordnede formål	74
10.5	Alternativ lovgiverteknikk	76
10.5.1	Innledning.....	76
10.5.2	Safe-harbour som definisjon av legitim atferd – alternativ lovgiverteknikk ...	76
10.6	Uskyldspresumsjonen sett i lys av presumsjonen om innsidehandel – konflikt?	77
10.6.1	Innledning.....	77
10.6.2	Uskyldspresumsjonen: hjemmel, formål og funksjon	78
10.6.3	Adgangen til å operere med skyldpresumsjoner.....	79
10.6.4	Strider presumsjonen om innsidehandel i MAR artikkel 8 med uskyldspresumsjonen i EMK artikkel 6 nr. 2?.....	82
10.6.5	Strider sanksjoneringen av innsidehandel i norsk rett med uskyldspresumsjonen i EMK artikkel 6 nr. 2?.....	87
11	Anbefaling og tilskyndelse til innsidehandel.....	91
11.1	Innledning	91
11.2	MAR artikkel 8 nr. 2.....	92
11.3	MAR artikkel 8 nr. 3.....	95
12	Forsøk på innsidehandel	96
13	Ett eller tosporet sanksjonssystem for markedsmisbruk: hva er mest hensiktsmessig?...	98
13.1	Innledning	98
13.2	Adgang til å ilegge sanksjoner og kriminaliseringsprinsippene.....	99
13.3	EUs innfallsvinkel for sanksjonering av innsidehandel.....	102
13.4	Revisjon av norsk sanksjonering av innsidehandel – er tiden inne?	103

14	Avsluttende bemerkninger.....	106
	Referanseliste.....	108

1 Innledning

1.1 Introduksjon til temaet

I tidsrommet 2004–2008 ble det utført en rekke graverende overtredelser av datidens lovgivning om verdipapirhandel.¹ Grunnleggeren av et velrennomert finansrådgivningskonsern så sitt snitt til å tjene solid avkastning på grunnlag av innsideinformasjon om selskapets delårsresultat for 4. kvartal i 2004.

Opplysningene delte han med venner og familie, og deres respektive aksjeselskaper.

Han kjøpte for det første egne aksjeposter gjennom navnene til de seks medtiltalte i saken, og oppfordret dem i tillegg til å selv kjøpe aksjer i selskapet. Dette skjedde før informasjonen ble offentliggjort for allmennheten. Ved delårsresultatet i 2007 for tredje kvartal gjorde han det samme, men denne gangen oppfordret han til salg, på bakgrunn av svake tall.

Det tredje og siste tilfelle fant sted i 2008, hvor han oppfordret de samme personene til å foreta aksjekjøp på bakgrunn av en kurssensitiv forhandlingsavtale.

Handlinger har konsekvenser, og i overnevnte sak ble konsekvensene 9 års fengsel på grunnlag av innsidehandel i milliardklassen, samt markedsmanipulasjon.²

Forbudet mot ulovlig innsidehandel er i dag hjemlet i Market Abuse Regulation ("MAR").³

MAR er en forordning om markedsmissbruk utformet av Den Europeiske Unionen (EU),⁴ og som er implementert i norsk rett igjennom verdipapirhandelloven ("vphl.") § 3-1.⁵

Begrepet innsidehandel er en samlebetegnelse for både lovlig og ulovlig innsidehandel.

I denne avhandlingen forstås innsidehandel som den ulovlige atferden, med mindre annet følger klart av sammenhengen. Innsidehandel kan kort beskrives som utnyttelse av innsideinformasjon, som gir den som handler på grunnlag av informasjonen en uberettiget fordel, på bekostning av andre tredjeparter som ikke er i besittelse av informasjonen.

Acta-saken som ble beskrevet ovenfor, dreier seg om grov økonomisk kriminalitet.

Slike saker, så vel som saker av mindre omfang, er vanskelige å avsløre, og kan få store økonomiske konsekvenser. Innsidehandel undergraver markedets integritet og investorenes

¹ Lov 19. Juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel.

² HR-2014-2288-A, jf. LG-2013-52571-1 og TSTAV-2011-128794. (Acta-saken).

³ Forordning EU/596/2014 Market Abuse Regulation (MAR). Forordningen er implementert i lov 29. juni 2007 nr. 27 om verdipapirhandel (vphl.). § 3-1.

⁴ Treaty on the functioning of the European Union, 13. desember 2007, (TFEU).

⁵ Vphl. § 3-1.

tillitt til markedet. Følgelig svekkes markedets evne til å kanalisere kapital.⁶ Svekket tillit i et marked kan medføre at investorer trekker seg unna det aktuelle markedet, og plasserer midlene andre steder. Dette vil bremse økonomisk utvikling, og kan bidra til arbeidsledighet.⁷

Med andre ord fordrer markedsmekanismene markedesintegritet, noe som skapes gjennom like vilkår, lik og riktig informasjonstilgang, og gjennomsiktighet i alle ledd for alle aktører innenfor det finansielle markedet.⁸ Først når kapitalmarkedets grunnmur er bygget på disse premissene, vil markedet ha god forutsetning for økonomisk vekst. Markedene kan da virke etter sitt formål, ved at profitable selskaper kan utstede nye finansielle instrumenter,⁹ men også ved at investorene får avkastning på sine investeringer. De potensielle konsekvensene som står på spill ved innsidehandel, er årsaken til at denne type økonomisk kriminalitet både sanksjoneres administrativt og strafferettslig i norsk rett.¹⁰

Denne masteravhandlingen har to overordnede siktemål. For det første skal jeg identifisere og analysere innholdet i forbudet mot innsidehandel, herunder avklare problematiske og uklare sider ved forbudet. For det andre skal jeg undersøke om norsk tolkning og praktisering av innsidehandelsforbudet i MAR, er i overensstemmelse med den EU-rettslige tilnærmingen. Min ambisjon er å gi et bidrag til avklaring og presisering av problematiske problemstillinger tilknyttet innsidehandelsforbudet de lege lata og de lege ferenda.

1.2 Bakgrunn og aktualitet

1.2.1 Bakgrunn for forbudet mot innsidehandel

Fenomenet innsidehandel er relativt nytt, særlig sett i et rettslig perspektiv. Frem til 1990 var innsidehandel snarere akseptabelt enn ulovlig.¹¹ Før 1985 var det ingen lovregler i norsk rett som regulerte innsidehandel direkte. Situasjoner som på denne tiden knyttet seg til innsidehandel eller tilnærmede ulovlige eller uredelige handler, måtte angripes gjennom

⁶ MARs fortale punkt 23.

⁷ Ibid. punkt 1, 2, og 7.

⁸ Ibid. punkt 2 og 9.

⁹ Se MAR artikkel 2 nr. 1. Se også definisjonen av finansielle instrumenter i vphl. § 2-2. Under definisjonen inngår blant annet omsettelige verdipapirer (herunder aksjer og obligasjoner), verdipapirfondsandeler, pengemarkedsinstrumenter, derivater, opsjoner osv. jf. også vphl. § 2-4.

¹⁰ Innsidehandel sanksjoneres strafferettslig med fengsel inntil 6 år, jf. vphl. § 21-15 første ledd, jf. MAR artikkel 14 bokstav a og b.

¹¹ Før 1990 var det kun 34 land i verden som hadde lover om innsidehandel. Kun 9 av disse hadde regler om håndheving av forbudet. Se forskningen Utpal Bhattacharya og Hazem Daouk, "The World Price of Insider Trading", the journal of finance 75, (2002), heretter omtalt som "Bhattacharya (2002)."

avtalelovens ugyldighetsregler, eller andre regler om utilbørlig utnyttelse av fortrolig selskapsinformasjon.¹² Etter 1990 ble det imidlertid satt fokus på den rettslige reguleringen av forbudet. I dag har de fleste land lover og regler om handel på sensitiv innsideinformasjon.

Bakgrunnen for at regulering av innsidehandel hører til rettshistoriens nyere tid, er at det ikke har vært et pressende behov for regulering forut for aksjemarkedets gjennombrudd på 1980-tallet. Fra 1980 og frem til skrivende stund har aksjemarkedet fått en enorm betydning for norsk og internasjonal økonomi. Parallelt med dette medførte den teknologiske utviklingen desentralisert handel gjennom elektroniske handelssystemer.¹³ Dette bidro til et hav av finansielle markeder, og informasjonsflyten har av den grunn blitt kolossal.

Det er til enhver tid tallrike aktører som besitter sensitiv utnyttbar innsideinformasjon. Likevel er det relativt få saker om innsidehandel som verserer for de norske domstolene, til tross for en markant økning de siste 20 årene.¹⁴ Årsaken til dette er sammensatt. Det kan være fristende å konkludere med at innsidehandel i praksis ikke representerer et særlig stort problem. Historien har imidlertid vist at dersom systemet kan utnyttes, blir det utnyttet.

Det ville vært naivt å tro at alle aktører i finansmarkedene opptrer med lik grad av redelighet. Utfordringen er at innsidehandel foregår i skyggen, og med dagens enorme informasjonsflyt på tvers av landegrenser, kan det være svært vanskelig å avsløre aktører som utnytter innsideinformasjon, og dermed håndheve forbudet. Riktignok er det vanskelig å si noe mer konkret om mørketallene.

1.2.2 Fra MAD til MAR

Den rettslige reguleringen av forbudet mot innsidehandel har på bakgrunn av aksjemarkedets viktige rolle for verdensøkonomien, den tilhørende enorme informasjonsflyten, og økt markedsmissbruk, blitt vesentlig innstrammet i norsk rett. Forbudet har fått et klarere innhold, og i langt større grad blitt harmonisert med EU-retten siden ikrafttredelsen av verdipapirhandelloven av 1997.

¹² NOU 1996: 2 side 57-58. I dag finnes det alternative måter å angripe markedsmissbruk som ikke faller inn under MAR, slik som vphl. § 3-2 om urimelige forretningsmetoder.

¹³ Se store norske leksikon, tilgjengelig her: https://snl.no/Oslo_Børs.

¹⁴ Ved en gjennomgang av rettspraksis de siste 20 årene er det mulig å se en klar økning av saker vedrørende innsidehandel for norske domstoler.

Inntil MAR trådte i kraft 01. mars 2021,¹⁵ bygde verdipapirhandelloven av 2007 på Marked Abuse Directive (MAD).¹⁶ Direktivet var en felles regulering av markedsmissbruk innenfor EU/EØS-samarbeidet.¹⁷ Utfordringen med direktiver generelt, er at de i stor grad er *veiledninger* om å nå spesifikke mål for ulike rettslige felt og spørsmål. Direktiver åpner for potensielt store variasjoner mellom ulike land. Årsaken er at de kan bli gjenstand for ulike tilpasninger, ulike nasjonale valg av gjennomføring, og ulik fortolkning.¹⁸

MAD er ikke noe unntak. I kjølvannet av finanskrisen i 2008 ble det tydelig at medlemsstatene av EU/EØS-samarbeidet hadde divergerende håndheving og praktisering av innsidehandelsforbudet.¹⁹ EU-kommisjonen engasjerte høynivågruppen for finansielt tilsyn, Larosiére-gruppen,²⁰ til å utrede behovet for en sterkere og mer forent rettslig regulering av finansmarkedene i Europa.

Konklusjon i den ferdige rapporten, var at de europeiske medlemsland i EU/EØS burde harmonisere og styrke den rettslige reguleringen av markedsmissbruksreglene.²¹ Dette var bakgrunnen for utarbeidelsen av MAR, som gjennom detaljregulering og harmonisering i størst mulig grad skal redusere risiko for markedsmissbruk. Betydningen av at MAR er en forordning, og ikke et direktiv, er at den er bindende i sin detaljerte helhet for alle medlemsland av EU/EØS.²² MAR består av forbudet mot innsidehandel, forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon, og forbudet mot markedsmanipulasjon.²³ Denne avhandlingen tar for seg forbudet mot innsidehandel.

MAR er først og fremst et forvaltningsrettslig spor, hvor sanksjoner mot innsidehandel i første rekke skal være administrative.²⁴ Med administrative sanksjoner menes en ”negativ

¹⁵ I EU trådte forordningen i kraft allerede 03. juli 2016.

¹⁶ NOU 2017: 14 s. 14-15.

¹⁷ Direktiv 2003/6/EC (MAD). Se også Ot.prp. nr.12 (2004-2005) om lov om endringer i verdipapirhandelloven m.m. (gjennomføring av markedsmissbruksdirektivet). Forut for MAD gjaldt direktiv 89/592/EØF om innsidehandel.

¹⁸ TFEU artikkel 288 tredje ledd.

¹⁹ Prop. 96 LS (2018-2019) s. 14.

²⁰ MARs fortale punkt 3.

²¹ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, (Larosiére-rapporten) 25. februar 2009.

²² TFEU artikkel 288 annet ledd.

²³ MARs fortale punkt 7.

²⁴ Ibid. punkt 71. Dette utgangspunktet lå også til grunn under MAD, jf. forarbeidene til MAD. Se Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse), (2001/0118(COD)).

reaksjon som kan ilegges av et forvaltningsorgan.”²⁵ For de mer graverende tilfellene av innsidehandel, har EU utformet et strafferettslig direktiv kalt Market Abuse Directive (MAD II).²⁶ Direktivet er ikke ansett EØS-relevant, ettersom Norge har egne, strenge, straffebestemmelser for innsidehandel.²⁷ Innenfor EU opereres det altså med et to-sporet system ut i fra alvorlighetsgraden av overtredelsen, mens innsidehandel i norsk rett i all hovedsak møtes med straff.

1.2.3 Aktualitet og problemstilling

Kapitalmarkedene har fått en stor plass i moderne økonomi. Det er således kritisk med effektive kontroll- og håndhevingsorganer som sikrer at markedene har optimal funksjonalitet. Den teknologiske utviklingen setter imidlertid kontroll- og sanksjonsregime av handel på innsideinformasjon på prøve. Informasjonsflyten blir større, og nye teknologiske plattformer, investeringsmåter, og investeringsstrategier, vil forenkle kamuflering av innsidehandel. Fristelse for å utnytte innsideinformasjon blir større dersom risikoen for å bli avslørt er lav. Parallelt med den teknologiske utviklingen har det vært en markant økning i antall saker om innsidehandel reist for norske og internasjonale domstoler. Det rettslige landskapet har dermed vært under omfattende revidering. Dette gjør temaet stadig mer aktuelt.

For å skape harmoni, unngå regelverksarbitrasje, og sikre et reelt indre marked, ble MAR inkorporert i norsk rett.²⁸ Forordningen inneholder viktige endringer innenfor verdipapirretten som Norge er bundet av. Denne avhandlingen har som overordnet siktemål å analysere innholdet i forbudet mot innsidehandel, samt hvilke viktige rettslige endringer inkorporeringen av MAR medfører. Herunder skal analysen ta for seg spørsmålet om det er harmoni mellom markedsmisbruksforordningen, og norsk tolkning og anvendelse av den. Denne overordnede problemstillingen kan videre deles inn i tre underproblemstillinger.

For det første skal avhandlingen analysere innholdet i vilkårene om besittelse og utnyttelse av innsideinformasjon, og sammenhengen mellom disse. I forlengelsen av dette oppstår to viktige spørsmål. Det ene spørsmålet er hvorvidt det kreves årsakssammenheng mellom

²⁵ Lov 10. februar 1967 nr. 10 om behandlingsmåten i forvaltningssaker (forvaltningsloven), heretter "fvl." § 43 annet ledd.

²⁶ Direktiv 2014/57/EU (MAD II).

²⁷ Vphl. § 21-15 første ledd.

²⁸ Vphl. § 3-1 første ledd.

besittelse av innsideinformasjon, og utnyttelse av informasjonen i en transaksjon.

Det andre spørsmålet er hva som skal til for at det foreligger misbruk av innsideinformasjon i tilfeller hvor investor har innlagt en ordre, og i etterkant av ordreinnleggelsen kommer i besittelse av innsideinformasjon.

For det andre skal innholdet i presumsjonen om innsidehandel analyseres. Herunder skal sammenhengen mellom presumsjonen om innsidehandel, og vilkåret om utnyttelse drøftes. Problemstillingen reiser også spørsmål om presumsjonen om innsidehandel står i konflikt med uskyldspresumsjonen i Den europeiske menneskerettskonvensjonen (EMK) artikkel 6 nr. 2.²⁹

Innsidehandel sanksjoneres administrativt og strafferettslig. Straff kan beskrives som et onde som staten påfører enkeltindividet i den hensikt at straffen skal føles som et onde.³⁰ Dermed er straff det sterkeste virkemiddelet staten har til disposisjon overfor borgerne.

Slike inngrep krever hjemmel i lov, jf. GrL. § 96 og EMK artikkel 7.³¹ Det alminnelige beviskravet for straffbare handlinger er at det skal bevises ”ut over enhver rimelig tvil” at tiltalte er skyldig. Dette er et utslag av det overordnede rettstatskravet om at enhver har rett til å bli ansett uskyldig inntil skyld er bevist etter loven, jf. uskyldspresumsjonen i grl. § 96 annet ledd og EMK artikkel 6 nr. 2. Dette har påtalemyndigheten bevisbyrden for. Årsaken til et strengt lovkrav er at statens overordnede formål er å ivareta friheten til borgerne.

Det kan dermed virke noe betenkelig at MAR artikkel 8 presumerer innsidehandel i visse situasjoner. Denne presumsjonen innebærer kort sagt at dersom en person er i besittelse av innsideinformasjon, og velger å erverve eller avhende finansielle instrumenter som relaterer seg til denne informasjonen, presumeres det at vedkommende har *utnyttet* informasjonen.³²

Det er med andre ord omvendt bevisbyrde, hvor staten ikke behøver å bevise at vedkommende er skyldig, men hvor vedkommende må bevise sin uskyld. Slike presumsjoner skal anvendes med forsiktighet.

²⁹ Lov 21. mai 1999 nr. 20 om styrking av menneskerettighetenes stilling i norsk rett (menneskerettsloven) vedlegg 1 artikkel 6 nr. 2.

³⁰ Ot.prp. nr. 90 (2003-2004) s. 77.

³¹ Lov 17. mai 1814 nr. 17 om Kongeriket Norges Grunnlov (GrL.) § 96 annet ledd.

³² Prop. 96 LS (2018-2019) s. 54-56.

For det tredje stilles det spørsmål til om EUs tosporede sanksjonssystem for innsidehandel, er mer hensiktsmessig enn den norske enssporede tilnærmingen med straff som primærsanksjon. Bør Norge følge EUs tilnærming?

At norsk rett opererer med straff som primærreaksjon er betenkelig fordi reaksjonene er særdeles strenge.³³ Overtredelse av innsidehandelsforbudet har i norsk rett en strafferamme på inntil seks års fengselsstraff. Tanken er at høy strafferamme har stor allmennpreventiv effekt. EU/EØS-landene opererer imidlertid i langt større grad med administrative sanksjoner og lavere strafferammer.³⁴ Konsekvensen av å operere med slike presumsjoner kombinert med høye strafferammer, er økt risiko for å sende uskyldige i fengsel over tid. Dette kalles justismord, og bør unngås i aller høyeste grad. Økonomiske hensyn kan imidlertid se ut til å ha trumfet hensynet til enkeltindividets frihet i noen av disse tilfellene.

Andre problemstillinger som knytter seg til forbudet mot innsidehandel behandles fortløpende i avhandlingen.

1.3 Avgrensning og videre fremstilling

Avhandlingen tar for seg forbudet mot innsidehandel etter MAR artikkel 14 bokstav a og b, jf. artikkel 8. En forutsetning for at det skal være tale om innsidehandel, er at informasjonen det er handlet på bakgrunn av, kan klassifiseres som innsideinformasjon, jf. MAR artikkel 7. Sentralt er at det må være tale om kurssensitiv informasjon som ikke er offentliggjort. Det er imidlertid ikke nødvendig å drøfte innholdet av vilkårene i definisjonen av innsideinformasjon for å besvare de rettslige problemstillingene denne avhandlingen reiser. Det avgrenses derfor mot å behandle innholdet i MAR artikkel 7.

Forbudet mot innsidehandel knytter seg til handel i *finansielle instrumenter*. Det er hverken nødvendig eller plass til å behandle *hvilke* finansielle instrumenter som omfattes. Jeg nøyer meg derfor med å henvise til bestemmelsene som oppramser de finansielle instrumentene som omfattes av MAR.³⁵ Medvirkning til innsidehandel omfattes av innsidehandelsforbudet, jf.

³³ Norge er et av de aller strengeste landene i verden. USA står imidlertid i en særklasse, hvor innsidehandel kan medføre fengselsstraff på inntil 20 år, jf. section 10 (b) av Securities Exchange Act of 1934, 15 U.S.C Section 78j.

³⁴ Under MAR er administrative reaksjoner primærsanksjonen mot alminnelige overtredelser av innsidehandelsforbudet. Riktignok *åpner* MAR for straffesanksjoner, mer om dette senere. De mer alvorlige tilfellene av innsidehandel, hvor hensikten er å skade markedet, faller inn under MAD II.

³⁵ MAR artikkel 3 nr. 1, jf. direktiv 2014/65/EU artikkel 4 nr. 1 punkt 15.

ordlyden ”engage” i MAR artikkel 14 bokstav a) og b).³⁶ Så vidt jeg kan se reiser ikke medvirkningsansvaret særlige problematiske tolkningsspørsmål. Jeg avgrenser derfor mot å behandle temaet. Auksjoner av utslippkvoter, jf. MAR artikkel 8 nr. 1 siste setning, behandles ikke. Av hensyn til plass, avgrenses det også mot legitim handelsatferd som omfattes av MAR artikkel 9. Andre spørsmål som ikke direkte gjelder innsidehandel, men som likevel er relevant, behandles kun i den grad spørsmålene har betydning for tolkningen og anvendelsen av forbudet mot innsidehandel.

Avhandlingen er strukturert gjennom 14 kapitler. I grove trekk kan kapitlene deles inn i tre hoveddeler. I del I er formålet å skape en overordnet oversikt, samt et bakgrunnstappe for analysen av innsidehandelsforbudet. Herunder behandles metoden som ligger til grunn for den rettslige analysen av avhandlingens problemstillinger (kapittel 2), konseptet innsidehandel (kapittel 3), hvilke hensyn forbudet bygger på (kapittel 4), og en drøftelse av om det er en selvfølge å operere med et forbud mot innsidehandel (kapittel 5).

Del II består av kapittel 6-12, som skal tar for seg selve analysen av forbudet mot innsidehandel. I kapittel 6 behandles hva og hvem som reguleres av MAR artikkel 8, mens kapittel 7 omhandler vilkårene for innsidehandel. Ordresituasjonene, som er typetilfeller for handel i finansielle instrumenter, behandles i kapittel 8. Presumsjonen om innsidehandel og de særlige tolkningsspørsmålene som presumsjonen reiser, er tema i henholdsvis kapittel 9 og 10. Anbefaling og tilskyndelse til innsidehandel behandles i kapittel 11, mens forsøk på innsidehandel i kapittel 12.

Del III består kun av kapittel 13. Problemstillingen her er om EUs tosporede sanksjonssystem for sanksjonering av innsidehandel vil være en mer hensiktsmessig løsning, enn den norske løsningen med straff som primærsanksjon. Avslutningsvis skal jeg i kapittel 14 gi noen bemerkninger til avhandlingens funn.

³⁶ Jf. også vphl. § 21-13.

2 Særlige metodespørsmål

2.1 Innledende om avhandlingens metodespørsmål

Denne masteravhandlingen tar utgangspunkt i en rettsdogmatisk analyse av gjeldende rett. Med rettsdogmatisk metode menes fremstilling og utdyping av gjeldende rett, samt drøftelse av rettens potensielle utvikling. I den grad avhandlingen åpner for spørsmål som fortjener å bli viet rettspolitiske betraktninger (hvordan retten *bør* være), vil dette gjøres avslutningsvis under det aktuelle spørsmålet.

Formålet med kapittelet er å redegjøre for hvilken metode som skal anvendes for å finne frem til gjeldende rett. Avhandlingen reiser metodiske problemstillinger på tvers av rettsområder. Spørsmålene som skal besvare er av EU/EØS-rettslig, straffeprosessuell- og strafferettslig, menneskerettslig, og offentligrettslig karakter. Problemstillinger knyttet til flere av disse rettsområdene må ses i sammenheng, noe som gjør rettsområdet metodisk utfordrende.

Primært relaterer avhandlingens problemstillinger seg til EU/EØS-rettslige spørsmål under markedsmisbruksforordningen.³⁷ Det må dermed redegjøres for EØS-rettslig tolkningsmetode. Siden avhandlingen også reiser spørsmål av menneskerettslig art, må det kort redegjøres for de viktigste metodiske særtrekkene ved tolkningen av EMK.

Felles for begge er at menneskerettslovens forrangsprinsipp kommer til anvendelse, jf. mnr. §§ 3 jf. 2. Det innebærer at ved motstrid skal alminnelig norsk lov vike for våre internasjonale forpliktelser. I tillegg skal konvensjonene tolkes med utgangspunkt i folkerettslig juridisk metode.³⁸ I henhold til Wien-konvensjonens tolkningsprinsipper skal utgangspunktet ved tolkingen basere seg på bestemmelsens naturlige språklige forståelse, sett i lys av formålene til konvensjonene.³⁹ Dette er imidlertid kun et utgangspunkt. Det er dermed nødvendig å se nærmere på hvilke særlige metodespørsmål som reiser seg ved anvendelse av EU/EØS-rett, og EMK. Dette er tema i det følgende.

³⁷ MAR er inntatt i EØS-avtalen, jf. Avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde 1. januar 1994 (EØS-avtalen) vedlegg IX om finansielle tjenester.

³⁸ Ot.prp nr. 3 (1998-1999) Om lov om styrking av menneskerettighetenes stilling i norsk rett.

³⁹ Wien-konvensjonen om traktatretten 23. mai 1969 (Wien-konvensjonen) artikkel 31-33. Konvensjonen er ikke ratifisert av Norge, men anses likevel som bindende da den gir uttrykk for alminnelig folkerett.

2.2 EØS-rettslig metode

MAR er en fullharmonisert forordning. Det innebærer at både reglene i seg selv, og anvendelsen av dem, skal være harmoniserte. Utgangspunktet når man skal ta stilling til et spørsmål innenfor forordningens virkeområde, er ikke lenger norsk lovtekst, men forordningsteksten. Med reservasjon om at særlige tolkningsspørsmål kan oppstå, slik som grunnlovsmessigheten av forordningens bestemmelser, så er norske forarbeider og rettspraksis av begrenset eller ingen rettskildemessig betydning på dette området.⁴⁰

Nasjonale rettskilder som avviker fra forordningens tilnærming, skal som konsekvens ikke tillegges vekt i rettsanvendelsen.⁴¹

MAR består av to deler: fortalen og artiklene. Artiklene skal tolkes selvstendig, og i tråd med begrepenes autonome betydning. Det innebærer at nasjonal juridisk metode, og rettstradisjon for begrepsbruk, vil være irrelevant.⁴² Formålet er å skape konsensus innenfor EU/EØS-samarbeidet. Fortalen angir bl.a. formålet med forordningen, og kan således være et svært viktig støttedokument for tolkningen av artiklene.⁴³ Riktignok kan man ikke utlede konkrete rettigheter og plikter av fortalen, ettersom den kun er ment å være *veiledende* for å utfylle, og avklare hvordan artiklene skal tolkes og anvendes.⁴⁴

Rettsreglene innenfor EUs kapitalmarkeder kan sorteres i fire nivåkategorier.⁴⁵ Nivå 1 er den øverste rettskilden innenfor hierarkiet, og angir hovedregler og prinsipper.

Nivå 2-regler er detaljregler som skal utfylle nivå-1 reglene, og kan sammenlignes med norsk forskrift. Nivå 3-regler angir standarder og retningslinjer, mens nivå 4-regler angir regler for kontroll og håndhevelse av regelverket. MAR er et såkalt nivå-1 regelverk. Norge har ved dette forpliktet seg til å følge de regler som forordningen oppstiller. Selv om en forordning binder ”ord for ord”, er MAR generelt og vagt utformet, noe som gjør tolkningen utfordrende.

⁴⁰ Bergo (2021) s. 45.

⁴¹ Caroline Bang Stordrange, norsk lovkommentar: verdipapirhandelloven § 3-1, LovdataPro.no. Heretter ”Stordrange (lovkommentar 2021).” I den nylige avsagte Høyesterettsdommen som omhandlet definisjonen av innsideinformasjon, påpekte Høyesterett at det er ”de felleseuropeiske kildene som står sentralt ved lovtolkningen”, jf. HR-2022-695-A avsnitt 47.

⁴² Fredriksen og Mathisen (2018) s. 295.

⁴³ Sejerstad (2014) s. 53.

⁴⁴ Ibid s. 57. Se også Ventrucchio and Mock (2017) s. 246-249.

⁴⁵ Lamfalussy-prosessen angir rettsregler innenfor EUs kapitalmarkeder på fire nivåer. Årsaken er at regelverkprosessen tidligere tok for lang tid. Det ble dermed foreslått ny regelverkprosess med ulike nivåer basert på reglenes karakter. Se Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 8-9.

Formålet med EØS-avtalen er ”overholdelse av de samme regler med sikte på å opprette et ensartet Europeisk Økonomisk Samarbeidsområde.”⁴⁶ For å oppnå dette oppstiller artikkel 3 en lojalitetsplikt ved at medlemsstatene skal ”treffe alle generelle eller særlige tiltak som er egnet til å oppfylle de forpliktelser som følger av avtalen.” Denne lojalitetsplikten, i tillegg til målet om ensartet tolkning av EU og EØS-rett, jf. EØS-avtalens fortale,⁴⁷ tillegges stor vekt når EU- og EFTA-domstolene tolker rettsakter omfattet av EU/EØS-samarbeidet.

Norge opererer dessuten med et viktig prinsipp om at norsk rett skal presumeres å være i samsvar med våre internasjonale forpliktelser (presumsjonsprinsippet).⁴⁸ Prinsippet danner grunnlag for innskrenkende eller utvidende tolkninger av norske lovbestemmelser, slik at motstrid unngås så langt det lar seg gjøre.

Overgangen fra MAD til MAR innebærer i stor grad en videreføring av gjeldende rett.⁴⁹ Dermed vil også eldre rettskilder knyttet til MAD generelt være viktige og relevante. EU-domstolen sitt primæransvar er å tolke og anvende EU-retten, og domstolens praksis er normalt en tungtveiende rettskilde.⁵⁰ EU-domstolen er kjent for en ”teleologisk tolkningsstil”, som går ut på at reglernes formål aktivt benyttes for å klargjøre reglernes innhold.⁵¹ MAR kodifiserer i noen grad praksis fra EU-domstolen. Disse dommene må tillegges desto større vekt i rettsanvendelsen.

På bakgrunn av lojalitetsbetraktninger og homogenitetsmålsetningen i EØS-avtalen,⁵² tillegges avgjørelser fra EU-domstolen også stor vekt ved tolkingen av EØS-rett.⁵³ Dette gjelder selv om at det i utgangspunktet er EFTA-domstolen som skal tolke EØS-avtalen.⁵⁴ Rettsavgjørelser fra EFTA-domstolen har ikke bindende virkning for EØS-rett, men

⁴⁶ EØS-avtalen artikkel 1 sml. TFEU art. 26 og 27. Se også EØS-avtalen artikkel 6 om homogenitetsmålsetningen, og avtale mellom EFTA-statene om opprettelse av et Overvåkningsorgan og en Domstol (ODA-avtalen), jf. fortalens punkt 5 og EØS-avtalens fortale avsnitt 16.

⁴⁷ EØS-avtalens fortale, fjerde avsnitt.

⁴⁸ Nygaard (2017) s. 53.

⁴⁹ Prop. 96 LS (2018-2019) s. 45-46.

⁵⁰ Riktignok er ikke tidligere avgjørelser formelt sett bindende. Se sak C-268/91 (*Keck*), avgjørelsen gikk riktignok mot tidligere langvarig praksis, men stadfester likevel at hovedregelen er at EU-domstolen følger egen praksis. Se også TEUF art. 19.

⁵¹ Sejerstad s. 37.

⁵² EØS-avtalen art. 3 og 6, og ODA-avtalen art. 3 og 27.

⁵³ TEUF art. 267 stadfester EU-domstolens kompetanse til å avgjøre spørsmål som gjelder forståelse av EØS-avtalen.

⁵⁴ ODA-avtalen artikkel 27, EØS-avtalen artikkel 108 annet ledd. Domstolen har i medhold av ODA-avtalen artikkel 31-41 kompetanse til å avsi dommer og gi rådgivende uttalelser om tolkingen av EØS-avtalen. I EØS-avtalens artikkel 6 og ODA-avtalens artikkel 3 tredje ledd heter det at bestemmelser mellom EU og EØS (så langt de er like i sitt materielle innhold) «skal» fortolkes i samsvar med avgjørelser fra EU-domstolen.

Høyesterett har uttalt at det skal «særlige grunner» til for å fravike EFTA-domstolens uttalelser.⁵⁵

Den europeiske union har forpliktet seg til å respektere menneskerettighetene slik de kommer til uttrykk i EMK, jf. TEUF artikkel 6. EMD anvender sin egen tolkningsmetode ved løsningen av spørsmål relatert til EMK. Dette er tema i neste punkt.

2.3 Metode for tolkning og anvendelse av EMK

I det følgende foretas en kort redegjørelse av de viktigste metodiske særtrekkene ved tolkningen av EMK. EMD skal gjennom sin dynamiske tolkningsstil tolke og anvende bestemmelsene som kan utledes av EMK. Med dynamisk tolkningsstil mener jeg at bestemmelsene tolkes og anvendes i samsvar med samfunnets utvikling og syn på konvensjonsrelaterte spørsmål. Artikkene inneholder ofte autonome ord eller begreper, dvs. at innholdet ikke nødvendigvis korresponderer med nasjonal forståelse. Ved tolkningen utledes det derfor ofte retningslinjer for forståelsen av disse.⁵⁶ Praksis fra EMD tillegges derfor betydelig vekt i EMDs rettsanvendelse.⁵⁷

Når EMD utbroderer innholdet i de enkelte bestemmelsene, tillegges også formålsbetraktninger om hva den enkelte artikkel skal sikre, og hvordan innholdet skal sikres på en effektiv måte, stor vekt. EMK skal primært sikre grunnleggende rettigheter for enkeltindividet. I noen saker kan imidlertid hensynet til statens interesser, herunder effektivitetshensyn og andre økonomiske hensyn, påvirke tolkingen i statens favør.

Norske domstoler må forholde seg til EMDs tolkningsmetode og praksis, men med reservasjon om at det i første rekke er EMD som skal anvende EMK dynamisk.⁵⁸ Norge er således, i tråd med menneskerettslovens forrangsprinsipp, presumsjonsprinsippet, og grunnlovens garanti for sikring av menneskerettighetene, forpliktet til å lojalt respektere og

⁵⁵ Dette gjelder både for alminnelige rettsavgjørelser, og for de rådgivende uttalelsene, jf. HR-2016-2554-P avsnitt 77 (Holship), med videre henvisninger til Rt. 2013 s. 258 avsnitt 93-94 og Rt. 2000 s. 1811. Se også Lov 13. august 1915 nr. 5 om domstolene (domstolloven) § 51a, som hjemler adgang til innhenting av rådgivende uttalelser.

⁵⁶ Et godt eksempel er EMDs dom *Silver and Others v. the united Kingdom* [J], no. 5947/72 1983. Her ble det utledet fire vurderingstemaer for hva som ligger i begrepet "necessary in a democratic society". Vurderingstemaet som ble oppstilt er fulgt slavisk i EMDs oppfølgende praksis.

⁵⁷ Se f.eks. EMDs dom *Silver and Others v. the united Kingdom* [J], no. 5947/72 1983. Se også EMDs dom *Bladet Tromsø and Stensaas v. Norway* [GC] 1999.

⁵⁸ Rt. 2000 s. 996 (*Bøhler-dommen*)

anvende menneskerettslige spørsmål som omfattes av EMK i samsvar med de metodiske særtrekkene illustrert ovenfor.⁵⁹

3 Konseptet innsidehandel

I dette kapitlet skal jeg se nærmere på selve konseptet innsidehandel. Formålet er å få en overordnet forståelse av hva innsidehandel går ut på. Dette gjøres ved å vise til praktiske eksempler på innsidehandel, og ved å undersøke hvilke moralske utfordringer som gjør innsidehandel uakseptabelt. Selve definisjonen av innsidehandel og det nærmere innholdet i MAR artikkel 8, behandles lengre ned.

Ordet ”innsidehandel” vekker oppmerksomhet og nysgjerrighet hos de fleste. Høye beløp, utnyttelse av systemet, og det faktum at enhver i prinsippet kan drive med innsidehandel, er kanskje en del av årsaken. Temaet har skapt store medieoverskrifter, og det har vært produsert kjente filmer og serier om temaet, både nasjonalt og internasjonalt. I Norge senest gjennom den prisvinnende og mørke finansserien ”Exit”. Serien illustrerer skyggesiden av kapitalisme ved rask profitt gjennom omfattende innsidehandel, krydret med prostitusjon, narkotika, og bekmørk humor.⁶⁰ Interessen for innsidehandel var så stor at sesong to hadde en egen episode hvor overflaten av konseptet innsidehandel ble forklart for publikum.

Innsidehandel kjennetegnes ved at kurssensitiv informasjon som ikke er offentliggjort, utnyttes ved kjøp eller salg, på bekostning av øvrige aktører som spiller ”rent”. På denne måten oppnås det en uberettiget fordel som potensielt kan skade markedet. Urent spill er inngrep i de fleste sin rettferdighetsfølelse.⁶¹ Illustrerende er f.eks. at det anses som uakseptabelt at noen jukser i et kortspill, hvor ingenting står på spill utenom den tilfredsstillende vinnerglede. Når store økonomiske beløp er involvert, som direkte griper inn i individers livssituasjon, vil følelsen av urettferdighet forsterkes betydelig.

I det følgende vises det til noen eksempler som illustrerer hva innsidehandel kan dreie seg om. Et praktisk eksempel er styrelederen som kjøper eller selger aksjer i eget selskap på bakgrunn av konfidensielle tall fra delårsresultatet. Kanskje tilsier delårsresultatet at

⁵⁹ Se Mnr. § 3 og GrI. § 92.

⁶⁰ Dramaserien EXIT. Sesong 1 ble sluppet i 2019, og sesong 2 i 2021. Det er laget mange andre velkjente filmer og serier om innsidehandel internasjonalt. En av de mest kjente filmene er kanskje ”Wall street”.

⁶¹ I Spector-dommen var rettferdighetsargumentet sentralt i vurderingen, se bl.a. avsnitt 48.

aksjekursen vil skyte til værs som følge av selskapets gode produksjonsår. Dette var tema i Acta-saken som ble introdusert innledningsvis. Et annet eksempel er den såkalte Enron-skandalen.⁶² Saken omhandlet finansdirektøren og hans medsamsvorne i den amerikanske energigiganten Enron. Ledelsen i Enron hadde i lengere tid lurt investorene ved å skjule selskapets dype økonomiske gjelds- og betalingsproblemer. Parallelt med kamufleringen av selskapets økonomiske virkelighet, dumpet direktøren egne aksjer i selskapet. Enron gikk konkurs i 2001, som rammet ca. 21.000 ansatte, og etterlot seg omfattende arbeidsledighet, samt et arr i kapitalmarkedenes integritet verden rundt.

Andre eksempler på innsidehandel kan være kjøp eller salg av aksjer på bakgrunn av innsideinformasjon om inngåelse av en større kontrakt. Et annet eksempel er advokaten som avhender finansielle instrumenter i et selskap hvor styrelederen snart vil bli tiltalt for kriminelle handlinger, noe som ved informasjonens offentliggjøring vil medføre at kursen stuper. Eller direktøren som får vite om en konfidensiell fusjon mellom eget selskapet og et annet lukrativt selskap. Kursprisen på aksjene vil etter fusjonen være langt høyere, og på denne bakgrunn kjøper direktøren en aksjepost tre dager før fusjoneringen finner sted. Eksempler på hva som vil kunne utgjøre innsidehandel er tilnærmet ubegrenset.

