

Forbudet mot urimelige forretningsmetoder i verdipapirhandelloven 3-9 første ledd

En rettslig analyse av standardens elementer, forholdet til overlappende regler og hvorvidt bestemmelsen kan anvendes på innsidehandel, videreformidling av innsideinformasjon og markedsmanipulasjon i det unoterte markedet

—

Kandidatnummer 38

Liten masteroppgave i rettsvitenskap høst 2014

Antall ord: 16 276

Innholdsfortegnelse

1	Innledning.....	1
1.1	Presentasjon av tema	1
1.2	Nærmere om problemstilling	3
1.3	Relevans	4
1.4	Aktualitet.....	5
1.5	Forskningsinteresse	5
1.6	Avgrensninger og terminologi	6
1.7	Den videre fremstilling.....	7
2	Rettskildebildet.....	8
2.1	Lovhistorien	8
2.2	Juridisk metode	10
2.2.1	Lov	10
2.2.2	EU-direktiver	11
2.2.3	Forarbeider	11
2.2.4	Rettspraksis	12
2.2.5	Andre myndigheters praksis	13
2.2.6	Alminnelig bransjepraksis	16
2.2.7	Litteratur	17
2.2.8	Hensyn og formålsbetraktninger	17
2.3	Utsyn til Norden og Storbritannia	18
3	Hensyn.....	19
3.1	Innledning.....	19
3.2	Hensyn bak reguleringen av verdipapirmarkedet.....	19
3.3	Tillit til markedene	21
3.4	Investorbeskyttelse	22

3.5	Allmenn- og individualprevensjon.....	23
3.6	Oppsummering.....	23
4	Standardens nærmere elementer.....	24
4.1	Innledning.....	24
4.2	«Forretningsmetode».....	24
4.3	«Handel».....	26
4.4	Betydningen av urimelige resultater.....	28
5	Forholdet til overlappende regler.....	29
5.1	Innledning.....	29
5.2	Forholdet til vphl. § 3-9 annet ledd.....	30
5.3	Forholdet til kontraktsrettens regler om opplysningsansvar.....	32
5.4	Forholdet til straffelovens bestemmelser om investorbedrageri.....	34
6	Forholdet til handlingsnormene i vphl. §§ 3-2, 3-3 og 3-8 og det unoterte markedet.....	37
6.1	Innledning.....	37
6.2	Innsidehandel.....	38
6.3	Taushetsplikt.....	41
6.4	Markedsmanipulasjon.....	44
7	Virkningene av brudd på forbudet mot urimelige forretningsmetoder.....	48
7.1	Innledning.....	48
7.2	Bøter eller fengsel.....	49
7.3	Vinningsavståelse.....	49
7.3.1	Hvilket beviskrav gjelder?.....	51
8	Avsluttende refleksjoner.....	52
	Kilde- og litteraturliste.....	55

1 Innledning

1.1 Presentasjon av tema

Temaet for denne avhandlingen er forbudet mot urimelige forretningsmetoder i verdipapirhandelloven¹ (vphl.) § 3-9 første ledd.

Samfunnsborgerne kan i kraft av den private autonomi binde seg gjennom avtaler. På samme måte kan aktørene på verdipapirmarkedet binde seg gjennom avtaler om kjøp og salg av finansielle instrumenter. I formueretten gjelder prinsippet om at avtaler skal holdes. Prinsippet om at avtaler skal holdes er også det klare utgangspunkt innenfor verdipapirretten. Avtalebinding stimulerer omsetningslivet og skaper forutberegnelighet for avtalepartene.

Verdipapirhandel har enkelte trekk som tydeliggjør behovet for særreguleringer av slike avtaleforhold. For det første er det ved verdipapirhandel gjerne snakk om omsetning av store verdier.² For det annet kan informasjonstilfanget om de finansielle instrumentene som tilbys være betydelig og lite oversiktlig. Forretningsmetodene og fremgangsmåtene ved handel med finansielle instrumenter utvikles gjerne raskt og handelsklimaet endres ofte. De alminnelige kontraktsrettslige regler kan bare til en viss grad ivareta behovet for rettsikker handel med verdipapirer. Det er derfor nødvendig med verdipapirrettslige bestemmelser som hjemler privatrettslige og offentligrettslige sanksjoner i tilfeller hvor en part kan være rammet av uakseptabel adferd i forbindelse med avtaleinngåelsen.

Forbudet mot urimelige forretningsmetoder er en slik bestemmelse. Vphl. § 3-9 lyder i sin helhet slik:

«Ingen må benytte urimelige forretningsmetoder ved handel i finansielle instrumenter.

God forretningskikk skal iakttas ved henvendelser som rettes til allmennheten eller til enkeltpersoner og som inneholder tilbud eller oppfordring til å fremsette tilbud om kjøp, salg eller tegning av finansielle instrumenter eller som ellers har til formål å fremme handel i finansielle instrumenter.»

¹ Lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 nr. 75.

² For eksempel ble aksjene i den norske sportsutstyrkjeden XXL omsatt for over to milliarder kroner i løpet av én dag etter at selskapet i høst gikk på børs. Se «XXL-aksjen rett opp etter børsnotering», *Aftenposten*, 4. oktober 2014, s. 16.

Vphl. § 3-9 første ledd er en rettslig standard som forbyr aktørene på verdipapirmarkedet å benytte «urimelige forretningsmetoder»³ ved handel i finansielle instrumenter. Vphl. § 3-9 annet ledd inneholder en annen rettslig standard som pålegger aktørene å iaktta god forretningsskikk ved henvendelse til allmennheten om handel med finansielle instrumenter.

Bestemmelsen hjemler to typer sanksjoner. For det første hjemler vphl. § 3-9 første ledd privatrettslige sanksjoner overfor den part som benytter uakseptable forretningsmetoder. Med privatrettslige sanksjoner forstås her vinningsavståelse, jfr. vphl. § 17-2 første ledd.