Man skiller mellom lovlig og ulovlig innsidehandel. Forskjellen er at ved lovlig innsidehandel bygger handelsbeslutningen på offentliggjort informasjon. Det skal imidlertid bemerkes at ikke enhver form for informasjonsasymmetri vil kunne utgjøre innsidehandel. Selv dersom informasjonen er godt kamuflert i markedet hvor det kreves analytiske ferdigheter for å identifisere informasjonen, vil det ikke nødvendigvis utgjøre innsidehandel. Det påhviler i første rekke markedsdeltakerne å være årvåken.⁶³ Det er først når informasjonen er umulig, eller svært utfordrende å identifisere, at det kan bli tale om ulovlig innsidehandel.

Innsidehandel klassifiseres som en såkalt "hvitsnippforbrytelse". Hvitsnippforbrytelser er økonomiske forbrytelser som ikke bare rammer den enkelte, men også økonomiske og ideelle samfunnsmessige interesser som sådan.⁶⁴ Det er gjerne personer som gjennom sin naturlige

⁶² Enron-skandalen, tilgjengelig her: https://snl.no/Enron_Corporation.

⁶³ Lau Hansen (2003) s. 64-78.

⁶⁴ Se: <https://forskning.no/okonomi-handelshoyskolen-bi-kriminalitet/journalister-avslorer-flest-hvitsnipper/740787> med videre henvisninger til professor Petter Gottschalk ved BI.

nærhet til informasjon, velger å utnytte den. Ofte vil denne nærheten oppstå i kraft av insiders stilling eller posisjon i bedriften, kompetanse, makt, nettverk, tillitt, innflytelse etc.

Innsidehandel reiser etiske spørsmål som kan være utfordrende å forsvare. Man utnytter informasjon med formål om personlig gevinst på bekostning av øvrige aktører i markedet. Slik utnyttelse har en stigmatiserende effekt som de færreste vil assosieres med. Systemet er bygget på tillit, og som for tillitsbrudd ellers, får det negative følger. Innsidehandel skiller seg i denne forbindelse fra annen type økonomisk kriminalitet, ved at det er utfordrende å avsløre.

Susan Shapiro har følgende eksempel som illustrerer problematikken: man kan beskytte seg mot tradisjonell kriminalitet for eksempel ved lås på ytterdøren.⁶⁵ Å beskytte seg mot tillitsbrudd er imidlertid vanskeligere, med mindre man tar avstand fra situasjonene som kan utsette deg for tillitsbrudd. For innsidehandel vil det være å ta avstand fra markedet. Hvitsnippforbrytelser er dessuten generelt vanskelig å avsløre også fordi det utgjør økonomisk kriminalitet som i mindre grad rammer den enkelte. Dermed er det langt færre anmeldelser i slike saker.

Den romerske advokaten og politikeren Cicero illustrerte på en god måte den moralske utfordringen utnyttelse av sensitiv informasjon representerer:⁶⁶ En kornbonde ankommer en gresk havn under ekstrem hungersnød. På veien dit så han et annet kornskip som skulle til samme havn. Bør han dele denne informasjonen med befolkningen og akseptere lavere kornpris som følge av konkurranse, eller holder han stilt og selger korn til høyere pris?

Eksempelet har overføringsverdi til innsidehandel ved at insider står overfor en moralsk forpliktelse om å vente med å handle til innsideinformasjonen er offentliggjort. På den måte vil spillereglene være de samme for markedets aktører. For noen vil imidlertid fristelsen om potensiell høy personlig gevinst blende den moralske forpliktelsen.

⁶⁵ Susan Shapiro Wayward Capitalists: Target Of The Securities And Exchange Commission (1984).

⁶⁶ Marcus Tullius Cicero, De Officiis Liber III, XII, 50.

4 Formål og hensyn

4.1 Innledning

For å forstå begrunnelsen for et forbud mot innsidehandel, er det avgjørende å undersøke hva reglene er til for å beskytte; formålene som skal ivaretas og hensynene som begrunner forbud. Formålene og hensynene flyter gjerne i hverandre, og kan i rettsanvendelsen utgjøre både det ene og det andre, eller begge deler. I det følgende skiller det derfor ikke konkret mellom formålene og hensynene, de behandles samlet. Markedsmisbruk medfører et innhugg i den tiltenkte normale og sunne funksjonaliteten som et marked bør ha for å fungere optimalt. Reglene skal derfor *unngå* at markedsmisbruk begås, og er således preventive.

Det er hovedsakelig to hovedargumenter for å forby innsidehandel: rettferdighetsargumentet og markedsargumentet.⁶⁷ Rettferdighetsargumentet går ut på å hindre at enkelte aktører i markedet skal kunne oppnå en urettferdig fordel til skade for motparten. Markedsargumentet hensyntar ikke motparten, men markedet som sådan. Målet er høyest mulig likviditet i kapitalmarkedene.

For en helhetlig forståelse av hva som ligger til grunn for et forbud mot innsidehandel, er det nødvendig å utvide synsvinkelen ved å rygge tilbake å se på hvordan kapitalmarkedet henger sammen på et overordnet plan. Deretter vil det spisses inn på de konkrete formålene og hensynene som ligger til grunn bak reguleringen av innsidehandel. Først behandles hva som er kapitalmarkedets formål og funksjon, samt målet om markedseffisiens. Deretter behandles formålene og hensynene bak markedsmisbruksreglene, og til slutt formålene og hensynene bak innsidehandelsforbudet.

4.2 Kapitalmarkeder: konsept og funksjon

Problemstillingen i dette punktet er hvordan et kapitalmarked fungerer, samt hvilket formål og funksjon et kapitalmarked har i moderne økonomi. Dersom man tilegner seg en overordnet forståelse av hvordan et kapitalmarked fungerer, vil det være enklere å forstå de konkrete reglene bak innsidehandelsforbudet, og sanksjonene som ilegges for innsidehandelsatferd.

⁶⁷ Langenbucher (2010) punkt 4.

Kapitalmarkedet kan beskrives som et marked for kapitalplassering, eller lån av alle varianter av verdipapirer,⁶⁸ og spiller en helt sentral rolle i moderne økonomi.⁶⁹ Det går et hovedskille i kapitalmarkedet mellom primær- og sekundærmarkedet.⁷⁰ Spørsmålet blir dermed hva som skiller dem, og hvilken funksjon de skal fylle hver for seg og samlet.

Primærmarkedet kan beskrives som et direkte og uorganisert marked, hvor selskaper tilbyr utstedelse av finansielle instrumenter gjennom emisjon direkte til eksisterende, eller andre investorer. Formålet er kapitalinnhenting. Kapitalinnhenting vil muliggjøre utvikling, strukturelle endringer, og generelt gjøre at selskapet når sine driftsmål. Det sekundære markedet⁷¹ er derimot et marked hvor kjøp og salg av finansielle instrumenter skjer mellom investorer uten at den originale utstederen av instrumentene er involvert.⁷² Den daglige handelsaktiviteten som foregår gjennom meglernes til investorer på f.eks. Oslo Børs, eller Oslo Axess, er altså en del av sekundærmarkedet. Sekundærmarkedet har et noe mer spekulativt motiv, hvor eventuell fortjeneste vil komme investorene til gode, og ikke selskapet. På den annen side vil heller ikke tap påvirke selskapets finansiering direkte.

Primær- og sekundærmarkedet henger likevel tett sammen. Felles for begge er at de er finansielle plattformer hvor selskaper erverver kapital, og investorer søker avkastning på kapitalplassering. Videre vil nyutstedte finansielle instrumenter være langt lettere å få solgt dersom de kan videreselges i sekundærmarkedet. Sekundærmarkedet har dessuten en priskonstaterende funksjon. Kursprisen på utstedelse av nye finansielle instrumenter i primærmarkedet, vil ta utgangspunkt i eksisterende kurspriser i sekundærmarkedet.

Funksjon til kapitalmarkedene ivaretas hovedsakelig gjennom tre overordnede formål. Kapitalmarkedet skal (i) *kanalisere og samle kapital*. Dette går etter moderne finansteori ut på å koble personer som er i besittelse av kapital, med personer som har behov for kapital.⁷³

⁶⁸ Internettkilde: <https://snl.no/kapitalmarked>.

⁶⁹ NOU 2018: 5 "Kapital i omstillingens tid – næringslivets tilgang til kapital" s. 21. På s. 21 i utredningen, med videre henvisninger til Finansregnskapet til statistisk sentralbyrå, fremgår det at selv om man gjerne taler om et sammenhengende internasjonalt finansielt system, gir det også mening å tale om et norsk kapitalmarked. Årsaken er at norske bedrifter i stor grad (overkant av 75%) favoriserer hjemmemarkedet ved å hente inn kapital fra norske kapitalkilder.

⁷⁰ Veil (2017) s. 106 med videre henvisninger. Se også Avgouleas (2005) s. 25.

⁷¹ Også omtalt som "annenhåndsmarkedet".

⁷² Artikkel fra Oslo Børs "Aksjer for alle", august 2015, s. 13-14 på side 13.

⁷³ Bergo (2021) s. 66. Se også Avgouleas (2005) s. 23-24, og Stordrange (2019) s. 57-59.

Dette skjer ved kjøp og salg av finansielle instrumenter. For det andre skal kapitalmarkedet (ii) *omfordele og spre risiko*, og for det tredje (iii) *verdsette økonomisk virksomhet*.⁷⁴

At de overordnede formålene til kapitalmarkedene ikke oppnås på en effektiv måte, skyldes gjerne markedssvikt. Med markedssvikt menes at markedsdeltakernes samlede markedsløsning medfører ineffektiv bruk av samfunnets ressurser. Kapital vil i så fall kobles til produkter eller tjenester som er mindre samfunnsøkonomisk lønnsomme, på bekostning av de lønnsomme.

Den viktigste formen for markedssvikt er informasjonsasymmetri blant markedsaktørene, som bidrar til ineffektiv risikofordeling av finansielle instrumenter.⁷⁵ Myndighetenes oppgave er å tilrettelegge og regulere markedet, slik at problemet med informasjonsasymmetri blir redusert. Målet med myndighetenes tiltak er å oppnå effektiv allokering av ressurser.⁷⁶ Hvordan effektiv ressursallokering oppnås er neste tema.

4.3 Målet om markedseffisiens

En forutsetning for effektiv ressursallokering, er at markedet kan karakteriseres som effisient. Et kapitalmarked er effisient dersom prisene på de finansielle instrumentene effektivt reflekterer all ny kursrelevant informasjon.⁷⁷ Dersom prisingen av aksjene i et selskap er korrekt, vil selskapet motta tilstrekkelig mengde kapital for at selskapets maskineri skal fungere optimalt. Investorer vil ikke kunne gjøre seg ”skup” på investeringsbeslutninger når kursen reflekterer all relevant informasjon, siden kursen ikke vil være feilpriset.⁷⁸ Målet om markedseffisiens reflekteres i MARs fortale punkt 2.⁷⁹

Markedsverdien på et verdipapir reflekterer gjennomsnittet av de prognoser markedsaktørene vurderer nåverdien til.⁸⁰ De finansielle instrumentene har ikke i seg selv noen verdi. I

⁷⁴ NOU 2018: 5 s. 21 med videre henvisning til Bøhren (2017).

⁷⁵ Ibid.

⁷⁶ NOU 2001: 29 s. 307. Se også NOU 2018: 5 s. 21.

⁷⁷ Akerlof (1970) s. 489. ‘The market for “Lemons”’, en teori utviklet av Georg Akerlof. Teorien går i korte trekk ut på at et marked med omfattende informasjonsasymmetri vil presse prisene ned fordi kjøper ikke vet om produktene som selges er av dårlig kvalitet (Lemons). Kjøper må følgelig innkalkulere en ”buffer” dersom handel skal bli aktuelt. Dette bidrar til at markedet blir mindre effisient, fordi de gode produktene etter hvert presses ut av markedene, noe som kun etterlater lavkvalitetsprodukter. Se også Fama (1970) s. 383 ”Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, The Journal of Finance.

⁷⁸ Veil (2017) s. 267.

⁷⁹ I MARs fortale punkt 2 fremheves målet om velfungerende verdipapirmarkeder som en forutsetning for økonomisk vekst og velstand.

⁸⁰ Sæbø (1995) s. 28 med videre henvisninger.

realiteten er de kun et tall på et dokument.⁸¹ Verdien skal gjenspeile selskapets drift og bidrag til samfunnet. Derfor er det kritisk at relevant informasjon er tilgjengelig for markedsaktørene. Godt informerte investorer forventes å investere sin kapital fornuftig, noe som skal bidra til riktig og rettferdig prising av finansielle instrumenter.

At all kursrelevant informasjonen reflekteres i kursen er selvsagt drømmetenkning. I dagens informasjonsunivers er det vanskelig å filtrere kursrelevant informasjon. Markedsaktørene tolker informasjon svært ulikt, og majoriteten trenger ikke nødvendigvis å tolke informasjonen riktig.⁸² Dette kan føre til at kapital på feilaktig grunnlag blir investert eller unnlatt investert i et selskaps finansielle instrumenter. Det kan medføre at de finansielle instrumentenes *reelle* verdi ikke gjenspeiles i markedet. Dette vil gå ut over utviklingen av egne finansielle instrumenter, eller øvrige profitable selskaper.

For å oppnå markedseffisiens er det derfor kritisk med riktig informasjonsflyt om finansielle instrumenter.⁸³ Dette fordrer at markedsaktørene har tillitt til markedene.⁸⁴

På den annen side må ikke forkjærligheten til lik informasjonstilgang strekkes for langt, da dette også vil gå ut over målet om markedseffisiens. Dersom informasjonstilgangen reelt sett måtte være helt lik mellom alle aktører, ville det ikke være noen poeng med analytiske ferdigheter, da analysene uansett måtte deles med mindre velinformerte aktører.⁸⁵ Man kan derfor ikke sette likhetstegn mellom formålet om å unngå utnyttelse av sensitiv utilgjengelig informasjon, med en absolutt likestilling av informasjonstilgang blant markedsaktørene. Det er, og vil alltid være, enorme ulikheter i informasjonstilgang.

4.4 MARs overordnede formål generelt og formålene bak innsidehandelsforbudet spesielt

Spørsmålet i det følgende er hva slags formål og begrunnelse som ligger til grunn for henholdsvis markedsmisbruksforordningen, og forbudet mot innsidehandel. Først når man ser

⁸¹ Bergþórsson (2018) s. 23.

⁸² Dessuten vil det alltid være et hav av informasjon som vil kunne være relevant, men som i begrenset grad, eller ikke i det hele tatt, blir tatt i betraktning.

⁸³ Avgouleas (2005) s. 212.

⁸⁴ Reguleringen skal *legge forholdene til rette* for markedseffisiens, og ikke styre prisene eller allokere kapital – som klar hovedregel. I enkelte situasjoner åpner imidlertid lovreguleringen for at f.eks. banker med hensikt kan stabilisere eller forsøke å unngå kriser i markedene ved å styre prising av varer. Et eksempel fremgår av MAR artikkel 17 nr. 5, hvor det er hjemmel for å tilbakeholde innsideinformasjon i krisesituasjoner, selv om det vil kunne villedde markedet.

⁸⁵ Lau Hansen (2003) s. 64-78 og s. 85. Se også Lau Hansen (2014) s. 126.

hvilken plass et forbud mot innsidehandel har i det overordnede formålet om effisiente kapitalmarkeder, er det lettere å forstå hvorvidt reglene om innsidehandel, samt anvendelsen av dem, er hensiktsmessige.

Det overordnede formålet med MAR er å skape økonomisk vekst og velstand gjennom et felles og harmonisert regelverk som sikrer like deltakelsesvilkår innenfor forordningens virkeområde.⁸⁶ For at finansmarkedene skal ha markedsintegritet forutsettes det at det europeiske verdipapirmarkedet er integrert, effektivt og gjennomsiktig,⁸⁷ jf. MAR artikkel 1 og MARs fortale.⁸⁸ Børs- og verdipapirrett er bygd på en forventning om at verdipapirmarkedet er et effektivt middel for å sikre nødvendig kapital til næringslivet, noe som vil bidra til økonomisk utvikling, velstand, og jobbskaping.⁸⁹

Mens forbudet mot markedsmanipulasjon skal sikre at informasjonen som gis ikke er forvridd, villedende, feil, falsk, eller ufullstendig, så er vinklingen etter innsidehandelsforbudet rettet mot å sikre sjanselighet i markedet, slik at enkelte aktører ikke forlater markedet.⁹⁰ I MARs fortale punkt 24 fremgår det at spørsmål om overtredelse av forbudet mot innsidehandel skal analyseres ”in the light of the purpose of this Regulation, which is to protect the integrity of the financial market and to enhance investor confidence, which is based, in turn, on the assurance that investors will be placed on an equal footing and protected from the misuse of inside information”.⁹¹ Fortalen er tydelig inspirert av EU-domstolens dom i *Spector Photo Group*, hvor de samme formålene ble trukket frem.⁹² Disse formålene er dermed grunnpilaren for vurderingen av om innsidehandelsforbudet er overskredet.

⁸⁶ MARs fortale punkt 1, 3, 5.

⁸⁷ Sml. vphl. § 1-1 som har som overordnet formål å legge til rette for ”sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter og å sikre investorbeskyttelse”. Målet om transparente markeder anses så viktig at det er utarbeidet et eget direktiv om dette: direktiv 2004/109/EC, transparency Directive.

⁸⁸ MAR artikkel 1, MARs fortale punkt 1, 2, 4, 7.

⁸⁹ Effektivitet er trukket frem som et sentralt mål etter MARs fortale punkt 2.

⁹⁰ Bergo (2021) s. 424.

⁹¹ MARs fortale punkt 24. Se også MARs fortale punkt 2. Tillitt til markedene og investorbeskyttelse er formål som går igjen i mange av fortalene til EU-rettsakter. Se f.eks. fortalen til MIFID II punkt 3 (“to offer investors a high level of protection”), og MAD II fortale punkt 1.

⁹² Sak C-45/08 [C5] *Spector Photo Group NV v CBFA* (2009) avsnitt 47-49. Se også sak C-384/02 [GC] *Grøngaard & Bang* (2005). Se også NOU 1996: 2 s. 55.

Et sentralt spørsmål som melder seg for å kunne rettferdiggjøre sanksjonering av å bryte forbudet mot innsidehandel, er å identifisere hvem som er den skadelidende part. Intuitivt er det naturlig å peke på den medkontraherende part. Dette kan illustreres med et eksempel:

En investor besitter aksjer i et teknologiselskap. Vedkommende har tilegnet seg informasjon om at selskapet vil tape en enorm kontrakt som det har vært antatt at selskapet skulle få. Dette vil resultere i at aksjegrafen ved offentliggjøring stuper. Investoren dumper derfor aksjene sine. Ved offentliggjøring av informasjonen er kjøper følgelig den skadelidende part. På den annen side kobles kjøps- og salgsordrer, innenfor minste- og maksimumsprisen på investeringen, ved tilfeldighet. Investorer vet i normalttilfellet ikke hvem de handler med. Følgelig ville kjøper, uavhengig av innsiders deltakelse, handlet aksjene uten å oppnå gunstigere transaksjonsvilkår.⁹³ Det kan da stilles spørsmål om hensynet til medkontrahenten er relevant å ta i betraktning ved begrunnelsen for forbudet mot innsidehandel.

Det er imidlertid slik at deltakelse i verdipapirmarkedet med gevinst, i mange tilfeller vil medføre et tilsvarende tap for andre. Hvor tapet tar vei, avhenger av omsetningsstrukturen under og etter innsiders transaksjon. Dersom medkontrahentens kjøpsordre *ikke* ville blitt koblet med en annen selger, har medkontrahenten følgelig lidt tap som følge av transaksjonen. Uansett øker transaksjonskostnadene for alle markedsdeltakere dersom innsidehandel begås. Dette gjelder uavhengig av om handelen ble matchet. For eksempel vil ”market maker”⁹⁴ måtte ta hensyn til økt risiko for tap, ved større marginer på kjøp- og salg.⁹⁵

Hensynet til investorbeskyttelse står imidlertid ikke særlig sterkt i et reguleringsperspektiv,⁹⁶ nettopp fordi det i normalttilfelle er tilfeldig hvem man handler finansielle instrumenter med, og fordi det er vanskelig å peke på hvem som har lidt et tap.

⁹³ NOU 1996: 2 s. 41-42 med videre henvisninger. Innsidehandel er på denne bakgrunn gjerne omtalt som ”offerløs kriminalitet”.

⁹⁴ Market maker er definert som en prisstiller (person som på kontinuerlig grunnlag er villig til å handle finansielle instrumenter for egen regning til selvdefinert pris) jf. MAR artikkel 2 første ledd nr. 30 jf. direktiv 2014/65/EU artikkel 4 første ledd nr. 7.

⁹⁵ Veil (2017) s. 191.

⁹⁶ Interessant i denne forbindelse er at investorbeskyttelse er et overordnet formål etter vphl. § 1-1, mens det etter MAR hverken kan utledes som et overordnet formål etter fortalen eller artiklene.

Brudd på reglene om innsidehandel medfører strafferettslige og/eller administrative sanksjoner.⁹⁷ Slike inngrep krever lovhjemmel,⁹⁸ og må ivareta et legitimt formål.⁹⁹ Hvordan straffen ivaretar det legitime formålet som søkes oppnådd i den konkrete sak, vil ha betydning for tolkningen av inngrepshjemmelen, og hvor inngripende sanksjonene kan være.¹⁰⁰ Forbudet mot innsidehandel skal ikke rekke lengre enn nødvendig for å oppfylle formålene med reglene om markedsmissbruk.¹⁰¹ Innsidehandel som ikke skader formålene forbudet skal beskytte, skal det ikke sanksjoneres mot.

Hvorvidt det *bør* eksistere et forbud mot innsidehandel i det store og hele, har lenge vært kontroversielt.¹⁰² For å se det helhetlige bildet rundt den rettslige reguleringen av innsidehandel, er det nødvendig å ta en titt på medaljens bakside. Det er tallrike argumenter som taler *mot* et forbud mot innsidehandel. I neste kapittel skal de viktigste trekkes frem.

5 Er forbudet mot innsidehandel en selvfølge?

Formålet med kapittelet er å undersøke om det finnes gode argumenter *mot* å kriminalisere innsidehandel. Temaet har gjennom tiden vært kontroversielt, og forbudet har møtt en god del kritikk. Spørsmålet er om det er en selvfølge å operere med et forbud mot innsidehandel.

Hittil har vi sett at innsidehandel potensielt vil kunne skade et finansielt marked ved at tilliten til markedet svekkes. Svekket tillitt kan resultere i at aktørene trekker seg ut av det aktuelle markedet, og plasserer midlene sine andre steder. Det er altså hovedsakelig de økonomiske hensynene som ligger til grunn for forbudet. På den annen side er det ikke kostnadsfritt med et avansert juridisk apparat som skal detaljregulere atferd, etterforske mulige brudd, håndheve brudd, og plassere dømte i fengsel. Aktørene som deltar i markedet vil også få økte transaksjonskostnader gjennom stadig strengere krav til rapportering av mistenkelige transaksjoner, og føring av lister over personer med tilgang til innsideinformasjon.¹⁰³

⁹⁷ MAD II, som er et strafferettslig direktiv for sanksjonering av overtredelser av markedsmissbruksreglene innenfor EU, er ikke ansett å være EØS-relevant, og ble følgelig ikke implementert i EØS-avtalen. De strafferettslige reaksjonene for brudd på markedsmissbruksreglene fremgår av vphl. § 21-15. Administrative sanksjoner fremgår av MAR artikkel 30 jf. vphl. § 21-1 til 21-4.

⁹⁸ Grl. §§ 96 og 113. EMK artikkel 7.

⁹⁹ Se for eksempel Rt. 2014 s. 1105, Rt. 2015 s. 93 avsnitt 60 og Rt. 2015 s. 155.

¹⁰⁰ Gröning m.fl. (2019) s. 126.

¹⁰¹ Prop. 96 LS (2018-2019) s. 49-50.

¹⁰² Se kapittel 5.

¹⁰³ Se MAR artikkel 18 om krav til listeføring, og MAR artikkel 16 for krav til rapportering av mistenkelige transaksjoner.

En studie fra 2002 viste at ulovlig innsidehandel øker kapitalkostnadene for verdipapirutstedere, og dermed reduserer den samlede økonomiske veksten.¹⁰⁴ Det ville vært interessant å sett en sammenligning av kostandene som medgår til å holde ”overvåkningssystemet” i livet, med skaden innsidehandelsatferd medfører markedet.

Til tross for at et forbud mot innsidehandel er utbredt i verdens land, har argumentet om at innsidehandel svekker investorenes tillit til markedet, noe som har den antatte effekt at investorer trekker seg ut av markedet, liten empirisk forskningsstøtte.¹⁰⁵ Flere kjente økonomer og jurister er dessuten av den oppfatning at innsidehandel bør legaliseres, og til og med vil kunne være fordelaktig for markedene.

Økonomen Henry Manne, som anses som grunnleggeren av økonomidisiplinen, er én av dem.¹⁰⁶ Han mente at dersom informasjon kontinuerlig introduseres til markedene, istedenfor å måtte vente på offentliggjøring, vil markedet bli mer effisient.¹⁰⁷ Selskapene vil i langt større grad bli gjennomsiktede, og selskapenes ”hemmeligheter” kan ikke gjemmes bak lovverket. Aksjene vil i så fall til enhver tid reflektere sin egentlige verdi, ettersom vesentlig informasjon vil bli offentlig tilgjengelig raskere. Risikoen for å handle ”parfyment møkk” vil dermed reduseres. Store svindel- og bedrageriskandaler vil også kunne unngås.¹⁰⁸ Investeringer som plasseres i tilsynelatende gode aksjer, men som i realiteten er svak, kunne i stedet vært plassert i andre mer lovende aksjer, som i lengden ville styrket markedets effisiens. Et motargument til dette er at dagens krav¹⁰⁹ til utsteders plikt om øyeblikkelig offentliggjøring av innsideinformasjon, er vel så effektiv for å skape effisiente markeder.

¹⁰⁴ Bhattacharya (2002). Tillitsargumentet har i Sveitsisk rett frem til skrivende stund hatt stor betydning for legitimeringen av forbudet mot innsidehandel. Ny kommende lovgivning ser imidlertid ut til å gå bort i fra tillitsargumentet, se Langenbucher (2010) punkt 3 med videre henvisninger.

¹⁰⁵ Forskningen Bhattacharya (2002) fant ingen gode holdepunkter for at alminnelige innsidehandelssaker svekket tilliten til markedet. Se også Sæbø (1995) s. 36-37 med videre henvisninger.

¹⁰⁶ Andre kjente økonomer og jurister av samme oppfatning er bl.a. Daniel Fischel, Thomas Sowell og Milton Friedman. Sistnevnte, vinner av Nobel Memorial prize of Economics, uttalte ”you want more insider trading, not less”, ettersom kjøps- eller salgstrykket alene sier sitt om aksjeverdien, uten at den trenger å offentliggjøres.

¹⁰⁷ Manne (1966) s. 138-141.

¹⁰⁸ Enron-skandalen er et lærerbokeeksempel på dette, hvor den reelle aksjeverdien på selskapet ble holdt skjult for markedet. Ved å tillate innsidehandel ville aksjekursene i tilfeller som dette stagnert drastisk i verdi i stedet for langsomt. Investorer ville således på et langt tidligere stadium skjønt at noe var galt.

¹⁰⁹ MAR artikkel 17 stiller krav til offentliggjøring av innsideinformasjon.

Videre er innsidehandel utfordrende å avsløre, noe som har flere store ulemper.

For det første bør ikke lovgiver gi symbolpolitikk på dette området. Regler er til for å følges, og vedtakelse av nye regler som ikke følges eller ikke virker etter sin tiltenkte hensikt, bidrar til å svekke tilliten til lovgiver og systemet som sådan. Et sidemoment i den forbindelse er at betydelig pengebeløp går til spille ved ineffektiv bruk av ressurser.¹¹⁰ For det andre stilles de som følger regelverket slavisk, dårligere enn dem som ikke gjør det. For det tredje gir det signaler til markedets aktører, og andre tredjepersoner, om at aktører i markedet kan lage sine egne spilleregler med lav risiko for å bli avslørt.

Det vil falle utenfor denne masteravhandlingen å gå i dybden på spørsmålet om det vil være mer eller mindre lønnsomt å kriminalisere innsidehandel. Man kan imidlertid spørre seg om det er legitimt å plassere investorer som handler på innsideinformasjon bak lås og slå inntil seks år, dersom selve formålet, som er å legge til rette for økonomisk vekst, kanskje ikke slår til.¹¹¹ Ulik informasjonstilgang er selvsagt urettferdig, men kan det alene rettferdiggjøre et forbud med strenge administrative og strafferettslige sanksjoner?

Hvorvidt det bør være et forbud som kriminaliserer innsidehandel, er altså ikke ”hugget i stein”. Temaet er fremdeles kontroversielt, og det pågår stadig debatter. Trenden de siste 30 årene har imidlertid gått klart i retning av kriminalisering, og per i dag har de aller fleste land lover som regulerer en eller annen form for forbud mot innsidehandel. Den rettslige reguleringen fremstår imidlertid som temmelig sort/hvitt. Argumentene ovenfor får i liten grad sin fortjente plass ved lovgivningsbordet. Etter min mening vil kritiske bemerkninger og utredninger om baksidene med å operere med strenge sanksjoner mot innsidehandel, underveis, og i etterkant av lovgivningsprosessen, gjøre at regelverket ville blitt mer balansert og gjennomtenkt.

¹¹⁰ Knut Bergo stiller seg kritisk til den omfattende ressursbruken som må til for at apparatet rundt den rettslige reguleringen av markedsmisbruksreglene skal fungere. Bergo mener at ressursene burde vært investert innenfor andre rettslige område. I hans egne ord, for eksempel valuta- og varemarkedene, som er ”røffe markeder der det i stor grad er ”fritt frem” for dem som vet at de vet mer enn andre”. Se Bergo (2021) s. 431-432.

¹¹¹ Norge har sammen med Mexico og Russland gjennom et større forskningsprosjekt om hvordan innsidehandelsforbudet i 52 land fungerer, fått passet påstemplet som et mislykket land når det gjelder sanksjonering av innsidehandel, og at det for slike land vil vært bedre å ikke ha forbud i det hele tatt. Se Bris (2005) s. 267-312 på s. 310.

6 Hva og hvem reguleres av MAR artikkel 8

6.1 Innledende om MAR artikkel 8

I dette kapittelet skal tre viktige problemstillinger besvares. For det første er det nødvendig å klargjøre *hva* MAR artikkel 8 regulerer, dvs. hvilken atferd bestemmelsen søker å forby.

For det andre er det nødvendig å identifisere *hvem* bestemmelsen gjelder for, og for det tredje *hvilke* disposisjoner som faller inn under bestemmelsens anvendelsesområde. Overnevnte spørsmål har betydning for *når* MAR artikkel 8 aktiveres. Spørsmålene kan ses på som inngangsbilletten for den videre drøftelse av om forbudet i det konkrete tilfellet kan karakteriseres som innsidehandel. Formålet med kapittelet er derfor å gi en forståelse av når bestemmelsen kommer til anvendelse. Vilkårene for innsidehandel behandles i neste kapittel.¹¹²

MAR artikkel 8 regulerer den type atferd som er å anse som innsidehandel. Bestemmelsen forbyr imidlertid ikke innsidehandel direkte. Selve forbudet finnes i stedet i MAR artikkel 14, som sier det er forbudt å foreta eller forsøke å foreta innsidehandel, jf. bokstav a, og forbudt å anbefale eller tilskynde en annen person til å foreta innsidehandel, jf. bokstav b.

Definisjonen av innsidehandel i MAR artikkel 8 har følgende ordlyd:

1. For the purposes of this Regulation, insider dealing arises where a person **possesses inside information and uses that information by acquiring or disposing** of, for its own account or for the account of a third party, directly or indirectly, financial instruments **to which that information relates**. The **use** of inside information by **cancelling or amending** an order concerning a financial instrument to which the information relates where the order was placed **before the person concerned possessed the inside information**, shall also be considered to be insider dealing. In relation to auctions of emission allowances or other auctioned products based thereon that are held pursuant to Regulation (EU) No 1031/2010, the use of inside information shall also comprise submitting, modifying or withdrawing a bid by a person for its own account or for the account of a third party.

¹¹² Se kapittel 7.

2. For the purposes of this Regulation, **recommending** that another person engage in insider dealing, or **inducing** another person to engage in insider dealing, arises where the person possesses inside information and:

- (a) **recommends**, on the basis of that information, that another person **acquire or dispose** of financial instruments to which that information relates, **or induces** that person to **make such an acquisition or disposal**, or
- (b) **recommends**, on the basis of that information, that another person **cancel or amend** an order concerning a financial instrument to which that information relates, or **induces that person to make such a cancellation or amendment**.

3. The **use** of the recommendations or inducements referred to in paragraph 2 amounts to insider dealing within the meaning of this Article where the person using the recommendation or inducement **knows or ought to know that it is based upon inside information**.

Definisjonen er omfattende, og jeg nøyer meg her med noen generelle bemerkninger, før artikkelen omsider skal brytes ned og analyseres ”bit for bit”.

Selv om det kun er artikkel 8 som sier noe om hvilken atferd som utgjør innsidehandel, er bestemmelsen tett tilknyttet mange av MARs øvrige bestemmelser. I det følgende skal jeg derfor gi en kort oversikt av sammenhengen mellom innsidehandelsforbudet og andre sentrale regler i MAR.

Først og fremst er det viktig å bemerke at forbudet mot innsidehandel bygger på en forutsetning om at informasjonen det handles på bakgrunn av, må oppfylle vilkårene for innsideinformasjon etter MAR artikkel 7.¹¹³ At informasjonen utgjør innsideinformasjon er en grunnforutsetning for vurderingen av om det foreligger innsidehandel.

Videre følger det av MAR artikkel 8, jf. fortalen punkt 24 og 25, en presumsjon om utnyttelse av innsideinformasjon. Artikkel 9 setter begrensninger for denne presumsjonen ved å oppstille

¹¹³ Mar artikkel 7. Se kapittel 2 om hva som overordnet ligger i vilkårene for innsideinformasjon.

handelsaktivitet som *likevel* anses legitim.¹¹⁴ Sagt på en mer presis måte: Artikkel 8 regulerer den illegitime atferden, mens artikkel 9 regulerer den legitime atferden.

Artikkel 10 regulerer spredning av innsideinformasjon, som faller under en litt annen kategori enn innsidehandel.¹¹⁵ Likevel er det viktig å forstå sammenhengen mellom disse. Forbudet mot spredning av innsideinformasjon har nettopp til formål å redusere risikoen for at andre kan begå innsidehandel. I tillegg kan det oppstå utfordrende tolknings spørsmål knyttet til skillet mellom spredning av innsideinformasjon, og anbefaling eller tilskyndelse til innsidehandel. Sistnevnte har, som jeg kommer inn på i kapittel 11, en nærmere tilknytning til forbudet mot innsidehandel.

Videre knytter forbudet mot innsidehandel seg opp mot *bestemte* finansielle instrumenter og markeder. Disse reguleres av MAR artikkel 2, jf. artikkel 3.¹¹⁶ Finansielle instrumenter og markeder som faller utenfor definisjonen av bestemmelsene, omfattes ikke av forbudet. MAR har også flere unntak som sier noe om tilfeller som i utgangspunktet faller inn under innsidehandelsforbudet, men hvor det likevel *ikke* er tale om innsidehandel. Artikkel 5 og 6 er eksempler, som henholdsvis oppstiller unntak i blant annet visse tilbakekjøpsprogrammer, og unntak der innsidehandelen vil ha bestemte penge- eller valutakurspolitiske formål.

MAR artikkel 8 oppstiller et forbud rettet mot den som besitter ("possesses") innsideinformasjon, fra å utnytte denne ("uses that information").¹¹⁷ Følgelig er det disse to vilkårene som må være oppfylt for at det skal være tale om innsidehandel. Vilrårene er omfattende, og behandles dermed i et eget kapittel (kapittel 7). Når det gjelder utslippskvoter etter MAR artikkel 8 nr. 1 siste setning, vil ikke dette bli behandlet i denne avhandlingen.¹¹⁸

Innsidehandelsforbudet er ved MAR utvidet til å omfatte trekking eller kansellering av innlagte handel- og salgssorder. Norge har valgt en litt annen tolkning og anvendelse av ordresituasjonene enn øvrige EU-land, samt ledende juridiske forfattere innenfor temaet. Disse særnorske tilpasningene gir norske myndigheter større mulighet til å sanksjonere aktører

¹¹⁴ MAR artikkel 9 nr. 1-5 oppstiller unntak fra presumsjonen. Listen er ikke uttømmende, ettersom det kan oppstå tilfeller der vilrårene for innsidehandel er til stede, men hvor formålene bak forbudet likevel ikke slår til. Dette kan også utledes fra den ulovfestede rettsstridsreservasjonen. Mer om dette senere.

¹¹⁵ MAR artikkel 10, jf. artikkel 14 bokstav c.

¹¹⁶ MAR artikkel 2, jf. MAR artikkel 3.

¹¹⁷ MAR artikkel 8 nr. 1.

¹¹⁸ Se avgrensning i kapittel 1.3.

som er beskyldt for innsidehandel enn hva forordningen og dens formål gir anvisning på. Jeg kommer tilbake til dette i kapittel 8.

I det følgende skal jeg se nærmere på hvem som faller inn under anvendelsesområdet til MAR artikkel 8, og hvilken type disposisjoner som omfattes av artikkelen.

6.2 Hvem omfattes av MAR artikkel 8

Innsideinformasjon har ofte en spesiell nærhet til enkelte aktører i markedet, for eksempel i kraft av stillingstittel. Disse aktørene har i motsetning til øvrige aktører uten slik nærhet, en særegen mulighet til å utnytte innsideinformasjonen. Å utnytte denne tillitsposisjonen anses derfor som særlig kritikkverdig. Det oppstår da spørsmål om innsidehandel skal være forbudt for enhver person, eller om det bør skilles mellom personer som regelmessig kommer i kontakt med innsideinformasjon, og øvrige aktører.

Forbudet mot innsidehandel gjaldt tradisjonelt både i amerikansk og europeisk rett for personer som kvalifiserte seg som primærinnsidere.¹¹⁹ Primærinnsider kan overordnet beskrives som en person som har en særlig nærhet til innsideinformasjonen, f.eks. styrelederen i et selskap, medlem av styre, eller en ansatt med høy autoritet eller påvirkningskraft i selskapet.¹²⁰ Som følge av denne nærheten, gjelder det spesielle plikter tilknyttet handel og rapportering av handel.¹²¹ Personer uten slik nærhet faller inn under kategorien ”sekundærinnsidere”. Sekundærinnsidere er personer som mottar innsideinformasjonen gjennom andre, ofte primærinnsidere. Det kan være naboen som kjøper innsideinformasjon fra finansdirektøren som bor ved siden av.

Poenget i denne forbindelse er at ved gjennomføringen av MAR (og MAD), er dette skillet utvisket. MAR artikkel 8 nr. 4 bokstav a-d sier noe om hvem som er primærinnsidere, basert på tilgangen til innsideinformasjonen. Etter bokstav a) vil primærinnsider kunne være et medlem av utstederens administrasjon, ledelse eller kontrollorgan. Etter bokstav b) en person med eierandel i utsteders kapital. Etter bokstav c) en person som har informasjonstilgang

¹¹⁹ Rådskdirektiv 89/592 EEC (innsidehandeldirektivet) av 1989. I amerikansk rett: New Deal Legislation of the 1933 Securities Act og Security Exchange Act av 1934.

¹²⁰ Disse er klassiske eksempler på primærinnsidere. Det er styret selv som definerer hvem som skal anses som primærinnsidere.

¹²¹ Meldeplikten i MAR artikkel 19 og underrettsaktene (EU) 2016/522 og (EU) 2016/523.

gjennom arbeid, yrke eller forpliktelser. Og etter bokstav d) gjennom deltakelse i kriminell virksomhet.

Av artikkel 8 nr. 4 annet ledd, fremgår det imidlertid at utenom tilfellene beskrevet i nr. 4 første ledd bokstav a-d, får artikkelen også anvendelse på ”any other person who possesses inside information”. Søkelyset endres dermed fra hvilken *type personer* som er i besittelse av innsideinformasjon, til *hvorvidt* personene er i besittelse av innsideinformasjon. Følgelig åpnes det for at enhver person vil kunne rammes av artikkelen.