Vinningsavståelse innebærer at den som vinningen er tilfalt ved uaktsom eller forsettlig overtredelse av vphl. § 3-9 første ledd pålegges helt eller delvis å avstå denne, jfr. vphl. § 17-2 første ledd første pkt. For det annet hjemler bestemmelsen offentligrettslige sanksjoner overfor den som benytter slike metoder i form av bøter eller fengselsstraff, jfr. vphl. § 17-3 annet ledd nr. 6.

Sanksjonssystemet bak vphl. § 3-9 første ledd er begrunnet i at uønsket adferd på verdipapirmarkedet bør og skal sanksjoneres av myndighetene. Et straffesanksjonert forbud mot urimelige forretningsmetoder virker preventivt overfor den risikovillige aktør som er tilbøyelig til å anvende slike metoder ved handelen. Bruk av urimelige forretningsmetoder kan svekke tilliten til markedet. Et marked med svekket tillit er intet attraktivt marked for en investor. Siden et velfungerende og likvid verdipapirmarked er et vitalt element i en velutviklet samfunnsøkonomi, er det viktig at slike tillitskadende handlemåter kan etterkontrolleres og sanksjoneres av myndighetene.

Urimelighetsvilkåret i vphl. § 3-9 første ledd er en rettslig standard. En rettslig standard innebærer at rettsvilkåret er angitt som en vid og skjønnsmessig norm, hvor det nærmere innholdet kan endre seg konstant i takt med samfunnsutviklingen. Standarden kan sies å vise til en målestokk som ligger utenfor seg selv.⁴ Vphl. § 3-9 første ledd gir dermed uttrykk for en flytende rettsstridgrense.

³ I avhandlingen vil begrepet «urimelige forretningsmetoder» og «forbudet mot urimelige forretningsmetoder» benyttes enstydig med ordlyden i vphl. § 3-9 første ledd.

⁴ Olav Fr. Perland, *Tilretteleggeransvar*, Oslo 2013, s. 129. Litteraturen om rettslige standarder er for øvrig omfattende. Se særlig Ragnar Knoph, *Rettslige standarder*, Oslo 1948. Knophs tilnærming til standardens innhold var en prosess han kalte for *rasjonalisering*. Knophs fremstilling har blitt kritisert i ettertid, men det tas i

Alle samfunnsborgere har et behov for å kunne forutberegne sin rettsstilling. For aktørene på verdipapirmarkedet gjelder dette særlig fordi regelverket er omfattende og komplekst. Vphl. § 3-9 første ledds karakter som rettslig standard medfører at grensene mellom lovlige og ulovlige forretningsmetoder på verdipapirrettens område kan fremstå som uklare. Uklare rettsregler svekker hensynet til forutberegnelighet for aktørene på verdipapirmarkedet. Dette er egnet til å skape rettsusikkerhet.

1.2 Nærmere om problemstilling

De uheldige rettsusikkerhetsvirkningene ved anvendelsen av forbudet mot urimelige forretningsmetoder kan imidlertid reduseres ved at standarden fylles med innhold. Dette gjør målestokken for standarden mer beregnelig. Den vil således være enklere å forholde seg til for verdipapirhandelens aktører.

Avhandlingens hovedproblemstilling er derfor å underlegge forbudet mot urimelige forretningsmetoder en rettslig analyse for å belyse innholdet i standarden. Innholdet vil søkes klargjort gjennom en fremstilling av tre underproblemstillinger. I første underproblemstilling vil de nærmere elementer i vphl. § 3-9 første ledd analyseres.

Andre underproblemstilling er å analysere hvordan vphl. § 3-9 første ledd forholder seg til overlappende og tilstøtende regler som også kan ramme tilfeller av uakseptabel forretningsferd.

I tredje underproblemstilling vil det for det første behandles om handlingsnormene i forbudet mot innsidehandel, kravet om taushetsplikt og forbud mot markedsmanipulasjon fanges opp av forbudet mot urimelige forretningsmetoder ved handel i det unoterte⁵ verdipapirmarkedet *de lege lata*. For det annet vil det vurderes om de nevnte handlingsnormene bør fanges opp av forbudet mot urimelige forretningsmetoder *de lege ferenda*.

Gjennom avhandlingens tre underproblemstillinger skal innholdet i standarden i forbudet mot urimelige forretningsmetoder søkes klargjort. Det skal underveis illustrere med eksempler på

denne avhandlingen ikke nærmere stilling til rasjonaliseringsbegrepet. Det vises her til Nils Nygaard, *Rettsgrunnlag og standpunkt*, Bergen 2005, s. 391 om rasjonaliseringsdebatten.

⁵ Se pkt. 1.7. for nærmere om uttrykkene «notert» og «unotert» marked.

hvordan og i hvilke tilfeller standarden kan anvendes, samt hvordan den faktisk brukes i praksis.

1.3 Relevans

Forbudet mot urimelige forretningsmetoder er av interesse i lys av både nasjonal og internasjonal rettsutvikling. Verdipapirhandelloven av 2007 bygger på EU-direktivet MiFID.⁶ Ved implementeringen av direktivet i verdipapirhandelloven stod hensynet til økt forbrukervern og investorbekyttelse sentralt. Bakgrunnen for implementeringen var for det første den store økningen i antallet investorer i verdipapirmarkedene. For det annet økte kompleksiteten i instrumentene og tjenestene som investorene ble tilbudt.⁷ Selv om vphl. § 3-9 ikke har en direkte motsats i noe EU-direktiv, er flere av de samme hensynene bestemmelsen er ment til å ivareta, styrket de senere år gjennom implementeringen av MiFID og Norges øvrige internasjonale forpliktelser etter EØS-avtalen.⁸

Forbudets virkeområde må ses i sammenheng med økningen i antallet personer med en indirekte tilknytning til aksjemarkedet. Selv om private investorers andel av investeringene på Oslo Børs sank med 70 % fra 1984 til 2000, ble andelene til pensjons- og aksjefond mer enn firedoblet. Langt flere enn tidligere er knyttet til aksjemarkedet indirekte igjennom fonds-, forsikrings- og pensjonssparing.⁹ Tilgangen til handel med verdipapirer synes dessuten å ha blitt enklere og mer tilgjengeliggjort for allmennheten som en følge av den teknologiske utviklingen. Dette har styrket behovet for investorbekyttelse og vern av forbrukerinteresser.

⁶ Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC av 21. april 2004, trådt i kraft i Norge gjennom verdipapirhandelloven 1. november 2007.

⁷ Se MiFIDs fortale pkt. 2 og 31.

⁸ Gjennom Norges EØS-medlemskap er Norge forpliktet til å innføre direktiver som omfatter saksområder som inngår i EØS-avtalen, jfr. avtalens art. 7.

⁹ Sverre Knutsen, «Finansiell stabilitet og velfungerende markeder? – Finanstilsyn etter det nyliberale skiftet», inntatt i «Erfaringer og utfordringer, jubileumsskrift – 20 år som integrert finanstilsyn», Kredittilsynet 2006, s. 33.

1.4 Aktualitet

Forbudet mot urimelige forretningsmetoder er lite behandlet i det norske rettsapparatet.¹⁰ Bestemmelsen ble likevel senest aktuell i domstolene i mai 2014. Saken gjaldt en investor som var saksøkt av Finanstilsynet med krav om vinningsavståelse med hjemmel i vphl. § 3-9 første ledd, etter å ha foretatt et udekket shortsalg¹¹ med aksjer.¹² Investor Arne Fredly og hans Gibraltar-registrerte selskap Atlas Capital Management Ltd. («Atlas Capital») ble i Borgarting lagmannsrett dømt til vinningsavståelse av gevinsten han hadde hatt ved salget. Atlas Capitals anke ble avvist av Høyesterett.¹³ Dommen vurderes anket til Den europeiske menneskerettighetsdomstolen i Strasbourg.¹⁴ Dette var trolig første gang noen ble dømt etter den nye bestemmelsen i verdipapirhandelloven 2007.

Videre er flere tilfeller av mulige brudd på vphl. § 3-9 første og annet ledd under etterforskning hos politiet og Økokrim.¹⁵ Sakene illustrerer at bestemmelsen med jevne mellomrom blir aktuell selv om den sjelden dukker opp i rettsapparatet.

1.5 Forskningsinteresse

Verdipapirhandelloven kapittel 3 inneholder en rekke adferdsregulerende bestemmelser for handel med finansielle instrumenter. Disse gjelder for finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk regulert marked, jfr. vphl. § 3-1 første ledd første pkt. Vphl. § 3-9 første ledd har imidlertid et bredere anvendelsesområde enn de øvrige adferdsregulerende

¹⁰ Se pkt. 2.2.4. for bemerkninger om den rettspraksis som foreligger.

¹¹ Shortsalg innebærer at en aktør selger et aktiva han ikke eier, med det formål om å senere kjøpe det tilbake. Slik kan investoren profittere positivt på prisnedgang mellom salget og gjenkjøpet. Vedkommende aktørs eventuelle gevinst blir da differansen mellom det han solgte aksjen for og det han kjøpte det for. Udekket shortsalg forekommer når selgeren verken eier eller disponerer aksjene på salgstidspunktet. Kjøper er således ikke sikret rettidig levering av aksjene.

¹² LB-2013-6194.

¹³ HR-2014-1566-U.

¹⁴ Bente Bjørndal, «Nei til Fredly-anke», *Dagens Næringsliv*, 30. juli 2014, s. 14.

¹⁵ Et eksempel kan være den såkalte «gamblingsaken», hvor en nordmann er siktet for grovt heleri nærmere 30 millioner kroner samt benyttelse av urimelige forretningsmetoder og brudd på god forretningsskikk ved ulovlig sportsgambling. Se NTB, «Fire nye ukers varetekt i gamblingsaken», publisert i *Verdens Gang*, 19.7.2013.

bestemmelsene i verdipapirhandelloven kapittel 3. Forbudet mot urimelige forretningsmetoder gjelder både ved handel med finansielle instrumenter som søkes notert på norsk regulert marked, og for finansielle instrumenter som *ikke* er eller søkes notert på norsk regulert marked, se vphl. § 3-1 første ledd annet pkt.

Dette reiser spørsmålet om og eventuelt hvilke av handlingsnormene i verdipapirhandelloven kapittel 3 for handel med noterte verdipapirer kan anvendes på handel unoterte finansielle instrumenter gjennom forbudet mot urimelige forretningsmetoder. Spørsmålet behandles i relasjon til innsidehandel, videreformidling av innsideinformasjon og markedsmanipulasjon i kapittel 6.

Til tross for at vphl. § 3-9 første ledd gjelder verdipapirhandel generelt og således omfatter flere transaksjoner enn verdipapirhandellovens øvrige adferdsregulerende bestemmelser, synes bestemmelsene som for eksempel innsidehandelsforbudet i verdipapirhandelloven kapittel 3 underlagt adskillig større behandling i litteraturen.¹⁶ Vphl. § 3-9 første ledd er på sin side nokså sparsomt behandlet.¹⁷ Forbudet mot urimelige forretningsmetoder er derfor egnet for en helhetlig fremstilling.

1.6 Avgrensninger og terminologi

En komplett redegjørelse for samtlige verdipapirrettslige disposisjoner som kan tenkes å falle inn under forbudet lar seg ikke fremstille innenfor rammen av denne avhandlingen.