Det oppstår da spørsmål om hvilken hensikt som lå til grunn for å skille mellom nr. 4 første og annet ledd. Et viktig tolkningsspørsmål som har vært gjenstand for debatt, er om subjektive forhold er relevant å ta i betraktning når man skal vurdere om primærinnsidere var i besittelse av innsideinformasjon.

MAR artikkel 8 nr. 4 første ledd får anvendelse på personer som ”possesses” innsideinformasjon. En naturlig ordlydsfortolkning taler for at vedkommende objektivt sett er kjent med informasjonen, og dermed, i tilfeller der han utnytter informasjonen i en handel, vet hva han gjør. Ordlyden virker dermed å legge til grunn at primærinnsidere må antas å vite hvilken informasjon som utgjør innsideinformasjon. Argumenter om at vedkommende ikke forsto eller burde forstått at det var innsideinformasjon, vil ikke tillates ført som gyldig forsvar. I et strafferettslig perspektiv er imidlertid denne tolkningen problematisk, ettersom straff som hovedregel forutsetter forsett.¹²²

I nr. 4 annet ledd som retter seg mot sekundærinnsidere, er ordlyden noe annerledes formulert. Der får artikkelen kun anvendelse dersom personen ”knows or ought to know that it is inside information”. Ordlyden bærer preg av et subjektivt element, hvor også personer som burde vite at det var tale om innsideinformasjon, omfattes. Problemstillingen blir dermed om et krav om subjektiv skyld kan innfortolkes i første ledd, eller om subjektive momenter bare får betydning for en vurdering etter annet ledd.

¹²² Å operere med objektive straffebestemmelser er problematisk av flere årsaker. For det første er hovedregelen skyld, følgelig skal unntak benyttes med varsomhet. For det andre er ileggelse av straff som reaksjon det strengeste virkemiddel myndighetene har til disposisjon overfor borgerne. Legitimiteten bak det pønale formålet svekkes dersom en person ikke subjektivt sett kan klandres for sin handling. Retten til å kunne forsvare seg, samt uskyldspresumsjonen, vil også kunne bli svekket dersom vedkommende ikke kan motbevise skyld gjennom sakens subjektive forhold.

På den ene siden taler ordlyden i artikkel 8 nr. 4 første ledd isolert sett klart i retning av at det eksisterer et slikt skille. For uten om systematisk ryddighet, vil det ikke være noen rettslig hensikt å skille mellom første ledd og annet ledd. Årsaken er at ”any person” i så fall uansett vil omfattes av bestemmelsen, og fordi vurderingen uten et slikt skille vil basere seg på de samme momentene. Caroline Stordrange mener i tråd med dette at det foreligger et skille mellom første og annet ledd, ved at første ledd baserer seg på en objektiv vurdering.¹²³ En slik løsning er imidlertid betenkelig siden primærinnsider ikke vil kunne forsvare seg ved å vise til at vedkommende ikke forsto, eller burde forstått, at han hadde innsideinformasjon.

På den annen side indikerer MARs fortale punkt 26 at det ikke eksisterer et skille.¹²⁴ Der fremgår det at utnyttelse av innsideinformasjon bør vurderes på bakgrunn av hva ”a normal and reasonable person knows or should have known in the circumstances”. Punkt 26 i fortalen retter seg ikke særskilt mot primær- eller sekundærinnsidere, men har en generell utforming. Knut Bergo mener at ordlyden i artikkel 8 nr. 4 ikke kan tas på ordet, og at subjektive elementer må kunne tas i betraktning uavhengig av om vurderingen gjøres etter artikkel 8 nr. 4 første eller annet ledd.¹²⁵ Den samme oppfatningen forfektes av Jesper Lau Hansen, bl.a. på bakgrunn av det subjektive kravet som ble oppstilt i Spector.¹²⁶ Effektivitetsbetraktninger taler imidlertid imot en slik tilnærming. Innsider vil da kunne føre subjektivt forsvar som påtalemyndighetene kan ha vanskeligheter for å motbevise.

Etter min oppfatning bør ”knows or ought to have known”-standarden også gjelde for primærinnsidere etter første ledd. Riktignok kommer primærinnsidere regelmessig i kontakt med innsideinformasjon, noe som gjør at denne investorgruppen har gode forutsetninger for å vurdere hva som utgjør innsideinformasjon. Det vil imidlertid alltid foreligge en risiko for at innsider i enkelte situasjoner feiltolker informasjonen om å ikke være innsideinformasjon, eller håndterer den på en uaktsom måte. Det ville virket betenkelig, samt øke sjansene for feilaktige domfellelser, dersom primærinnsider ikke kunne forsvare seg på subjektivt grunnlag. Dette bør etter min mening tillegges avgjørende vekt.

¹²³ Stordrange (lovkommentar 2021). I prop. 96 LS (2018-2019) s. 52 påpeker utvalget at det kan virke som om første ledd oppstiller et objektivt ansvar, men at ”forordningen ikke utelukker at det kan oppstilles subjektive vilkår i tråd med nasjonalstatens rettstradisjon.”

¹²⁴ MARs fortale punkt 26.

¹²⁵ Bergo (2021) s. 468.

¹²⁶ Sak C-45/08 [C5] Spector Photo Group, jf. Ventrizzo and Mock (2017) s. 246-249.

På bakgrunn av drøftelsen ovenfor virker den mest hensiktsmessige konklusjonen å være at forsvar basert på subjektive elementer også er relevant for primærinnsidere som omfattes av MAR artikkel 8 nr. 4 første ledd. Problemstillingen er likevel uavklart hva gjelder tolkningen av MAR. I norsk rett er imidlertid problemstillingen uproblematisk. I medhold av vphl. § 21-15 første ledd kreves det ”forsett eller uaktsomhet” både for primær- og sekundærinnsidere.

En annen problemstilling er om fysiske personer kan bli ansvarlige for de disposisjoner selskapet gjør. MAR artikkel 8 nr. 5 regulerer slike situasjoner, hvor også den fysiske personen som deltok i avgjørelsen om å handle på vegne av selskapet, i samsvar med nasjonal rett, omfattes av artikkel 8. Tanken er at personene som deltar eller er hjernen bak beslutningen, ikke skal kunne fraskrive seg ansvar ved å gjemme seg bak den juridiske personens beslutning, slik den fremtrer utad. Det er imidlertid bemerkelsesverdig at artikkel 8 nr. 5 har en svært presis utforming, hvor de aktuelle handlingene som rammes er ”acquisition, disposal, cancellation or amendment of an order”. Ordlyden rammer kun handlingene beskrevet i MAR artikkel 8 nr. 1, og ikke anbefaling og tilskyndelse til innsidehandel etter nr. 2.

Dette reiser spørsmål om nr. 5 ikke gjelder for atferd som beskrevet i nr. 2. Kommentartillegget til MAR tar til ordet for at dersom en juridisk person begår innsidehandel som rammes av nr. 2, må den fysiske personen som sto bak beslutningen kunne rammes etter en analogisk anvendelse av nr. 5.¹²⁷ Det er imidlertid ikke gitt en god begrunnelse for standpunktet. Etter min oppfatning *bør* fysiske personer som på vegne av selskapet anbefaler eller tilskynder noen om å foreta innsidehandel etter nr. 2, også omfattes av nr. 5.

Som fastslått ovenfor skal spørsmålet om det er tale om misbruk av innsideinformasjon vurderes på bakgrunn av forordningens formål, som er å verne integriteten i markedet og investorers tillitt. Det er nokså klart at disse formålene fremmes ved at atferd som omfattes av nr. 2, også rammes av forbudet i nr. 5. Likevel gir ordlyden i nr. 5 klart uttrykk for det motsatte. Derfor bør det etter mitt syn utvises varsomhet med å anvende bestemmelsen analogisk. Problemstillingen er både praktisk og interessant, men i relasjon til avhandlingens tematikk, vil det føre for langt å dypdykke i spørsmålet.

¹²⁷ Ventrizzo and Mock (2017) s. 244 flg.

6.3 Disposisjonene forbudet rammer

Tema i dette punktet er hvilken type atferd som MAR artikkel 8 regulerer, altså de disposisjoner markedsaktørene utfører som vil falle inn under innsidehandelsforbudet sitt anvendelsesområde. Disposisjonene som omfattes av forbudet mot innsidehandel kan utledes av ordlyden i MAR artikkel 8. Av nr. 1 fremgår det at ”acquiring or disposing”, og ”cancelling or amending” innsideinformasjon, utgjør innsidehandel. Etter nr. 2, jf. nr. 3 omfattes anbefaling og tilskyndelse til innsidehandel, samt å handle i samsvar med en slik anbefaling eller tilskyndelse. Siden jeg kommer nærmere inn på kansellering og endringer av ordrer i kapittel 8, samt anbefaling og tilskyndelse til innsidehandel i kapittel 11, vil kun begrepene ”acquiring or disposing” behandles i det følgende.

Spørsmålet blir dermed hva som omfattes av begrepene ”acquiring or disposing”.

Ordlyden er vid og generelt utformet. En rekke disposisjoner vil dermed kunne omfattes både av ervervs- og avhendelsesbegrepet. De klareste tilfellene av erverv er tegning, kjøp og bytte, samt erverv av derivater.¹²⁸ Lån av finansielle instrumenter faller imidlertid utenfor.¹²⁹

Dette er naturlig ettersom den som låner finansielle instrumenter ikke oppnår en fordel når instrumentene må leveres tilbake. Ordlyden i artikkel 8 nr. 1 fastslår at også indirekte transaksjoner omfattes. Bergo nevner et eksempel på en slik indirekte transaksjon der en aktør handler i selskaper vedkommende selv eier, f.eks. ved at noen får sitt heleide investeringselskap til å kjøpe noterte aksjer han har innsideinformasjon om.¹³⁰

Spørsmålet om en bestemt disposisjon skal omfattes av MAR artikkel 8 må i de uklare tilfellene avgjøres ved tolkning. EU-domstolens teleologiske tolkningsstil tilsier at det i grensetilfeller vil være naturlig å se hen til MARs formål om å sikre rettferdig handel, og unngå at det oppnås en uberettiget fordel på bekostning av tredjeparter.¹³¹ De fleste skadelige transaksjoner vil etter en slik tilnærming omfattes av ordlyden.¹³²

Avhendelse foreligger når det er inngått en bindende avtale, f.eks. salg av finansielle instrumenter og utstedelse av derivater.¹³³ Det er uten betydning at noen utfører disposisjonen

¹²⁸ Kjøp av aksjer eller andre former for verdipapir utgjør de klareste tilfellene. Det er imidlertid ikke nødvendig at handelen er gjennomført, så lenge avtalen er i boks kan det være tale om erverv.

¹²⁹ Bergo (2021) s. 461.

¹³⁰ Bergo (2021) s. 462.

¹³¹ MARs fortale punkt 23.

¹³² Ventrizzo and Mock (2017) s. 230-231.

¹³³ Ibid.

på andres vegne. Noe annet ville vært ulogisk, ettersom både erverv og avhendelse av finansielle instrumenter i det praktiske liv gjerne utføres gjennom en mellommann. For eksempel økonomidirektøren som handler på vegne av selskapet.¹³⁴

Ved å legge vekt på om disposisjonen er skadelig, oppstår det et spørsmål om hva som utgjør skade, og hvilken skade det kan være tale om. Begge spørsmålene kan by på tolkningstvil. Skadebegrepet i MARs fortale punkt 23 er mest nærliggende å tolke som økonomisk skade.¹³⁵ Dermed må emosjonell skade som f.eks. resulterer i offentlig raseriutbrudd falle utenfor.¹³⁶ Det kan imidlertid tenkes at disposisjonen medfører at det kontraherende selskapets omdømme blir skadet. Vil en slik skade anses som sosial skade, økonomisk skade, eller begge deler? Og vil en disposisjon med et slikt resultat falle innenfor, eller utenfor begrepene erverv og avhendelse? Svaret avhenger av forholdene i den aktuelle sak, men illustrerer likevel problemet med å operere med en vid ordlyd kombinert med formålsorientert tolkning.

Med dette som bakgrunn, skal det i det følgende foretas en analyse av vilkårene som må være oppfylt for at en investor skal anses å ha begått innsidehandel.

7 Vilkårene for innsidehandel

7.1 Innledning

Jeg går nå over til å drøfte kjernen av MAR artikkel 8, og skal undersøke hvilke vilkår som må være oppfylt for at innsidehandel skal foreligge. Som nevnt i forrige kapittel, må to vilkår være oppfylt. Investoren må være i *besittelse* av innsideinformasjon, og *utnytte* denne informasjonen i handelen.

Det er viktig å forstå innholdet i disse vilkårene av flere årsaker. For det første sanksjoneres innsidehandel med bøter eller fengselsstraffer. I norsk rett er normalreaksjonen ubetinget fengsel.¹³⁷ For å unngå å havne i situasjoner hvor man kan risikere slike tyngende sanksjoner, bør det av hensyn til forutberegnelighet fremstå klart for markedsdeltakerne *når* en person anses å besitte innsideinformasjon, og hva som ligger i å utnytte informasjonen.

¹³⁴ Bergo (2021) s. 462.

¹³⁵ MARs fortale punkt 23.

¹³⁶ Ventrizzo and Mock (2017) s. 231.

¹³⁷ Straff har tradisjonelt vært, og er, normalreaksjonen for personer som overtrer forbudet mot innsidehandel. Se Prop. 96 LS (2018-2019) s. 56 "overtredelse av forbudet mot innsidehandel er underlagt straff og ikke administrative reaksjoner etter norsk rett."

For det andre er det, som jeg skal komme nærmere tilbake til nedenfor, den markedsskadelige atferden som er ulovlig. Sentralt er dermed å forstå når atferd er skadelig og dermed kan karakteriseres som utnyttelse. For det tredje vil atferd som i utgangspunktet kan karakteriseres som legitim etter MAR artikkel 9, likevel ikke være det dersom *grunnen* til transaksjonen var illegitim jf. MAR artikkel 9 nr. 6. Hva som er en illegitim grunn henger tett sammen med utnyttelsesvilkåret. Følgelig må disse ses i sammenheng.

Besittelsesvilkåret behandles i punkt 7.2, og utnyttelsesvilkåret i punkt 7.3.

7.2 Besittelsesvilkåret

7.2.1 Innledning

For at en aktør som har handlet i et finansielt instrument skal kunne rammes av forbudet mot innsidehandel, kreves det at aktøren var i besittelse av innsideinformasjonen på handelstidspunktet. Spørsmålet som da oppstår er *når* en person kan anses å være i besittelse av innsideinformasjon. Vilkåret om besittelse er i all hovedsak en videreføring av den tilsvarende bestemmelsen om innsidehandel etter MAD.¹³⁸ Eldre rettskilder vil dermed være sentrale. Besittelsesvilkåret har både en objektivt og en subjektiv side, som det vil bli nærmere redegjort for i punkt 7.2.2 og 7.2.3.

7.2.2 Besittelsesvilkårets objektive side

Ved vurderingen av den objektive siden av besittelsesvilkåret, må de ses hen til hva forbudet mot innsidehandel skal sikre. Sentralt er tillitt i sekundærmarkedene gjennom like deltakelsesvilkår og investorbeskyttelse. At mulighetene for deltakelse er like, vil si at informasjon er tilgjengelig, og dermed i prinsippet kan brukes av enhver.¹³⁹ Det betyr imidlertid ikke at det er tale om *reell* likhet. Motparten trenger ikke å ha blitt kjent med informasjonen, så lenge han har hatt *mulighet* til det. En mer passende karakteristikk er derfor *formell* likhet.

Det reises dermed spørsmål om hva som regnes som formell likhet. EU-domstolens dom i Georgakis gir veiledning for problemstillingen.¹⁴⁰ I denne saken hadde en gruppe velstående forretningsmenn i det greske verdipapirmarkedet blitt tiltalt for innsidehandel. Årsaken var at

¹³⁸ MAD artikkel 2 nr. 1. Ventrizzo and Mock (2017) s. 219-223.

¹³⁹ Ventrizzo and Mock (2017) s. 221.

¹⁴⁰ Sak C-391/04 [C3] *Ipourgos Ikonomikoen, Proistamenos DOI Amfissas mot Charilaos Georgakis* (2007).

de innad i gruppen kjøpte og solgte verdipapirer i selskaper de var tungt investert i. Ved å styrke aksjene på denne måten, forhindret de verdistagnasjon på aksjekursene. EU-domstolen konkluderte med at det verken var tale om innsideinformasjon, eller utnyttelse av slik informasjon. Årsaken var at partene hadde lik informasjonstilgang. Dermed befant de seg ikke i en fordelaktig situasjon som kunne utnyttes på bekostning av de øvrige partene i gruppen. Det var ”equal footing” mellom partene.¹⁴¹ Termen ”equal footing” ble dratt frem som det sentrale overordnede formålet også i Spector-dommen,¹⁴² og er i dag forankret i MARs fortale punkt 24.

Et sentralt moment i Georgakis er at EU-domstolen påpekte at det ikke var tale om innsideinformasjon *mellom partene i gruppen*. Informasjonen kunne imidlertid ha utgjort innsideinformasjon dersom en av partene hadde handlet med en utenforstående part. Dette illustrerer at hvorvidt det er tale om besittelse av innsideinformasjon kan være transaksjonsbestemt; samme informasjon kan utgjøre innsideinformasjon i relasjon til en part, uten at det nødvendigvis vil være tilfelle i relasjon til en annen part. Det sentrale ved den objektive vurderingen av besittelsesvilkåret er dermed om informasjonen som en aktør besitter, kan anses å være monopolistisk. Altså kun kjent for en av partene, som medfører en utnyttbar fordel for denne parten.

I neste punkt skal jeg analysere hva som ligger i den subjektive siden av besittelsesvilkåret.

7.2.3 Besittelsesvilkårets subjektive side

Den subjektive siden av besittelsesvilkåret kan deles inn i to underproblemstillinger.

For det første må det avgjøres hvilket beviskrav og hvilken bevisbyrde som skal legges til grunn når man skal fastslå om investoren var i besittelse av innsideinformasjon.

For det andre oppstår det spørsmål om *når* investoren subjektivt sett er i besittelse av innsideinformasjon. Jeg starter med det første spørsmålet.

Presumsjonen om innsidehandel knytter seg til utnyttelsesvilkåret. Følgelig gjelder den omvendte bevisbyrden kun for dette vilkåret. Dette innebærer at når påtalemyndigheten skal

¹⁴¹ Ibid. At investorene skulle plasseres på ”equal footing” har sin røtter tilbake til direktiv 89/592/EEC om innsidehandel, hvor EU-domstolen i sak C-384/02 [GC] *Grøngaard and Bang* analyserte dagjeldende bestemmelse om ulovlig spredning av innsideinformasjon (artikkel 3 bokstav a) i lys av forbudet mot innsidehandel. Det var her EU-domstolen utpenslet målet om ”equal footing”. Se også Ventrizzo and Mock (2017) s. 222.

¹⁴² Sak C-45/08 [C5] *Spector Photo Group* avsnitt 38.

bevise at investoren var i besittelse av innsideinformasjon, gjelder vanlige norske bevisregler. Påtalemyndigheten har bevisbyrden for at investor ut over enhver rimelig og fornuftig tvil var i besittelse av innsideinformasjon.¹⁴³ Noe annet ville vært svært betenkelig, da investoren i så fall ville blitt påført en urimelig tyngende beskyldning. Investoren måtte i et slikt tilfelle først motbevise at vedkommende var i besittelse av innsideinformasjon, for så å motbevise at den aktuelle informasjonen lå til grunn for investeringsbeslutningen.

Når er investor subjektivt sett i besittelse av innsideinformasjon?

Ordlyden i MAR artikkel 8 nr. 1 stiller krav om at innsideren må være i ”possession” av innsideinformasjon. Ordlyden taler klart i retning av at investoren må være kjent med innholdet av innsideinformasjonen. Denne tolkningen utelukker at det vil være tilstrekkelig at innsideren ”burde være kjent” med informasjonen.¹⁴⁴ Hvorvidt investoren kjente til selve innholdet av innsideinformasjonen (hva informasjonen tilsa), må imidlertid holdes adskilt fra om vedkommende visste at informasjonen kvalifiserte seg til *innsideinformasjon*.

For eksempel besitter en investor informasjon om at et annet selskaps finansielle situasjon var dårligere enn markedet hadde grunn til å forvente, og selger på denne bakgrunn aksjene sine.¹⁴⁵ Påtalemyndighetene må i et slikt tilfelle bevise ut over enhver rimelig tvil at investoren var kjent med informasjonen på investeringstidspunktet. Hvorvidt investoren var kjent med at informasjonen utgjorde *innsideinformasjon*, baserer seg imidlertid på en litt annen vurdering.

Det rettslige utgangspunktet for denne vurderingen er om innsider ”knows, or ought to have known” at han var i besittelse av informasjon som oppfyller vilkårene for innsideinformasjon i MAR artikkel 7.¹⁴⁶ Ordlyden ”knows” taler rent språklig i retning av at vedkommende må ha positiv kunnskap om innsideinformasjonen, mens ved ”ought to have known” vil det holde at investoren *burde vite* at vedkommende hadde slik besittelse. Det vil for påtalemyndigheten være en langt mer utfordrende oppgave å bevise hva en person *faktisk* visste, kontra hva en person *burde vite*. Dersom økonomidirektøren i et selskap får tilsendt en epost som

¹⁴³ Grl. § 96 annet ledd og EMK artikkel 6 nr. 2.

¹⁴⁴ Denne tolkningen er også lagt til grunn i Ventrizzo and Mock (2017) s. 248 og Storange (lovkommentar 2021).

¹⁴⁵ Lignende tilfelle var gjenstand for behandling i HR-2022-695-A.

¹⁴⁶ Dette vurderingstemaet følger konsekvent gjennom MAR. Se f.eks. MAR artikkel 8 tredje og fjerde ledd og MARs fortale punkt 26 og 54. Se også MAR artikkel 10 annet ledd som gjelder ulovlig spredning av innsideinformasjon.

inneholder innsideinformasjon relatert til et salg som skal foretas i styremøte neste dag, vil det tale for at direktøren burde vite om innholdet i eposten. Hvorvidt direktøren faktisk var kjent med innholdet, er imidlertid en vanskeligere oppgave å bevise.

I MARs fortale punkt 26 fremgår det at vurderingen av om en person "knows, or ought to have known" at han var i besittelse av innsideinformasjon, skal ta utgangspunkt i "what a normal and reasonable person knows or should have known in the circumstances."

Vurderingen blir til en viss grad objektivisert ettersom man beveger seg ut av hodet til personen det er tale om, og ser på hva normal atferd hos en gjennomsnittlig person i den gitte situasjonen ville vært. Ettersom denne vurderingen er situasjonsbestemt, er det vanskelig å si noe generelt om dette, utenom at det må være en overbevisende offentlig konsensus om hva som utgjør normal og fornuftig atferd.

7.2.4 Besittelse av innsideinformasjon når det handles i fellesskap

Et særlig spørsmål som MAR ikke svarer på, og som jeg ikke har sett vært drøftet i juridisk teori, er hva som skal til for at det skal være tale om besittelse av innsideinformasjon i en gruppe som handler i fellesskap. Problemstillingen oppstår når det kun er én eller noen av gruppens medlemmer som er i besittelse av innsideinformasjonen. Problemstillingen kan illustreres med følgende eksempel: Fem av åtte styremedlemmer i et teknologiselskap beslutter å kjøpe et annet selskap. To av åtte styremedlemmer er i besittelse av innsideinformasjon, og har på bakgrunn av informasjonen stemt for oppkjøpet. Var styret i besittelse av innsideinformasjon ved oppkjøpet?

Hvorvidt de to styremedlemmene som var i besittelse av innsideinformasjonen kan representere beslutningen i styret, og dermed selskapet som helhet, er det ikke et opplagt svar på. Intuitivt virker det kanskje naturlig at *flertallet* må være i besittelse av innsideinformasjon for å representere styret. Det er imidlertid flere momenter som taler sterkt mot et slikt krav.

Etter min mening bør en avgjørende faktor være om innsidernes stemmer var avgjørende for å etablere flertall for oppkjøpet. Dersom innsiderne var avgjørende for å etablere flertall, er handelen kommet i stand som følge av utnyttelse av innsideinformasjon. Et slikt tilfelle ligger per definisjon i kjernen av hva som anses som innsidehandel. En annen viktig faktor er hvilken rolle selskapets direktør hadde i beslutningsprosessen. Direktøren har normalt stor innflytelse på selskapet. Formelt sett representerer direktøren gjerne selskapet utad, noe som

tilsier at selskapet bør identifiseres med beslutninger som direktøren er involvert i. Hvorvidt direktøren var en del av styret, og/eller en av innsiderne, er dermed viktig å kartlegge.

Etter min oppfatning bør reglene anvendes på en preventiv, men funksjonell måte. Med dette mener jeg at den type atferd som *åpner* for misbruk av innsideinformasjon på bekostning av øvrige markedsdeltakere, bør tilsi at gruppen som helhet er i besittelse av innsideinformasjon.¹⁴⁷ En slik tilnærming tilsier at det vil kunne oppstå situasjoner hvor en eller flere i gruppen er infisert av innsideinformasjon, men hvor besittelsesvilkåret likevel ikke er oppfylt. Resonnementene som er forfektet ovenfor er i tråd MAR artikkel 1 og MARs fortale punkt 23 og 24, som skal sikre sjanselighet, samt markedsintegritet.¹⁴⁸ Selv om den ene parten objektivt sett har et informasjonsfortrinn, og i et slikt tilfelle har brukt innsideinformasjonen i beslutningen om å gjennomføre transaksjonen, så foreligger det ikke et pressende behov for å beskytte transaksjonsmotparten. Årsaken er at innsideinformasjonen ikke var avgjørende for at transaksjonen ble gjennomført, og således ikke til skade for motparten eller markedet.

I det illustrerte tilfelle ovenfor må det altså kunne tillates at noen av styrets medlemmer besitter innsideinformasjon, uten at gruppen som helhet skal anses å være i slik besittelse. Dette fordrer imidlertid at medlemmene som var i besittelse av innsideinformasjon, ikke var avgjørende for å etablere flertall for et resultat som talte i samme retning som innsideinformasjonen.

Konklusjonen må dermed bli at dersom personene som var i besittelse av innsideinformasjon på beslutningstidspunktet var tilstrekkelig for å etablere flertall for et resultat som taler i samme retning som innsideinformasjonen, er gruppen som helhet i besittelse av slik informasjon. Dette er imidlertid kun et utgangspunkt. Det er viktig å vurdere hvordan andre faktorer har spilt inn i beslutningen, for eksempel direktørens medvirkende rolle. Det er også viktig å påpeke at dette er mitt personlige synspunkt, og at det er mulig at EU-domstolen i fremtiden vil ha en annen innfallsvinkel for å løse problemstillingen.

¹⁴⁷ Sak C-45/08 [C5] *Spector Photo Group* avsnitt 61 "only usage which goes against that purpose constitutes insider dealing."

¹⁴⁸ Resonnementene er også i tråd med sak C-45/08 [C5] *Spector Photo Group*, jf. avsnitt 61.

Dersom de objektive og subjektive kravene som stilles til besittelsesvilkåret er oppfylt, blir neste spørsmål om utnyttelsesvilkåret er oppfylt. Dette er tema i neste punkt.

7.3 Utnyttelsesvilkåret

7.3.1 Endringer i ordlyden av utnyttelsesvilkåret

Ordlyden i vilkåret om utnyttelse har vært gjennom flere revideringer før den fikk dagens ordlyd "uses that information" i MAR artikkel 8. Dette reiser spørsmål om ordlydsendringen har medført en innholdsmessig realitetsendring, eller kun en ren presisjon av ordlyden.

Spørsmålet er viktig å adressere av to årsaker. For det første for å fastslå hva som ligger i vilkåret om utnyttelse. For det andre fordi det vil være avgjørende for om eldre rettskilder kan tas i betraktning ved løsningen av dagsaktuelle problemstillinger knyttet til utpenslingen av hva som anses som "utnyttelse av innsideinformasjon".

Det første direktivitet som regulerte forbudet mot innsidehandel innenfor EU, var EU Insider Dealing Directive.¹⁴⁹ Artikkel 2 nr. 1 inneholdt et forbud for primærinnsidere som var i besittelse av innsideinformasjon, "from taking advantage of that information with full knowledge of the facts".¹⁵⁰ Ordlyden taler for at innsideinformasjonen måtte være utnyttet, i tillegg til at den som utnyttet informasjonen måtte være fullt klar over at vedkommende gjorde nettopp dette. I Georgakis tolket EU-domstolen ordlyden "taking advantage" som et krav om at innsideren profiterte på transaksjonen, mens motparten ble påført et tap.¹⁵¹

At det må stilles krav til profitt på bekostning av andre, ble også lagt til grunn i EU kommisjonens forslag til overnevnte direktiv, hvor det fremgår at innsidehandel innebærer "gains at the expense of other investors".¹⁵²

Det viste seg etterhvert at mange EU-land hadde tolket ordlyden i retning av et svært strengt krav til det subjektive bevissthetselementet.¹⁵³ Dette resulterte i utfordrende bevissspørsmål, divergerende oppfatninger blant medlemslandene, og ineffektiv sanksjonering av forbudet mot innsidehandel. Følgelig, ved overgangen til MAD, ble ordlyden "taking advantage of that information with full knowledge of the facts" i IDD, endret til "using that information" i

¹⁴⁹ Direktiv 89/592/EEC (IDD).

¹⁵⁰ Ibid. artikkel 2 nr. 1.

¹⁵¹ Sak C-391/04 [C3] Georgakis (2007).

¹⁵² Insider Dealing Directive Proposal, COM(87) 111, 2.

¹⁵³ Prop. 96 LS (2018-2019) s. 49-50.

MAD. Endringen medførte et mer objektivt bevisement. Det oppsto dermed spørsmål om det ikke lenger stiltes krav til at innsidehandelen påførte motparten i transaksjonen skade.

At det ikke lenger var behov for å påføre motparten eller annen tredjepart i transaksjonen skade, var det ikke støtte for i EU-kommisjonens endringsforslag til MAD. Tvert imot ble innsidehandel beskrevet som bruk av innsideinformasjon 'to their own advantage'.¹⁵⁴ Ordlyden i forslaget tilsier at innsider innehar en fordel, og dermed implisitt en skadelig ulempe for motparten i transaksjonen.¹⁵⁵

Kravet om at transaksjonen må innebære en skadelig ulempe for motparten, ble bekreftet i Spector-dommen. Spørsmålet i saken var hvorvidt selskapet Spector Photo Group, ved å tilbakekjøpe egne aksjer gjennom et aksjeprogram for sine ansatte, samtidig som selskapet skulle offentliggjøre egne finansielle tall, hadde brukt innsideinformasjon. EU-domstolen tolket kriteriet om 'use' som et krav om urettferdig misbruk av innsideinformasjon, som medfører en skade for parter som ikke er kjent med informasjonen.¹⁵⁶ Ordlydsendringen fra "taking advantage" i 1989-direktivet til "use" i MAD, innebar dermed ingen realitetsendring hva gjelder kravet om at motparten må ha blitt påført skade. Meningen var å erstatte det subjektive elementet med et objektivt bevisement.¹⁵⁷ På denne måten ble regelverket harmonisert, i tillegg til at sanksjonering og håndhevelse av forbudet ble effektivisert.¹⁵⁸

Etter gjennomføringen av MAR stilles det i artikkel 8 nr. 1 krav om at innsider "uses that information". Ordlyden er tilnærmet lik som etter MAD, noe som taler i retning av at lovgivers hensikt ved gjennomføringen av MAR ikke var en innholdsmessig realitetsendring av vilkåret. Det er imidlertid behov for å se nærmere på hva som konkret ligger i vilkåret om utnyttelse etter MAR artikkel 8, for å kunne fastslå dette.

¹⁵⁴ Commission, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) COM(2011) 651 final, 7.

¹⁵⁵ Ventrizzo and Mock (2017) s. 224.

¹⁵⁶ Sak C-45/08 [C5] *Spector Photo Group* avsnitt 52.

¹⁵⁷ Ibid. avsnitt 31-37. I avsnitt 35 fremgår det at "The above shows that Article 2(1) of Directive 2003/6 defines insider dealing objectively without the intension behind such dealing being referred to explicitly in its definition."

¹⁵⁸ Ibid. avsnitt 35.

7.3.2 Hva ligger i vilkåret om utnyttelse

I tillegg til kravet om at innsideren må være i besittelse av innsideinformasjon, stilles det også krav om at vedkommende ”uses that information”.¹⁵⁹ Vilkåret reiser to hovedproblemstillinger. Det første spørsmålet blir hva som skal til for at innsideinformasjonen er utnyttet. Det andre spørsmålet er om det stilles krav til årsakssammenheng mellom besittelse av innsideinformasjon og utnyttelse av denne. Sistnevnte spørsmål behandles i punkt 7.3.3.

Etter MAR artikkel 8 nr. 1 er det forbudt for en innsider å utnytte (”uses”) innsideinformasjon. Ordlyden taler for at informasjonen må være utnyttet i handelen, og således ha karakter av misbruk med formål om å skaffe seg selv en fordel på bekostning av andre. En slik tolkningstilnærming innebærer at bruk av innsideinformasjon i en transaksjon, ikke nødvendigvis er tilstrekkelig for å oppfylle vilkåret. Det må foretas en vurdering av om bruken i det aktuelle tilfelle kan karakteriseres som misbruk. Dette taler for at MAR artikkel 8 gir uttrykk for en rettsstridsreservasjon.¹⁶⁰

For å kunne slå dette fast, er det imidlertid nødvendig å undersøke hvilken retning de øvrige rettskildene på området taler i, særlig MARs fortale og rettspraksis fra EU-domstolen.

MARs fortale utdyper hva drøftelsen av om det foreligger innsidehandel skal basere seg på. I henhold til fortalens punkt 23 første punktum må innsidehandel ha karakter av en ”unfair advantage being obtained from inside information to the detriment of third parties”. Videre skal spørsmålet om forbudet mot innsidehandel er overtrådt, ifølge fortalens punkt 24 tredje punktum analyseres

”in the light of the purpose of this Regulation, which is to protect the integrity of the financial market and to enhance investor confidence, which is based, in turn, on the assurance that investors will be placed on an equal footing and protected from the misuse of inside information.”

¹⁵⁹ MAR artikkel 8 nr. 1.

¹⁶⁰ I Rt. 2012 s. 686 (Robot-saken) ble to personer, med hjemmel i den ulovfestede rettsstridsreservasjonen, frifunnet for markedsmanipulasjon for å ha manipulert en aksjerobot med formål om kursoppgang. Årsaken var at manipulasjonen var et redelig svar på ineffisiens i markedet. At det eksisterer en generell rettsstridsreservasjon for markedsmanipulasjonsforbudet, taler for at det samme bør gjelde for innsidehandelsforbudet.

Fortalen krever dermed at innsider besitter en urettferdig fordel på bekostning av tredjeparter. Hvorvidt dette er tilfelle skal basere seg på MARs formål om å sikre markedets integritet, og dermed evne til å kanalisere kapital, samt investorenes tillitt til at markedsmekanismene sikrer sjanselighet blant markedsaktørene. Så langt gir fortalen uttrykk for det samme som ordlyden i MAR artikkel 8, om at det er den *markedsskadelige* effekten av innsidehandel som skal forhindres.

Fortalen til MAR er langt på vei en kodifisering av hva som allerede ble fastslått i Spector-dommen. Her tolket EU-domstolen kriteriet om ”use” i MAD art. 2 nr. 1 som et krav om at innsideinformasjonen måtte være ”actually unfair”.¹⁶¹ Med dette menes at handelen har påført medkontrahtenten eller tredjepart *skade*, som resulterer i at markedets integritet og tilliten til markedet blir svekket.¹⁶²

Ved å forlange at handelen har påført tredjepart skade, oppstår det spørsmål om det er nødvendig å måtte påvise årsakssammenheng mellom den oppståtte skade, og innsiders besittelse av innsideinformasjon.¹⁶³ Dette virker naturlig så lenge det kan vises til at en skade ble påført den medkontrahterende part, eller andre tredjeparter, og at det noenlunde sikkert kan fastslås at skaden har sammenheng med innsiders besittelse av innsideinformasjon. Noe annet ville medført en svært vid mulighet for å kunne bli beskyldt, og holdt ansvarlig for innsidehandel som ikke har resultert i en identifiserbar skade.¹⁶⁴

Det som hittil er sagt tilsier at det kan oppstå situasjoner hvor en aktør handler på bakgrunn av innsideinformasjon, men likevel ikke rammes av forbudet. Å bruke innsideinformasjon synes dermed ikke alene å være tilstrekkelig for at det skal være tale om innsidehandel.¹⁶⁵ Etter min oppfatning gir dette mening, fordi dersom det ikke kan påvises *misbruk* av innsideinformasjon som går på bekostning av motparten, annen tredjepart, eller markedets integritet og tillitt, vil

¹⁶¹ Sak C-45/08 [C5] *Spector Photo Group* avsnitt 55.

¹⁶² Se punkt 7.3.1. Det overordnede formålet som skal ivaretas er å sikre et velfungerende finansmarked, jf. bl.a. Rt. 2011 s. 199 avsnitt 32 og MARs fortale avsnitt 23.

¹⁶³ Ventrizzo and Mock (2017) s. 227.

¹⁶⁴ Med forbehold om ordresituasjoner. En ordre som er innlagt på bakgrunn av innsideinformasjon, men som ikke er matchet, kan til tross for manglende identifiserbar skade, likevel straffes for overtredelse av MAR. Mer om dette i kapittel 8.

¹⁶⁵ I Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) s. 31 fremgår det at ved spørsmålet om det er tale om misbruk må vurderes konkret ut fra forholdene i den enkelte sak, jf. også LB-2018-26726 (Next-saken), punkt 4.5.

det ikke være en beskyttelsesverdig interesse som tilsier at det bør sanksjoneres mot vedkommende.

Dersom en investor f.eks. handler i motsatt retning av hva innsideinformasjonen tilsier, taler det for at utnyttelsesvilkåret ikke er oppfylt. Det vil for eksempel kunne oppstå et tilfelle hvor et selskap får positiv innsideinformasjon om at aksjekursen i en hotellkjede vil skyte til værs i løpet av de neste månedene. På grunn av akutt behov for midler, må de imidlertid selge egne aksjer i selskapet. I et slikt tilfelle misbruker ikke selskapet innsideinformasjon til egen vinning. Tvert imot er det kjøper som oppnår en fordel.

På bakgrunn av de gjennomgåtte rettskilder, og med særlig vekt på ordlyden i MAR, sett i sammenheng med MARs fortale og Spector-dommen, må konklusjonen bli at vilkåret om utnyttelse av innsideinformasjon må forstås som et krav om at insidieren besitter en *utnyttbar fordel* til *skade for motparten*, som samlet gjør transaksjonen *”actually unfair”*.

7.3.3 Kravet om årsakssammenheng

Det neste spørsmålet blir om det stilles krav om årsakssammenheng mellom besittelse av innsideinformasjon, og utnyttelse av informasjonen i en transaksjon.¹⁶⁶ Dersom det ikke stilles krav om slik årsakssammenheng, er utnyttelsesvilkåret uten praktisk betydning.¹⁶⁷ Årsaken er at presumsjonen om utnyttelse medfører at besittelse av innsideinformasjon på handelstidspunktet, alene vil være tilstrekkelig for å konstatere overtredelse av forbudet.¹⁶⁸

For å besvare spørsmålet er det naturlig å ta utgangspunkt i ordlyden i MAR artikkel 8 nr. 1. Her fremgår det at *”insider dealing arises where a person possesses inside information and uses that information”* (min kursivering). I den danske versjonen heter det *”når en person er i besiddelse af intern viden og udnytter denne viden”*. Rent språklig taler ordlyden i begge språkversjoner for en toleddet vurdering av om investoren var i besittelse av innsideinformasjon, og (*”and”/”og”*) velger å utnytte informasjonen i en handel. I et slikt

¹⁶⁶ Spørsmålet har vært gjenstand for omfattende diskusjoner i teorien, Se f.eks. Klöhn (2010) s. 351-353, Ventrizzo and Mock (2017) s. 223-230, Bergo (2021) s. 468-475, Kinander (2018a) s. 1, Gerner-Beuerle (2019) s. 696.