Avhandlingen vil derfor avgrenses til å gjelde de mest sentrale problemstillingene knyttet til anvendelsen av vphl. § 3-9 første ledd. Det vil avgrenses mot forbudets forhold til Den europeiske menneskerettighetskonvensjon (EMK).

Det vil i den videre fremstillingen skilles mellom det jeg vil betegne som det noterte markedet og det unoterte markedet. Betegnelsen *notert marked* vil anvendes om børs eller autorisert markeds plass, jfr. børsloven § 3. Autorisert markeds plass er i børsloven § 1-3 første ledd definert som foretak som organiserer eller driver et marked for finansielle instrumenter, der

¹⁶ Se note 70.

¹⁷ Se pkt. 2.2.7. og note 69 for nærmere om fremstillingene av vphl. § 3-9 første ledd.

det legges til rette for handel ved regelmessig og offentlig kursnotering av finansielle instrumenter.

Videre vil betegnelsen *unotert marked* benyttes om det uorganiserte kreditt- og kapitalmarkedet. Dette kalles også *gråmarkedet* eller «OTC-instrumenter».¹⁸ OTC-systemet er et informasjonssystem for unoterte aksjer, hvor meglere kan legge inn kjøps- og salgsinteresser i systemet dersom de har kunder som ønsker å kjøpe eller selge aksjer i et selskap som er notert på OTC-listen.¹⁹

Behandlingen i kapittel 6 vil av hensyn til fremstillingens ordgrense avgrenses til handlingsnormene i innsidehandelsforbudet, taushetsplikten og markedsmanipulasjonsforbudet. Dette fordi jeg anser disse handlingsnormene som de mest sentrale i verdipapirhandelloven. Fremstillingen vil her også avgrenses til å gjelde handel i det unoterte verdipapirmarkedet.

1.7 Den videre fremstilling

I den videre fremstillingen vil jeg først i kapittel 2 gjøre rede for lovhistorien og rettskildebildet rundt vphl. § 3-9 første ledd. Deretter vil de sentrale hensynene bestemmelsen søker å ivareta behandles i kapittel 3. Hensynene behandles her grundig fordi de utgjør en sentral del av vurderingene senere i avhandlingen. I kapittel 4 vil vphl. § 3-9 første ledds ordlyd behandles for å klargjøre det nærmere innholdet i standardens målestokk. I kapittel 5 vil forbudets forhold til vphl. § 3-9 annet ledd, straffelovens bestemmelser om investorbedrageri samt kontraktsrettslige regler om opplysningsansvar behandles. I kapittel 6 vil det vurderes om, og eventuelt i hvilke tilfeller handlingsnormene i vphl. §§ 3-2, 3-3 og 3-8 om henholdsvis innsidehandel, taushetsplikt og markedsmanipulasjon kan fanges opp av forbudet mot urimelige forretningsmetoder ved handel i det unoterte verdipapirmarkedet.

¹⁸ OTC er en forkortelse for «over the counter», direkte oversatt til handel «over disk» til forskjell fra handel på en markedsplass.

¹⁹ Verdipapirforetakenes Forbund, «Hvordan OTC-systemet fungerer», tilgjengelig på <http://www.vpff.no/content/download/1804/10775/version/1/file/Hvordan+OTC-systemet+fungerer.pdf>, sist lest 10. november 2014.

Spørsmål knyttet til virkningene av at vphl. § 3-9 er overtrådt behandles i kapittel 7. Endelig følger noen avsluttende refleksjoner i kapittel 8.

2 Rettskildebildet

I dette kapitlet skal det redegjøres for rettskildesituasjonen omkring vphl. § 3-9 første ledd. Først vil den rettshistoriske opptakten presenteres. Deretter vil det knyttes noen bemerkninger til de sentrale rettskildene for dette arbeidet.

2.1 Lovhistorien

Spørsmål om lovregulering av kapital- og verdipapirmarkeder er hensiktsmessig, har vært gjenstand for adskillig diskusjon. Hvordan spørsmålet skal besvares avhenger av politisk ståsted og økonomisk ideologi. Forutsetningen for at et verdipapirmarked skal fungere optimalt er at aktørene har tillit til at det fungerer på en betryggende måte. Dette har gjennom historien foranlediget bestemmelser som retter seg mot aktørenes markedsadferd. Gjennom årenes løp har verdipapirhandelloven blitt endret adskillige ganger. Det er kan derfor være hensiktsmessig med en kort gjennomgang av lovhistorien før rettskildebildet skal tegnes.

Bestemmelser om at aktørene på handelsmarkeder skal opptre redelig og i tråd med god forretningsskikk kan i Norden spores helt tilbake til det 17. århundre. Disse var frem til 1985 særlig rettet mot meglere. I 1684 fikk Danmark-Norge de første rettsregler om meglere ved «Mæglerens Artikler i København».²⁰ Det er antatt at disse reglene ble anvendt analogisk på meglere i andre kjøpsteder i Danmark-Norge.²¹ Meglerartiklene av 1684 § 12 påbød megleren å avlegge ed for om at han «som en ærlig og troe Mægler, retfærdig vil handle og mægle imellem Kiøbende og Sælgende».²²

²⁰ NOU 1978: 42 s. 14.

²¹ Sjur Brækhus, *Mæglerens rettslige stilling*, Oslo 1946, s. 24.

²² Sjur Brækhus, *Mæglerens rettslige stilling*, Oslo 1946, s. 26.

Senere ble det i Aktiemæglerloven av 1918 tatt inn en bestemmelse om at en megler skal vareta sin parts tarv overensstemmende med god forretningsskikk.²³ Verdipapirmarkedet endret senere karakter utover 1970-tallet. Stadig flere private investorer engasjerte seg i handel med verdipapirer. Dette foranlediget et behov for å styrke disse aktørenes interesser i tillegg til at myndighetene så et behov for etterkontroll. Det ble derfor i forarbeidene til 1985-loven foreslått å innta en generell regel om forbud mot bruk av utilbørlige forretningsmetoder i verdipapirhandelen. Det var ifølge forarbeidene av vesentlig betydning å innføre en bestemmelse som også rettet seg mot alle aktører på verdipapirmarkedet og ikke bare mellommennene.²⁴ Forarbeidene utdyper ikke dette nærmere, men det må trolig ses i sammenheng med privatinvestorers inntog i verdipapirhandelen.