¹⁶⁷ Høyesterett har hatt mulighet til å ta standpunkt til hvordan kravet om årsakssammenheng skal forstås, men anken ble ikke tillatt fremmet, Se HR-2019-1447-U.

¹⁶⁸ Lagenbucher (2010) s. 454.

tilfelle foreligger kausalitet mellom besittelse og bruk, ettersom innsiders handelsaktivitet var *motivert* av innsideinformasjonen.¹⁶⁹

Dersom innsider var motivert av annen informasjon enn innsideinformasjonen, synes det rimelig at investoren kan handle. Investoren har i et slikt tilfelle ikke formål om å utnytte en monopolistisk informasjonsfordel på bekostning av motparten i transaksjonen, noe som kjennetegner den ulovlige formen for innsidehandel. På den annen side tolker investorer informasjon svært ulikt. Selv om innsideren anser informasjonen som irrelevant for investeringsbeslutningen, vil andre aktører kunne oppleve innsideinformasjonen som en urettferdig fordel. Således vil motparten i transaksjonen kunne miste tillitten til markedet, som videre kan medføre et innhugg i markedets integritet.

MAR har til formål å sikre at markedsmekanismene fungerer effektivt ved å slå ned på atferd som vil kunne hindre disse formålene, herunder innsidehandel. Et sentralt argument for at det ikke bør stilles et krav om årsakssammenheng mellom besittelse av innsideinformasjonen og utnyttelse av denne, er de bevismessige utfordringene sanksjonerende myndigheter vil stå ovenfor dersom de er nødt å påvise et mentalt årsakskrav.¹⁷⁰ Effektivitetsmålet vil motvirkes dersom det ble oppstilt et slikt krav.

Forut for Spector-dommen kom generaladvokat Kokott med en forhåndsuttalelse om at vilkåret om "use" i MAD artikkel 2 nr. 1 ikke inneholdt et årsakskrav. Som begrunnelse for dette standpunktet argumenterte Kokott med at alle subjektive elementer i definisjonen av innsidehandel ble slettet ved overgangen fra IDD til MAD.¹⁷¹

Ved EU-domstolens behandling av Spector-dommen, bekreftet domstolen at definisjonen av innsideinformasjon ikke oppstilte et krav om påvisning av et mentalt element.¹⁷² At det ikke stiltes krav om årsakssammenheng mellom besittelse og bruk var det imidlertid ikke støtte for. Domstolen etablerte istedenfor en presumsjon om at innsideinformasjonen spilte en rolle i

¹⁶⁹ Bergo (2021) s. 471 og Bergo (2014) s. 299. Bergo mener at det sentrale med kriteriet om "use" er om personen som har handlet, var *motivert* av innsideinformasjonen. Samme oppfatning har Magnus Schmaucher, EUs marknadsmisbruksforordning m.m.: en kommentar (2018) s. 99 og Storange (lovkommentar 2021).

¹⁷⁰ Kinander (2019) s. 4 med videre henvisninger.

¹⁷¹ Generaladvokat Kokotts forslag til avgjørelse i sak C-45/08 [C5] *Spector Photo Group*, avsnitt 59-60.

¹⁷² Sak C-45/08 [C5] *Spector Photo Group* avsnitt 33-35. Se punkt 7.3.1. for begrunnelsen for ordlysendringen fra IDD til MAD, og deretter MAR.

investeringsbeslutningen, og således var utnyttet.¹⁷³ Retten til forsvar måtte imidlertid være til stede.¹⁷⁴

Med andre ord presumeres årsakssammenhengen mellom vilkårene å foreligge. Det blir deretter opp til innsideren å motbevise at vedkommende var motivert av innsideinformasjonen, og at det således ikke forelå årsakssammenheng.¹⁷⁵ Jeg kommer nærmere inn på presumsjonen om innsidehandel, og grunnlag for tilbakevisning av presumsjonen, i kapittel 9 og 10. Spector-dommen taler på denne bakgrunn for at det stilles krav om årsakssammenheng, men at det er innsideren som har bevisbyrden for at slik årsakssammenheng ikke forelå.

Ordlyden i MAD artikkel 2 nr. 1 ble videreført i MAR artikkel 8 med tilnærmet lik ordlyd. Presumsjonen om innsidehandel fremgår av fortalens punkt 24 og 25. Dette taler for at rettstilstanden etter Spector-dommen ble videreført i MAR.

Konklusjonen må dermed bli at det stilles krav om årsakssammenheng mellom besittelse av innsideinformasjon, og utnyttelse av denne. Det er imidlertid innsider som har bevisbyrden for at slik årsakssammenheng ikke foreligger. Konklusjonen bygger særlig på Spector-dommen, sett i sammenheng med utviklingen av forbudet mot innsidehandel fra IDD til MAD, og deretter MAR. Det legges også noe vekt på formålsbetraktninger og juridisk teori, selv om disse taler i noe ulik retning.

I forlengelsen av at det stilles krav om motiverende årsakssammenheng, oppstår det spørsmål om *hvor* motiverende informasjonen må ha vært for investoren. Slik jeg ser det bør terskelen være lav for at det skal bli tale om motivert misbruk. Selv om investoren la vekt på en hel del annen informasjon, vil selv en liten grad av motiv objektivt sett oppfylle misbruksvilkåret. Dette gjelder imidlertid ikke absolutt. Innsider må innrømmes en generell forsvarsrett som kan motbevise misbruk. Jeg kommer tilbake til tilbakevisningsgrunnlagene i kapittel 10.4.

¹⁷³ Ibid avsnitt 38-39, i avsnitt 38 fremgår det "it is thus possible to assume an intention".

¹⁷⁴ Ibid avsnitt 43-44.

¹⁷⁵ Denne tilnærmingen samsvarer godt med rettferdighetsargumentet og markedargumentet. Rettferdighetsargumentet ivaretas ved at kun handelsaktiviteter hvor noen tar sikte på å utnytte innsideinformasjon for å oppnå en urettferdig fordel på bekostning av transaksjonsmotparten, vil rammes. Dersom investoren, uavhengig av innsideinformasjonen, ville handlet, kan vedkommende ikke straffes. Markedsargumentet ivaretas ved at tilliten til markedet ikke skades, og dermed vil det ikke gå ut over markedets evne til å kanalisere kapital.

Norske myndigheter har ikke lagt forståelsen som er forfektet ovenfor til grunn. Etter norsk tolkning og anvendelse av innsidehandelsforbudet, stilles det *ikke* krav om motiverende årsakssammenheng mellom besittelse av innsideinformasjon og utnyttelse av denne. Tema i neste punkt er dermed de norske tolkningstilpasningene av innsidehandelsforbudet.

7.3.4 Norske tilpasninger

Ovenfor ble det fastslått at insidieren må være motivert av innsideinformasjonen når handelen foretas, som må utgjøre en fordelaktig situasjon til skade for motparten.

Norske myndigheter har imidlertid ikke lagt samme oppfatning til grunn. Allerede ved gjennomføringen av MAD i norsk rett, ble det foretatt nasjonale tilpasninger ved implementeringen.¹⁷⁶ Dette resulterte i en innskrenkende tolkning av vilkårene for innsidehandel i MAD artikkel 2 nr. 1, som dannet grunnlag for dagjeldende vphl. § 3-3. Det ble etter denne ansett tilstrekkelig å kun ”besitte” innsideinformasjon for å begå innsidehandel. Vilåret om utnyttelse ble med andre ord utelatt.¹⁷⁷

Til tross for en klargjøring av rettstilstanden etter Spector-dommen og implementeringen av MAR i norsk rett, ser det ut til at norske myndigheter nekter å slippe taket på sin avvikende regelforståelse. I verdipapirutvalgets utredning ble MARs betydning i norsk rett drøftet. Spørsmålet om MARs innmarsj i norsk rett nødvendiggjorde en realitetsendring av norsk tolkning og praktisering av innsidehandelsforbudet, drøftes ingen steder i utredningen.¹⁷⁸ Tvert imot fremgår det i punkt 3.6.3 at etter MAR artikkel 8 nr. 1 og 2 ”videreføres forbudet mot innsidehandel og tilskyndelse til innsidehandel slik det fulgte av MAD med begrensede språklige justeringer”.¹⁷⁹ Dette ble støttet opp i Prop 96 LS (2018-2019) hvor det i tillegg til overnevnte, *ikke* stilles krav om motiverende årsakssammenheng mellom besittelse av innsideinformasjonen og utnyttelsen av denne informasjonen i handelen.¹⁸⁰

¹⁷⁶ Se Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 26, hvor Økokrim innrømmer at ordlyden ”using that information” i MAD artikkel 2 kunne indikere et krav om årsakssammenheng, men at det ”fremstår iallefall ikke som særlig klart”.

¹⁷⁷ I Bergo (2021) s. 475 fremgår det at norske myndigheter har ”avvist bruksvilkåret som et krav til motiverende årsakssammenheng”. Dette har, som jeg kommer tilbake til under, ledet til flere feilaktige domfellelser. Deriblant Rt. 2014 s. 452 og LB-2017-153037-3.

¹⁷⁸ Ved en gjennomgang av NOU 2017: 14 er det ingenting som indikerer at det stilles krav ut over besittelse av innsideinformasjon.

¹⁷⁹ NOU 2017: 14 s. 35.

¹⁸⁰ Prop 96 LS (2018-2019) s. 49-50. Se også rundskriv RFT-2011-28 punkt 4.2 hvor det eksplisitt konstateres at et krav om årsakssammenheng ikke eksisterer.

At norsk rett ikke krever at det foreligger motiverende årsakssammenheng mellom besittelse av innsideinformasjonen og handelen, har blitt sterkt kritisert fra sentrale juridiske forfattere innenfor verdipapirrett.¹⁸¹ Overvekten av sentral nasjonal og internasjonal juridisk litteratur stiller krav om motiverende årsakssammenheng.¹⁸² Høyesteretts ankeutvalg har hatt mulighet til å ta stilling til spørsmålet, men anken ble nektet fremmet.¹⁸³ Mange europeiske land opererer med et krav om årsakssammenheng mellom besittelse og bruk.¹⁸⁴

Slik situasjonen er nå, ville det vært hensiktsmessig om Høyesterett tok stilling til spørsmålet, og utførte en opprydning i de norske tilpasningene av denne siden av innsidehandelsforbudet. Herunder endret kursen slik at de norske gjennomføringsreglene korresponderer med den tolkningen og anvendelsen av MAR som legges til grunn av øvrige medlemsland i EU/EØS-samarbeidet. Etter min oppfatning virker det imidlertid som om også Høyesterett er tilbakeholden med å endre kurs. Dette synspunktet bygger på at Høyesterett ikke tok stilling til spørsmålet når sjansen bydde seg i HR-2019-1447-U.

Ved tolkningen og anvendelsen av forbudet mot innsidehandel, må det etter min mening ses bort fra de norske tilpasningene av innsidehandelsforbudet på dette punktet. Det er imidlertid problematisk at markedsaktørene ikke kan forholde seg til korrekt anvendelse av MAR, fordi lojal innrettelse til forordningen, likevel vil kunne medføre sanksjoner etter norsk tolkning av forbudet.

I forlengelsen av at norske myndigheter ikke stiller krav om motiverende årsakssammenheng, oppstår en særlig praktisk problemstilling. Når vil det være tale om misbruk av innsideinformasjon i tilfeller hvor megleren mottar en ordrebestilling, og investoren deretter mottar innsideinformasjon relatert til bestillingen, men før ordren er gjennomført? Problemstillingen er tema i neste kapittel.

¹⁸¹ Morten Kinander har kritisert norske myndigheter for å nekte å gi slipp på det han anser som åpenbar feil anvendelse av bruksvilkåret, se Kinander (2018a) s. 50. Se også Kinander (2016) s. 53-65. Knut Bergo er av samme oppfatning, se Bergo (2021) s. 452 og 475.

¹⁸² For uten om Morten Kinander og Knut Bergo i norsk rett, legges tilsvarende til grunn av Jesper Lau Hansen i Ventrizzo and Mock (2017) s. 218 og s. 223-230. I tilsvarende retning, se Veil (2017) s. 210-212 og Langenbucher (2010).

¹⁸³ HR-2019-1447-U.

¹⁸⁴ F.eks. fransk, tysk og sveitsisk rett jf. henholdsvis cf: F Stasiak, *Droit penal des affaires* (2005) og Park (n 9) § 14 WpHG paras 132, 134 og Strafrecht II StGB art 161 para 33.

8 Ordresituasjoner

8.1 Innledning

I dette kapittelet behandles tre viktige problemstillinger som er av særlig interesse relatert til ordresituasjonene. Det første spørsmålet er hvilket skjæringstidspunkt som skal legges til grunn for når en ordre er ”plassert”. Spørsmålet har betydning for hvilket tidspunkt vurdering om innsidehandel skal knytte seg til, og hvilken etterfølgende atferd insider kan foreta seg uten at det oppstår brudd på innsidehandelsforbudet. Det andre spørsmålet er om det vil være lovlig å la en plassert ordre gjennomføres dersom investoren kommer i besittelse av innsideinformasjon i etterkant av ordreinngivelsen. For det tredje oppstår det spørsmål om *når* en endring eller kansellering av en ordre vil anses som misbruk.

Drøftelsen danner også, sammen med innholdet av utnyttelsesvilkåret, et viktig bakgrunnstykke for å vurdere om uskyldspresumsjonen i EMK artikkel 6 nr. 2 er krenket.¹⁸⁵ Som tidligere gjennomgått, og som også gjelder for de norske tilpasningene av ordresituasjonene, er ikke Norges tolkning og anvendelse av vilkåret om utnyttelse forenelig med EUs innfallsvinkel. Sett i sammenheng med presumsjonen om innsidehandel, vil dette kunne være problematisk i relasjon til om uskyldspresumsjonen er krenket.

Det finnes ulike typer ordresituasjoner. Mest praktisk er at ordreplasseringen skjer ved innleggelse av en elektronisk ordre som gjennomføres automatisk i en handelsplattform, eller at en ansatt i et verdipapirforetak er involvert i ordremottaket, ordreendringen, eller ordregjennomføringen.¹⁸⁶ Det fremgår av MAR artikkel 8 nr. 1 annet punktum at:

“The use of inside information by cancelling or amending an order concerning a financial instrument to which the information relates where the order was placed before the person concerned possessed the inside information, shall also be considered to be insider dealing.”¹⁸⁷

Dette er både en utvidelse og et unntak fra kravet om utnyttelse av innsideinformasjon. Som tidligere stadfestet i punkt 7.3.2, stiller vilkåret om utnyttelse av innsideinformasjon, både etter dagens og tidligere forståelse, et krav om misbruk som *skader* motparten i

¹⁸⁵ Dette er tema i punkt 10.6.

¹⁸⁶ Vphl. § 9-22 tredje ledd.

¹⁸⁷ MAR artikkel 8 nr. 1 annet punktum.

transaksjonen. For ordresituasjonene stilles det imidlertid ikke krav om at motparten er påført skade.¹⁸⁸ Dersom en person kommer i besittelse av negativ innsideinformasjon i etterkant av ordreinnleggelsen, er det ikke tillatt å kansellere ordren. Selv om en eventuell kansellering vil innebære en fordel, påføres ingen motpart økonomisk skade ved at ordren blir kansellert. Årsaken er at ordreinnleggelsen ikke er matchet.¹⁸⁹

I punkt 8.2 drøftes adgangen til å gjennomføre, kansellere, og endre ordrer. De norske tilpasningene av ordresituasjonene behandles i punkt 8.3

8.2 Gjennomføring, kansellering og endring av ordrer

8.2.1 Når er en ordre ”plassert”?

Innsidehandel er kun straffbart når innsideinformasjonen er ”utnyttet”. Vurderingen av om innsideinformasjonen er utnyttet, knytter seg til tidspunktet for ordreplasseringen. Spørsmålet blir altså hvilket skjæringstidspunkt som skal legges til grunn for når ordren er ”plassert”.

MAR artikkel 14 bokstav a og b forbyr å ”engage in”, eller som det heter i den danske versjonen, ”at deltage i” innsidehandel. Forbudet dreier seg altså om å delta i en beslutningsprosess. Dette taler for at skjæringstidspunktet bør knytte seg til tidspunktet handelsbeslutningen ble tatt. I et alminnelig avtalerettslig perspektiv, virker det imidlertid naturlig å ta utgangspunkt i tidspunktet investoren er avtalerettslig bundet av handelen, dvs. når handelsinnleggelsen blir ”matchet”. Spørsmålet blir hvilke av disse skjæringstidspunktene som skal legges til grunn.

I mangel av øvrige rettskilder som gir veiledning for spørsmålet, bør vurderingen ta utgangspunkt i MARs formål. Løsningen må ikke svekke markedets integritet og investorenes tillit til markedet.¹⁹⁰ Skjæringstidspunktet bør dermed settes til det tidspunktet hvor det for innsider ikke er mulig, eller i svært begrenset grad er mulig, å misbruke informasjonsfortrinnet vedkommende besitter.

Det er gode grunner for at skjæringstidspunktet bør knytte seg til tidspunktet hvor investoren har gitt megleren en handelsordre som kan utføres uten ytterligere krav til kundens godkjenning. Eventuelt tidspunktet den endelige handelsbeslutningen ble tatt. Etter disse

¹⁸⁸ Dette gjelder imidlertid kun kanselleringstilfellene. Krav til skade gjelder for endringer av ordrer.

¹⁸⁹ Ventrizzo and Mock (2017) s. 232.

¹⁹⁰ MARs fortale punkt 2, 4 og 23. Se også sak C-45/08 [C5] *Spector Photo Group* avsnitt 55.

tidspunktene vil gjennomføringen av ordren realiseres uten at innsiders innsidekunnskap har betydning for gjennomføringen. Dermed skades ikke formålene MAR skal beskytte.

Bergo argumenterer for dette standpunktet, og viser til at ordlyden, formålet til MAR, og sammenhengen i reglene støtter en slik tolkning.¹⁹¹

Synspunktet er etter min oppfatning likevel ikke uproblematisk. Dersom en slik tolkning legges til grunn, vil det kunne oppstå situasjoner hvor kunden og megleren kan spekulere i å handle på innsideinformasjon gjennom det jeg velger å kalle ”kryptiske ordrer”. For eksempel:

En kunde gir sin megler ordre om å kjøpe en aksjepost i et nyoppstartet selskap. Ordren er proforma, altså egentlig ikke reell. I realiteten er bestillingen mellom kunde og megler avtalt å innlegges først når innsideinformasjon kommer til deres kunnskap. På denne måten kan kunden helgardere seg mot tap. Det vil for påtalemyndigheten være utfordrende å ilegge sanksjoner i slike tilfeller, da kunden kan peke på at handelsbeslutningen allerede var truffet.

Jeg er imidlertid i tvil om hvor stort reelt problem denne type situasjoner representerer. Det er dessuten vanskelig å fylle alle smutthull i lovgivningen, men samtidig oppnå fleksible regler for ordrehåndtering, uten at regelverket blir for firkantet og praktisk lite anvendelig.

Effektiv allokering av kapital ligger dypest sett til grunn for forbudet mot innsidehandel.

Innsidehandel er antatt å ha markedsskadelig effekt ved at aktøren viker unna markedet, noe som igjen resulterer i ineffektiv ressursallokering. Slik jeg ser det er det imidlertid viktig å ikke glemme at strenge regler som gjør at investorer og finansinstitusjoner ofte kommer i situasjoner der de må avstå fra å handle, også medfører ineffektiv ressursallokering.

Det mest hensiktsmessige tidspunktet for ordreplassering virker dermed etter min oppfatning å være når handelsbeslutningen ble truffet, eventuelt tidspunktet hvor investoren har gjort det som er nødvendig for at ordren skal gå gjennom uten ytterligere krav til godkjenning. Denne tolkningen vil sjeldent åpne for markedsmisbruk.

¹⁹¹ Bergo (2021) s. 465 og 472.

8.2.2 Gjelder det en misbruksreservasjon ved å la en allerede plassert ordre bli gjennomført etter mottak av innsideinformasjon?

Spørsmålet som skal behandles i dette punktet er om det vil utgjøre innsidehandel å la en allerede plassert ordre gjennomføres når investoren mottar innsideinformasjon i etterkant av ordreinnleggelsen.

Foruten at MAR artikkel 8 nr. 1 krever at ordregjennomføringen må kunne karakteriseres som misbruk, er artikkelen av begrenset veiledning for besvarelsen av spørsmålet. Det fremgår imidlertid av MARs fortale punkt 25 at "orders placed before a person possesses inside information should not be deemed to be insider dealing." kun slik etterfølgende ("any subsequent change") utgjør innsidehandel.

Ordlyden taler på den ene siden for at det ikke vil utgjøre innsidehandel å la ordren bli gjennomført dersom investoren ble kjent med innsideinformasjonen i etterkant av ordreinnleggelsen. På den annen side kan det virke som at dette kun gjelder som et utgangspunkt. Ordlyden inneholder formuleringen "should", som i den danske versjonen er forstått som "bør". Det kan dermed se ut til at lovgiver har inntatt en reservasjon om at det etter omstendighetene likevel vil kunne utgjøre misbruk.

Det er mulig å finne en viss veiledning for spørsmålet i "safe harbour"-unntaket i MAR artikkel 9 nr. 3 bokstav a. Der heter det at oppfyllelser av forpliktelser som har kommet i stand i god tro og ikke er til for å omgå forbudet mot innsidehandel, vil være lovlig. Dette gjelder så fremt ordren er plassert, eller en forfalt avtale inngått, før besittelse av innsideinformasjon. Riktignok virker artikkelen å gjelde tilfeller der innsideren er avtalemessig forpliktet til å gjennomføre handelen, jf. ordlyden "obligation that has come due". Likevel gir bestemmelsen støtte for det mer generelle utgangspunktet som kommer til uttrykk gjennom MARs fortale punkt 25, om at ordrer som er plassert før besittelse av innsideinformasjon, ikke utgjør innsidehandel.¹⁹²

MARs kommentarutgave tar til ordet for at det kun er den *aktive* bruken av innsideinformasjon som rammes av forbudet.¹⁹³ Med det menes at det kun vil være tale om utnyttelse dersom innsider er *motivert* av innsideinformasjonen. Å la en ordre bli gjennomført ved å forholde seg passiv, vil dermed falle utenfor forbudet. Dette gjelder uavhengig av om

¹⁹² Ventrizzo and Mock (2017) s. 233. MARs fortale punkt 25.

¹⁹³ Ventrizzo and Mock (2017) s. 232.

bruken av innsideinformasjonen ville utgjort utnyttelse dersom informasjonen kom til vedkommende sin kunnskap forut for ordreinnleggelsen.¹⁹⁴ Dette gir mening, ettersom det sjeldent foreligger markedsmisbrukspotensiale i slike tilfeller.¹⁹⁵ Markedets integritet vil ikke utsettes for skade, fordi innsiders informasjonsfordel ble ervervet ved tilfeldighet, uten at det var noe insider kunne forutse. At passiv bruk av innsideinformasjon er tillatt, og følgelig ikke rammes av forbudet, er det dessuten bred enighet om i EUs medlemsland.¹⁹⁶ Riktignok problematiserer ikke kommentarutgaven ordlyden ”should”.

Formålsbetraktninger og konsekvenshensyn taler i sprikende retning. På den ene siden vil en reservasjon om at enkelte tilfeller likevel kan omfattes av forbudet, medføre lavere grad av rettsikkerhet. Årsaken er at investorer må forholde seg til at transaksjonen etter en skjønnsmessig vurdering vil kunne omfattes av forbudet. Dersom en slik reservasjon skal gjelde, burde eksempler på atferd som omfattes av reservasjonen komme tydelig til uttrykk. Hensynet til forutberegnelighet taler dermed for at det ikke bør gjelde en misbruksreservasjon. På den annen side vil en slik misbruksreservasjon kun anvendes i tilfeller hvor handelsatferden strider med de overordnede formålene til MAR, noe investorer gjerne har gode forutsetninger for å vurdere selv. Dessuten vil en slik reservasjon gjøre innsidehandelsforbudet mer effektivt.

Et viktig moment som gjør en slik reservasjon problematisk, er tilfeller hvor innsideren kommer i besittelse av ”nøytral innsideinformasjon”. Nøytral innsideinformasjon kjennetegnes av at det er vanskelig å fastslå hvorvidt informasjonen er egnet til å påvirke kursen i positiv eller negativ retning. Dersom innsideren velger å la ordren bli gjennomført, kan en slik reservasjon medføre at investoren etter en konkret vurdering blir ansett å utnytte innsideinformasjonen. Dersom investoren velger å kansellere ordren, vil det imidlertid også kunne utgjøre misbruk. Investoren er således aldri på ”trygg grunn” i slike situasjoner. Å tillate at slike situasjoner kan oppstå virker dermed betenkelig etter mitt syn.

Rettskildebildet gjennomgått ovenfor fremstår som uklart. Dersom det var meningen å operere med en slik reservasjon, burde det imidlertid etter min mening kommet tydeligere til

¹⁹⁴ Se Lau Hansen (2004) s. 156. I samme retning: Sæbø (1995) s. 181.

¹⁹⁵ Kinander (2016) s. 53-65.

¹⁹⁶ Se f.eks. Betænkning 1521/2010, 91 (dansk rett), og Proposition 2016/17:22, 275 (svensk rett). I Norge opereres det imidlertid med en egendefinert forståelse av hvordan vilkåret om utnyttelse av innsideinformasjon skal forstås i ordresituasjonene. Se nærmere om dette i punkt 8.3.

uttrykk i MAR artikkel 8, eller i fortalen. Selv om fortalen i MAR er noe uheldig formulert, og ikke fremstår tydelig på dette punktet, er det etter min oppfatning mest nærliggende å tolke ordlyden i retning av at det ikke foreligger en misbruksreservasjon. På denne bakgrunn legges det avgjørende vekt på fortalen, hensynet til forutberegnelighet for investorer, og at slike tilfeller sjeldent åpner for markedsmisbrukspotensiale for investorer.

Konklusjonen er dermed at det ikke vil utgjøre innsidehandel dersom investor lar en allerede innlagt ordre gjennomføres når investoren mottar innsideinformasjonen *etter* ordreinnleggelsen.

8.2.3 Kansellering og endring av ordrer

Problemstillingen i dette punktet er *når* det vil være tillat å endre eller kansellere en ordre, dersom investoren kom i besittelse av innsideinformasjon etter ordreinnleggelsen.

Mens kansellering dreier seg om å avbryte en innlagt handelsordre, vil endringer ramme eventuelle justeringer på den innlagte ordren. For eksempel størrelsen på ordren, tidspunktet for ordreinnleggelsen, eller innholdet av den. Presumsjonen om innsidehandel gjelder for begge kategorier.¹⁹⁷

Når kan en ordre endres eller kanselleres?

Vurderingen må ta utgangspunkt i hva som ligger i utnyttelsesvilkåret, jf. punkt 7.3.

Innsideinformasjonen må ha motivert investoren til å kansellere eller endre ordren.

Kun da vil det være tale om misbruk av innsideinformasjon, som gjør innsiderens disposisjon ”actually unfair”.¹⁹⁸

Dette innebærer at en allerede plassert handelsordre vil kunne kanselleres dersom positiv innsideinformasjon ble kjent for investoren i etterkant av ordreinnleggelsen. Begrunnelsen er at det ikke er tale om misbruk, da kanselleringen ikke har markedsmisbrukspotensiale.¹⁹⁹

Umiddelbart kan det virke absurd å kansellere en ordre som ville være lovlig, og sannsynligvis medføre økonomisk gevinst. Likevel er ikke situasjonen unormal. Selv om investoren juridisk sett står på trygg grunn, kan transaksjonen virke betenkelig for

¹⁹⁷ MARs fortale punkt 25.

¹⁹⁸ Sak C-45/08 [C5] *Spector Photo Group* avsnitt 34 og 55. Se også MARs fortale punkt 25.

¹⁹⁹ Kinander (2016) s. 53-65. Se også Ventrucchio and Mock (2017) s. 235.

omverdenen. Dette kan skade selskapets omdømme, som følgelig kan medføre desto større økonomiske konsekvenser for selskapet.²⁰⁰

Det finnes riktignok argumenter som taler mot argumentasjonslinjen som er forfektet ovenfor. Det kan anføres at det påhviler en viss lojalitetsplikt overfor den som har kommet i besittelse av innsideinformasjonen. Innsideren er klar over at han gjennom sitt informasjonsfortrinn står i en fordelaktig situasjon. Motparten vil sannsynligvis pådras et tap dersom ordreinnleggelsen matches og gjennomføres. Hensynet til motparten tilsier dermed at ordreinnleggelsen bør kanselleres. På den annen side vil tilfellet være motsatt dersom det var tale om negativ innsideinformasjon. Da ville ikke ordren kunne endres eller kanselleres, og følgelig snus den fordelaktige situasjonen.

Etter min mening er disse tilfellene alt i alt rettferdige, ”you win some, you lose some”. Handel i finansielle instrumenter skiller seg dessuten betydelig fra annen form for handel. Ved for eksempel bilkjøp, forventes det at all betydningsfull informasjon er lagt på bordet før avtalen inngås. Ved handel i finansielle instrumenter er imidlertid utveksling av informasjon mellom transaksjonspartene meget begrenset.²⁰¹ Det er dermed ingen selvfølge at slik informasjon skal deles. Tvert imot er det tvilsomt at det eksisterer en lojalitetsforventning blant markedsaktørene som kan aktualisere en plikt til å kansellere ordren.

Ved spørsmålet om *når* en ordre kan endres, må utgangspunktet tas i samme vurderingstema som for kansellering av ordrer. Dersom endringen skal være lovlig, må den ikke innebære en utnyttbar fordel for investoren, som gjør at endringen har karakter av misbruk. Det kan dermed oppstå situasjoner der innsider besitter innsideinformasjon når endringen skal foretas, men hvor formålet med endringen ikke er å utnytte innsideinformasjonen, eller påføre andre skade. I disse situasjonene vil endringen være lovlig.

Endringer vil således være tillatt dersom ordren beviselig var ment endret før besittelse av innsideinformasjonen ble et faktum. Motsatt vil det ikke være lovlig å fremskynde en ordrebestilling for å unngå et forventet kursfall, eller komme i forkant av en kursoppgang.²⁰²

²⁰⁰ Bergan (2017) s. 33.

²⁰¹ Ventoruzzo and Mock (2017) s. 234.

²⁰² Bergo (2021) s. 473.

Konklusjonen er dermed at en ordre kan endres eller kanselleres når endringen eller kanselleringen ikke utgjør en utnyttbar fordel for innsideren.²⁰³

8.3 Norske tilpasninger av ordresituasjonene

8.3.1 Innledning

Norge har en litt annen innfallsvinkel for tolkning og anvendelse av ordresituasjonene enn hva analysen i forrige punkt gir uttrykk for. I det følgende skal jeg dermed se nærmere på de norske tilpasningene av ordresituasjonene. Først behandles spørsmålet om hvilket skjæringstidspunkt norske myndigheter mener skal legges til grunn for når en ordre skal anses å være ”plassert”. Deretter blir spørsmålet når norske myndigheter mener at en ordre kan kanselleres. Til slutt blir det foretatt en vurdering av hvilke konsekvenser slike nasjonale tilpasninger medfører.

8.3.2 Skjæringstidspunktet for ordreplassering

Norske myndigheter har endret oppfatning av hvilket skjæringstidspunkt som skal legges til grunn for når en ordre skal anses ”plassert”. Først skal jeg kort se på den tidligere oppfatningen, og deretter hvilken oppfatning som er lagt til grunn etter dagens løsning.

Etter den tidligere oppfatningen måtte skjæringstidspunktet ifølge Finanstilsynet være når ordreinnleggelsen ble ”matchet” med en transaksjonsmotpart.²⁰⁴ Denne tolkningen utelukket at innsideren kunne vise til at handelen ville blitt gjennomført uavhengig av innsideinformasjonen. Eventuelt at handelen ikke var i strid med de overordnede formålene som markedsmisbruksreglene skal ivareta. Som jeg tidligere har redegjort for, stilte også MAD krav om at vilkåret om bruk måtte ha karakter av misbruk. Utgangspunktet til finanstilsynet må dermed anses som feil både etter MAD og MAR.²⁰⁵

Finanstilsynet har imidlertid i sin nye veileder om ordresituasjoner justert seg noe. Det sentrale anses nå å være at ordren ikke er ”eksekverbar”. Med dette menes at ”personen har gjort det som er nødvendig for at en transaksjon skal gjennomføres, altså at ingen ytterligere

²⁰³ At innsideinformasjonen må utgjøre en fordel for innsider, er ikke lagt til grunn av norske myndigheter. I kanselleringsstilfellene er det ikke et krav om at handelen må påføre transaksjonsmotparten en skade siden innsider kan straffes når ordren kanselleres, uten at motparten er berørt.

²⁰⁴ Bergo (2021) s. 465.

²⁰⁵ Knut Bergo har samme konklusjon på spørsmålet, se Bergo (2021) s. 465.

involvering er nødvendig fra personens side.”²⁰⁶ Dette utgangspunktet er lettere å forsvare. Når det kan bevises at ordren var ment gjennomført før innsideinformasjonen kom til investorens kunnskap, og vedkommende i tillegg har gjort de nødvendige skritt for at ordren skal kunne gjennomføres, var aldri misbruk et formål med transaksjonen. Følgelig skades ikke markedsintegriteten og investorenes tillit til markedet ved å la ordren bli gjennomført.

Knut Bergo synes imidlertid også dette er å gå for langt. Han mener at norske myndigheter legger opp til at skjæringstidspunktet (fremdeles) knytter seg for tett opp mot handelstidspunktet. Skjæringstidspunktet bør etter hans oppfatning knytte seg til beslutnings- eller ordreinnleggelsestidspunktet, som følgelig også vil omfatte andre fremsatte handelstilbud, slik som kjøps- eller salgstilbud over telefon.²⁰⁷ Etter mitt synspunkt er jeg hovedsakelig enig med Bergo, men med den reservasjon at dersom tidspunktet for handelsbeslutningen skal anses å være det sentrale skjæringstidspunktet, vil det i enkelte situasjoner kunne åpne for misbruk av innsideinformasjon. Et eksempel er dersom investor og megler spekulerer i misbruk ved å legge inn en handels- eller salgsordre som i realiteten er proforma.²⁰⁸

Det er imidlertid kritikkverdig at finanstilsynet ikke utelukker at det på bakgrunn av MARs overordnede formål under ”spesielle omstendigheter”, kan være tale om utnyttelse av innsideinformasjon. Dette gjelder selv om ordren ble plassert før personen kom i besittelse av slik informasjon. Finanstilsynet konkretiserte ikke hva dette innebærer, og det er heller ikke vist til noen eksempler på slike situasjoner. Konsekvensen av en slik uklar reservasjon er at markedsaktørens forutberegnelighet blir svekket ved at skillet mellom lovlig og ulovlig markedsatferden blir flytende. Dersom en generell reservasjon skal legges til grunn, så kan enhver handelsordre som er plassert før personen kom i besittelse av innsideinformasjon, likevel potensielt utgjøre markedsmissbruk.

I tråd med konklusjonen i punkt 8.2.2 mangler Finanstilsynets reservasjon, etter min mening, forankring i markedsmissbruksforordningen. Selv om MAR åpner for å benytte dens overordnede formål til å klargjøre lovlig atferd, kan ikke formålene benyttes til å

²⁰⁶ Finanstilsynets veileder for ordresituasjoner av 02.02.2021 ”forbud mot innsidehandel – håndtering av ordresituasjoner”. Internettside: <https://www.finanstilsynet.no/contentassets/aa9cf8448d044a94bad48da9d482accb/forbud-mot-innsidehandel--handtering-av-ordresituasjoner.pdf>.

²⁰⁷ Se kapittel 8.2 ovenfor.

²⁰⁸ Ibid.

gjennomtvinge sanksjonering i tilfeller som i utgangspunktet er lovlige. Disse ”spesielle omstendighetene” som Finanstilsynet refererer til, vil gjerne være uklare og vanskelige for investorer å identifisere. Formålene om markedsintegritet og tillit, og behovet for effektiv sanksjonering av potensiell markedsskadelig atferd, må vike for behovet for klare og forutberegnelig lovregler som skal bidra til å forstå hvordan man unngår straff.

8.3.3 Særnorsk forståelse av når en innlagt ordre kan kanselleres

Norge har valgt en annen løsning for når en innlagt ordre kan kanselleres, enn hva den ledende oppfatningen i EU/EØS-samarbeidet gir uttrykk for. Etter MAR artikkel 8 nr. 1 annet punktum, er ”the use of inside information by cancelling” en innlagt ordre forbudt. Som tidligere fastslått taler ordlyden for at det kun er bruk som kan karakteriseres som misbruk av innsideinformasjon som rammes av forbudet.²⁰⁹

Norske myndigheter har lagt til grunn – både historisk og i nåtid – en uriktig tolkning av når en ordre kan kanselleres. Utgangspunktet var at dersom en aktør kom i besittelse av innsideinformasjon etter ordreinnleggelsen, *måtte* ordren tilbakekalles. Dette utgangspunktet er feil både etter MAD²¹⁰ og MAR, og har fått uheldige konsekvenser. Blant annet i beslutningen gitt i Eltek.²¹¹ Saken omhandlet Eltek sitt oppkjøp av selskapet Nera Networks AS. Spørsmålet var om en investor måtte trekke en ordre som var innlagt uten innsideinformasjon, men hvor investoren fikk slik informasjon ti minutter før ordren gikk gjennom. Høyesterett svarte bekræftende til at ordren skulle vært trukket etter at Nera Networks AS ble kjent med innsideinformasjonen. Tiltalte ble dømt til 120 dagers ubetinget fengselsstraff samt økonomisk inndragning. Det ble ikke tatt en vurdering av om det var tale om misbruk. Denne tolkningen samsvarer dårlig med det som er sagt ovenfor. Det er på det rene at det i et slikt tilfelle er tale om bruk av innsideinformasjon, men misbruksreservasjon er oversett.

²⁰⁹ Ibid. Flere av Norges ledende advokatfirmaer er av samme oppfatning. Se bl.a. artikkel fra advokatfirmaet Thommessen ”MAR trer i kraft i Norge 1. mars 2021”. Advokatfirmaet Wiersholm er av samme oppfatning, se artikkel ”Endringer i forbudet mot innsidehandel”.

²¹⁰ Etter den tidligere verdipapirhandeloven § 3-3 måtte investoren kansellere en innlagt ordre etter å ha kommet i besittelse av innsideinformasjon i etterkant av ordreinnleggelsen. Dette gir lite mening; dersom informasjonen var positiv, ville det ikke stride med formålene bak markedsmisbruksreglene å la den bli gjennomført. Dersom informasjonen på den annen side var negativ, ville kansellering medføre tap for transaksjonsmotparten. Det utelukkende fokuset var hvorvidt det var inngått et kjøp eller salg med innsideinformasjon, uten å vurdere hvordan dette samsvarte med formålene reglene skulle ivareta.

²¹¹ Rt. 2014 s. 452 (Eltek).

I forbindelse med inkorporeringen av MAR i norsk rett, ble spørsmålet om hvordan ordrekansellering skulle forstås drøftet på nytt. Utvalget mente at det ved MAR *ikke* foreligger en plikt til å kansellere en allerede innlagt ordre. Videre mente utvalget at ”en investor ikke vil anses som å bruke innsideinformasjon dersom en kjøps- eller salgsordre trekkes eller reduseres hvis innsideinformasjonen vedkommende har mottatt er henholdsvis positiv eller negativ for kursen for det relevante finansielle instrumentet.”²¹²

Dette synspunktet støttes også av Verdipapirfondenes forening og Verdipapirforetakenes Forbund m.fl.²¹³

Økokrim er imidlertid i sin høringsmerknad uenig i dette utgangspunktet. Etter deres oppfatning taler det samlede rettskildebildet for at dette kun kan anses som et utgangspunkt, men at hvert tilfelle må vurderes konkret. Dette synspunktet ble støttet av departementet:

”Departementet antar at et slikt absolutt fortolkningsresultat med utgangspunkt i fortalen i tilfellet må basere seg på en forholdsvis snever og homogen angivelse av hva som er å anse som «ordre» og «plassering» etter fortalen, da formålet og effektivitets og omgåelsesbetraktninger vil kunne slå betydelig ulikt ut ved ulike former for ordrer og plasseringer, typer finansielle instrumenter og kombinasjoner av slike. Det vil på denne bakgrunn også være et ufullstendig grunnlag for en generell vurdering av et slikt absolutt resultat, herunder i lys av forordningens formål og omgåelsesbetraktninger, uten en samtidig angivelse av hva som er å anse som ordre, plassering mv.”²¹⁴

Selv om MARs fortale punkt 25 kan indikerer en slik reservasjon, jf. ordlyden ”should”, så taler det samlede rettskildebildet, i tråd med konklusjonen i punkt 8.2.2, for at det ikke gjelder en slik reservasjon. Bergo mener at forståelsen om at det kan oppstå en plikt til å kansellere en ordre når innsideinformasjonen kommer til personens besittelse *etter* ordreinnleggelsen, ”åpenbart ikke [er] holdbart etter MAR”, og at skylden for feiltolkningen påhviler finansmyndighetene og Økokrim som ”antatte spesialist-organer på verdipapirjuss”.²¹⁵

²¹² Prop. 96 LS (2018-2019) s. 56-58 jf. NOU 2017: 14.