Et forbud mot bruk av «utilbørlige» forretningsmetoder i verdipapirhandelen ble senere inntatt i verdipapirhandelloven (1985)²⁵ § 5 annet ledd. Den prinsipielle begrunnelsen for å innta bestemmelsen den gangen var at bestemmelsen ga uttrykk for et politisk grunnsyn som kunne utgjøre utgangspunktet for supplerende lovgivningstiltak. Disse lovgivningstiltakene skulle rettes mot særlig praktisk viktige typer av uakseptable forretningsmetoder.²⁶

Generalklausulen ble videreført i verdipapirhandelloven (1997)²⁷ § 1-4 annet ledd og senere i § 2-5 (§ 2-9 første ledd fra 1. september 2005).

Ved lovendringen og implementeringen av markedsmisbruksdirektivet²⁸ (MAD) i 2005 anbefalte det daværende Kredittilsynet en videreføring av bestemmelsen. Kredittilsynet viste da til at bestemmelsen ble ansett som viktig og var vel innarbeidet i norsk rett. Departementet tilsluttet seg denne vurderingen og uttalte at bestemmelsen ga uttrykk for et viktig prinsipp.²⁹

²³ Lov om fonds- og aktiemæglere av 14. august 1918 nr. 5 § 9.

²⁴ NOU 1978: 42 Sammendrag pkt. 4 på s. 8.

²⁵ Lov om verdipapirhandel av 14. juni 1985 nr. 61.

²⁶ NOU 1978: 42 pkt. 6.33.

²⁷ Lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79.

²⁸ EU-direktiv 2003/6/EF.

²⁹ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.) pkt. 12.3 – 12.5.

2.2 Juridisk metode

Opgavens sentrale problemstilling er å underlegge vphl. § 3-9 første ledd en rettslig analyse for å belyse innholdet i forbudet mot urimelige forretningsmetoder. Avhandlingen tar sikte på å beskrive gjeldende rett ved hjelp av juridisk metode.³⁰ Dette er en rettsdogmatisk tilnærming til problemstillingen.³¹ Med «gjeldende rett» menes den til enhver tid gyldige rett slik den forstås og praktiseres i samfunnet.³²

Det vil i arbeidet skilles mellom *de lege lata*- og *de lege ferenda*-fremstillinger av retten. Ved fremstilling av retten *de lege lata* beskriver man retten slik den er. Ved å betrakte retten *de lege ferenda* fremstilles retten slik jeg mener den bør være.³³

I drøftelser hvor rettskildegrunnlaget et sparsomt synes rommet for hensynsbetraktninger større. Dette medfører også at reelle hensyn spiller en større rolle også i *de lege lata*-drøftelser.³⁴

2.2.1 Lov

Avhandlingens sentrale bestemmelse er vphl. § 3-9 første ledd. Verdipapirhandelloven er den sentrale reguleringen av omsetningen av verdipapirer hva gjelder investorenes rettsforhold.³⁵ Lovens formål er å legge til rette for «sikker, ordnet og effektiv» handel i finansielle instrumenter, jfr. vphl. § 1-1 første ledd.

Forbudet mot urimelige forretningsmetoder har en fot både innenfor offentlig- og privatretten. For det første har forbudet en side mot strafferetten, herunder reglene om investorbedrageri og uredelighet som rammes av straffeloven³⁶ (strl.) §§ 273 og 274. Forbudet mot urimelige

³⁰ Med juridisk vanlig metode forstås metodelæren slik den er fremstilt i Torstein Eckhoff og Jan E. Helgesen, *Rettskildelære*, Oslo 2001 samt Nils Nygaard, *Rettsgrunnlag og standpunkt*, Bergen 2005.

³¹ Jan Fridtjof Bernt og David Doublet, *Vitenskapsfilosofi for jurister*, Bergen 1998 s. 13.

³² Jan Fridtjof Bernt og David Doublet, *Vitenskapsfilosofi for jurister*, Bergen 1998 s. 18-19.

³³ Se Markus Hoel Lie, *Kommunalrettslig representasjon*, Oslo 2011 s. 29 for ytterligere om fremstillingsformene.

³⁴ Torstein Eckhoff og Jan E., Helgesen, *Rettskildelære*, Oslo 2001 s. 23.

³⁵ Knut Bergo, *Børs- og verdipapirrett*, Oslo 2008, s. 16.

³⁶ Almindelig borgerlig Straffelov av 22. mai 1902 nr. 10.

forretningsmetoder supplerer disse reglene.³⁷ I tillegg har forbudet en side mot sivilrettslige regler om kjøp. Verdipapirkjøp omfattes forutsetningsvis av kjøpsloven (kjl.) § 5 tredje ledd litra d).³⁸

2.2.2 EU-direktiver

Vppl. § 3-9 første ledd er som nevnt en særnorsk regel uten motsats i noe EU-direktiv. Likevel er flere av verdipapirhandelens øvrige adferdsregulerende bestemmelser styrket ved implementeringen av ulike EU-direktiver. De sentrale direktiver i den forbindelse er MiFID og MAD.³⁹ De direktivrelevante bestemmelser for denne avhandlingen i verdipapirhandelloven kapittel 3 er vppl. §§ 3-2 om innsidehandelsforbud, 3-3 om taushetsplikt og 3-8 om markedsmanipulasjon.

15. april 2014 vedtok EU-parlamentet en omfattende revisjon av MiFID, og denne har fått navnet MiFID II. Forventet implementering i Norge er før juni 2016.⁴⁰ Heller ikke MiFID II inneholder en tilsvarende motsats til vppl. § 3-9 første ledd.⁴¹

2.2.3 Forarbeider

Forarbeidene til verdipapirhandelloven av 1985, 1997 og 2005 behandler vppl. § 3-9 første ledd mer generelt uten særlig presist å angi hva som omfattes eller hvilke kriterier som skal legges til grunn. Dette har sin forklaring i at lovgiver ikke kan forutse utviklingen av standarden og derfor må overlate utpenslingen av innholdet i forbudet til rettsanvenderen,

³⁷ Forholdet til investorbedrageribestemmelsene vil behandles i pkt. 5.4

³⁸ Knut Bergo, *Børs- og verdipapirrett*, Oslo 2008, s. 226.

³⁹ Se pkt. 1.3.

⁴⁰ <http://www.esma.europa.eu/page/Markets-Financial-Instruments-Directive-MiFID-II>. Sist besøkt 8. desember 2014.

⁴¹ Direktiv 2014/65/EU. Direktivet er pr. 6. november 2014 på sakstrinn «EØS-foreløpig posisjonsnotat». Direktivet antas å være EØS-relevant og vil medføre behov for endringer av verdipapirhandelloven, se <http://www.regjeringen.no/nb/sub/europaportalen/eos/eos-notatbasen/notatene/2013/nov/mifid-ii.html?id=746383>. Sist besøkt 6. november 2014.

herunder eksempelvis Finanstilsynet og domstolene. Det innebærer at forarbeider til rettslige standarder som vphl. § 3-9 første ledd kan være av lavere vekt enn andre lovforarbeider.

Bestemmelsen er videreført i sin helhet fra 1985-loven bortsett fra en rent språklig endring av ordlyden fra «utilbørlige» til «urimelige» forretningsmetoder.⁴² Årsaken var at Forbrukerombudsmannen ved høringen mente et forbud mot «utilbørlige» forretningsmetoder gav et svakere vern enn et forbud mot disposisjoner som er «urimelige».⁴³ Departementet sluttet seg til denne vurderingen og uttalte at bestemmelsens ordlyd burde komme på linje med tilsvarende bestemmelser i andre lover.⁴⁴ Endringen innebar derfor en styrking av vernet mot benyttelse av uakseptable forretningsmetoder. Videreføringen av bestemmelsen innebærer at også eldre forarbeider vil være av relevans. De relevante forarbeider for dette arbeidet er det særlig NOU 1996:2⁴⁵, NOU 1978: 42 og Ot.prp. nr. 68 (1984-1985).

2.2.4 Rettspraksis

Det er begrenset med rettspraksis om forbudet mot urimelige forretningsmetoder.⁴⁶ Årsaken til dette kan det første være at mange markedsskadelige disposisjoner fanges opp av verdipapirhandellovens øvrige adferdsregulerende bestemmelser. For det annet kan slike disposisjoner også fanges opp av kontraktsrettslige ugyldighetsregler. For det tredje kan det tenkes at generalklausulen har en avskrekkende effekt; mange aktører velger heller å sørge for at de holder seg innenfor loven heller enn å balansere på grensen. For det fjerde reiser saker på verdipapirrettens område gjerne vanskelige bevissspørsmål og etterforskningen blir derfor ressurs- og tidkrevende.

⁴² Ot.prp. nr. 68 (1984-1985) s. 45.

⁴³ Ot.prp. nr. 68 (1984-1985) kapittel 1 § 3 på s. 45.

⁴⁴ Ot.prp. nr. 68 (1984-1985) kapittel 1 § 3 på s. 45. Departementet nevner særlig daværende lov om kontroll med markedsføring og avtalevilkår av 16. mai 1972 nr. 47 §§ 1 og 3.

⁴⁵ NOU 1996: 2 gjelder rettsstilling forut for implementeringen av MAD, se Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) pkt. 10.6.

⁴⁶ Spørsmål om blant annet gjelder forbudet mot urimelige forretningsmetoder er behandlet to ganger i Høyesterett, se Rt. 2008 s. 879 og Rt. 2007 s. 897. Sakene gjelder samme faktum men på forskjellige ledd i omsetningskjeden. I underrettspraksis finnes to dommer, se LB-2013-6194, LA-2002-1486 og LB-2002-941. I tillegg kommer evt. avgjørelser som ikke er publisert på Lovdata.

Anvendelsen av rettspraksis om forbudet mot urimelige forretningsmetoder i vphl. § 3-9 første ledd, og generalklausuler generelt, reiser imidlertid særlige problemer. Siden generalklausulen skal være elastisk og kan forandre seg i takt med samfunnsutviklingen kan målestokken for hva som er en urimelig forretningsmetode endres over tid. I tillegg vil den omstendighet at forbudet er straffesanksjonert begrense adgangen til å ta rettspraksis til inntekt for en utvidende tolking av forbudet.⁴⁷ Rettspraksis har derfor først og fremst betydning for vurderingene i den generelle lovtolkingen av forbudet.

2.2.5 Andre myndigheters praksis

Finansdepartementet har ansvar for overvåking og kontroll av markedet, jfr. vphl. § 15-1 første ledd.⁴⁸ Finanstilsynet er et selvstendig styringsorgan som bygger på lover og vedtak fra Stortinget, Regjeringen og Finansdepartementet samt internasjonale standarder for finansielt tilsyn.⁴⁹ Finanstilsynets hovedoppgave er å føre tilsyn med at finansinstitusjonene innretter seg etter de rettslige rammevilkårene som gjelder for finansmarkedet.⁵⁰

Finanstilsynet har ikke en generell lovhjemmel til å nedlegge forbud mot visse typer handler eller fremgangsmåter uten at den rettslige gyldigheten av et slikt forbud går igjennom en alminnelig lovgiverprosess. Under finanskrisen 2007 – 2009 publiserte likevel det daværende Kredittilsynet den 8. oktober 2008 en pressemelding med overskriften «*Midlertidig forbud mot shorthandel i finansaksjer*».⁵¹ I pressemeldingen nedla Kredittilsynet et «forbud» mot å foreta udekket og dekket shortsalg i nærmere bestemte aksjer. Begrunnelsen var at Finanstilsynet mente slike handler ville stride mot vphl. § 3-9 første ledd som en direkte konsekvens av den aktuelle markedssituasjonen, som på det tidspunktet var dramatisk.⁵²

⁴⁷ Tilsvarende om innsidehandelsreglene se Rune Sæbø, *Innsidehandel med verdipapir*, Bergen 1994, s. 18.