²¹³ Prop. 96 LS (2018-2019) s. 56-58.

²¹⁴ Ibid.

²¹⁵ Bergo (2021) s. 472 og 475.

En slik tolkning kan i verste fall medføre at en investor blir rammet av forbudet uten å kunne gjøre noe med det. For eksempel der ordren er plassert, men ikke gjennomført, for så at investoren kommer i besittelse av ”nøytral” innsideinformasjon. Dersom ordren ikke kanselleres, kan det ifølge finansdepartementet etter en konkret vurdering utgjøre innsidehandel. Dersom ordren gjennomføres, kan det imidlertid også ”under spesielle omstendigheter” utgjøre innsidehandel. Investorer er i slike situasjoner aldri på trygg grunn, og det kan være den tilfeldige etterfølgende kursendringen som kan være bestemmende for om forbudet er overtrådt eller ikke.

Som tidligere stadfestet bør ikke en ordre som er innlagt før besittelse av innsideinformasjon utgjøre misbruk. Dette mener jeg bør gjelde selv om en helhetsvurdering tilsier at det i det konkrete tilfellet likevel var tale om misbruk. Forutberegneligheten til aktørene svekkes av at norske myndigheter sender ut blandede signaler. Det er bedre å oppnå klare og minst mulige skjønnspregede regler som markedsaktørene kan forholde seg til, enn å innfortolke misbruksreservasjoner som skal kunne gjennomtvinge sanksjonering i tilfeller som i utgangspunktet ikke strider med MAR. Hvilken retning norske myndigheter vil følge i fremtiden, er usikkert. Det er imidlertid lite som antyder at Norge innenfor dette feltet har tenkt å marsjere skulder ved skulder med EU. Dette vil kunne få uheldige konsekvenser, som er tema i neste punkt.

8.3.4 Konsekvenser av særnorsk forståelse

Under MAD var det store variasjoner av tolkning og anvendelse av markedsmisbruksreglene. MAR ble derfor innført i forordnings form, slik at lovgiverne i EU/EØS-landene i større grad skulle være bundet. Hensikten var å sikre ensartethet og unngå regelarbitrasje.²¹⁶ Generelt har EU-regler i nyere tid i langt større grad blitt utarbeidet som forordninger. Formålet er å sikre felles forståelse og anvendelse av reglene. EU-domstolen har også i flere saker påpekt viktigheten av felles forståelse, og det fremgår for øvrig også av fortalen til EØS-avtalen.²¹⁷ Norge legger imidlertid ikke til grunn det mest naturlige og hensiktsmessige skjæringstidspunktet for ordreplassering, og har heller ikke tilpasset seg den ledende europeiske forståelsen for når det vil utgjøre misbruk å kansellere en ordre. Disse særnorske tolkningstilpasningene av ordresituasjonene motvirker harmoniseringsmålsetningen.

²¹⁶ MARs fortale punkt 4.

²¹⁷ MARs fortale punkt 1-4, samt MAR artikkel 1. Ensartethet innenfor EU/EØS gjelder imidlertid som et alminnelig prinsipp, og skal veie tungt i vurderingen.

Konsekvensene er at reglene risikeres å bli anvendt ulikt, og at Norge blir ansett som en illojal medlemsstat av det som skal være et felles samarbeid.

I forlengelsen av at reglene blir tolket og anvendt ulikt, vil risikoen for feilaktige domfellelser øke. Dette har Norge etter min mening tidligere gjort seg skyldig i, jf. bl.a. Eltek-saken.²¹⁸

Et annet spørsmål, som faller litt utenfor kjernen av konsekvensen av å operere med en særnorsk forståelse av EU/EØS-reglene, men som likevel er relevant og interessant i denne sammenheng, er *hvorfor* Norge har valgt å utarbeide et relativt omfattende forarbeid som er ment å være veiledende for hvordan MAR skal tolkes og anvendes. Dette er både uvanlig, og dessuten ingen oppgave ment for norsk lovgiver.

Tvert imot er det EU-kommisjonen som har til oppgave å utarbeide forarbeider til rettsakter.²¹⁹ Etter min oppfatning kan det synes som om norske finansmyndigheter med hensikt forsøker å påvirke enkelte bestemmelser i MAR i bestemte retninger. Norskpolitisk posisjonering som uttrykkes gjennom norske forarbeider som omhandler EU-rettsakter, er imidlertid ingen rettskilde for forståelsen av EU-regler, og må som konsekvens ses bort i fra i tolkningen.²²⁰

²¹⁸ Rt. 2014 s. 452 (Eltek). Se også LB-2017-153037-3 (Funcom-dommen), hvor tiltale ble domfelt for flere handler aktøren hadde besluttet før vedkommende kom i besittelse av insideinformasjon.

²¹⁹ Link fra europolov til lovgivningsprosessen for EU-rettsakter: <https://www.europolov.no/laermer/beslutningsprosessen#EU1>.

²²⁰ Dette vil gjelde både NOU 2017: 14, Prop. 96 LS (2018-2019), og andre uttrykk for norsk tolkning av EU-rett jf. Bergo (2021) s. 475.

9 Introduksjon til presumsjonen om innsidehandel

9.1 Innledning

Temaet for dette kapittelet er å gi en introduksjon til hva presumsjonen om innsidehandel dreier seg om, hvorfor det ble utarbeidet en slik presumsjon, og hvordan EU-domstolen legitimerte presumsjonen. Spørsmålene er viktig å finne svar på fordi de bidrar til å avklare *når* myndighetene kan kreve at den enkelte borger skal bevise sin uskyld.

Grunnen til at presumsjonen om innsidehandel er delt i to kapitler, er at temaet reiser mange og omfattende spørsmål. Derfor vil et introduserende kapittel gi et ryddig og naturlig utgangspunkt for å angripe de særlige spørsmålene som skal tas opp i kapittel 10.

9.2 Tilblivelse og legitimering av presumsjonen

Presumsjonen om innsidehandel kom for første gang til uttrykk i Spector-dommen. Her skulle EU-domstolen blant annet vurdere hvordan vilkåret ”using that information” i MAD artikkel 2 nr. 1 skulle forstås. I avsnitt 54 fremgår det:

“the fact that a primary insider who holds inside information trades on the market in financial instruments to which that information relates implies that that person ‘used that information’ within the meaning of Article 2(1) of Directive 2003/6, but without prejudice to the rights of the defence and, in particular, the right to be able to rebut that presumption.”²²¹ (Min understreking).

I korte trekk medførte dommen at i situasjoner hvor en person er i besittelse av innsideinformasjon på tidspunktet vedkommende valgte å handle i et finansielt instrument, presumeres det at innsideinformasjonen inngikk som en del av beslutningsgrunnlaget om å handle.²²² Følgelig kan det sanksjoneres for overtredelse av forbudet. Det som EU-domstolen i realiteten gjorde var å snu bevisbyrden, slik at den som handlet må bevise sin uskyld.

Adgangen til å etablere skyldpresumsjoner er på generelt grunnlag begrenset.²²³ Det kreves klar hjemmel for det, noe som har sammenheng med at slike presumsjoner virker svært tyngende for den presumsjonen retter seg mot. Innenfor dette rettsområdet er sanksjonene

²²¹ Sak C-45/08 [C5] *Spector Photo Group* avsnitt 54.

²²² Det er et paradoks at EU streber etter å sikre høyere grad av ”freedom, security and justice” jf. TEUF artikkel 2 og ”the hauge programme”, men samtidig erstatter uskyldpresumsjonen med en skyldpresumsjon i innsidehandelssaker. Dette har blitt kritisert, se bl.a. Seredynska (2012) s. 26.

²²³ Jerkø (2017) s. 165.

strengt. Behovet for klare lovbestemmelser er dermed nødvendig for at aktører skal kunne forutberegne sin rettsstilling. Spørsmålet blir da hvilket grunnlag EU-domstolen hadde for å snu bevisbyrden.

Ordlyden i MAD²²⁴ ga ingen klar hjemmel til å oppstille en slik presumsjon. Tvert imot fremsto ordlyden ganske klar på at det måtte påvises bruk ("use") av innsideinformasjonen. Det er dermed bemerkelsesverdig, og til dels kritikkverdig, at EU-domstolen i Spector-dommen likevel oppstilte en slik presumsjon. Presumsjonen har riktignok gode grunner for seg. Uten en slik presumsjon måtte påtalemyndighetene først bevise besittelse av innsideinformasjon, for så i tillegg direkte årsakssammenheng mellom besittelsen og den aktuelle transaksjonen. Den anklagede kunne enkelt og greit nektet for å ha brukt innsideinformasjonen i handelen. En slik tilnærming ville medført vanskelige bevisspørsmål og følgelig medført at sanksjonsregime ble ineffektivt.

Effektivitetshensyn var en sentral del av presumsjonens begrunnelse i Spector-dommen. I avsnitt 37 fremgår det at "the effectiveness of which would be weakened if made subject to a systematic analysis of the existence of a mental element". En presumsjon om innsidehandel vil virke preventivt, ved at investor vil være tilbakeholden med å handle. Dersom investor likevel velger å handle, presumeres det at informasjonen er brukt. Det blir deretter opp til investor å motbevise misbruk.²²⁵

For å unngå uriktig eller feilaktig domfellelse, bør grunnleggende rettssikkerhetsgarantier være på plass. På denne bakgrunn modererte EU-domstolen betydningen av presumsjonen, ved at "the rights of the defence and, in particular, the right to be able to rebut that presumption" skal være til stede.²²⁶ Her innskrenkes rekkevidden av presumsjonen ved å innta et sikkerhetsnett som skal fange opp situasjoner som ikke strider med forbudet. Dette er essensielt, da noe annet ville vært i strid med uskyldspresumsjonen og retten til forsvar.²²⁷

²²⁴ MAD artikkel 2 nr. 1.

²²⁵ Ibid s. 4.

²²⁶ Sak C-45/08 [C5] *Spector Photo Group* avsnitt 54.

²²⁷ Det sier seg selv at det ville vært et grovt brudd på begge disse kjernerettighetene dersom det skulle vært tillatt å presumere at en person har begått et lovbrudd, og deretter tatt fra vedkommende retten til å motbevise anklagen. Se uskyldspresumsjonen i GrI. § 96 annet ledd og EMK artikkel 6 nr. 2. Retten til en rettferdig rettergang, herunder retten til forsvar, fremgår av EMK artikkel 6 nr. 3 bokstav b, jf. nr. 1.

Presumsjon om innsidehandel ble videreført i MAR, og kommer i dag tydelig frem av sammenhengen mellom artikkel 8 og MARs fortale. Det fremgår av MAR artikkel 8 at innsidehandel foreligger dersom den som besitter innsideinformasjon ”uses that information”. Av MARs fortale punkt 24 heter det at ”it should be implied that that person has used that information. That presumption is without prejudice to the rights of the defence”.²²⁸ (Min understreking).

Et viktig spørsmål som har betydning for hvilket beviskrav som skal legges til grunn ved tilbakevisning av presumsjonen, er *hvilken type* presumsjon det er tale om. Det finnes to typer presumsjoner: *legalpresumsjoner* og *faktiske presumsjoner*.

For innsidehandel vil en legalpresumsjon innebære at dersom påtalemyndighetene kan bevise at insider var i besittelse av innsideinformasjon på transaksjonstiden, skal det legges til grunn at innsidehandel har funnet sted. En faktisk presumsjon bygger imidlertid på alminnelige erfaringssetninger, hvor den presumerende omstendighet ikke gis større bevisverdi enn hva den ville hatt ved en fri bevisvurdering.²²⁹ Etter MAR fremstår presumsjonen som en legalpresumsjon som gir uttrykk for en faktisk presumsjon.²³⁰ Dette kan leses ut av MARs fortale, hvor den som besitter innsideinformasjonen på handelstidspunktet, presumeres å *bruke* denne informasjonen med mindre presumsjonen kan tilbakevises.²³¹

Det er mange viktige spørsmål relatert til presumsjonen om innsidehandel som hverken EU-domstolen eller MAR svarer på. Disse spørsmålene er tema i neste kapittel.

²²⁸ MARs fortale punkt 24.

²²⁹ Strandberg (2005) s. 121-123, Jerkø (2017) s. 157, Skoghøy (2017) s. 168.

²³⁰ Jerkø (2019) punkt 5.3. Slike presumsjoner har begrenset praktisk betydning ut over den frie bevisvurderingen. Unntak er dersom dommeren ville presumert annerledes. Jerkø nevner f.eks. tilfellet hvor en legalpresumsjon slår fast at det under visse omstendigheter skal anses å foreligge diskriminering. Dommeren kan i et slikt tilfelle ikke presumere annerledes, så fremt disse omstendighetene foreligger. Det er insider som skal tilbakevise presumsjonen og må godtgjøre det.

²³¹ MARs fortale punkt 24.

10 Særlige tolkningsspørsmål relatert til presumsjonen om innsidehandel

10.1 Innledning

Både EU-domstolens etablering av presumsjonen om innsidehandel, og MARs kodifiseringen av den, etterlot mange grunnleggende og viktige spørsmål ubesvart. De viktigste spørsmålene som skal tas opp her, er hvem som omfattes av presumsjonen, hva som skal til for å tilbakevise presumsjonen (herunder hvilket beviskrav som skal legges til grunn), hvilke tolkningstilpasninger Norge har gjort, og hvorvidt presumsjonen kan komme i konflikt med uskyldpresumsjonen etter Grunnloven og EMK.²³² Presumsjonen om innsidehandel virker tyngende for markedsaktørene. Av rettssikkerhetsmessige hensyn, herunder behovet for klare og forutberegnelige lovbestemmelser, er det derfor viktig at spørsmålene blir adressert.

10.2 Gjelder presumsjonen både for primær og sekundærinnsidere?

10.2.1 Innledning

Etter EU-domstolens behandling av Spector-dommen, var et av de viktige ubesvarte spørsmålene hvorvidt presumsjonen om innsidehandel kun skulle gjelde for primærinnsidere, eller om presumsjonen også gjaldt for sekundærinnsidere. Det er betenkelig at det ikke finnes et klart svar på spørsmålet, da det har enorm betydning for forutberegneligheten til markedsaktørene.

Slik jeg ser det, finnes det i skrivende stund to mulige tolkningsalternativer for hvordan presumsjonen om innsidehandel skal forstås i relasjon til sekundærinnsidere.

Et tolkningsalternativ er at presumsjonen om innsidehandel i MAR (i) ikke trekker et skille mellom primær- og sekundærinnsidere, og at presumsjonen dermed også omfatter sekundærinnsidere. Et annet tolkningsalternativ er at (ii) presumsjonen kun gjelder for primærinnsidere.²³³ Jeg kommer nærmere inn på disse nedenfor.

²³² Grl. § 96 annet ledd og EMK artikkel 6 nr. 2.

²³³ Det finnes også en potensiell tredje innfallsvinkel, hvor MAR legger opp til at hvert enkelt land selv kan avgjøre om presumsjonen også skal omfatte sekundærinnsidere. Sistnevnte tolking gir hvert enkelt land fleksibilitet og mulighet til å velge den løsningen de finner mest hensiktsmessig sett i sammenheng med deres syn på spørsmålet. Danmark har tolket regelverket på denne måten. En del av hensikten med MAR var imidlertid å harmonisere regelverket for å unngå ulike tolkninger og regelarbitrasje. Tilnærmingen om at hvert enkelt land selv kan avgjøre spørsmålet, motvirker denne målsetningen.

10.2.2 Rettstilstanden etter Spector-dommen og MAR

Når man skal ta stilling til om sekundærinnsidere er omfattet av presumsjonen om innsidehandel, er det særlig to rettskilder som gir veiledning: Spector-dommen og MAR. Det er nødvendig å først analysere hvilken retning disse kildene isolert sett peker i, for deretter å se kildene i sammenheng.

Spector-dommen omhandlet en person som på bakgrunn av sin nærhet til innsideinformasjonen, klassifiserte seg som primærinnsider etter MAD artikkel 2 første ledd bokstav a til d. Underveis i domstolens drøftelse av sakens spørsmål, ble begrepet ”primærinnsider” brukt hyppig og konsekvent, i motsetning til begrepet ”sekundærinnsider”, som ikke ble nevnt i det hele tatt.²³⁴ Dette taler i retning av at presumsjonen ble utarbeidet med sikte på å kun ramme primærinnsidere.

Et sentralt argument ved EU-domstolens argumentasjon for å legitimere presumsjonen om innsidehandel, var at primærinnsidere står i en særskilt tillitsposisjon både direkte i relasjon til utstederne av de finansielle instrumentene, og gjennom sin posisjon som sådan, hvor det å komme i kontakt med innsideinformasjon er en rutinemessig del av stillingsbeskrivelsen.²³⁵ Å utnytte denne tillitsposisjonen er enkelt, og anses dermed som så klanderverdig og bedragerisk, at det er rimelig at bevisbyrden for at informasjonen ikke er utnyttet i handelen, påhviler primærinnsideren. Primærinnsiders særskilte nærhet til innsideinformasjonen gjør at denne gruppen utgjør kjernen av det virkelige problemet med innsidehandel. For å få bukt med innsidehandel, var det derfor et nødvendig steg å utvikle en presumsjon om innsidehandel for disse situasjonene.

Denne argumentasjonen har liten overføringsverdi til en sekundærinnsider, da denne investorgruppen normalt ikke besitter en slik utnyttbar tillitsposisjon. Sekundærinnsidere representerer altså ikke kjernen av problemet, og dermed anses det ikke som like alvorlig og klanderverdig at en sekundærinnsider utfører innsidehandel. At forbudet kun skal gjelde primærinnsidere, støttes av at domstolen i avsnitt 54 konkludere med at ”use” måtte forstås på følgende måte:

²³⁴ Se særlig avsnitt 30-34, samt avsnitt 54. Se også Kinander (2019) s 7-8.

²³⁵ Se f.eks. sak C-45/08 [C5] *Spector Photo Group* avsnitt 36.

”It follows that the fact that a primary insider who holds inside information trades on the market in financial instruments to which that information relates implies that that person ‘used that information’ within the meaning of Article 2(1) of Directive 2003/6”. (Min understreking).

Det har likevel vært noe diskusjon om også sekundærinnsidere var ment omfattet av dommen. Forut for EU-domstolens avgjørelse i Spector, kom Generaladvokat Juliane Kokott med forslag til avgjørelse i saken. Kokott argumenterte for at presumsjonen også *burde* gjelde sekundærinnsidere.²³⁶ Lars Klöhn er nølende til spørsmålet, men heller mer i retning av at sekundærinnsidere bør omfattes. Begrunnelsen baserer seg på at innsideinformasjon per definisjon er kurspåvirkende, noe som gjelder uavhengig av om det er tale om primær- eller sekundærinnsidere.²³⁷ Klöhn påpeker imidlertid at EU-domstolen, ved å rette fokuset utelukkende mot primærinnsidere, tok en annen vending enn forslaget til generaladvokat Kokott. Morten Kinander mener at presumsjonen slik den originalt ble utviklet gjennom Spector kun omfattet primærinnsidere, men at det er uklart om dette gjelder etter MAR.²³⁸

Ved vurderingen av om dommen mente å ta for seg begge investorgrupper, eller kun primærinnsidere, er det viktig å identifisere spørsmålet i *den aktuelle saken* (om en primærinnsider som besitter innsideinformasjon velger å handle i finansielle instrumenter, i seg selv tilsier at informasjonen ble brukt i handelen). Det å anvende presumsjonen utenfor dette spesifikke spørsmålet, altså også på sekundærinnsidere, ville innebære en utvidende tolkning av dommen. En slik utvidende tolkning kan ikke forsvares utelukkende på bakgrunn av argumentasjon om at sekundærinnsidere *bør* (de lege ferenda) omfattes av presumsjonen.

Det er etter min mening lite trolig at EU-domstolens utelukkende fokus på primærinnsidere var en ”glipp”, og at begge grupper var ment omfattet av presumsjonen. I tillegg er dommen i stor grad bygget på tillitsargumenter som ikke gjør seg gjeldende for sekundærinnsidere. Basert på dette må konklusjonen bli at presumsjonen om innsidehandel etter Spector-dommen, kun var ment å omfatte primærinnsidere.

²³⁶ Generaladvokat Kokott forslag til avgjørelse i sak C-45/08 [C5] Spector Photo Group, avsnitt 108.

²³⁷ Klöhn (2010) s. 362. I samme retning: Ventoruzzo and Mock (2017) s. 249 flg.

²³⁸ Kinander (2019) s. 6-12.

Rettsstilstanden Spector-dommen ga uttrykk for ble imidlertid uklar etter MARs ikrafttredelse. Etter MAR artikkel 8 nr. 1 omfatter presumsjonen ”a person” som besitter og bruker innsideinformasjon i en handel. Ordlyden er generelt utformet, og skiller ikke mellom primær- og sekundærinnsidere. Tvert imot taler bestemmelsen for at alle omfattes. I MARs fortale punkt 24 skilles det ikke mellom primær og sekundærinnsidere. Der fremgår det kun at presumsjonen gjelder for fysiske og juridiske personer.

Isolert sett taler denne generelle utformingen klart i retning av at det ved MAR ikke er ment å trekke et skille mellom primær- og sekundærinnsidere. Det er imidlertid underlig at Spector la opp til et slikt skille, noe MARs fortale punkt 24 ikke virker å gjøre, når ordlyden i fortalens punkt 24 er tydelig inspirert av dommen.²³⁹

Dersom skillet mellom primær- og sekundærinnsidere som Spector la opp til ikke var ment videreført i MAR, vil det i realiteten innebære en utvidelse av innsidehandelsforbudet. Det vil i så fall virke naturlig – fra et lovgiverperspektiv, og med hensyn til klare og forutberegnelige lovbestemmelser – at denne endringen ble presisert gjennom en klar ordlyd. Fortaleteksten er ikke klar på dette punktet, og er heller ingen formell rettskilde. Å utvide presumsjonen om innsidehandel til å også omfatte sekundærinnsidere gjennom MARs fortale, virker derfor uryddig, og gjør systematikken i forordningen unødvendig komplisert.²⁴⁰

Riktignok taler effektivitetshensyn for at også sekundærinnsidere *bør* omfattes av presumsjonen om innsidehandel. Forfølging av innsidehandelsatferd vil for sanksjonerende myndigheter bli enklere, og det vil bli økt fokus på situasjonene som kan utsette sekundærinnsidere for en slik presumsjon. Dette kan bidra til mindre innsidehandel, noe som fremmer MARs formål om å skape tillitt og integritet i markedet. Utviklingen av innsidehandelsforbudet har de siste tiårene medført stadig strengere regelverk, høyere strafferammer, og generelt en krig mot innsidehandel. Dette taler også for at sekundærinnsidere bør omfattes av presumsjonen.

²³⁹ Ordlyden i fortalepunkt 24 er nærmest identisk med EU-domstolens utforming av presumsjonen i sak C-45/08 [C5] *Spector Photo Group* avsnitt 54 og 62.

²⁴⁰ EMK artikkel 7 og GrI. § 96. At det er uklart om det gjelder en presumsjon for sekundærinnsidere som kan medføre straff eller administrative reaksjoner, er bekymringsverdig. Effektivitetshensyn kan ikke trumfe kravene som stilles til forutberegnelighet og klare lovregler, særlig ikke på strafferettens område jf. sak 1828/06 [GC] *G.I.E.M. S.R.L. and others v. Italy* (2018).

Etter min oppfatning taler dette samlet, men med særlig vekt på MARs fortale punkt 24, jf. artikkel 8, for at sekundærinnsidere omfattes av presumsjonen om innsidehandel. At MAR ikke ble utformet mer presist er uheldig, men slik jeg ser det gir ikke det alene grunnlag for en annerledes tolkning av spørsmålet.

Konklusjonen er dermed at både primær og sekundærinnsidere omfattes av presumsjonen om innsidehandel. Spørsmålet som da oppstår er hvilke beviskrav som skal legges til grunn ved tilbakevisning av presumsjonen.

10.3 Beviskrav

Beviskravet i straffesaker er normalt at det faktum som oppfyller vilkårene til den aktuelle straffebestemmelsen, må bevises ut over enhver rimelig og fornuftig tvil.²⁴¹ I teorien er kravet anslagsvis tolket som 90-100% sannsynlighet.²⁴² Jo lavere kravet er, desto mer tyngende og inngripende vil det føles for den som er påstått skyldig i det straffbare forholdet. På bakgrunn av den snevre adgangen til å operere med skyldpresumsjoner, skal slike presumsjoner derfor anvendes med varsomhet. Dette taler for at beviskravet ikke bør være for strengt når presumsjonen skal tilbakevises.

Det er ingen tungtveiende EU-rettskilder som gir god veiledning for hvilket beviskrav som skal legges til grunn, noe som åpner for tolkning. Slik jeg ser det er det tre potensielle beviskrav som kan legges til grunn. Det kan enten (i) kreves klare *indikasjoner* som motbeviser bruk av innsideinformasjonen. Dette vil tilsvare et beviskrav lavere enn alminnelig sannsynlighetsovervekt. Alternativt kan det kreves (ii) alminnelig sannsynlighetsovervekt (at det er mer sannsynlig enn ikke), eller (iii) kvalifisert sannsynlighetsovervekt, som er et noe skjerpet krav ut over alminnelig sannsynlighetsovervekt.

Ved fastleggelsen av hvilket beviskrav som skal legges til grunn, er det nødvendig å se på de motstridende hensynene som gjør seg gjeldende. På den ene siden tilsier hensynet til effektiv

²⁴¹ Se bl.a. Rt. 2005 s. 833 (Plenum). At enhver rimelig tvil skal komme tiltalte til gode, tilfredsstillende uskyldpresumsjonen i EMK artikkel 6 nr. 2 jf. Eskeland og Høgberg (2017) s. 118.

²⁴² Se f.eks. Andenæs (2009) s. 161 "skal man uttrykke det i prosent, vil det si at det kreves noe så nær 100 % sannsynlighet for domfellelse." Å angi beviskravet i prosent er kun til hjelp for tanken. I det praktiske liv finregner ikke dommeren på prosent sannsynlighet for sakens omstendigheter. Problemet med å operere med prosent, er at det gir uttrykk for et mål om å oppnå et nøyaktighetsnivå som uansett er uopnåelig.

straffeforfølgelse at beviskravet ved tilbakevisning bør være strengt. I samme retning peker prevensjonshensyn. På den annen side taler innsiders behov for rettssikkerhet for at beviskravet ikke bør være for strengt. Bergo mener at det ikke kan stilles høyere krav enn alminnelig sannsynlighetsovervekt for å tilbakevise presumsjonen.²⁴³

Etter min oppfatning synes det rimelig å kreve alminnelig sannsynlighetsovervekt. Et slikt krav vil skape flest riktige avgjørelser, og ikke virke for tyngende overfor innsideren. Likevel mener jeg at det også etter omstendighetene bør tillates et lavere krav for tilbakevisning. Dersom det foreligger klare indikasjoner på at innsideren ville utført handelen uavhengig av innsideinformasjonen, bør ikke de motstridende bevisene som skaper tvil, gjennomtvinge sanksjoner. Dette gjelder særlig i komplekse saker hvor alvorlige sanksjoner står på spill. Hvor sterke indikasjoner som må kreves, må vurderes etter en helhetsvurdering av bevisene i saken.

Konklusjonen må dermed bli at beviskravet for tilbakevisning av presumsjonen om innsidehandel som et utgangspunkt er alminnelig sannsynlighetsovervekt, men at det etter omstendighetene kan stilles lavere beviskrav.

Spørsmålet som da oppstår, er hva innsideren konkret kan vise til når presumsjonen skal tilbakevises. Dette er tema i neste punkt.

10.4 Tilbakevisning av presumsjonen om innsidehandel

10.4.1 Innledning

Det er en grunnleggende rettighet i et demokratisk samfunn å ha mulighet til å kunne forsvare seg mot anklager de mektige statsorganene retter mot enkeltindividet.²⁴⁴ Når noen anklages for å ha utført innsidehandel, skal vedkommende kunne forsvare seg ved å så tvil om riktigheten, eller om mulig renvaske seg fra anklagen. Presumsjonen påvirker ikke retten til forsvar.²⁴⁵ I prinsippet skal all relevant argumentasjon som taler *mot* at vedkommende er

²⁴³ Bergo (2021) s. 473.

²⁴⁴ Retten til forsvar er innfortolket i retten til en rettfærdig rettergang, og har således grunnlovsmessig forankring jf. Grl. § 95. forsvarsretten er dessuten vernet av sentrale menneskerettslige konvensjoner som Norge er bundet av, slik som EMK artikkel 6 nr. 3 bokstav a og SP artikkel 14 nr. 3 bokstav b.

²⁴⁵ Dette ble slått fast i sak C-45/08 [C5] *Spector Photo Group* avsnitt 62. Det samme fremgår også av MARs fortale punkt 24 for innsidehandel generelt, og 25 for ordresituasjoner.

skyldig, tillates fremmet. Problemstillingen som i det følgende skal drøftes, er *hva* innsider kan vise til for å tilbakevise presumsjonen.

Som jeg snart skal komme nærmere inn på, er det to måter å tilbakevise presumsjonen om innsidehandel. For det første kan det bevises at den som er anklaget for innsidehandel ville kjøpt eller solgt de aktuelle finansielle instrumentene uavhengig av innsideinformasjonen.²⁴⁶ For det andre kan det argumenteres for at handelen ikke strider med MARs overordnede formål.²⁴⁷ Disse tilbakevisningsgrunnlagene er tema i punkt 10.4.2 og 10.4.3.

10.4.2 Innsideinformasjonen var irrelevant for investeringsbeslutningen

Det første grunnlaget for å tilbakevise presumsjonen om innsidehandel, er at innsider beviser at de aktuelle finansielle instrumentene ville blitt kjøpt eller solgt uavhengig av innsideinformasjonen. Spørsmålet blir *hvordan* innsider kan motbevise at innsideinformasjonen var motiverende for investeringsbeslutningen. Herunder behandles spørsmålet om subjektive forutsetninger for investeringsbeslutningen vil være relevant å ta i betraktning når innsider skal tilbakevise utnyttelse av innsideinformasjon.

En svakhet med Spector-dommen, er at den er uklar hva gjelder grunnlaget for tilbakevisning av presumsjonen. I avsnitt 55 nøyer domstolen seg med å konstatere at “certain situations may require a thorough examination of the factual circumstances enabling it to be ensured that the use of the inside information is actually unfair”.²⁴⁸ Formuleringen er på grensen til intetsigende. At visse situasjoner kan kreve en nøyere gjennomgang av sakens/transaksjonens faktiske sider, er selvsagt. Det interessante ville imidlertid vært og fått en pekepinn på generelle og typiske trekk, som kan tilsi et behov for en slik nøyere gjennomgang. Riktignok viser EU-domstolen i de påfølgende avsnittene til noen *spesifikke* ”safe harbour” tilfeller,²⁴⁹ uten at disse er direkte interessante for tilbakevisning av presumsjonen.

I MARs kommentarutgave fremgår noen eksempler på hva forsvaret kan innebærer:

²⁴⁶ Bergo (2021) s. 473-474.

²⁴⁷ Sak C-45/08 [C5] *Spector Photo Group* avsnitt 36 og 62. Se også Kinander (2018a) s. 48-55 på s. 55.

²⁴⁸ Sak C-45/08 [C5] *Spector Photo Group* avsnitt 55.

²⁴⁹ Ibid avsnitt 56-60. Med ”safe harbour” menes tilfeller som ikke rammes av forbudet så fremt betingelsene som fremgår av disse ”safe harbour” bestemmelsene er oppfylt. De kan dermed anses som unntak fra utgangspunktet. Se MAR artikkel 9.

”the insider may argue that he was not in possession of inside information; that he did not understand that the information qualified as inside information; *that the transaction was motivated by other information than the inside information*, or that the transaction did not constitute an unfair advantage to the detriment of third parties”.²⁵⁰

Normalt vil det være uproblematisk å tilbakevise en anklage om innsidehandel. Forut for en investeringsbeslutning ligger det gjerne omfattende data til grunn som vil indikere på hvilket grunnlag investeringen er gjort. I tillegg er det av interesse å undersøke hva slags investor det er tale om, samt se på investorens investeringsatferd over tid. Dette kan være med å bevise/motbevise presumsjonen.

For eksempel vil større investorer med langvarig strategi for realisasjon av avkastning, utføre dypdykk og ”due diligence” i all relevant materiale som har betydning for handelen før beslutningen treffes.²⁵¹ For slike tilfeller vil en liten kursoppgang være uinteressant i det lange løp. Dette i motsetning til spekulative investorer, slik som daytradere, som gjerne hopper på selv de minste berg-og-dalbaner.²⁵² Dessuten etterlater ofte transaksjoner sporbar informasjon. Investorer som tar sikte på langvarige investeringer etterlater seg omfattende dokumenter. Daytradere kommer ofte med investeringstips på teknologiske plattformer, slik som YouTube. Andre investorer kommuniserer gjerne gjennom lydopptatte telefonsamtaler med megler.

Tidligere handelsatferd vil også være relevant for å tilbakevise presumsjonen. I en dom fra dansk Høyesterett (Midtbank-saken) ble presumsjonen om innsidehandel tilbakevist.²⁵³ I denne saken hadde en bank tilbakekjøpt aksjer til tross for innsideinformasjon om et kommende bud på de aktuelle aksjene. Ettersom banken hadde gjort lignende kjøp de foregående år, anså Høyesterett det bevist at innsideinformasjonen ikke spilte en rolle for investeringsbeslutningen.

Riktignok må det være noe kvalitet over bevisene som fremlegges. Som konstatert ovenfor stilles det *i det minste* krav om at bevisene som fremlegges utgjør klare indikasjoner på at innsideinformasjonen ikke spilte en rolle for investeringsbeslutningen. I de fleste saker må

²⁵⁰ Ventrizzo and Mock (2017) s. 254.

²⁵¹ Bergo (2021) s. 473-474.

²⁵² Ibid s. 473-475.

²⁵³ U 2005.984 H.

imidlertid bevisene med sannsynlighetsovervekt tale i denne retningen. Den nærmere vurderingen må ta utgangspunkt i omstendighetene i den enkelte sak.

Et viktig spørsmål som det har vært noe diskusjon om i teorien, er om subjektive forutsetninger for investeringsbeslutningen vil være relevant å ta i betraktning når presumsjonen skal tilbakevises. Med subjektive forutsetninger menes at innsider kan forsvare seg ved å vise til at innsidehandelen ikke ble begått forsettlig eller uaktsomt. Spørsmålet er viktig å adressere av to årsaker. For det første vil eventuelt fravær av relevans gjøre det vanskeligere for innsider å løsrive seg fra presumsjonen. For det andre vil et slikt innhugg i forsvarsretten kunne støte mot uskyldpresumsjonen i Grl. § 96 annet ledd og EMK artikkel 6 nr. 2.²⁵⁴

Norske myndigheter legger til grunn at subjektive forutsetninger for investeringsbeslutningen *ikke* er relevant når presumsjonen skal tilbakevises. I stortingsproposisjonen heter det at

”subjektive forutsetninger for investeringsbeslutningen slik departementet ser det ikke er relevante ved tilbakevisning av presumsjonen, og bemerker at dette etter departementets oppfatning ikke vil påvirkes av at overtredelser av bestemmelsen er belagt med straff.”²⁵⁵

Dette innebærer at finansdepartementet anser det irrelevant at innsider viser til at han ikke er subjektivt å bebreide. For eksempel vil det være irrelevant at innsider kan bevise at valget om å handle enten var tatt før mottak av innsidainformasjonen, eller at informasjonen på annen måte ikke spilte en rolle for investeringsbeslutningen når handelen ble utført.²⁵⁶ Denne tilnærmingen virker imidlertid ikke å være i tråd med resonnementene i Spector-dommen.

I Spector-dommen var effektiv sanksjonering et viktig hensyn for å legitimere presumsjonen. Det ble i sammenheng med dette hensynet fastslått at ”subjective grounds of defence are limited.”²⁵⁷ Ordlyden kan etter mitt syn forstås på to måter. Enten ønsket EU-domstolen å utelukke muligheten til å forsvare seg på subjektivt grunnlag.²⁵⁸ Eventuelt var utsagnet kun

²⁵⁴ Hvorvidt retten til forsvar er tilstrekkelig ivaretatt gjennom MAR, og etter norsk tolkning av MAR, behandles i punkt 10.6.

²⁵⁵ Prop. 96 LS (2018-2019) s. 56.

²⁵⁶ Ibid s. 55-56.

²⁵⁷ Sak C-45/08 [C5] *Spector Photo Group* avsnitt 37.

²⁵⁸ Slik har norske myndigheter i praksis tolket det.

ment for å påpeke at det subjektive forsvaret må ha en viss styrke for å få gjennomslag, men at det subjektive forsvaret ikke i seg selv kan nektes fremmet.²⁵⁹

Etter min oppfatning må sitatet tolkes i sistnevnte retning. Det vil virke langt mindre inngripende å vektlegge argumentet i bevisvurderingen ut i fra argumentets styrke, enn å blankt avvise det. Lav bevisverdi som følge av dårlig kvalitet på beviset kan enkelt håndteres ved at aktor påpeker de forholdene som er svekkende. Å oppstille en regel om at subjektive forutsetninger på generelt grunnlag har lav bevisverdi, vil være problematisk fordi det normalt vil være vanskelig å vurdere kvaliteten på et bevis før det er ført.²⁶⁰ Det er også problematisk å begrunne nektelse av bevisføring i effektivitetsbetraktninger for påtalemyndighetene, når bevisbyrden allerede er plassert hos innsider. Slik jeg ser det tilsier uansett ordlyden «limited» at innsider i det minste har en viss mulighet til å forsvare seg på subjektivt grunnlag. Ledende juridisk teori virker å peke i retning av at subjektive forutsetninger for investeringsbeslutningen *er* relevant ved tilbakevisning av presumsjonen.²⁶¹

Med særlig vekt på ordlyden ”limited” i Spector-dommen, samt hensynet til innsiders behov for å kunne forsvare seg, må konklusjonen bli at subjektive forutsetninger for investeringsbeslutningen *er* relevant for å tilbakevise presumsjonen om innsidehandling.

Grensetilfeller for om innsideinformasjonen kan anses å ha spilt en tilstrekkelig stor rolle i investeringsbeslutningen, bør etter min oppfatning komme investor til gode.²⁶² Årsaken er at den enkelte investor tolker antatt betydningsfull informasjon varierende. Dermed bør ikke tvilstilfeller gå ut over investoren. Det er langt bedre at en skyldig investor går fri enn at en uskyldig blir rammet.²⁶³

²⁵⁹ At subjektive forutsetninger for investeringsbeslutningen er relevant, støttes også av dommens avsnitt 69, hvor det uttales at ”In situations where it is clear a priori that inside information does not influence the action of a person, mere knowledge of inside information does not in itself imply use of that information.”

²⁶⁰ I lignende retning, se Rt. 2010 s. 1301 avsnitt 15.

²⁶¹ Se f.eks. Lehmann/Kumpan (2019) s. 697, Ventoruzzo and Mock (2017) s. 254. Bergo (2021) s. 473-475.

²⁶² Dette standpunktet er i tråd med argumentasjonen ovenfor, om at beviskravet for tilbakevisning av presumsjonen i enkelte saker ikke kan settes høyere enn at ”klare indikasjoner” taler *mot* bruk av innsideinformasjonen. Et slikt krav vil være lavere enn alminnelig sannsynlighetsovervekt. Se kapittel 10.3.