⁴⁸ Se også Trude Myklebust, *Innføring i finansmarkedsrett*, Oslo 2011, s. 198.

⁴⁹ <http://www.finanstilsynet.no/no/Venstremeny/Om-Finanstilsynet/>. Sist besøkt 6. desember 2014.

⁵⁰ <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/finansmarkedene/finansdepartementets-oppgaver-overfor-fi.html?id=435108>. Sist besøkt 6. desember 2014.

⁵¹ Pressemelding 34/2008, tilgjengelig på <http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Pressemeldinger/2008/4-kvartal/Midlertidig-forbud-mot-shorthandel-i-finansaksjer/>. Sist besøkt 6. desember 2014.

Finanstilsynet hadde etter dagjeldende verdipapirhandellov ikke hjemmel for å nedlegge et slikt midlertidig forbud mot shortsalg av finansaksjer.⁵³ Vedtaket måtte imidlertid forstås som et forbud. Dette fordi aktører som trosset «forbudet» ville risikert sivilrettslige krav fra Finanstilsynet om vinningsavståelse eller i alvorlige tilfeller politianmeldelse til Økokrim⁵⁴. Saken illustrerer hvordan Finanstilsynet brukte vphl. § 3-9 første ledd til i praksis å nedlegge et «forbud» mot en konkret type forretningsmetode som aktørene i verdipapirmarkedet måtte overholde.

Finanstilsynet fikk senere slik hjemmel til midlertidig å forby shortsalg under markedsforhold hvor slike salg kan ha virkninger som er egnet til å forstyrre den finansielle stabilitet eller markedets integritet, se vphl. § 17-5.⁵⁵ Den senere innføringen av vphl. § 17-5 tyder på at lovgiver mente det forelå et behov for en slik hjemmel, og at vphl. § 3-9 første ledd i visse tilfeller kan fungere som en nødventil ved et akutt reguleringsbehov i markedet.

Finanstilsynets anvendelse av vphl. § 3-9 første ledd som hjemmel for midlertidig å forby shortsalg har møtt kritikk i teorien. Per Kristian Ramsland mener at Finanstilsynet burde *«nøyet seg med en ren tolkningsuttalelse hvor man tok hensyn til de begrensninger som må innfortolkes i rekkevidden til vphl. § 3-9, i kombinasjon med iverksettelse av de nødvendige politiske prosesser for å få en utvidet forskriftsadgang»*.⁵⁶ Bergo mener at forbudet var *«klart uhjemlet»*.⁵⁷

I tillegg utarbeider Finanstilsynet rundskriv med direktiver og anbefalinger til aktørene i verdipapirmarkedet. Disse inneholder gjerne kommentarer og veiledning til tolkning av regelverket. Disse rundskrivene kan være egnet til å skape en bransjepraksis, fordi adressatene

⁵³ Prop. 84 L (2009-2010) Endringer i lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner (finansieringsvirksomhetsloven) pkt. 3.4.1.

⁵⁴ Den sentrale enhet for etterforskning og påtale av økonomisk kriminalitet og miljøkriminalitet.

⁵⁵ Prop. 84 L (2009-2010) Endringer i lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner (finansieringsvirksomhetsloven) pkt. 3.4.4.

⁵⁶ Per Kristian Ramsland, «Kredittilsynets «midlertidige forbud» mot shorthandel i finansaksjer og grunnfondsbevis», *Tidsskrift for Forretningsjus* 0901, s. 115 på s. 122.

⁵⁷ Knut Bergo, *Børs- og verdipapirrett*, Oslo 2008, s. 58.

vil søke å etterleve innholdet i rundskrivene.⁵⁸ En domstol er imidlertid ikke bundet av denne typen praksis.⁵⁹

Det er utarbeidet ett slikt rundskriv av relevans for vphl. § 3-9 første ledd. Finanstilsynet nøyer seg her med å vise til forarbeidene, uten å behandle problemstillinger knyttet til anvendelsen av bestemmelsen.⁶⁰

Videre har verdipapirforetakene organisert seg gjennom næringsorganisasjoner som Verdipapirforetakenes Forbund («VPPF»). VPPF er en landsomfattende næringsorganisasjon for verdipapirforetak som har tillatelse til å yte investeringstjenester i Norge, jfr. Vedtekter for Verdipapirforetakenes Forbund⁶¹ § 2-1 første ledd. Gjennom sitt klageorgan Etisk råd utøver forbundet tilsyn med sine medlemmer. Rådet behandler spørsmål om tolking av forbundets Etiske normer⁶². Disse er bindende for medlemsforetakene og deres ansatte av Verdipapirforetakenes Forbund, jfr. Etiske normer § 1-2 første ledd.

Oslo Børs er også pålagt å overvåke markedet, jfr. børsloven⁶³ § 27 med tilhørende forskrifter. Børsen skal overvåke transaksjoner på markedet med sikte på å avdekke brudd på relevante lover og regler, markedets egne regler og rettsstridige handelsforhold, jfr. børsloven § 27 første ledd. Videre er Oslo Børs pålagt umiddelbart å gi melding til Finanstilsynet ved mistanke om vesentlige brudd, jfr. børsloven § 27 annet ledd.