²⁶³ Øyen (2019) s. 467.

At innsider beviser at innsideinformasjonen ikke spilte en rolle for investeringsbeslutningen, er altså det ene grunnlaget for å tilbakevise presumsjonen. Jeg skal nå drøfte det andre.

10.4.3 Handelen strider ikke med MARs overordnede formål

Det andre grunnlaget for å tilbakevise presumsjonen om innsidehandel, er å vise til at handelen ikke strider med de overordnede formålene til MAR, til tross for at innsider var i besittelse av innsideinformasjon på handelstidspunktet.²⁶⁴ Årsaken er at den ulovlige handelsatferden kun rammer tilfeller som kan karakteriseres som misbruk av innsideinformasjon som skader integriteten i kapitalmarkedene og investorers tillit til markedet.

Det fremgår av Spector-dommen avsnitt 61 at utnyttelsespresumsjonen kan tilbakevises ved å vise til at formålene bak markedsmisbruksreglene ikke slår til.²⁶⁵ I MARs fortale punkt 24, som er tydelig inspirert av Spector-dommen, fremgår det at spørsmålet om hvorvidt forbudet mot innsidehandel er overtrådt

”should be analysed in the light of the purpose of this Regulation, which is to protect the integrity of the financial market and to enhance investor confidence, which is based, in turn, on the assurance that investors will be placed on an equal footing and protected from the misuse of inside information.”

Det kan imidlertid virke “løst” og “ugripelig” å skulle avgjøre hva som konkret skal til for å tilbakevise en anklage om innsidehandel basert på ord som ”markedsintegritet”, ”tillitt til markedene”, og ”investorbeskyttelse”. At innsidehandel er *antatt* å være skadelig for markedene, men uten empirisk forskningsstøtte, gjør vurderingen desto vanskeligere.²⁶⁶ Det er altså ikke alltid ”målbart” å peke på en bestemt atferd, konstatere om atferden er skadelig eller ikke, og følgelig om det bør sanksjoneres mot atferden. Dette vil særlig gjelde tilfeller som havner i en gråsonerområde for hva som kan anses som formålsstridig. For eksempel:

Et papirselskap kommer i besittelse av innsideinformasjon om at et relativt ferskt blekkselskap har oppfunnet en banebrytende teknologi for fremstilling av blekk. Blekkselskapet er imidlertid i en gjeldskrise, og muligheten for konkurs er nærstående.

²⁶⁴ Sak C-45/08 [C5] *Spector Photo Group* avsnitt 55 og 61. Se også Prop LS (2018-2019) s. 54-56.

²⁶⁵ Sak C-45/08 [C5] *Spector Photo Group* avsnitt 55 og 61.

²⁶⁶ Se kapittel 5.

Dersom blekkselskapet klarer å komme seg helberget ut av stormen, vil de imidlertid antagelig bli en stor og solid aktør i markedet, og kursen deres vil stige til værs.

Papirselskapet tilbyr på denne bakgrunn å fusjonere med blekkselskapet.

Er dette tilfellet i strid med formålene bak innsidehandelsforbudet?

Vurderingen av om det er tale om misbruk av innsideinformasjon må i et slikt tilfelle basere seg på om transaksjonen er ”actually unfair”.²⁶⁷ Dette vil være tilfelle dersom informasjonen gir et urettferdig informasjonsfortrinn til *skade* for andre. Innsidehandelsforbudet kan ses på som en spesialbestemmelse av investorbedrageri. Det kan dermed være hjelpsomt å vurdere om det spesifikke tilfelle har karakter av bedrageri.

Det oppdiktete eksempelet ovenfor taler på den ene siden for at innsideinformasjonen ikke gir et slikt informasjonsfortrinn ettersom utsiktene for at blekkselskapet skal komme seg over den økonomiske ”kneika” er dårlig. Handelen tok dermed ikke sikte på *misbruk* av innsideinformasjonen for å oppnå en fordel på bekostning av andre. På den annen side er papirselskapet godt kjent med at deres ”redningsaksjon” *kan* medføre at blekkselskapet klarer seg, og at aksjekursen til selskapet i så fall vil skyte til værs. Dette vil papirselskapet nyte svært godt av, på bekostning av øvrige konkurrenter i markedet.

Dette illustrerer at vurderingen kan være langt fra sort/hvitt, og det kan være en vanskelig oppgave å balansere hensynene som skal ivareta formålene bak forbudet mot innsidehandel på kniveggen. Det som generelt kan sies ved vurderingen, er at det må foretas en grundig avveining av de motstridende hensynene som formålene bak innsidehandelsforbudet skal ivareta. Hvert enkelt tilfelle må vurderes isolert og konkret.

I tillegg til disse to tilbakevisningsgrunnlagene, har MAR egne såkalte ”safe harbour”-regler i artikkel 9. Disse reglene definerer tilfeller som ikke skal anses som innsidehandel, til tross for at vilkårene ellers er oppfylt. Årsaken er at atferden, i tråd med artikkelens overskrift, anses som ”legitim”. Formålene bak forbudet slår således ikke til. I disse situasjonene er det ikke tale om å tilbakevise presumsjonen om innsidehandel. Reglene er snarere typetilfeller som i

²⁶⁷ Sak C-45/08 [C5] *Spector Photo Group* avsnitt 55.

utgangspunktet presumeres å *ikke* stride med forbudet. Artikkel 9 er dermed et utslag av rettsstridsreservasjonen.²⁶⁸

Innledningsvis ble det avgrenset mot å gå inn på de enkelte unntakene som følger av artikkel 9. Likevel skal jeg undersøke om det ville vært mer hensiktsmessig dersom forbudet mot innsidehandel var uttømmende regulert av slike ”safe harbour”-unntak, istedenfor en skjønnsmessig vurdering hvor innsider må tilbakevise presumsjonen. Dette er tema i neste punkt.

10.5 Alternativ lovgiverteknikk

10.5.1 Innledning

I dette kapittelet skal jeg foreta en kort de lege ferenda-drøftelse av hvorvidt det vil være mer hensiktsmessig å operere med et generelt forbud mot innsidehandel, men hvor en egen lovbestemmelse regulerte konkrete og utfyllende ”safe harbour”-unntak for legitim atferd. Formålet med drøftelsen er å kartlegge hvilken løsning som vil være mest hensiktsmessig, samt hva som vil gi markedsaktørene best forutberegnelighet.

10.5.2 Safe-harbour som definisjon av legitim atferd – alternativ lovgiverteknikk

Det er klart at en egen lovbestemmelse som utfyllende identifiserer og regulerer alle tilfeller som anses som legitim handelsatferd, skaper trygghet og forutsigbarhet for alle markedsaktører.²⁶⁹ Atferd som faller utenfor disse reglene, vil være ulovlig. Å skille lovlig og ulovlig atferd vil dermed bli langt mindre skjønnspreget enn etter en tilnærming hvor årsakssammenheng må tilbakevises av innsider. Eventuelt en vurdering av om MARs formål er krenket.

²⁶⁸ Rettsstridsreservasjon kan betegnes som tilfeller hvor gjerningen i utgangspunktet faller inn under ordlyden i et straffebud, men hvor det likevel ikke er legitimt å straffe vedkommende fordi (i) handlingen ikke anses straffverdig, eller (ii) handlingen er straffverdig, men å straffe strider med andre mer tungtveiende hensyn. Se Eskeland og Høgberg (2018) s. 148-149. MAR Artikkel 8 har utslag av den generelle rettsstridsreservasjonen, og må leses med forbehold om at tilfeller som i utgangspunktet faller inn under ordlyden, likevel ikke bør rammes som følge av at formålene med reglene ikke slår til. Rettsstridsreservasjon har mange ganger blitt anvendt av norske domstoler, se f.eks. Rt. 2008 s. 1491 avsnitt 14-15 og Rt. 1979 s. 1492 på s. 1499.

²⁶⁹ Amerikansk rett opererer i motsetning til kontinental-europeisk rett, med spesifikke oppramsede ”safe harbour” regler. Se Klöhn (2010) s. 347 med videre henvisninger.

I Spector-dommen oppstilte EU-domstolen flere ”safe harbour”-tilfeller som ikke rammes av innsidehandelsforbudet.²⁷⁰ Disse ble kodifisert i MAR artikkel 9 om ”legitim atferd”.²⁷¹ I tillegg inneholder artikkelen flere øvrige unntak som anses som legitim atferd. Disse unntakene sikrer høy grad av forutberegnelighet for aktørene i markedet. I tillegg ivaretas aktørenes fleksibilitet. Fleksibilitet er kritisk i kapitalmarkeder, som kjennetegnes av hurtige og endrede markedsforhold, hvor behovet for rask reaksjon er stort.²⁷²

Problemet er imidlertid at det for Europaparlamentet og Europarådet vil være svært utfordrende å tenke seg alle tilfeller som vil kunne fortjene en plass i ”safe harbour”-listen. Det er behov for fleksibilitet også for nye tilfeller som lovgiver ikke har tenkt på. En slik liste over ”safe-harbour”-tilfeller bør dermed inneholde en egen bestemmelse som er generelt utformet og som vil kunne omfatte et vidt spekter av nye tilfeller som ikke bør omfattes av forbudet. En slik regel vil ha karakter av en generell rettstridsreservasjon. Dette er imidlertid ikke uproblematisk, ettersom vurderingen da blir utpreget skjønsmessig, og i stor grad vil ligne på vurderingen av hvorvidt det var årsakssammenheng mellom besittelse og bruk, eller hvorvidt handelen strider med de overordnede formålene bak forbudet mot innsidehandel.

Likevel vil en mest mulig utfyllende liste over ”safe harbour”-tilfeller etter min oppfatning bidra til økt rettsikkerhet gjennom større grad av forutberegnelighet og fleksibilitet for markedsaktørene. Dette vil bidra til at investorer i større grad vil kunne treffe rasjonelle investeringsbeslutninger.

10.6 Uskyldspresumsjonen sett i lys av presumsjonen om innsidehandel – konflikt?

10.6.1 Innledning

Hovedspørsmålet som skal drøftes i dette kapittelet er hvorvidt uskyldspresumsjonen i EMK artikkel 6 nr. 2 setter begrensninger for adgangen til å operere med en presumsjon om innsidehandel, slik den kommer til uttrykk i MAR artikkel 8, jf. fortalen punkt 24.

I tillegg skal det vurderes om den strenge norske sanksjoneringen av innsidehandel, sett i lys av de norske tilpasningene av forbudet, strider med uskyldspresumsjonen. For å kunne

²⁷⁰ Sak C-45/08 [C5] *Spector Photo Group* avsnitt 57-60.

²⁷¹ MAR artikkel 9. MAR artikkel 5 som gjelder tilbakekjøpsprogrammer kan også karakteriseres som en ”safe harbour” regel, ettersom atferd som faller inn under artikkelen ikke er forbudt jf. MAR artikkel 14.

²⁷² Langenbucher (2010) punkt 4.

besvare disse spørsmålene er det først nødvendig å se nærmere på hva slags formål og funksjon uskyldspresumsjonen har, og hvilken adgang det er til å operere med skyldpresumsjoner på generelt grunnlag, uten at det strider med EMK artikkel 6 nr. 2. Dette er tema i det følgende.

10.6.2 Uskyldspresumsjonen: hjemmel, formål og funksjon

Et viktig spørsmål som melder seg for enhver lovregel, er hva slags rettslig beskyttet interesse som søkes ivaretatt. Sentralt for uskyldspresumsjonen er frihetsvern.²⁷³ Staten er svært mektig og overlegen i møte med den enkelte borger. For å bøte på denne maktubalansen er det nødvendig å utstyre borgene med visse privileger. Bevisbyrden skal påhvile påtalemyndigheten, og beviskravet er at skyld må være bevist ut over enhver rimelig og fornuftig tvil.²⁷⁴

Formålet er å hindre at uskyldige blir dømt for handlinger de ikke har begått. Slik skapes tillit til rettssystemet, og staten som sådan. På den annen side må ikke dette vernet trekkes for langt, da borgerne også har krav på rettsvern mot kriminelle handlinger fra sine medborgere. Dersom sanksjoneringen gjøres nærmest umulig på grunn av et uoppnåelig lovkrav, vil maktutøvelsen miste sin legitimitet. Dermed skapes et behov og et press for effektiv straffeforfølgelse. Et slikt effektiviseringspress er den fremste trusselen mot uskyldspresumsjonen og uriktige domfellelser.²⁷⁵

Uskyldspresumsjonen er dypt innarbeidet i vestlig rettskultur, og anses som et sentralt rettsstatsprinsipp²⁷⁶ med forankring både på konstitusjonelt nivå, og gjennom internasjonale konvensjoner som Norge og EU/EØS-samarbeidet er bundet av, slik som EMK.²⁷⁷

Høyesterett har i flere saker lagt til grunn at uskyldspresumsjonen i Grl. § 96 annet ledd

²⁷³ Formålet er å unngå at uskyldige blir dømt for handlinger de ikke har begått, samt verne ryktet til den mistenkte før, under og etter straffesaken. Se Strandbakken (2003) s. 67 flg.

²⁷⁴ Praksis fra Høyesterett, se f.eks. Rt. 2014 s. 1292 avsnitt 15, Rt. 2008 s. 1409, Rt. 2011 s. 1251, Rt. 2012 s. 1556. Praksis fra EMD, se f.eks. Pfunders mot Østerrike 788/60 (1963), og *Barbera, Messegue og Jabardo* mot Spania [P] 10590/83 (1988), *Ajdarić mot Kroatia* [J] 20883/09 (2011). Se også Prop. 62 L (2015-2016) "endringer i forvaltningsloven mv. (administrative sanksjoner mv.) s. 31-32.

²⁷⁵ Advokatforeningen mener at uskyldspresumsjonen er under betydelig press på grunn av hovedsakelig to forhold: effektiviseringspresset i strafferettspleien og økonomi. Artikkelen kan leses her: <https://www.advokatbladet.no/rettssikkerhet-uskyldspresumsjonen-arstalen2019/advoaktforeningen-mener-uskyldspresumsjonen-er-under-betydelig-press/145229>.

²⁷⁶ Aall (2018) s. 476.

²⁷⁷ Grl. § 96 annet ledd og EMK artikkel 6 nr. 2. I tillegg er uskyldspresumsjonen hjemlet i SP artikkel 14 annet ledd. Den europeiske union har forpliktet seg til å respektere menneskerettighetene slik de kommer til uttrykk i EMK jf. TEUF artikkel 6.

svarer til de samme rettighetene som fremgår av uskyldspresumsjonen i EMK artikkel 6 nr. 2.²⁷⁸ I den videre behandlingen tas det utgangspunkt i EMK. Det fremgår av artikkel 6 nr. 2 at

”Everyone charged with a criminal offence shall be presumed innocent until proven guilty according to law.”²⁷⁹

Presumsjoner om skyld representere et betydelig innhugg i dette utgangspunktet, og må derfor anvendes med varsomhet. I tillegg til at skyldpresumsjoner må være velbegrunnet, er det også ekstra viktig at det sørges for at personen presumsjonen er rettet mot, er utstyrt med grunnleggende rettssikkerhetsgarantier, slik som reell mulighet til forsvar.

Et sentralt spørsmål som da melder seg, er hvilken adgang det er til å operere med skyldpresumsjoner.

10.6.3 Adgangen til å operere med skyldpresumsjoner

For å etablere en forståelse av hvorvidt det er adgang til å operere med presumsjoner om skyld, og i så fall i hvilken utstrekning, er det nødvendig å se nærmere på hvilke hjemmelsgrunnlag slike presumsjoner bygger på. Dersom en skyldpresumsjon ikke har rettslig forankring, vil presumsjonen være i strid med det klare utgangspunktet som uskyldspresumsjonen uttrykker.

Det fremgår av EMK artikkel 6 nr. 2 at enhver ”shall be presumed innocent until proven guilty according to law”. Ordlyden åpner for at hvert enkelt land kan legge føringer for når man er skyldig ”according to law”. Ordlyden utelukker således ikke i seg selv anvendelse av skyldpresumsjoner. Spørsmålet blir dermed hvilket standpunkt EMD har tatt til spørsmålet.

I Spector-dommen fastslo EU-domstolen at presumsjonen om innsidehandel ikke krenker fundamentale rettigheter, særlig uskyldspresumsjonen i EMK artikkel 6 nr. 2.²⁸⁰ Domstolen påpeker at menneskerettighetskonvensjonen ”clearly does not prohibit such presumptions in

²⁷⁸ Se f.eks. Rt. 2014 s. 1161 og Rt. 2014 s. 1292. Det har vært stilt spørsmål til om Grunnloven § 92 er en inkorporasjonsbestemmelse som gir menneskerettighetene vern på grunnlovs nivå. Dette ble imidlertid avvist i HR-2016-2554-P (Holship). Likevel er det, bl.a. på bakgrunn av presumsjonsprinsippet, ikke antatt at Grunnloven gir dårligere vern enn EMK dersom det skulle oppstå motstrid mellom reglene i menneskerettighetskonvensjonene og Grunnloven. Grunnloven kan imidlertid gi bedre vern.

²⁷⁹ Uskyldspresumsjonen er en del av det overordnede kravet til en rettfærdig rettergang som følger av EMK artikkel 6. Uskyldspresumsjonen kan imidlertid også påberopes på selvstendig grunnlag.

²⁸⁰ Sak C-45/08 [C5] *Spector Photo Group* avsnitt 39.

principle”.²⁸¹ Men, med henvisning til tidligere rettsavgjørelser fra EMK,²⁸² at på strafferettens område må slike presumsjoner være innenfor ”certain limits” som hensyntar ”the importance of what is at stake and maintains the rights of the defence.”²⁸³ Hva som faller inn under ordlyden ”certain limits” ble presisert i G.I.E.M-dommen. EMD uttalte at presumsjonen ikke må ha ”the effect of making it impossible for an individual to exonerate himself from the accusations against him, thus depriving him of the benefit of article 6 § 2 of the Convention.”²⁸⁴

I Salabiaku-dommen påpekte EMD at både faktiske og rettslige presumsjoner om skyld er vanlig i mange rettssystemer. Ordlyden ”according to law” i EMK artikkel 6 nr. 2 kunne imidlertid ikke tolkes slik at det vil være ”fritt frem” for den enkelte nasjonalstat å operere med slike presumsjoner, ettersom det ville medført at uskyldspresumsjonen ble illusorisk. Slike presumsjoner må ligge innenfor ”reasonable limits”.²⁸⁵ I tillegg *bør* ikke presumsjonen basere seg utelukkende på objektive omstendigheter.²⁸⁶ Uten en viss forsvarsmulighet på subjektivt grunnlag, vil risikoen for krenkelse av uskyldspresumsjonen være adskillig høyere. Denne tolkningen ble fulgt opp både i Janosevic mot Sverige og Västberg mot Sverige.²⁸⁷ I tillegg ble det utledet et forholdsmessighetskrav for skyldpresumsjoner. I avsnitt 101 i Janosevic heter det

“Thus, in employing presumptions in criminal law, the Contracting States are required to strike a balance between the importance of what is at stake and the rights of the

²⁸¹ Ibid. avsnitt 43.

²⁸² *Salabiaku v France* [J] no.10519/83 (1988) avsnitt 28 og *Pham Hoang v France* [J] no. 13191 (1992) avsnitt 33.

²⁸³ Sak C-45/08 [C5] *Spector Photo Group* avsnitt 43. En stor svakhet med dommen var at domstolen ikke ga noen nærmere veiledning om hvordan vektingsprosessen skulle foretas.

²⁸⁴ *G.I.E.M. S.R.L. and others v. Italy* [GC] no. 1828/06 (2018) avsnitt 243. Se også Rui (2018) punkt 1.3.

²⁸⁵ *Salabiaku v France* [J] no. 10519/83 (1988) § 28.

²⁸⁶ Det stilles ikke krav om at den presumsjonen retter seg mot, *må* kunne forsvare seg på subjektivt grunnlag. Dette kan utledes av *Janosevic v Sweden* [J] no 34619/97 (2002). Der heter det at ”it is true that the tax surcharges were imposed on the applicant on objective grounds without the need to establish any criminal intent or negligence on his part. However, the lack of subjective elements does not necessarily deprive an offence of its criminal character; indeed, criminal offences based solely on objective elements may be found in the laws of the Contracting States. Jf. avsnitt 68.

²⁸⁷ *Janosevic v Sweden* [J] no. 34619/97 (2002) avsnitt 53 og avsnitt 104. Se også *Västberg Taxi aktiebolag and Vulic v Sweden* [J] no. 36985/97 (2002) avsnitt 61, som gjaldt omtrent samme saksforhold og ble avsagt på samme dag. I sistnevnte sak erkjente EMD at presumsjonen var vanskelig å tilbakevise, men muligheten var der, noe som ble ansett tilstrekkelig jf. avsnitt 114.

defence; in other words, the means employed have to be reasonably proportionate to the legitimate aim sought to be achieved.”²⁸⁸

Forholdsmessighetskravet tilsier dermed at man må se karakteren av lovbruddet, og hvilke konsekvenser lovbruddet har, i sammenheng med alvorlighetsgraden av de sanksjoner som lovovertreder risikerer.

Samlet sett taler dette for at to overordnede krav må være oppfylt for at det skal være adgang til å operere med presumsjoner om skyld. For det første stilles det krav om (i) forholdsmessighet mellom konsekvensene innsider risikerer som følger av skyldpresumsjonen, og formålene som forbudet skal ivareta. For det andre stilles det krav om at (ii) den tiltalte har tilstrekkelig god mulighet til å forsvare seg mot presumsjonen.²⁸⁹

Generelt virker imidlertid ikke EMD å være spesielt streng når det gjelder mulighetene til å tilbakevise presumsjonen, såfremt en reell mulighet for forsvar var til stede. Dette kan bl.a. utledes av EMDs dom i *Västberg mot Sverige* avsnitt 114 ”in assessing whether, in the present case, this principle of proportionality was observed, the Court acknowledges that the applicants were faced with a presumption that was difficult to rebut. However, they were not left without any means of defence.” (Min understreking).

Riktignok har alle de overnevnte dommene en viktig ting til felles, de gjelder relativt milde sanksjoner. Både *Janosevic* og *Västberg* gjaldt illeggelse av økt skatteplikt, og betaling av tilleggsskatt. *Salabiaku* gjaldt illeggelse av bot for smugling av narkotika. *G.I.E.M* gjaldt inndragelse av eiendom. Ingen av dommene medførte fengselsstraff, og øvre potensielle strafferamme i *Salabiaku* og *Pham Hoang* var på tre måneders fengsel. Dersom de tiltalte risikerte lange fengselsstraffer, ville utfallet kanskje blitt annerledes.

Generelt kan det sies at jo strengere sanksjoneringen er, desto bedre rettssikkerhetsgarantier må være til stede. Alle saker er ulik, og selv om EMD i de overnevnte sakene gikk langt i å godta presumsjoner om skyld, vil det etter min oppfatning ikke nødvendigvis ha automatisk

²⁸⁸ *Janosevic v Sweden* [J] no. 34619/97 (2002) avsnitt 101.

²⁸⁹ Når det gjelder retten til forsvar, vil det være mulig å finne veiledning i øvrige rettssikkerhetsgarantier som følger av det mer generelle utgangspunktet om retten til en rettfærdig rettergang, jf. EMK artikkel 6 nr. 1, herunder retten til forsvar, jf. EMK artikkel 6 nr. 3 bokstav c og d. I *Janosevic v Sweden* [J] no. 34619/97 (2002) avsnitt 73 fikk tiltalte nytte godt av de generelle ”safeguards afforded by article 6”.

overføringsverdi til en sak hvor langt mer alvorlige sanksjoner står på spill.²⁹⁰ For eksempel dersom personen risikerer langvarig frihetsberøvelse.

Et annet viktig poeng er at de ulike medlemslandene i EU/EØS-samarbeidet opererer med ulike sanksjoner, og ulikt omfang av sanksjonene. I det følgende skal jeg derfor se nærmere på om presumsjonen om innsidehandel er i strid med uskyldpresumsjonen, slik den kommer til uttrykk i MAR artikkel 8 generelt, og deretter i norsk rett spesielt.

10.6.4 Strider presumsjonen om innsidehandel i MAR artikkel 8 med uskyldpresumsjonen i EMK artikkel 6 nr. 2?

I forrige punkt ble det fastslått at to overordnede kriterier må være til stede dersom det skal være tillatt å operere med skyldpresumsjoner, uten å komme i konflikt med uskyldpresumsjonen i EMK artikkel 6 nr. 2. For innsidehandelsforbudet må det for det første være forholdsmessighet mellom formålene skyldpresumsjonen skal ivareta, og sanksjonene innsider risikerer. For det andre må innsider ha reell mulighet til å kunne forsvare seg.

Det første som skal vurderes er om innsiders mulighet til å forsvare seg mot presumsjonen om innsidehandel, i tilstrekkelig grad ivaretar kravene til forsvar i EMK artikkel 6 nr. 2.

I Spector-dommen ble det fastslått at presumsjonen om innsidehandel ikke kom i konflikt med EMK artikkel 6 nr. 2, ettersom retten til forsvar var ivaretatt.²⁹¹ I MARs fortale punkt 24 er forsvarsretten kodifisert gjennom ordlyden ”that presumption is without prejudice to the rights of the defence.”²⁹² Ordlyden er generelt utformet, og virker dermed ikke å oppstille bestemte krav til forsvaret. Selv om både Spector-dommen og MARs fortale gir uttrykk for å garantere retten til forsvar, er det ikke gitt noe nærmere veiledning av hva denne retten innebærer, og hvordan vurderingen skal foretas. Dette er kritikkverdig, ettersom enhver presumsjon om skyld vil skjerpe den tiltaltes behov for en klargjøring av hvordan vedkommende skal løsrive seg fra anklagen.

²⁹⁰ En slik tolkningstilnærming har støtte i *Västberg Taxi aktiebolag and Vulic v Sweden* [J] no. 36985/97 (2002). Her skulle forholdsmessighetsvurderingen blant annet vurderes ut i fra ”the importance of what is at stake”. Dersom seks års fengsel står på spill, vil dette skjerpe kravene til at tilstrekkelige rettssikkerhetsgarantier er tilstede, sammenlignet med f.eks. en administrativ sanksjon på 100.000kr.

²⁹¹ Sak C-45/08 [C5] Spector Photo Group avsnitt 43-44, 54 og 62.

²⁹² MARs fortale punkt 24 for innsidehandel generelt, og punkt 25 for ordresituasjoner.

MAR virker å oppstille en generell forsvarsrett. Riktignok taler Spector-dommen for at forsvar på subjektivt grunnlag er noe innskrenket, jf. ordlyden ”subjective grounds of defence are limited.”²⁹³ Ovenfor ble det fastslått at ordlyden må forstås i retning av at det subjektive forsvaret må ha en viss styrke for å få gjennomslag, men at forsvar basert på subjektive forutsetninger for investeringen ikke i seg selv kan nektes fremmet.

Foruten en begrenset adgang til forsvar basert på subjektive omstendigheter, setter ikke MAR noen andre begrensinger eller krav til hva forsvaret kan innebære. På denne bakgrunn må retten til forsvar i tilstrekkelig grad anses ivaretatt slik den kommer til uttrykk gjennom MAR. Hvorvidt forsvaret *faktisk* er tilstrekkelig ivaretatt, må imidlertid vurderes ut fra omstendighetene i den enkelte sak.

Det neste spørsmålet blir om kravet om forholdsmessighet i tilstrekkelig grad er ivaretatt gjennom MAR. Når forholdsmessighet skal vurderes, er det nødvendig å identifisere formålene og hensynene bak innsidehandelsforbudet. Tidligere i avhandlingen ble disse redegjort for. Jeg nøyer meg derfor med å helt kort vise til de overordnede formålene, som er integritet og tillitt i kapitalmarkedene gjennom lik informasjonstilgang og like spilleregler i markedet. På denne måten oppnås stabile og effisiente kapitalmarkeder med god evne til å kanalisere kapital.²⁹⁴

Det som gjør forholdsmessighetsvurderingen vanskelig, er at det er utfordrende å identifisere hvorvidt, og i hvilken grad, det er oppstått skade på disse formålene. Det er generelt antatt at innsidehandel har skadelig effekt på markedet, men å peke på sammenhengen mellom den konkrete innsidehandelen, og skaden denne handelen har på markedet, er en annen sak.²⁹⁵ Poenget i denne sammenheng er at det hverken vil være legitimt, eller formålstjenlig, å straffe noen dersom formålene som søkes ivaretatt ikke oppnås. Dette kan være vanskelig å bevise.

Likevel er det på det rene at informasjonsasymmetri blant markedsaktørene medfører ustabilitet og uro i markedet. Dersom de mindre velinformerte aktørene ikke har tillit til markedet fordi markedet mangler integritet, vil sannsynligheten for at de mindre

²⁹³ Sak C-45/08 [C5] *Spector Photo Group* avsnitt 37.

²⁹⁴ Se kapittel 4.

²⁹⁵ Problemstillingen er velkjent, særlig innenfor strafferetten. Den formelle og tradisjonelle begrunnelsen for straff, er at straffen har allmennpreventiv effekt. Men unnlater du å f.eks. myrde noen fordi lovverket forbyr det, eller ville du avstått fra handlingen fordi det føles moralsk uriktig, uavhengig av hva loven sier? Dersom sistnevnte legges til grunn, vil ikke loven ha allmennpreventiv effekt.

velinformerte aktørene velger å plassere midlene sine andre steder øke. Dette motvirker målet om effisiente markeder, og gjør seg i større grad gjeldende desto høyere hyppighet og omfang innsidehandel begås. Det vil dermed være forholdsmessig å øke straffens inngripende karakter parallelt med innsiders innsidehandelsaktivitet.

I de tidligere nevnte saker hvor EMD har tillatt skyldpresumsjoner, har økonomiske hensyn vært en sentral faktor for å godta skyldpresumsjonene. Janosevic og Västberg gjaldt økt skatteplikt og tilleggsskatt for underrapportering av egen skatteplikt.²⁹⁶ Begrunnelsen for å legitimere skyldpresumsjonen var langt på vei den samme i begge saker. Det sentrale ifølge EMD var at skatt er statens hovedinntekt, og at skatterapporteringen var tillitsbasert. Dersom sanksjoneringen ble ineffektiv, ville statens finansielle interesser bli hardt rammet.²⁹⁷

Spørsmålet blir dermed om interessene som innsidehandelsforbudet skal ivareta, gjør presumsjon om innsidehandel forholdsmessig. Innsidehandel skal ivareta viktige økonomiske interesser. Kapitalmarkedene er i dag en helt sentral del av moderne økonomi, og dersom et marked blir skadet, vil det kunne få fatale økonomiske ringvirkninger. Den største trusselen mot kapitalmarkedene er markedsmissbruk, herunder innsidehandel og markedsmanipulasjon. Innsidehandel er utfordrende å avsløre, og kapitalmarkedene fordrer tillitt, noe som skaper et behov for å lette på beviskravene for sanksjonerende myndigheter. Dette er ikke kun en formell begrunnelse for presumsjonen, men en erfaring som medlemslandene i EU/EØS-samarbeidet har gjort seg over flere tiår. Dette ledet til slutt til at presumsjonen om innsidehandel fikk sin plass i MAR.²⁹⁸

Likevel kan ikke hensynet til effektiv sanksjonering trumfe innsiders krav på rettssikkerhet, spesielt på strafferettens område. EMD påpekte i Janosevic at "the States are required to confine such enforcement within reasonable limits that strike a fair balance between the interests involved."²⁹⁹ I vurderingen må innsiders handelsaktiviteter identifiseres. Herunder

²⁹⁶ *Janosevic v Sweden* [J] no. 34619/97 og *Västberg Taxi aktiebolag and Vulic v Sweden* [J] no. 36985/97.

²⁹⁷ *Janosevic v Sweden* [J] no. 34619/97 avsnitt 103-104. Sanksjonsformen var ifølge nasjonal svensk rett administrativ. EMD pekte imidlertid på at straffen i tillegg til å være streng, bar preg av et pønalt formål, slik at sanksjonen likevel måtte karakteriseres som straff i tråd med den etterhvert utbroderte forståelsen av ordlyden "criminal charge" i EMK artikkel 6 nr. 1, jf. avsnitt 69-71.

²⁹⁸ Larosiére-rapporten (2009) adresserer utfordringene med sanksjoneringen av innsidehandel, og anbefalte på denne bakgrunn flere tiltak som skulle lempe de vanskelige beviskravene som mange europeiske land opererte med, og som vanskeliggjorde effektiv sanksjonering av innsidehandel.

²⁹⁹ *Janosevic v Sweden* [J] no. 34619/97 avsnitt 106.

vil det være relevant å ta i betraktning handelshyppighet, omfang, tidligere tilfeller av innsidehandel eller annen markedsmisbruk, grad av skyld, oppnådd fortjeneste eller unngått tap, og skade på markedet. Det er tale om en konkret helhetsvurdering. Man må altså vurdere hvilke finansielle interesser som står på spill, mot den konkrete sanksjonen innsider risikerer.

Spørsmålet blir dermed om sanksjonsformene som MAR åpner for, er av så alvorlig karakter at de ikke kan forsvares i lys av hensynene til de finansielle interessene i kapitalmarkedet, og dermed er i strid med uskyldspresumsjonen i EMK artikkel 6 nr. 2. Først vurderes de administrative sanksjonene, og deretter de strafferettslige.

MAR setter visse rammer for de respektive nasjonalstaters mulighet til å ilegge administrative sanksjoner, og omfanget av slike sanksjoner. Sanksjonene er samlet i kapittel fem. Av MAR artikkel 30 nr. 1³⁰⁰ fremgår det at de kompetente myndighetene i hver enkelt medlemsstat skal ha makt til å ta ”appropriate administrative sanctions and other administrative measures” i relasjon til overtredelse av MAR artikkel 14. Disse administrative sanksjonene må ligge innenfor de angitte minimums- og maksimumsrammene som MAR artikkel 30 nr. 2 bokstav a-j angir.³⁰¹ Minstekravene til de administrative sanksjonene er svært milde. For eksempel er det etter bokstav a) tilstrekkelig at lovovertrederen i henhold til rettsavgjørelse bringer atferden til opphør og unnlater å begå lovbruddet igjen. Etter bokstav b) må lovovertreder tilbakebetale oppnådd fortjeneste eller unngått tap, og etter bokstav c) kan reaksjonen gå ut på at lovovertreder kun får en offentlig advarsel.³⁰² Disse sanksjonene er åpenbart ikke uforholdsmessige dersom det er begått innsidehandel.

Når det gjelder maksimumsrammene er sanksjonene langt strengere, hvor fysiske og juridiske personer må betale inntil henholdsvis 5 millioner euro, jf. nr. 2 bokstav i), og 15 millioner euro, jf. bokstav j).³⁰³ Ved første øyekast høres summen overveldende ut. Likevel må summen ses i lys av sakens omfang og grovhet, de finansielle interessene som er skadet som følge av innsidehandelsaktiviteten, og markedets reaksjon på innsidehandelen. Disse hensynene kan samlet tilsi at en svært høy administrativ straff likevel er forholdsmessig. Dermed kan det ikke på generelt grunnlag konstateres at en slik administrativ sanksjon vil være

³⁰⁰ MAR artikkel 30 nr. 1.

³⁰¹ MAR artikkel 30 nr. 2.

³⁰² Ibid. bokstav a), b), c).

³⁰³ Ibid. bokstav i) og j).

uforholdsmessig, og dermed i strid med uskyldspresumsjonen. Dette må avgjøres etter en konkret vurdering i den enkelte sak.

Det neste spørsmålet blir om MAR åpner for å presumere innsidehandel som medbringer strafferettslige sanksjoner som strider med uskyldspresumsjonen. Det fremgår av MAR artikkel 30 nr. 1 at de administrative sanksjonene er ”without prejudice to any criminal sanctions”. I den danske versjonen heter det ”Uden at det berører nogen strafferettslige sanktioner”. Ordlyden tilsier at den enkelte medlemsstats *eksisterende* strafferettslige sanksjoner ikke berøres. Bestemmelsen virker imidlertid ikke å gi medlemstatene hjemmel til å ilegge *nye* strafferettslige sanksjoner.³⁰⁴ Denne tolkningen støttes også opp av kapittelets overskrift, som lyder ”administrative sanctions and other administrative measures”, samt MARs fortale punkt 71 som har tilsvarende ordlyd.³⁰⁵ Tolkningen støttes også av at medlemsstatene, slik ordlyden i MAD var utformet,³⁰⁶ selv hadde adgang til å velge mellom administrative sanksjoner eller strafferettslige sanksjoner.³⁰⁷ Morten Kinander har også samme oppfatning, og mener at dette kan ses på som et uttrykk for at MAR først og fremst er et administrativt sanksjonsspor, og ikke et strafferettslig, selv om eksisterende strafferettslige sanksjoner tillates.³⁰⁸

Poenget i denne sammenheng er at MAR primært representerer et forvaltningsrettslig sanksjonsspor. Strafferettslige sanksjoner virker i første omgang å være forbehold de groveste tilfellene av innsidehandel. Disse tilfellene faller inn under straffedirektivet MAD II, som gjelder svært alvorlig og skadelige tilfeller av markedsatferd. I disse tilfellene er gjerne store summer involvert, og hvor intensjonen åpenbart er å misbruke markedet med formål om gevinst.³⁰⁹ MAR åpner dermed ikke for å ilegge nye, strenge, strafferettslige sanksjoner. Det er MAD II sin oppgave.

³⁰⁴ Denne tolkningen legges ikke til grunn etter norsk rett. Norske myndigheter antar at MAR artikkel 30 nr. 1 gir hjemmel til å fastsette nye strafferettslige sanksjoner, jf. NOU 2017: 14 s. 108-109.

³⁰⁵ MARs fortale punkt 71 ”A set of administrative sanctions and other administrative measures should be provided for to ensure a common approach in Member States and to enhance their deterrent effect.”

³⁰⁶ Etter MAD artikkel 14 kunne medlemsstatene ”impose” (pålegge) strafferettslige sanksjoner.

³⁰⁷ MAD artikkel 14 nr. 1.

³⁰⁸ Kinander (2018b) s. 3.

³⁰⁹ Se fortalen til MAD II avsnitt 23 ”Whereas offences should be punishable under this Directive when committed intentionally and at least in serious cases”, jf. også fortalepunkt 6.

Riktignok opererer (så vidt jeg vet) alle medlemsland i dag med eksisterende strafferettslige sanksjoner som stammer fra MAD.³¹⁰ Derfor er det på det rene at MAR *åpner* for at de forvaltningsrettslige og strafferettslige sanksjonene som innsider risikerer gjennom presumsjonen om at innsideinformasjonen er ”used”, jf. MAR artikkel 8, *kan* være i strid med uskyldspresumsjonen i EMK artikkel 6 nr. 2. Sett i lys av den viktige økonomiske funksjonen kapitalmarkeder spiller i moderne økonomi, og behovet for effektiv sanksjonering, taler imidlertid ikke presumsjonen alene for at det foreligger konflikt med uskyldspresumsjonen i EMK. Hvorvidt presumsjonen *faktisk* er det, må vurderes i den konkrete sak, og ut fra den respektive medlemsstats bestemmelser. Det er etter min mening gode grunner til å tro at EU-domstolen i fremtiden blir nødt til å ta stilling til spørsmål vedrørende krenkelse av uskyldspresumsjonen.³¹¹

Konklusjonen så langt må dermed bli at presumsjonen om innsidehandel i MAR artikkel 8, jf. fortalen punkt 24, ikke i seg selv er i strid med uskyldspresumsjonen i EMK artikkel 6 nr. 2. Spørsmålet om det foreligger motstrid, må avgjøres på bakgrunn av den enkelte nasjonalstats regler om sanksjonering, og i hvilken grad disse reglene er forholdsmessige sett i lys av overtredelsens karakter, og muligheten innsider har til å forsvare seg.

Tema i neste punkt er dermed om norsk praktisering av presumsjonen om innsidehandel er i strid med uskyldspresumsjonen.

10.6.5 Strider sanksjoneringen av innsidehandel i norsk rett med uskyldspresumsjonen i EMK artikkel 6 nr. 2?

I det følgende skal det vurderes om Norges valg av sanksjonering av innsidehandel, sett i lys av de norske tilpasningene av innsidehandelsforbudet, strider med uskyldspresumsjonen i EMK artikkel 6 nr. 2. Vurderingen blir om Norge innrømmer innsideren tilstrekkelig grad av forsvar, sett i lys av formålene som skyldpresumsjonen skal ivareta, og de konkrete norske sanksjonene som står på spill for innsideren. Dersom svaret på dette er nei, vil den norske praktiseringen av innsidehandelsforbudet stride med uskyldspresumsjonen i EMK artikkel 6

³¹⁰ CF CESR Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in member States under the Market Abuse Directive (MAD), 17. oktober 2007. Ved tidspunktet for utarbeidelse av denne rapporten, var det kun Bulgaria som ikke opererte med straff som sanksjonsform. I dag har imidlertid også Bulgaria straff som alternativ sanksjonsform.

³¹¹ Samme oppfatning har tidligere høyesterettsdommer i England, Mary Arden, Lady Arden. Se Arden (2010).

nr. 2. Spørsmålet som først må besvares, er hvilket sanksjonsspor Norge har valgt, og hvorvidt det er tatt stilling til problematikken knyttet til uskyldspresumsjonen.

Den tradisjonelle norske holdningen til hva som er et hensiktsmessig motsvar til innsidehandel, har vært ubetinget fengselsstraff. Dette utgangspunktet kom til uttrykk gjennom Rt. 2006 s. 1049, og ble fulgt opp bl.a. i Rt. 2014 s. 452. I dag åpner norsk rett i større grad enn tidligere for å operere med administrative sanksjoner.³¹² I Stortingets proposisjon gjøres det likevel klart at primærsanksjonen fremdeles skal være straff for overtredelser av innsidehandelsforbudet.³¹³ Den tiltalte har imidlertid grunnleggende rettsikkerhetsgarantier i behold, bl.a. kravene som inngår som en del av det Høyesterett beskriver som et ”særlig viktig rettsstatsprinsipp”, uskyldspresumsjonen.³¹⁴ Høyesterett poengterer at ”allerede dette tilsier en forsiktighet med å innsnevre virkeområdet for bestemmelsen.”³¹⁵

Ved inkorporeringen av MAR er det ikke gjort noen vurderinger rundt spørsmålet om hvordan uskyldspresumsjonen påvirker presumsjonen om innsidehandel.

I stortingsproposisjonen nøyer departementet seg med å vise til Spector-dommen, som avviste konflikt mellom uskyldspresumsjonen og presumsjonen om innsidehandel, uten noen form for begrunnelse. At EU-domstolen ikke anså presumsjonen om innsidehandel å komme i konflikt med uskyldspresumsjonen, var tilsynelatende tilstrekkelig grunnlag for at norske myndigheter kunne legge det samme til grunn uten en nærmere vurdering, ”selv om overtredelsen av forbudet mot innsidehandel er underlagt straff og ikke administrative sanksjoner etter norsk rett, og vektingen av momentene derfor kan avvike noe.”³¹⁶

Etter min mening er det svært kritikkverdig å etterlate et så viktig spørsmål ubesvart, uten noen form for begrunnelse. Det burde i det minste blitt drøftet hvordan ”vektingen av momentene” skal foretas. I denne drøftelsen burde det vært foretatt en konsekvensvurdering av forholdet mellom presumsjonen om innsidehandel og de norske sanksjonene. Herunder burde det vært fastslått hvilke rettsikkerhetsgarantier innsider kan påberope seg. Spector-dommen gjaldt i en administrativ kontekst, og MAR representerer et administrativt

³¹² Mer om dette i kapittel 13.

³¹³ Prop. 96 LS (2018-2019) s. 56.

³¹⁴ HR-2018-1909-A avsnitt 45 med videre henvisninger til Rt. 2014 s. 1292 avsnitt 14 og Lønning-utvalget i Dok. nr. 16 (2011-2012) s. 130.

³¹⁵ HR-2018-1909-A avsnitt 45.

³¹⁶ Prop. 96 LS (2018-2019) s. 56.

sanksjonsspor.³¹⁷ Hvorvidt presumsjonen om innsidehandel også gjelder for strenge strafferettslige sanksjoner, er dermed usikkert.³¹⁸

Hittil taler rettskildebildet for at Norge fremdeles opererer med ubetinget fengselsstraff for både uaktsomme og forsettlige overtredelser av innsidehandelsforbudet, uten at lovbruddet nødvendigvis har en alvorlig karakter. Spørsmål blir etter dette om insider har reell mulighet til å forsvare seg mot presumsjonen,³¹⁹ sett i lys formålene skyldpresumsjonen skal ivareta og ”the importance of what is at stake”, slik EMD har formulert vurderingstemaet.³²⁰

På den ene siden fordrer et effisient kapitalmarked at sanksjoneringen av innsidehandel virker effektivt, noe som vil motarbeides dersom enhver form for forsvar aksepteres. Under utarbeidelsen av MAR ble nettopp dette påpekt på bakgrunn av lave sanksjoneringstall blant medlemsstatene.³²¹

På den annen side er det svært betenkelig at Norge hittil har vist manglende vilje til å anerkjenne at det kreves motiverende årsakssammenheng mellom besittelse av innsideinformasjon og den aktuelle handelen. At det er insider som må bevise at det ikke forelå slik årsakssammenheng, er etter norske myndigheters oppfatning uten betydning.³²² Riktignok anerkjenner norske myndigheter at insider ellers har full mulighet til forsvar. Likevel vil norske domstoler kunne dømme for brudd på innsidehandelsforbudet selv om insider beviser at innsideinformasjonen ikke var avgjørende for valget om å handle. En slik

³¹⁷ Sak C-45/08 [C5] *Spector Photo Group* gjaldt illeggelse av bøter. Som redegjort for er MAR primært et administrativt sanksjonsspor.

³¹⁸ MAD II artikkel 3 nr. 2 har samme definisjon av innsidehandel som MAR artikkel 8 nr. 1 har. Dette taler for at det også gjelder en presumsjon om innsidehandel for de alvorlige tilfellene av innsidehandel. Likevel kommer ikke presumsjonen om innsidehandel til uttrykk i MAD II, slik den gjør i MARs fortalepunkt 24 og 25. Det er kun én presumsjon som er nevnt i MAD II, og det er uskyldpresumsjonen, jf. MAD II fortalepunkt 27. Problemstillingen er interessant, men det vil føre for langt å drøfte den i denne avhandlingen. Morten Kinander har drøftet problemstillingen, og argumenter for at det ikke gjelder en presumsjon om innsidehandel for de alvorlige og grove innsidehandelstilfellene som MAD II regulerer. Hovedsakelig fordi det ikke er klar hjemmel for det, men også at det er betenkelig med hensyn til uskyldpresumsjonen. Se Kinander (2018b) s. 8-11. Se også Langenbucher (2010).

³¹⁹ *Västberg Taxi aktiebolag and Vulic v Sweden* [J] no. 36985/97 avsnitt 61, Sak C-45/08 [C5] *Spector Photo Group* avsnitt 43, *G.I.E.M. S.R.L. and others v. Italy* [GC] no. 1828/06 avsnitt 243.

³²⁰ *Salabiaku v France* [J] no. 10519/83 (1988) avsnitt 28 og *Pham Hoang v France* [J] no. 13191/87 (1992) avsnitt 33, Sak C-45/08 [C5] *Spector Photo Group* avsnitt 43.

³²¹ Larosiére-rapporten (2009).

³²² Norske myndigheter virker å begrense forsvarsretten til å kun gjelde safe harbour-unntakene i MAR artikkel 9. se Prop. 96 LS (2018-2019) s. 55-56. Se også LB-2017-153037-3 punkt 6.

tilnærming til tilbakevisning av utnyttelsesvilkåret er et klart innhugg i innsiders forsvarsrett, og i strid med den EU-rettslige tilnærmingen.³²³

I norsk rett står inntil seks års frihetsberøvelse i form av fengselsstraff på spill, noe som må anses betydelig.³²⁴ Jo strengere sanksjonen er, desto bedre rettssikkerhetsgarantier må være til stede, herunder retten til forsvar. Dette gjelder spesielt i straffesaker, hvor det stilles krav om at medlemstatene må holde seg innenfor ”certain limits”.³²⁵ Både i *Salabiaku* og i *Janosevic* vektla EMD at uskyldspresumsjonen ikke var krenket, ettersom den tiltalte hadde fått mulighet til å forsvare seg på subjektivt grunnlag.³²⁶ Dette taler i retning av at forsvarsretten slik den praktiseres av norske myndigheter, krenker uskyldspresumsjonen.

I sakene referert ovenfor, hvor EMD har vurdert om uskyldspresumsjonen er krenket ved bruk av skyldpresumsjoner, har relativt milde administrative sanksjoner, eller maksimal fengselsstraff på inntil 3 måneder, stått på spill. Hvorvidt presumsjonene ville blitt akseptert dersom der var tale om lange fengselsstraffer, er langt mer tvilsomt. Etter min mening må hensynet til innsiders rettssikkerhet veie tyngre enn effektivitetsbetraktninger i de grove tilfellene hvor innsider risikerer strenge sanksjoner. Det vil virke svært betenkelig å kunne presumere utnyttelse av innsidereinformatjon dersom innsider risikerer lange fengselsstraffer, uten å kreve at innsider subjektivt sett er å bebreide. En slik tilnærming tilfredsstillende etter min oppfatning verken kravet om forholdsmessighet, eller kravet om en reell mulighet til å kunne forsvare seg, og er således i strid med uskyldspresumsjonen i EMK artikkel 6 nr. 2.

Konklusjonen må på denne bakgrunn bli at innsider, etter den norske tilnærmingen til innsidehandelsforbudet, ikke har tilstrekkelig mulighet til å forsvare seg mot presumsjonen om innsidehandling, og at det ikke er forholdsmessighet mellom formålene skyldpresumsjonen skal ivareta og sanksjonene som står på spill for innsider. Det skal imidlertid påpekes at domstolene i den enkelte sak kan, og burde, anvende innsidehandelsforbudet i tråd med den EU-rettslige tilnærmingen. I så fall minsker sjansen for at det vil oppstå konflikt mellom

³²³ Se punkt 7.3. Det er kun bruk som kan karakteriseres som misbruk som strider med forbudet. Hvorvidt det er tale om misbruk, skal vurderes i lys av om formålene som innsidehandelsforbudet skal beskytte, er krenket. Herunder markedets integritet og investorenes tillit til markedet.

³²⁴ Vphl. § 21-15 første ledd.

³²⁵ Klöhn (2010) s. 361 med videre referanser. Se også Sak C-45/08 [C5] *Spector Photo Group* avsnitt 43 med videre referanser.

³²⁶ *Salabiaku v France* [J] no. 10519/83 7 § 28, *Janosevic v Sweden* [J] no. 34619/97 avsnitt 53 og 104.

presumsjonen om innsidehandel og uskyldspresumsjonen. Uansett tilnærming, må det likevel foretas en konkret vurdering av om uskyldspresumsjonen i den enkelte sak *faktisk* er krenket.

11 Anbefaling og tilskyndelse til innsidehandel

11.1 Innledning

MAR artikkel 8 nr. 2 og nr. 3 regulerer forbud mot å anbefale eller tilskynde andre om å utføre innsidehandel, samt utnyttelse av slik anbefaling eller tilskyndelse.³²⁷ Det overordnede spørsmålet som skal behandles er hva som skal til for at foreligger ulovlig anbefaling eller tilskyndelse til innsidehandel, og når det vil være forbudt å følge en slik anbefaling eller tilskyndelse. Herunder behandles spørsmålet om en anbefaling om å avstå fra å handle etter en utvidende tolkning av ordlyden ”engage” i MAR artikkel 8 nr. 2, også omfattes av forbudet.

I det følgende bruker jeg ”anbefaling” som en fellesbetegnelse for både ”anbefaling” og ”tilskyndelse”, selv om tilskyndelse omfatter et bredere spekter av tilfeller. Under tilskyndelsesbegrepet vil det for eksempel være tilstrekkelig at mottaker har blitt ”påvirket” av informasjonen. Det skilles kun mellom begrepene dersom det er behov for å presisere noe som bare gjelder for ett av dem. Forbudet mot denne type atferd er hjemlet i MAR artikkel 14 bokstav b.³²⁸ Anbefaling om innsidehandel er strengt tatt et rådgivningsforbud som er selvstendig straffbart, uavhengig av etterfølgende innsidehandelsaktivitet. Dersom mottaker av anbefalingen velger å følge den ved å handle, vil det imidlertid være tale om innsidehandel. For å danne seg en forståelse av sammenhengen mellom rådgivningsforbudet og innsidehandelsforbudet, er det imidlertid etter min mening nødvendig å se nærmere på hva som utgjør en anbefaling. Derfor behandles begge forbudene i det følgende.

Å anbefale noen om å utføre innsidehandel kalles gjerne ”tipping”, mens den som mottar anbefalingen kalles ”tippee”.³²⁹ Anbefaling er en viktig form for medvirkning til innsidehandel, og er nært beslektet med forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon.³³⁰ Disse kategoriene skiller seg imidlertid fra hverandre. Ulovlig spredning av innsideinformasjon dreier seg om at innholdet av informasjonen blir avslørt.

³²⁷ MAR artikkel 8 nr. 2 og MAR artikkel 8 nr. 3.

³²⁸ MAR artikkel 14 bokstav b.

³²⁹ Ventrizzo and Mock (2017) s. 237.

³³⁰ MAR artikkel 10, jf. MAR artikkel 14 bokstav c.

Det trenger ikke nødvendigvis å være tilfelle for anbefaling, ettersom anbefalingen i utgangspunktet vil være nok i seg selv.

I neste punkt behandles spørsmålet om hva som skal til for at det kan bli tale om anbefaling om innsidehandel, jf. MAR artikkel 8 nr. 2. forbudet mot å følge en slik anbefaling, jf. MAR artikkel 8 nr. 3, behandles i punkt 11.3.

11.2 MAR artikkel 8 nr. 2

Det fremgår av MAR artikkel 8 nr. 2 at anbefaling om innsidehandel foreligger når en person besitter innsideinformasjon, og (a) anbefaler en annen person om å erverve eller avhende finansielle instrumenter basert på innsideinformasjonen, eller (b) anbefaler andre om å kansellere eller endre en ordre basert på innsideinformasjon.³³¹

Anbefaling om innsidehandel er straffbart uavhengig av om den som mottar anbefalingen vet at den baserer seg på innsideinformasjon, og om vedkommende *faktisk utfører* innsidehandel basert på innsideinformasjonen.³³² Det straffbare er dermed anbefalingen i seg selv, uavhengig av etterfølgende handelsatferd.³³³ Årsaken er at det anses som svært kritikkverdig å aktivt gå inn for at andre skal utføre slik handel.³³⁴ Regelen i nr. 2 kan således anses som en preventiv regel, hvor det sanksjoneres mot atferd som øker risikoen for at *andre* begår innsidehandel.

Ordlyden i MAR artikkel 8 nr. 2 forbyr å anbefale noen om å ”engage in insider dealing”. Rent språklig taler dette for at det kun er ulovlig å anbefale noen om å *utføre* innsidehandel. Det oppstår da spørsmål om en anbefaling om å *avstå fra å handle* vil falle utenfor forbudet. En streng ordlydsfortolkning taler for at spørsmålet må besvares bekræftende. Hverken fortalen til MAR eller avgjørelser fra EU/EFTA-domstolene har behandlet spørsmålet. Følgende situasjon er illustrerende for problemstillingen:

³³¹ Jf. henholdsvis MAR artikkel 8 nr. 2 bokstav a, og MAR artikkel 8 nr. 2 bokstav b.

³³² Lehmann/Kumpan (2019) s. 698. Se Davies and Worthington (2016) paragraf 30-36.

³³³ Bergo (2021) s. 463. Ventoruzzo and Mock (2017) s. 237.

³³⁴ Dette er nok også bakgrunnen for at ulovlig spredning av innsidehandel ikke konsumerer anbefaling om innsidehandel, men er skilt ut i en egen forbudsbestemmelse med mildere sanksjoner, da slik atferd snarere kan beskrives som å ”legge til rette” for innsidehandel. At innsidehandel blir utfallet av førstnevnte er mer sannsynlig enn etter sistnevnte. Se MAR artikkel 10. Ulovlig spredning av innsideinformasjon har strafferamme på inntil 4 års fengsel i norsk rett, jf. vphl. § 21-15, sml. innsidehandel etter artikkel 8, som har strafferamme inntil 6 år fengsel jf. vphl. § 21-15.

Jens besitter innsideinformasjon om at et selskap er på randen til konkurs. Han anbefaler derfor sin kamerat Olav om å avstå fra å handle. Olav velger på denne bakgrunn å legge inn en shortposisjon. En slik anbefaling rammes ikke rent språklig av forbudet. Dersom forholdet likevel omfattes av forbudet, vil det innebære en utvidende tolkning av ordlyden.

Ettersom anbefaling er straffesanksjonert, skal det utvises stor varsomhet med slik utvidende tolkning. Det er ofte snevre rammer, avhengig av den enkelte nasjonalstat, for utvidende ordlydsfortolkning av straffebestemmelser.³³⁵ Det vil kunne oppstå konflikt med den enkelte nasjonalstats overordne krav om legalitet, som for de aktuelle statene kan nødvendiggjøre tilsidesettelse av den utvidende tolkningen. Dette resulterer i så fall i ulik anvendelse av reglene, og motvirker målsetningen om ensartede regler i EU/EØS.

I NOU 2017: 14 fremgår det at det ikke kan utelukkes at slike situasjoner kan omfattes av forbudet.³³⁶ Det er imidlertid ingen støtte for en slik tolkning i hverken ordlyden til MAR, fortalen, eller avgjørelser fra EU/EFTA-domstolene. Riktignok kan formålene bak innsidehandelsforbudet støtte en slik tolking under bestemte omstendigheter. For eksempel vil en anbefaling om ikke å handle i et bestemt finansielt instrument, implisitt innebære en anbefaling om å selge, og dermed bør det i tråd med formålene være forbudt.³³⁷ Formålene bak reglene om innsidehandel kan imidlertid ikke alene legitimere en utvidende tolkning av hva som naturlig faller inn under bestemmelsens ordlyd. Markedsaktørene har behov for klare og forutberegnelige lovregler. Dersom lovgiver også ønsket å ramme anbefaling om å *avstå fra å handle*, burde dette kommet tydelig til uttrykk gjennom gjeldene rettskilder, i første rekke ordlyden i MAR artikkel 8 nr. 2.

På den annen side kan det være problematisk å åpne for at det er lovlig å anbefale noen om å *avstå fra å handle*, da det vil bidra til at aktørene i stor grad kan spekulere i å utføre innsidehandel, og således uthule virkningen av forbudet. Det vil i slike tilfeller ikke kunne sanksjoneres mot anbefalingen, selv om anbefalingen åpenbart bidrar til innsidehandel.

³³⁵ Ettersom EMK gjelder medlemsstatene av EU/EØS-samarbeidet, er legalitetskravet svært strengt, og muligheten for utvidende ordlydsfortolkning er snever. Illustrerende er HR-2016-1458-A (Haxidommen), hvor Høyesterett uttaler at lovkravet etter Grl. § 96 og EMK artikkel 7 "omfatter dels et krav om at straffebudene utformes tilstrekkelig presist til å gi nødvendig veiledning om grensen mellom rett og galt på det aktuelle området, og dels en instruks om at domstolene ved tolkningen og anvendelsen av straffebestemmelsene må påse at straffeansvar ikke ilegges utover de situasjoner som selve ordlyden i straffebudet dekker." jf. avsnitt 8.

³³⁶ NOU 2017: 14 s. 35.

³³⁷ Lehmann/Kumpan (2019) s. 698.

Samtidig vil ikke forbudet mot innsidehandel etter MAR artikkel 8 nr. 1 hindre slik atferd, fordi det etter denne bestemmelsen stilles krav om at innsider er kjent med innsideinformasjonen. Tilsvarende krav finnes ikke i MAR artikkel 8 nr. 2 om anbefaling eller tilskyndelse.³³⁸

Etter min oppfatning bør det utvises varsomhet med å godta utvidende tolkning som innebærer at det vil være forbudt å anbefale noen om å avstå fra å handle. Begrunnelsen er at innsidehandel i stor, og svært varierende grad, er straffesanksjonert blant EU/EØS-landene. En slik utvidende tolkning vil kunne komme i konflikt med den enkelte medlemsstats krav til klare, presise, og forutberegnelige lovbestemmelser. En anbefaling om å avstå fra å handle bør heller angripes gjennom andre regler. For eksempel det andre alternativet i artikkel 8 nr. 2 om ”tilskyndelse”, eller forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon, og kravene som herunder stilles til tilbørlig informasjonshåndtering.³³⁹

En annen problemstilling er om MAR artikkel 8 nr. 2 stiller strengere krav til årsakssammenheng mellom innsideinformasjonen og anbefalingen, enn hva innsidehandelsforbudet etter MAR artikkel 8 nr. 1 gjør. Etter nr. 1 stilles det krav om at innsider ”possesses inside information and uses that information”. Ordlyden i nr. 2 er imidlertid formulert slik at anbefalingen eller tilskyndelsen må gis ”on the basis of that information”. Ordlyden taler for et strengt årsaksforhold mellom innsideinformasjonen og anbefalingen. Caroline Stordrange er av samme oppfatning, uten at det er gitt en nærmere begrunnelse for standpunktet.³⁴⁰

Investorer og aksjeanalytikere diskuterer og deler ofte sine synspunkt med andre investorer. Hva som utgjør en anbefaling eller tilskyndelse om å begå innsidehandel, bør dermed fremstå som klart. Etter min oppfatning vil det på denne bakgrunn, men med særlig vekt på at ordlyden taler for det, derfor være naturlig å kreve et strengere krav til årsakssammenheng for disse tilfellene. Problemstillingen er likevel uavklart.

³³⁸ Med mindre anbefalingen i seg selv utgjør innsideinformasjon. Se nærmere om dette i Lehmann/Kumpan (2019) s. 700.

³³⁹ MAR artikkel 10.

³⁴⁰ Stordrange (lovkommentar 2021).

11.3 MAR artikkel 8 nr. 3

MAR artikkel 8 nr. 3 regulerer forbudet mot å benytte seg av ("using the information") anbefalingen eller tilskyndelsen i henhold til nr. 2. Når er det så tale om utnyttelse av en anbefaling?

Et første spørsmål blir om kravet om «use» i MAR artikkel 8 nr. 3 bygger på samme forståelse som utnyttelsesvilkåret i nr. 1. Mye tyder på at spørsmålet må besvares bekreftende. For det første foreligger det ingen særskilt definisjon av «use» i nr. 3, noe som ville vært naturlig dersom vilkåret skulle tolkes annerledes. For det andre er MARs fortale punkt 23 veiledende for hva som utgjør «use», og fortalen er ikke begrenset til å kun gjelde for nr. 1. For det tredje er det ingenting som indikerer at det skal legges til grunn en annen forståelse etter nr. 3. Riktignok kunne bestemmelsen etter min mening vært utformet tydeligere, med en direkte henvisning til nr. 1. At dette ikke er gjort kan imidlertid ikke medføre en annen konklusjonen for spørsmålet. Dermed må kravet om "using the information" forstås på samme måte som nr. 1, hvor det stilles krav om at tippee må utnytte anbefalingen eller tilskyndelsen, som følgelig utgjør en fordel som skader motparten i handelen.³⁴¹

Spørsmålet blir så hvilket krav til skyld som skal legges til grunn. Vurderingen skal etter nr. 3 basere seg på om vedkommende "knows or ought to know" at anbefalingen bygger på innsideinformasjon. Ordlyden taler for at det vil være tilstrekkelig at tippee burde vært klar over at anbefalingen bygd på innsideinformasjon. Det stilles således ikke krav om at vedkommende er kjent med selve innholdet av innsideinformasjonen, noe som er et krav etter artikkel 8 nr. 1.

Som Bergo påpeker kan dette ses på som en særlig definisjon av hva som utgjør innsideinformasjon, og et lite unntak fra spesifikasjonskriteriet i artikkel 7.³⁴²

For eksempel vil ikke en påstand om sikker innsideinformasjonen om hvordan kursen på et verdipapir vil oppføre seg, nødvendigvis utgjøre innsideinformasjon. Årsaken er at det ikke oppfyller spesifikasjonskriteriet. Artikkel 8 nr. 3 sier imidlertid at det vil holde at vedkommende skjønner, eller burde ha skjönt, at tipseren bygger sitt tips på innsideinformasjon, og dermed ikke kan utnytte informasjonen ved å handle.³⁴³ Et slikt krav

³⁴¹ Ventrizzo and Mock (2017) s. 239. Om utnyttelsesvilkåret, se kapittel 7.3.

³⁴² Bergo (2021) s. 467.

³⁴³ Ibid.

vil hindre at man kan unnskyldes seg med at man ikke var klar over at det var tale om innsideinformasjon.

12 Forsøk på innsidehandel

Spørsmålet som skal behandles i dette kapittelet er i hvilken grad forsøk på innsidehandel er kriminalisert etter MAR og norsk rett.³⁴⁴ Spørsmålet reiser to viktige underproblemstillinger. For det første om MAR krever at forsøkshandlingen må ha markedsmisbrukspotensiale. For det andre om forsøk på å anbefale eller tilskynde noen til å utføre innsidehandel er forbudt.

Begrunnelsen for å straffe noen for å forsøke å begå en lovovertrødelse uten å lykkes, er den ”forbryterske vilje”.³⁴⁵ Gjerningspersonen er kjent med at han er i ferd med å krenke et lovbeskyttet retts gode, men velger å ignorere dette ved å utføre handlingen likevel. For innsidehandel vil den krenkede retts godebeskyttelsen være formålet om et legitimt og tillitsbasert marked. Det er altså forbryterens sinnelag som begrunner at forsøk møtes med sanksjoner, noe som er årsaken til at også såkalte utjenlige forsøk er straffbart i norsk rett.³⁴⁶

Forsøk på innsidehandel er forbudt etter MAR artikkel 14 bokstav a. Her fremgår det at ingen skal ”attempt to engage in insider dealing”, som blant annet omfatter forsøk på kjøp, salg, endring eller kansellering av ordrer etter mottak av innsideinformasjon. Hvorvidt det er tale om forsøk, skal avgjøres på grunnlag av forordningens formål, som er å styrke markedets integritet og tillit ved å beskytte mot misbruk.³⁴⁷ Det oppstår dermed spørsmål om forsøkshandlingen må ha markedsmisbrukspotensiale.

Den norske tilnærmingen til forsøksstraff stiller ikke krav om at retts godebeskyttelsen bak lovbudet er krenket. Årsaken er at også utjenlige forsøk vil være tilstrekkelig som følge av gjerningspersonens sinnelag. Etter MAR stilles det imidlertid krav om at handlingen faktisk skadet formålene bak innsidehandelsforbudet. Utjenlige forsøk synes dermed ikke å være kriminalisert i medhold av MAR. At gjerningspersonen ønsket å skade formålene bak reguleringen er således ikke i seg selv tilstrekkelig. Følgelig harmonerer ikke norsk lære om

³⁴⁴ Forsøk er straffbart i medhold av strl. § 16, og får også anvendelse for straffebestemmelser i henhold til spesiallovgivning jf. § 1.

³⁴⁵ Ot.prp. nr. 90 (2003-2004) s. 97.

³⁴⁶ Se f.eks. Rt. 1993 s. 916 hvor gjerningspersonen hadde sendt en pakke med koffeinpulver som vedkommende trodde var amfetamin.

³⁴⁷ MARs fortale punkt 24 og 25.

forsøksstraff med tilnærmingen MAR tilsynelatende har. Spørsmålet som da oppstår er hvilket krav til straffbart forsøk som skal legges til grunn.

Straffeloven § 16 første ledd bestemmer at forsøk som kan medføre fengselsstraff i mer enn ett år er straffbart ”når ikke annet er bestemt.” Dette gjelder også for spesiallovgivningen, jf. strl. § 1, hvor det fremgår at annet kan følge av *tolking*. Ordlyden tilsier at forsøk på generelt grunnlag er straffbart, og at unntak må komme eksplisitt til uttrykk dersom noe annet skal være tilfelle. Siden utjenlige forsøk ikke synes å være kriminalisert etter MAR, må det legges til grunn at annet følger av tolkning jf. strl. §§ 16 jf. 1.

I forlengelsen av dette oppstår et særlig tolkningsspørsmål. Vil forsøk på å anbefale eller tilskynde noen til å utføre innsidehandel, være forbudt? Et eksempel på dette er dersom innsideinformasjonen som anbefalingen eller tilskyndelsen bygget på, ikke hadde tilstrekkelig ”krutt” til å skade markedet. Formuleringen som fremgår av MAR artikkel 14 bokstav b), som gjelder anbefaling og tilskyndelse, inneholder i motsetning til nr. 1, ikke ordlyden ”attempt to engage in insider dealing” eller annen tilsvarende formulering som tilsier at forsøk er kriminalisert. Dette taler sterkt i retning av at forsøk på å anbefale eller tilskynde noen til å begå innsidehandel, ikke omfattes av forbudet i MAR.

På den annen side fremgår det heller ikke et eksplisitt *unntak* om at slikt forsøk ikke skal omfattes av forbudet i MAR. Dette kan tas til inntekt for at MAR legger opp til en løsning hvor medlemsstatene selv kan avgjøre om forsøk på å anbefale eller tilskynde noen til å begå innsidehandel skal omfattes av forbudet. Dersom denne tolkningen legges til grunn, vil slikt forsøk i medhold av strl. § 16 kunne være straffbart.

Problemstillingen er ikke drøftet i de norske forarbeidene til MAR. I stedet er det kun vist til at å begå, eller forsøke å begå innsidehandel er forbudt, jf. nr. 1, og anbefaling og tilskyndelse er forbudt, jf. nr. 2.³⁴⁸ Dette taler i retning av at forbudet mot innsidehandel i norsk rett ikke er utvidet til å også omfatte forsøk på å anbefale eller tilskynde noen om å begå innsidehandel.

Strl. § 1 fastslår at forsøk ikke vil være straffbart dersom annet «følger av tolking.” Slik jeg ser det følger annet av tolking. Det bør legges avgjørende vekt på at ordlyden i MAR artikkel 14 bokstav b) ikke støtter at forbudet omfatter forsøk på å anbefale eller tilskynde noen til å

³⁴⁸ Prop. 96 LS (2018-2019) s. 53-54.

begå innsidehandel. Etter min oppfatning bør Norge derfor, i samsvar med forrangsprinsippet i menneskerettsloven §§ 3 jf. 2, presumsjonsprinsippet, og harmonihensyn, følge innfallsvinkelen som EU tilsynelatende har, om at forsøkshandlinger som går ut på å anbefale eller tilskynde noen til å begå innsidehandel, ikke er forbudt.

Hittil har avhandlingen tatt for seg selve forbudet mot innsidehandel. Som jeg har redegjort for bærer rettsområdet preg av vanskelige og skjønnspregede vurderinger hvor innsider potensielt risikerer alvorlige sanksjoner. Det er derfor viktig at sanksjonene som ilegges svarer til overtredelsens karakter. Dette fordrer et vidt spekter av sanksjonsmuligheter gjennom et fleksibelt sanksjonssystem. Spørsmålet som da reiser seg er om Norges valg av et ensporet sanksjonssystem er et fullgodt alternativ til EUs tosporede sanksjonssystem. Dette er tema i neste kapittel.

13 Ett eller tosporet sanksjonssystem for markedsmisbruk: hva er mest hensiktsmessig?

13.1 Innledning

Samtidig som EU vedtok MAR tilbake i 2014, ble straffedirektivet MAD II vedtatt. MAD II er det første rene EU-rettslige straffedirektivet, og har til formål å straffesanksjonere markedsmisbruksatferd som anses som ”particularly unacceptable”.³⁴⁹ For innsidehandel vil dette omfatte atferd som kan karakteriseres som ”serious cases and when committed intentionally.”³⁵⁰ Formålet var å bringe sanksjoner for markedsmisbruk opp til et minimumsnivå, for å sende et signal til samfunnet og potensielle lovovertridere om at de enkelte nasjonalstaters myndigheter tar markedsmisbruksreglene svært alvorlig.³⁵¹ På denne måten ble et tosporet sanksjonssystem iverksatt, hvor de mindre alvorlige tilfellene av innsidehandel primært skulle sanksjoneres gjennom MAR, og de alvorlige tilfellene gjennom MAD II.³⁵²

EU har utvist stor bekymring knyttet til de svært varierende reaksjonsformer og reaksjonsnivåer blant medlemslandene av EU/EØS-samarbeidet.³⁵³ Den tidligere ordningen

³⁴⁹ MAD II fortale punkt 6.

³⁵⁰ MAD II artikkel 3 nr. 1.

³⁵¹ MAD artikkel 1 nr. 1, og fortalen punkt 4, 6, 20.

³⁵² Som vi har vært inne på i kapittel 9.7, så virker MAR å være forbeholdt administrative sanksjoner for mindre alvorlig innsidehandelsatferd. Dette gjelder selv om det for den enkelte medlemstat er adgang til å ilegge *eksisterende* strafferettslige sanksjoner.

³⁵³ Dette var en av hovedårsakene til at MAR ble utarbeidet i forordnings form.

åpnet for at enkelte land kunne fungere som frihavner for markedsmisbruk. Den nye tosporede ordningen har til formål å harmonisere EU/EØS-landene sine sanksjonsregler, og bidra til at reglene blir mer fleksibel og forutberegnelig for den som blir utsatt for beskyldninger om å ha overtrådt markedsmisbruksreglene.

Norge opererer med strengere sanksjonsregler for innsidehandelsatferd, og har på denne bakgrunn valgt å ikke inkorporere MAD II da direktivet ikke anses EØS-relevant.³⁵⁴

Et sentralt spørsmål som da oppstår er hvilket sanksjonssystem som er mest effektivt, forholdsmessig, og hensiktsmessig for sanksjonering av innsidehandel. Herunder om Norge bør adoptere EUs tosporede sanksjonssystem.

Før spørsmålet kan besvares er det først nødvendig å se nærmere på hvilken adgang det på generelt grunnlag er til å ilegge sanksjoner, og hvilke prinsipper som gjelder når en bestemt type atferd skal kriminaliseres. I tillegg er det nødvendig å se nærmere på EUs innfallsvinkel for sanksjonering. Dette er tema i det følgende.

13.2 Adgang til å ilegge sanksjoner og kriminaliseringsprinsippene

Før det kan foretas en vurdering av hvilket sanksjonssystem som er mest hensiktsmessig, er det først nødvendig å undersøke hvilket grunnlag sanksjoner mot den enkelte bygger på. Det har gjennom tidene, og frem til i dag, vært store debatter om rettferdiggjøringen av straff og andre former for sanksjoner. Det er i denne sammenheng viktig å poengtere at denne masteravhandlingen ikke tar sikte på å tilføre noe til den moralfilosofiske debatten. Formålet er snarere å redegjøre for hvilke vurderingsgrunnlag utarbeidelse og ileggelse av sanksjoner skal bygge på. Først når det er gjort, er det mulig å vurdere hvilket system som er mest hensiktsmessig.

Det skal først i korthet redegjøres for hvilke overordnede rettssikkerhetsgarantier som aktiveres ved ileggelse av sanksjoner. Deretter skal jeg se nærmere på hvilke prinsipper som gjelder for kriminalisering, og ileggelse av administrative sanksjoner i norsk rett.

Sanksjoner er inngrep i den private rettsfære. Slike inngrep krever hjemmel i lov, jf. legalitetsprinsippet.³⁵⁵ I tillegg vil inngrep gripe inn i andre helt sentrale

³⁵⁴ NOU 2017: 14 s. 12 og Prop. 96 LS s. 98.

³⁵⁵ Grl. §§ 96 og 113. Se også EMK artikkel 7.

rettssikkerhetsgarantier, slik som retten til privat- og familieliv.³⁵⁶ For å kunne ilegge sanksjoner som griper inn i disse grunnleggende rettighetene, kreves det at inngrepet er forholdsmessig sett i sammenheng med overtredelsens karakter. Herunder inngår krav til at inngrepet er (i) *nødvendig*, (ii) *egnet* til å vareta det (iii) *legitime formålet*, og (iiii) *proporsjonalt*.³⁵⁷

Under inngrepsbegrepet inngår både administrative sanksjoner og straffesanksjoner. Det som skiller dem er at førstnevnte er en ”negativ reaksjon som kan ilegges av et forvaltningsorgan”,³⁵⁸ mens sistnevnte er ondepåføring i den hensikt at straffen skal føles som et onde.³⁵⁹ Ved avgjørelsen av Grande Stevens-saken, fastslo EMD at sanksjoner som ilegges på bakgrunn av markedsmissbruksatferd er av så alvorlig karakter at straffeprosessuelle garantier må være tilstede uavhengig av sanksjonsspor.³⁶⁰ Det betyr at skille mellom de prosessuelle rettssikkerhetsgarantiene når administrative og strafferettslige sanksjoner skal ilegges i henhold til MAR, er utvisket. Likevel er det etter min oppfatning, som argumentert for ovenfor med støtte i EMD-praksis, grunn til å stille høyere krav jo strengere sanksjonen er også innenfor markedsmissbruksretten.³⁶¹

For innsidehandelsforbudet må de konkrete sanksjonene som gis, ikke komme i konflikt med den overordnede forholdsmessighetsvurderingen etter EMD. Lignende krav til medlemsstatenes sanksjonssystem har ofte gått igjen i EU-rettslige bestemmelser og EU-praksis, hvor sanksjoner skal være ”effective, proportionate, and dissuasive.”³⁶² Disse kravene kan karakteriseres som et viktig bakgrunnstappe for både utformingen av sanksjonssystemet og ileggelse av sanksjoner i den konkrete sak.

³⁵⁶ EMK artikkel 8, SP artikkel 17, GrI. § 102.

³⁵⁷ *Dudgeon v. Storbritannia* [P] no. 7525/76, *Norris v. Irland* [P] no. 10581/83, *S.A.S. v. Frankrike* [GC] no. 43835/11. Norsk rettspraksis: Rt. 2014 s. 1105 avsnitt 28 (Acta), Rt. 2015 s. 93 (Maria), HR-2018-104-A avsnitt 23. HR-2018-699-A avsnitt 32.

³⁵⁸ Fvl. § 43 annet ledd. Vinningsavståelser vil også kunne ilegges av forvaltningen. Vinningsavståelser er imidlertid et administrativt tiltak, og ikke en sanksjon.

³⁵⁹ Ot.prp. nr. 90 (2003-2004) s. 77.

³⁶⁰ *Grande Stevens & ors v. Italy* [J] no. 18640/10, jf. også Sak *Ricucci C-537/16* [GC].

³⁶¹ Se punkt 10.6.

³⁶² European Commission, 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, Brussels, 8.12.2010 Com(2010) 716 final s. 4. Se også f.eks. Sak E-2/10 (*Kolbeinsson*), Sak C-45/08 [C5] *Spector Photo Group* avsnitt 3, 42, 70-73. Se også MARs fortale punkt 73.

Som Kinander påpeker, er det imidlertid ikke tilstrekkelig at kun ett av kravene er oppfylt, f.eks. avskrekkende sanksjoner hvor innsider risikerer lange fengselsstraffer.³⁶³ Sanksjonene må i tillegg være effektive ved å sikre sanksjoneringsharmonier over hele EU/EØS, og proporsjonale i den forstand at sanksjonen svarer til den konkrete handlingen, samt ikke går lengre enn nødvendig for å oppfylle formålene som skal ivaretas.³⁶⁴ Ved innføringen av MAR er det for innsidehandelsforbudet i større grad utmeislet konkrete rammer for hvilke administrative sanksjoner som anses som effektive, proporsjonale og avskrekkende, jf. MAR artikkel 30 bokstav a-j.

Spørsmålet blir så hvilke prinsipper som ligger til grunn for valg av sanksjoner. Disse prinsippene skal i realiteten være styrende for *når*, og *hvilke* sanksjoner som kan ilegges både generelt, og i den konkrete sak. Formålet med å ilegge sanksjoner, er å sikre etterlevelse av reglene for å oppnå rettsgodebeskyttelse. Når valget mellom strafferettslige og administrative sanksjoner skal tas, er det ifølge forarbeidene til straffeloven to overordnede hensyn som står mot hverandre: effektiv måloppnåelse med minst mulig ressursbruk, og rettssikkerhet for den berørte.³⁶⁵

Ved utarbeidelse av administrative sanksjoner er også formålet om et helhetlig og fleksibelt sanksjonssystem viktig, da det vil sikre effektivitet.³⁶⁶ Det er altså ikke et mål i seg selv å straffe lovovertreder hardest mulig i håp om at straffen skal virke mest mulig preventivt. Målet er å oppnå tilsiktet preventiv effekt.

For å oppnå dette er det tre overordnede prinsipper for kriminalisering som må ses i sammenheng ved utarbeidelse, og ved anvendelse av sanksjoner. For det første må kun handlinger som fører til skade eller fare for skade kriminaliseres (skadefølgeprinsippet). For det andre må nyttevirkningen være klart større enn skadevirkningen dersom straff skal benyttes (hensiktsmessighetsprinsippet). For det tredje bør straff kun benyttes dersom andre passende reaksjoner ikke finnes eller åpenbart ikke vil være tilstrekkelige (subsidiaritetsprinsippet).³⁶⁷ Sistnevnte prinsipp gjelder også for administrative sanksjoner. I tillegg til disse overnevnte prinsippene, viser straffelovsutvalget til et kvalifikasjonskrav,

³⁶³ Kinander (2018b) s. 12.

³⁶⁴ Com(2010) 716 final s. 4.

³⁶⁵ Prop 62 L (2015-2016) s. 48-49.

³⁶⁶ Ibid. Jf. også NOU 2003: 15 s. 150-151.

³⁶⁷ Ot.prp. nr. 90 (2003-2004) s. 82-93, jf. også Prop 62 L (2015-2016) s. 48. Se mer om dette i Frøberg (2016) s. 39-42.

som går ut på at straff kun skal benyttes for de alvorlige overtredelsene.³⁶⁸ Straff bør dermed som hovedregel ikke være en generell normalreaksjon ved ulovlig atferd, men bør bare benyttes som ”en siste utvei”.³⁶⁹

Hvorvidt et tosporet sanksjonssystem for innsidehandel er mer hensiktsmessig i norsk rett, må vurderes i lys av forholdsmessighetsvurderingen som må tas når sanksjoner skal ilegges og kriminaliseringsprinsippene som gjelder for sanksjonering. Når det gjelder straffesanksjoner, skal også kvalifikasjonskravet spille inn ved utformingen av sanksjoner. Straff skal kun ilegges som en siste utvei. I neste punkt skal jeg se nærmere på hvilken innfallsvinkel EU har for sanksjonering av innsidehandel, og hvilke fordeler og ulemper dette medfører.

13.3 EUs innfallsvinkel for sanksjonering av innsidehandel

EU har gått inn for et tosporet sanksjonssystem for innsidehandel. Som tidligere fastslått inneholder MAR art. 30 bokstav a-j administrative sanksjoner og andre administrative tiltak, mens MAD II inneholder straffesanksjoner.

Hvilken atferd som kan karakteriseres som ”serious”, og følgelig faller inn under minstekravene for straffesanksjonering etter MAD II, svarer fortalepunkt 11 på. Her fremgår det at vurderingen må tas ut fra innvirkningen på markedets integritet, faktisk eller potensiell fortjeneste eller unngått tap, skaden på markedet, og om verdien til de finansielle instrumentene det handles i er høy.³⁷⁰ Ordlyden er vag, og gir dermed rom for at den enkelte nasjonalstat kan tolke alvorlighetsgraden av hvilken atferd som faller inn under direktivet forskjellig. Likevel gir ordlyden en generell indikasjon på at det må være tale om forsettlig misbruk som faktisk kan skade markedet. Det er altså tale om de alvorlige tilfellene av markedsmissbruk, noe som gjør at de mindre alvorlige og unnskyldelige tilfellene i første rekke bør sanksjoneres administrativt under MAR.

Et slikt tosporet sanksjonssystem innebærer at et vidt spekter av sanksjoner vil kunne utdeles basert på alvorlighetsgraden av overtredelsen. Dette gir for det første større fleksibilitet for sanksjonerende myndigheter. Som Kommisjonen fremhevet: ”In general, competent authorities will only be able to impose a sanction that is optimal in terms of effectiveness, proportionality and dissuasiveness, if they have a wide range of different sanctioning

³⁶⁸ Ot.prp. nr. 90 (2003-2004) s. 87-88.

³⁶⁹ Ibid s. 92.

³⁷⁰ Ibid. punkt 11.

powers.³⁷¹ Markedsmisbrukspotensialet i en innsidehandelssak vil variere stort ut fra alvorlighetsgraden. Det virker dermed hensiktsmessig og rimelig at sanksjonerende myndigheter kan ilegge sanksjoner basert på sakens omfang.

For det andre vil sanksjoneringen bli mer effektiv, ettersom mindre overtredelser kan møtes med overtredelsesgebyrer, som er en langt mindre ressurskrevende prosess. Motsvaret på overtredelsen vil for det tredje også i større grad være forholdsmessig, som skaper rettssikkerhet ved at innsider kan forutberegne sin rettsstilling, herunder hvilke sanksjoner vedkommende risikerer.³⁷²

Riktignok vil regelverket da kunne virke mer komplekst.

Innsider må forholde seg til ulike sanksjoner basert på overtredelsens alvorlighetsgrad, uten at det foreligger et tydelig svar på hva de strenge sanksjonene etter MAD II konkret innebærer. Sanksjonene er i tillegg hjemlet i ulike EU-rettsakter, noe som gjør regelverket mer komplisert. Likevel virker fordelene ved å operere med et slikt tosporet sanksjonssystem å være langt større enn ulempene.

Spørsmålet i neste punkt er hvorvidt Norge bør adoptere den EU-rettslige tilnærmingen.

13.4 Revisjon av norsk sanksjonering av innsidehandel – er tiden inne?

I det følgende behandles spørsmålet om Norge bør innarbeide et tosporet sanksjonssystem for innsidehandel i norsk rett, slik at de mindre alvorlige overtredelsene møtes med administrative sanksjoner, mens de alvorlige tilfellene møtes med straffesanksjoner.

Vurderingen må basere seg på forholdsmessighetsvurderingen som må tas når sanksjoner skal ilegges, og kriminaliseringsprinsippene som gjelder ved valg av sanksjoner.

Innsidehandelsforbudet praktiseres strengt i norsk rett. Til tross for små markeder ligger Norge på sanksjoneringstoppen i Europa.³⁷³ Ubetinget fengselsstraff har vært, og er fortsatt, normalreaksjon mot innsidehandel.³⁷⁴ Dette utgangspunktet har vært praktisert svært strengt,

³⁷¹ Com(2010) 716 final s. 6. Se også MAR artikkel 30 og 35, som oppstiller egnethetskrav til sanksjoner.

³⁷² Ibid. s. 4.

³⁷³ Bergo (2018) s. 323.

³⁷⁴ Prinsippet om straff som normalreaksjon stammer fra Rt. 2006 s. 1059 avsnitt 19, og er fulgt opp i Prop. 96 LS (2018-2019) s. 56.

jf. bl.a. Eltek.³⁷⁵ Den aggressive påtaleviljen har medført at straff i realiteten ikke er forbeholdt de alvorlige tilfellene av innsidehandel. En slik løsning harmoniserer dårlig med kravene som stilles til utformingen av sanksjonssystemet som gjennomgått ovenfor.³⁷⁶ Ved å utelukkende anvende straff, vil sanksjonssystemet åpenbart ha en sterk avskrekkende karakter, men det er lite forholdsmessig å anvende straff også i tilnærmet bagatellmessige saker. Det motvirker også formålet om harmoniserte sanksjonsregler mellom EU/EØS-landene.

Straff som normalreaksjon korresponderer dessuten dårlig med kriminaliseringsprinsippene. Straff bør anvendes som siste utvei, og skal derfor reserveres for de alvorlige lovovertredselsene.³⁷⁷ Dette henger sammen med subsidiaritetsprinsippet og kvalifikasjonskravet, som sier at straff kun skal benyttes dersom andre sanksjoner ikke er passende. Det er ingen empirisk forskningsstøtte som antyder at straff vil gi et mest effektivt og hensiktsmessig sanksjonssystem. Tvert imot vil et vidt spekter av sanksjonsmuligheter bidra til at sanksjonssystemet blir mer fleksibelt og effektivt.³⁷⁸

En straffesak krever et helt annet ressursomfang enn hva som kreves for å ilegge administrative overtredelsesgebyrer. Ved å benytte administrative gebyrer vil det bli lettere å sile ut de mindre alvorlige sakene, slik at hovedfokus og ressursbruk kan medgå til å hindre virkelig skadelig markedsmissbruk. Saker som i tråd med MAD II kan karakteriseres som ”serious” og ”committed intentionally.”³⁷⁹ At Norge også velger å benytte straff som primærreaksjon mot mindre alvorlige tilfeller som ikke kan sies å ha nevneverdig skadelig virkning på markedet, er heller ikke i tråd med skadefølgeprinsippet. Den norske tilnærmingen til sanksjonering fremstår derfor som lite forsvarlig og adekvat. Dette blir særlig tydelig når norske myndigheter både praktiserer forbudet mot innsidehandel og sanksjoneringen av innsidehandel, langt strengere enn øvrige medlemsland av EU/EØS-samarbeidet.³⁸⁰

Det kan stilles spørsmål ved om innsidehandel egentlig representerer et så betydelig samfunnsøkonomisk problem at det er nødvendig med lange fengselsstraffer.

³⁷⁵ Rt. 2014 s. 452 (Eltek) og LB-2018-26726 (Next-saken).

³⁷⁶ Se kapittel 13.2.

³⁷⁷ Jf. kvalifikasjonskravet, se Ot.prp. nr. 90 (2003-2004) s. 87-88.

³⁷⁸ Com(2010) 716 final s. 6. Prop 62 L (2015-2016) s. 48-49, jf. også NOU 2003: 15 s. 150-151.

³⁷⁹ MAD II artikkel 3 nr. 1 og MAD II fortale punkt 23.

³⁸⁰ Arnesen (1994) s. 115 flg. Se også Bergo (2018) s. 323.

Hvorfor Norge har valgt å holde fast ved den tradisjonelle norske tilnærming til sanksjonering, og dermed går i motsatt retning av et samlet og smidig tosporet europeisk sanksjonssystem,³⁸¹ finnes det ingen drøftelser om i forarbeidene til verdipapirhandelloven. Som EU påpeker, er ikke håndhevelse alene tilstrekkelig. Det er nødvendig med lik håndhevelse for å unngå divergerende sanksjonspraksis, og for å sikre at regelverket skal virke effektivt, samt oppfylle formålene bak markedsmisbruksretten.³⁸²

Riktignok har Norge ved inkorporeringen av MAR, i større grad åpnet for å også ilegge administrative sanksjoner. I verdipapirlovutvalgets forslag i delutredning 3, heter det at ”Utvalgets generelle utgangspunkt er at det bør vurderes å innføre bestemmelser som gir Finanstilsynet adgang til å ilegge overtredelsesgebyr for brudd på bestemmelsene i MAR som forordningen legger opp til å sanksjonere med overtredelsesgebyr”.³⁸³ Dette gjelder imidlertid kun for de mildeste tilfellene av innsidehandel.³⁸⁴ Adferd som knapt kan karakteriseres som misbruk, og i enda mindre grad har en faktisk skadelig effekt på markedet.³⁸⁵ Likevel er det et steg i riktig retning. Det mest hensiktsmessige ville vært å operere med et klart skille mellom alvorlig og mindre alvorlig markedsmisbruk, slik som MAR/MAD II gjør. Som Bergo og Kinander påpeker, er det *ikke* nødvendig å inkorporere MAD II for å legge seg på linje med EU. Norge står nemlig fritt til å selv utarbeide et slikt tosporet sanksjonssystem.³⁸⁶

³⁸¹ Med enkelte unntak, f.eks. Danmark, som har et lignende sanksjonssystem som det norske.

³⁸² 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) COM(2011) 651 Final. Se også ESMA, “Report Actual Use of Sanctioning Powers under MAD” (26 april 2012) ESMA/2012/270 s. 44-55.

³⁸³ NOU 2017: 14 s. 107.

³⁸⁴ Ibid. s. 108, jf. også NOU 2017: 1. Eksempler på slike tilfeller er forsømmelse av informasjons- og meldeplikt, listeføringsplikt av primærinnsidere og andre rutineforsømmelser.

³⁸⁵ NOU 2017: 14 s. 107-108, jf. også NOU 2017: 1.

³⁸⁶ Bergo (2018) s. 323. Kinander (2018b) s. 13.

14 Avsluttende bemerkninger

Acta-saken som ble introdusert innledningsvis i avhandlingen, gjaldt markedsmissbruk med et økonomisk omfang tilvarende 3.2 milliarder kroner. Det er klart at slike saker vil virke forstyrrende på markedet, ved å skade dets integritet, og følgelig gjøre at investorer blir tilbakeholdne med å investere frisk kapital. Dette er også den formelle begrunnelsen for at forbudet mot innsidehandel etterhvert har fått dyp forankring i EU. Det er gode grunner til å tro at denne trenden vil fortsette.

Etter min oppfatning vil det, parallelt med at det stadig stilles strengere krav til markedsaktørenes håndtering av innsideinformasjon, bli slått desto hardere ned på markedsmissbruksatferd. Det er dermed svært viktig at det trekkes et klart skille mellom ”ordinære” tilfeller av innsidehandel, og de alvorlige tilfellene som *faktisk* truer markedets integritet og tillitt. Tillitten til markedet trues primært ved at personer som har en naturlig nærhet til innsideinformasjonen utnytter den. Disse personene er gjerne primærinnsidere, noe som etter min mening taler for at det bør anvendes mildere sanksjoner for sekundærinnsidere.³⁸⁷

Overgangen fra MAD til MAR innebærer langt på vei en videreføring av tidligere rett. MAR er imidlertid et komplekst og skjønnspreget regelverk på tvers av ulike rettsområder. Til tross for målet om å oppnå et harmonisert regelverk, er reglene i stor grad videreført tilnærmet uendret, uten en nærmere tydeliggjøring av hvordan reglene bidrar til økt harmonisering. Dette er etter min mening en stor svakhet ved MAR.

Likevel bidrar MAR til klargjøring og utvikling på noen vesentlige punkter. Viktigst er at utnyttelsesvilkåret skal forstås som et krav om motiverende årsakssammenheng mellom besittelse av innsideinformasjon, og utnyttelse av informasjonen i handelen. Norges besittelsestilnærming er altså feil anvendelse av EU-retten. Dette har medført tre svært uheldige konsekvenser. For det første er norsk tolkning og anvendelse av ordresituasjonene ikke i samsvar med den EU-rettslige tilnærmingen. For det andre er innsiders

³⁸⁷ Begrunnelsen ligger i at det er mer kritikkverdig at en primærinnsider utnytter innsideinformasjonen, enn at sekundærinnsidere gjør det. Det skal imidlertid bemerkes at et slikt skille vil kunne komme i konflikt med det overordnede kravet om at loven skal være lik for alle, jf. Grl. § 98. Uansett vil faktumet at det var primærinnsider som utnyttet informasjonen kunne utgjøre en skjerpene omstendighet ved straffeutmålingen, jf. strl. § 77 bokstav j. Et praksis eksempel på sistnevnte finnes i dansk høyesterettspraksis (U.1999.1513.Ø) hvor det ble ansett som en skjerpene omstendighet at et styremedlem utnyttet innsideinformasjonen.

forsvarsmuligheter begrenset ved at norske myndigheter anser subjektive forutsetninger for investeringsbeslutningen å være irrelevant ved tilbakevisning av presumsjonen. Dette er for det tredje problematisk sett i sammenheng med uskyldspresumsjonen i EMK artikkel 6 nr. 2. Det skal lite til, avhengig av behandlingen av den enkelte sak, for at uskyldspresumsjonen vil bli krenket på bakgrunn av de norske innhuggene i presumsjonen.

Årsaken til feiltolkning skyldes at norske myndigheter i utilstrekkelig grad bruker formålene bak innsidehandelsforbudet til å skille den lovlige innsidehandelsatferden fra den ulovlige. Dermed blir misbruksreservasjonen forbigått. Dette er viktige avklaringer som *bør* føre til endring av norsk praktisering av innsidehandelsforbudet.

Innføringen av det nye tosporede sanksjonssystemet innenfor EU, medfører en positiv endring av kravene som stilles til sanksjonering av markedsmissbruk. Endringen er i tråd med MARs formål, ettersom en stor del av rettsgodebeskyttelsen handler om at aktørene skal ha tillitt til adekvat myndighetsutøvelse.

Etter min oppfatning er tiden inne for en oppmykning av det norske firkantete sanksjonssystemet, som i høy grad har ”tunnelsyn” på straff. Norsk strafferegime er anvendt nærmest som en ”vaksinekur” mot innsidehandel, uten at dette har kurerert problemet. Norge vil helt klart være tjent med et mer smidig sanksjonssystem som i større grad ligner EUs tosporede sanksjonssystem. Det er underlig at norske myndigheter i langt større grad har gått inn for et slikt tosporet system for sanksjonering av markedsmanipulasjon.³⁸⁸ Selv om disse formene for markedsmissbruk skiller seg fra hverandre, skal de ivareta de samme formålene, og den ene kan ikke på generelt grunnlag sies å være mer alvorlig enn den andre.³⁸⁹ Det er dermed etter min mening ingen gode grunner for å operere med et tosporet system kun for markedsmanipulasjon. Et tosporet system for innsidehandel vil dessuten i langt større grad være i tråd med grunnleggende norske prinsipper for sanksjonering, bidra til effektiv påtale, og skape proporsjonale reaksjoner som svarer til overtredelsens alvorlighetsgrad. På denne måten kan innsidehandel som faktisk har skadelig effekt på markedet sanksjoneres med straff, mens øvrige saker kan sanksjoneres administrativt.

³⁸⁸ Vphl. § 21-1 åpner for å illegge overtredelsesgebyrer for markedsmanipulasjonsforbudet. Disse gjelder imidlertid ikke for innsidehandelsforbudet.

³⁸⁹ Riktignok kan det sies at markedsmanipulasjon har et større skadepotensiale enn innsidehandel. Det er derfor et paradoks at markedsmanipulasjon likevel på generelt grunnlag sanksjoneres med mildere sanksjoner enn hva som blir ilagt for innsidehandelsatferd.

Referanseliste

Norske lover

Grunnloven (Grl.)	Lov 17. mai 1814 Kongeriket Norges Grunnlov.
Domstolloven (dl.)	Lov 13. august 1915 nr. 5 om domstolene (domstolloven).
Forvaltningsloven (fvl.)	Lov 10. februar 1967 om behandlingsmåten i forvaltningssaker (forvaltningsloven).
Verdipapirhandeloven av 1997	Lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel.
Menneskerettsloven (mnr.)	Lov 21. mai 1999 nr. 30 om styrking av menneskerettighetenes stilling i norsk rett (menneskerettsloven).
Straffeloven av 2005 (strl.)	Lov 20. mai 2005 nr. 52 om straff (Straffeloven).
Verdipapirhandeloven av 2007 (Vphl.)	Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel.

Norske forarbeider, stortingsrapporter, veiledninger og rundskriv

NOU 1996: 2	NOU 1996: 2 innstilling II fra Verdipapirhandellovutvalget oppnevnt ved kongelig resolusjon 31. januar 1994.
Ot.prp nr. 29 (1996-1997)	Ot.prp nr. 29 (1996-1997) Om lov om verdipapirhandel.
Ot.prp nr. 3 (1998-1999)	Ot.prp nr. 3 (1998-1999) Om lov om styrking av menneskerettighetenes stilling i norsk rett (menneskerettsloven).

NOU 2001: 29	NOU 2001: 29 Best i test? – Referansetesting av rammevilkår for verdiskapning i næringslivet.
NOU 2003: 15	NOU 2003: 15 Fra bot til bedring – et mer nyansert og effektivt sanksjonssystem med mindre bruk av straff.
Ot.prp nr. 90 (2003-2004)	Ot.prp nr. 90 (2003-2004) Om lov om straff (straffeloven).
Ot.prp. nr. 12 (2004-2005)	Ot.prp nr. 12 (2004-2005) Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmissbruksdirektivet mv.).
RFT-2011-28	RFT-2011-28 rundskriv fra finanstilsynet. Lov om verdipapirhandel av – enkelte kommentarer til kapittel 3 og 4.
Dok. nr. 16 (2011-2012)	Dokument 16 Rapport til Stortingets presidentskap fra Menneskerettighetsutvalget om menneskerettigheter i Grunnloven. Avgitt 19 desember 2011. (Lønning-utvalget)
Prop 62 L (2015-2016)	Prop 62 L (2015-2016) Endringer i forvaltningsloven mv. (administrative sanksjoner mv.)
NOU 2017: 1	NOU 2017: 1 Markeder for finansielle instrumenter – gjennomføring av MIFID II og MiFIR.
NOU 2017: 14	NOU 2017: 14 Nye regler om markedsmissbruk – sanksjoner og straff: Gjennomføring av markedsmissbruksforordningen og gjennomgang av verdipapirhandellovens regler om sanksjoner og straff.

NOU 2018: 5

NOU 2018: 5 ”Kapital i omstillingens tid – næringslivets tilgang til kapital.”

Prop. 96 LS (2018-2019)

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 av 10. april 2019.

Finanstilsynets veileder (2021)

Finanstilsynets veileder for ordresituasjoner av 2. februar 2021 ”forbud mot innsidehandel – håndtering av ordresituasjoner.” Tilgjengelig her:
<https://www.finanstilsynet.no/contentassets/aa9cf8448d044a94bad48da9d482accb/forbud-mot-innsidehandel--handtering-av-ordresituasjoner.pdf>

Rettspraksis fra nasjonale domstoler:

Høyesterett:

Rt. 1979 s. 1492.

Rt. 1993 s. 916.

Rt. 2000 s. 996 (Bøhler).

Rt. 2000 s. 1811 (Finanger I).

Rt. 2005 s. 833 (Plenum).

Rt. 2006 s. 1049 (Sense-dommen).

Rt. 2008 s. 1409.

Rt. 2008 s. 1491.

Rt. 2010 s. 1301.

Rt. 2011 s. 199.

Rt. 2011 s. 1251.

Rt. 2012 s. 1556.

Rt. 2012 s. 686 (Robot-saken).

Rt. 2013 s. 258.

Rt. 2014 s. 452 (Eltek).

Rt. 2014. s. 1105.

Rt. 2014 s. 1161.

Rt. 2014 s. 1292.

Rt. 2015 s. 93.

Rt. 2015 s. 155.

HR-2014-2288-A.

HR-2016-1458-A (Haxi-dommen).

HR-2016-2554-P (Holship).

HR-2018-104-A.

HR-2018-699-A.

HR-2018-1909-A.

HR-2019-1447-U.

HR-2022-695-A.

Lagmannsretten

LG-2013-52571-1.

LB-2017-153037-3.

LB-2018-26726 (next-saken).

Tingretten

TSTAV-2011-128794.

Folkerettslige traktater

Den europeiske
menneskerettskonvensjonen (EMK)

Convention for the protection of Human Rights and
Fundamental freedoms, Roma, 4. november 1950.

Konvensjonen om sosiale og
Politiske rettigheter (SP)

International Covenant on Civil and Political Rights.
19. desember 1966.

Wien-konvensjonen	Vienna Convention on the law of Treaties, 23. mai 1969 (Wien-konvensjonen).
EØS-avtalen	Avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde 1. januar 1994, (EØS-avtalen).
TEUF	Treaty on the functioning of the European Union (Lisboa-traktaten), 13. desember 2007.
ODA-avtalen	Avtale mellom EFTA-statene om opprettelse av et Overvåkingsorgan og en Domstol (ODA) 1. januar 1994.

Rettsakter fra EU/EØS

Direktiv 89/592/EEC (IDD)	Council Directive 1989/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing.
Direktiv 2003/6/EC (MAD)	Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse).
Direktiv 2004/109/EC	Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonization of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC.
Forordning EU/596/2014 (MAR)	Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/125/EC and 2004/72/EC.

Direktiv 2014/65/EU (MIFID II)	Directive 2015/65/EU of the European parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU.
Direktiv 2014/57/EU (MAD II)	Directive 2015/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse (market abuse directive).
Direktiv 2014/65/EU	Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments.
Forordning (EU) 2016/522	Commission Delegated Regulation (EU) 2016/522 of 17 December 2015 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council as regards an exemption for certain third countries public bodies and central banks, the indicators of market manipulation, the disclosure thresholds, the competent authority for notifications of delays, the permission for trading during closed periods and types of notifiable managers' transactions.
Forordning (EU) 2016/523	Commission Implementing Regulation (EU) 2016/523 of 10 March 2016 laying down implementing technical standards with regard to the format and template for notification and public disclosure of managers' transactions in accordance with Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council

Rettspraksis fra EU-domstolen

Sak C-268/91 (Keck)	Sak C-268/91, straffesak mot <i>Bernard Keck og Daniel Mithouard</i> , dom av 24. november 1993.
Sak C-384/02 (Grøngaard & Bang)	Sak C-384/02 [GC] straffesak mot <i>Knud Grøngaard og Allan Bang</i> , storkammerdom av 22. november 2005. EU:C:2005:708.
Sak C-391/04 (Georgakis)	Sak C-391/04 [C3] <i>Ypourgos Oikonomikon and Proïstamenos DOY Amfissas v Charilaos Georgakis</i> , dom av 10. mai 2007.
Sak C-45/08 (Spector)	Sak C-45/08 [C5] <i>Spector Photo Group NV and Chris Van Raemdonck v. commissie voor het Bank-, Financien Assurantiewezen (CBFA)</i> , dom av 24. desember 2009.
Sak C-537/16 (Ricucci)	Sak C-537/16 [GC] <i>Garlsson Real Estate SA and Others v Commissione Nazionale per le Società e la Borsa</i> , dom av 20. mars 2018.

Rettspraksis fra EFTA-domstolen

Sak E-2/10 (Kolbeinsson)	Sak E-2/10, <i>Þór Kolbeinsson v the Icelandic State</i> , dom av 10. desember 2010.
--------------------------	--

Forarbeider til EU-rettsakter, rapporter fra ESMA, forskningsrapporter, uttalelser fra generaladvokater

- Procedure 2001/0118/COD COM(2001/1018/COD): Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse). Tilgjengelig her: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=celex:52001PC0281>.
- Lamfalussy-rapporten (2001) The Committee of Wise Men, Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, 15. februar 2001. Tilgjengelig her: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy_report.pdf
- Bhattacharya/Daouk (2002) Utpal Bhattacharya og Hazem Daouk, 'The World Prize Of Insider Trading (2002), The Journal of Finance 75. Tilgjengelig her: https://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Teaching/BA453_2005/BD_The_world.pdf
- Bris (2005) Arturo Bris, "Do inside Trading Laws Work?", European Financial Management, 2005.
- CF CESR Report (2007) Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive (MAD), 17 oktober 2007. Tilgjengelig her: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/08_099.pdf.
- De Larosiére-rapporten (2009) The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Report 25. februar 2009. Tilgjengelig her:

https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication14527_en.pdf.

- Generaladvokat Kokott (2009) Opinion on Advocate General Kokott delivered in 10 September 2009. Case C-45/08 Spector Photo Group NV and Chris Van Raemdonck v. Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA). Tilgjengelig her: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/ALL/?uri=CELEX:62008CC0045>
- COM(2010) 716 final European Commission, 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, Brussels, Com(2010) 716 final, 8. desember 2010. Tilgjengelig her: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.C_.2011.248.01.0108.01.ENG.
- COM(2011) 651 final Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse). COM/2011/0651 final - 2011/0295 (COD). 20. oktober 2011. Tilgjengelig her: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52011PC0651>.
- ESMA/2012/270 Actual use of sanctioning powers under MAD, ESMA report av 26. april 2012. Tilgjengelig her: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-270.pdf>.

SEC(2011) 1217 final

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.
Tilgjengelig her: [https://eur-lex.europa.eu/legal-
content/EN/ALL/?uri=SEC%3A2011%3A1217%3AFIN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=SEC%3A2011%3A1217%3AFIN)

Rettspraksis fra Den europeiske menneskerettighetsdomstol (EMD)

Pfunders (1963)

Austria v. Italy, kommisjonsrapport 31. mars 1963,
klagenummer 788/60.

Dudgeon v. United Kingdom (1981) *Dudgeon v. United Kingdom* [P], 22. oktober 1981,
klagenummer 7525/76.

Silver v. United Kingdom (1983) *Silver and Others v. the United Kingdom* [J], 25. mars
1983, klagenummer 5947/72.

Barberà, Messegué and Jabardo *Barberà, Messegué and Jabardo v. Spain* [P], 6.
desember 1988, klagenummer 10590/83.

Salabiaku v. France (1988) *Salabiaku v. France* [J], 7. oktober 1988, klagenummer
10519/83.

Norris v. Ireland (1988) *Norris v. Ireland* [P], 26. Oktober 1988, klagenummer
10581/83

Pham Hoang v France (1992)	<i>Pham Hoang v. France</i> [J], 25 september 1992, klagenummer 13191/87.
Bladet Tromsø v. Norway (1999)	<i>Bladet Tromsø and Stensaas v. Norway</i> [GC], 20. mai 1999, klagenummer 21980/93.
Janosevic v. Sweden (2002)	<i>Janosevic v. Sweden</i> , 23 juli 2002 [J], klagenummer 34619/97.
Västberg Taxi aktiebolag (2002)	<i>Västberg Taxi aktiebolag and Vulic v Sweden</i> [J], 23 juli 2002, klagenummer 36985/97.
Ajdarić v. Croatia (2011)	<i>Ajdarić v. Croatia</i> [J], 13 desember 2011, klagenummer 20883/09.
Grande Stevens v. Italy (2014)	<i>Grande Stevens et al v. Italy</i> [J], 4. mars 2014, klagenummer 18640/10.
S.A.S. v. France (2014)	<i>S.A.S. v. France</i> [GC], 1. juli 2014, klagenummer 43835/11.
G.I.E.M (2018)	<i>Case og G.I.E.M. S.R.L. and others v. Italy</i> [GC], 28 juni. 2018, klagenummer: 1828/06.

Utenlandsk lovgivning og andre utenlandske rettskilder

The Securities Act (1933)	The Securities Act of 1933 (USA).
Securities Exchange Act (1934)	Securities Exchange act of 1934 (SEA) pub-L- 73-291, 48 Stat. 881, enacted june 6, 1934 codified at 15 U.S.C § 78 A ET SEQ. (USA).
U.1999.1513.Ø	Dom fra dansk Høyesterett (U.1999.1513.Ø).
U.2005.984 H	Dom fra dansk Høyesterett (U.2005.984 H.).

Finanstilsynets Betænkning (2010) Betænkning av 5. juli 2010 (1521/2010) om insiderhandel. Tilgjengelig her: www.finanstilsynet.dk under (Tal & fakta – rapporter). (Dansk rett).

Proposition 2016/17:22 (2016) Proposition 2016/17:22 Effektiv bekämpfung av marknadsmissbruk. (svensk rett).

Kilder fra internett

Oslo Børs Utviklingen av aksjemarkedet, desentralisert handel gjennom elektroniske handelssystemer. Tilgjengelig her: https://snl.no/Oslo_Børs (lest 15. april 2022)

Aksjer for alle Artikkel fra Oslo Børs ”Aksjer for alle” av august 2015. Tilgjengelig her: https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwinlrVgocr2AhWvpYsKHSSqAbkQFnoECAMQAQ&url=https%3A%2F%2Fwww.oslobors.no%2Fcontent%2Fdownload%2F14349%2F378317%2Ffile%2FAksjer_for_alle.pdf&usg=AOvVaw2MRMa5o0YPxpz5MrsQkgHS (lest 29. april 2022)

Forskning.no Definisjon av hvitsnippforbrytelse og skadelige følger av slike forbrytelser, tilgjengelig her: <https://forskning.no/okonomi-handelshoyskolen-bi-kriminalitet/journalister-avslorer-flest-hvitsnipper/740787> (lest 28. april 2022)

- Store Norske Leksikon Se definisjon av kapitalmarked her:
<https://snl.no/kapitalmarked> (lest 26. april 2022)
- Store Norske Leksikon Enron-skandalen, tilgjengelig her:
https://snl.no/Enron_Corporation. (lest 25. april 2022)
- Europalov Lovgivningsprosessen for EU-rettsakter fra europalov.
Tilgjengelig her: <https://www.europalov.no/laer-mer/beslutningsprosessen#EU1>
- Advokatforeningen Artikkel om uskyldspresumsjonen under press,
tilgjengelig her:
<https://www.advokatbladet.no/rettssikkerhet-uskyldspresumsjonen-arstalen2019/advoaktforeningen-mener-uskyldspresumsjonen-er-under-betydelig-press/145229>. (Lest 18. april 2022)
- Advokatfirmaet Wiersholm Artikkel fra advokatfirmaet Wiersholm av 27. november
2020 ”Endringer i forbudet mot innsidehandel”
Tilgjengelig her: <https://wiersholm.no/nyheter/endringer-i-forbudet-mot-innsidehandel> (Lest 18. april 2022)
- Advokatfirmaet Thommessen Artikkel fra advokatfirmaet Thommessen av 26. januar
2021 ”MAR trer i kraft i Norge 1. mars 2021”
Tilgjengelig her:
<https://www.thommessen.no/aktuelt/mar-trer-i-kraft-i-norge-1-mars-2021>
- LovdataPro Caroline Bang Stordrange, norsk lovkommentar:
verdipapirhandelloven § 3-1, LovdataPro.no, 15.11.2021.
(Lest 25 april 2022).

Nasjonal og internasjonal litteratur. Bøker, artikler og tidsskrifter

- Cicero (Ca. 44 f.kr) Cicero, Marcus Tullius, De Officiis Liber III.

- Manne (1966) Manne, Henry G, Insider Trading and the Stock Market 138-141 (1966).
- Akerlof (1970) Akerlof, Georg, "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the market Mechanism, *The Quarterly Journal of Economics*, (1970) s. 488-500.
- Fama (1970) Fama, Eugene. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *The journal of Finance* (1970).
- Shapiro (1984) Shapiro, Susan. *Wayward Capitalists: Target Of The Securities And Exchange Commission* (1984).
- Arnesen (1994) Arnesen, Finn "Er reglene om innsidehandel for strenge?", *Lov og rett* 1994.
- Sæbø (1995) Sæbø, Rune. *Innsidehandel med verdipapir* fagbokforlaget (1995).
- Lau Hansen (2003) Lau Hansen, Jesper "The trinity of market regulation: Disclosure, insider trading and market manipulation" *International Journal of Disclosure and Governance*, (2003).
- Strandbakken (2003) Strandbakken, Asbjørn. *Uskyldspresumsjonen, in dubio pro reo*, fagbokforlaget (2003).
- Lau Hansen (2004) Lau Hansen, Jesper "forbudet mot insiderhandel – et svar til Casper Rose og Dan Moalem", *Nordisk Tidsskrift for selskabsret* (NTS) (2004).
- Avgouleas (2005) Avgoules, Emilios. *The Mechanics and Regulation of Market Abuse: A legal and Economic Analysis*, Oxford University Press (2005).
- Strandberg (2005) Strandberg, Magne. *Skadelidtes hypotetiske inntekt, om erstatningsutmåling og bevis*. Fagforlaget (2005).
- Andenæs (2009) Andenæs, Mads Henry. *Rettskildelære*, 2. utgave (2009).

- Lagenbucher (2010) Langenbucher, Katja. "The use or possession' debate revisited – Spector Photo Group and insider trading in Europe", *capital markets law Journal*, 5/4, s. 452-470 (2010).
- Klöhn (2010) Klöhn, Lars. 'The European Insider Trading Regulation after Spector Photo Group', *European Company and Financial Law Review*, (2010).
- Arden (2010) Lady Arden, Mary Arden. 'Spector Photo Group and its wider implications.' *European Company and Financial Law Review*, (2010), vol. 7, issue 2.
- Sejerstad m.fl. (2011) Sejerstad, Arnesen, Rognstad, Kolstad, *EØS-rett*, 3 utgave, universitetsforlaget (2011).
- Seredyńska (2012) Seredyńska, Iwona. *Insider Dealing and Criminal Law. Dangerous Liaisons*, Berlin-Heidelberg (2012).
- Lau Hansen (2014) Lau Hansen, Jesper. *Introduktion til selskabsretten og kapitalmarkedsretten*, Djøf forlag, (2014).
- Bergo (2014) Bergo, Knut. *Børs- og verdipapirrett*, 4 utg. Cappelen Damm Akademisk (2014).
- Davies/Worthington (2016) Davies, Paul L. and Sarah Worthington, *Principles of modern company law* (2016).
- Frøberg (2016) Frøberg, Thomas. *Alminnelig strafferett i et nøtteskall*, første utgave, Gyldendal juridisk (2016).
- Kinander (2016) Kinander, Morten. "Bruk og misbruk. Særlig om ordrebehandling og misbruksreservasjonen", *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, 2016.
- Jerkø (2017) Jerkø, Markus. *Bevisvurderingens rettslige rammer: bevistema, bevisbyrde, beviskrav*, Universitetsforlaget (2017).

- Bøhren m.fl. (2017) Bøhren, Øyvind, Dag Michaelsen og Øyvind Norli, *Finans: Teori og Praksis* 3 utgave, Fagbokforlaget (2017).
- Ventoruzzo/Mock (2017) Ventoruzzo, Marco and Mock, Sebastian. *Market Abuse Regulation Commentary and Annotated Guide* (2017).
- Skoghøy (2017) Skoghøy, Jens Edvin A. *Tvisteløsning*, universitetsforlaget (2017).
- Veil (2017) Veil, Rüdiger. *European Capital Markets Law*, second edition, (2017).
- Nygaard (2017) Nygaard, Nils. *Rettsgrunnlag og standpunkt*, 2. utgave (2017).
- Eskeland, Høgberg (2017) Eskeland, Ståle og Alf Petter Høgberg, *Strafferett*, 5 utgave, Cappelen Damm akademisk (2017).
- Bergan (2017) Bergan, Morten Emil Eriksrud, *tidsskrift for forretningsjus*, 2017 (TFF-2017-3).
- Bergþórsson (2018) Bergþórsson, Andri Fannar, *What Is Market Manipulation?: An Analysis of the Concept in a European and Nordic Context*, BRILL (2018).
- Aall (2018) Aall, Jørgen, *Rettsstat og menneskerettigheter*, 5 utgave, fagbokforlaget (2018).
- Kinander (2018a) Kinander, Morten. "Fra direktiv til forordning: Endringer i norsk innsiderett ved overgang fra MAD til MAR?" (2018). *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, s. 48-55.
- Kinander (2018b) Kinander, Morten. "Reform av norsk markedsmisbruksrett – en tapt mulighet?". *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, 19(3), s. 23-35.
- Bergo (2018) Bergo, Knut. "sanksjonering av markedsmisbruk – tid for reformer" *lov og rett*, nr. 6 (2018).

- Fredriksen/Mathisen (2018) Fredriksen, Halvard og Mathisen, Germund, *EØS-rett*, Fagbokforlaget, 3 utgave (2018).
- Schmaucher (2018) Schmaucher, Magnus. *EU:s marknadsmissbruksförordning m.m. : en kommentar*, Gula bibliotek (2018).
- Rui (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 vol.18, 3 utg.* (2018).
- Stordrange (2019) Stordrange, Caroline Bang, *Aksjeutsteders løpende informasjonsplikt og erstatningsansvar: behov og potensial for effektivisering?* Gyldendal (2019).
- Gröning, m.fl. (2019) Gröning, Linda, Erling Johannes Husabø og Jørn Jacobsen, *frihet, forbrytelse og straff: en systematisk fremstilling av norsk strafferett*, 2 utg. Fagbokforlaget (2019).
- 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).
- Gerner-Beuerle (2019) Gerner-Beuerle, Carsten and Michael Anderson Schillig, *Comparative Company Law* (2019).
- Øyen (2019) Øyen, Ørnulf. *Straffeprosess 2.* utgave, Fagforlaget (2019).
- Lemann/Kumpan (2019) Lehmann/Kumpan, *European Financial Service Law, Article-by-Article Commentary* first edition (2019).
- Jerkø (2019) Jerkø, Markus. "Den rettslige bevisbyrden", *jussens venner 54/1*, (2019).
- Bergo (2021) Bergo, Knut. *Børs- og verdipapirrett*, 5 utgave, Cappelen Damm AS (2021).