⁵⁸ «Tildeling av aksjer ved overtegning i sekundærmarkedet», stor masteravhandling levert ved Det juridiske fakultet ved Universitet i Oslo, 13.1.2004, s. 22.

⁵⁹ «Tildeling av aksjer ved overtegning i sekundærmarkedet», stor masteravhandling levert ved Det juridiske fakultet ved Universitet i Oslo, 13.1.2004, s. 22.

⁶⁰ Finanstilsynet, «Lov om verdipapirhandel – enkelte kommentarer til kapittel 3 og 4», 25.4.2014. Vphl. § 3-9 første ledd er behandlet på s. 27.

⁶¹ Tilgjengelig på

<http://www.vpff.no/content/download/2210/13707/version/1/file/Vedtekter+for+Verdipapirforetakenes+Forbund.pdf>. Sist besøkt 6. desember 2014.

⁶² Tilgjengelig på <http://www.vpff.no/content/download/2566/15561/version/1/file/Etiske+normer+2013.pdf>. Sist besøkt 6. desember 2014.

⁶³ Lov om regulerte markeder av 29. juni 2007 nr. 74.

Oslo Børs og Finanstilsynet har også inngått en samarbeidsavtale om fordeling av arbeidsoppgavene for tilsynsaktivitetene.⁶⁴ Det fremgår av avtalen at den overordnede målsettingen for begge partene er

«... å sikre at handel med verdipapirer og andre finansielle instrumenter i de markedene som drives av Oslo Børs skjer i henhold til vedtatte lover, forskrifter, handelsregler og forretningsvilkår, og på en slik måte at eksisterende og potensielle markedsaktører opplever markedene som veldrevne, rettferdige og tillitvekkende»⁶⁵

Videre utarbeider Oslo Børs sirkulærer i form av rundskriv til aktørene på verdipapirmarkedet. Sirkulærene inneholder gjerne betenkninger eller Børsens syn på forståelsen av verdipapirhandelens bestemmelser.

2.2.6 Alminnelig bransjepraksis

Forbudet mot urimelige forretningsmetoder er et resultat av at lovgiver ikke kan formulere bestemmelser som regulerer alle tenkelige tilfeller av uheldig markedsadferd. Dette har sammenheng med at aktørene på verdipapirmarkedet gjerne utvikler forretningsmetoder som ikke lar seg regulere på forhånd. Dette medfører at det som til enhver tid er gjeldende bransjepraksis, gjerne foranlediger eventuelle senere reguleringer.

Det fremgår av forarbeidene at vurderingen av hva som er *urimelige* forretningsmetoder være naturlig å ta utgangspunkt i hva som er *vanlige* forretningsmetoder.⁶⁶ Dette er en direkte henvisning til den praksis som er vanlig bransjen. Bransjepraksis danner grunnlag for sedvaner. Det er her nødvendig å sondre mellom sedvane og sedvanerett. Med sedvane forstås handlemåter som følges av mange, fordi de føler seg forpliktet til det.⁶⁷ Med sedvanerett forstås rettsregler som dannes ved at bestemte handlingsmønstre (sedvaner) følges over så lang tid at de etter hvert blir oppfattet som rettslig forpliktende.⁶⁸ Det er hvilken

⁶⁴ Retningslinjer for samarbeid mellom Kredittilsynet og Oslo Børs, 6. mai 2009.

⁶⁵ Retningslinjer for samarbeid mellom Kredittilsynet og Oslo Børs, 6. mai 2009, pkt. 2.

⁶⁶ NOU 1996: 2 pkt. 6.1.2.2

⁶⁷ Torstein Eckhoff og Jan E. Helgesen, *Rettskildelære*, Oslo 2001, s. 244.

⁶⁸ Jon Gisle (m.fl.), *Jusleksikon*, Oslo 2007, s. 287.

forretningsmetode, dvs. sedvane, som er vanlig i bransjen det dermed skal tas utgangspunkt i ved vurderingen av om vphl. § 3-9 første ledd er overtrådt.

Hvilken sedvane som er vanlig i bransjen er derfor av vesentlig betydning for vurderingen av hvorvidt standarden i forbudet mot urimelige forretningsmetoder er overtrådt.

2.2.7 Litteratur

Det finnes ingen helhetlig fremstilling av forbudet mot urimelige forretningsmetoder. I norsk verdipapirrettslig litteratur er forbudet mot urimelige forretningsmetoder nokså fragmentarisk behandlet.⁶⁹ Dette til tross for at regelen har vært en del av regelverket siden 1985. På en annen side er tilgrensede emner som for eksempel innsidehandelsforbudet og forbudet mot markedsmanipulasjons grundig behandlet i teorien.⁷⁰ Betragtninger om tilgrensede og overlappende emner vil derfor anvendes i arbeidet. Rettsoppfatninger i litteraturen vil normalt ikke bli tillagt selvstendig vekt som rettskilde, men kan likevel være et bidrag som argumentbærer.⁷¹

2.2.8 Hensyn og formålsbetraktninger

Standardens utforming i vphl. § 3-9 første ledd medfører at formålsbetraktninger og reelle hensyn kan få større betydning for utpensling av innholdet i forbudet.⁷² Av vphl. § 1-1 fremgår at lovens formål er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter. Formålene i verdipapirhandelloven gir imidlertid ikke noe eksakt svar på hvilke forretningsmetoder som må anses urimelige i relasjon til vphl. § 3-9 første ledd. Løsningen av

⁶⁹ Se Trude Myklebust, *Innføring i finansmarkedsrett*, Oslo 2011, s. 371 – 373, Knut Bergo, *Børs- og verdipapirrett*, Oslo 2008, s. 59, Niels Kristian Axelsen, *Mellommenn og markedsmissbruk*, Oslo 2007, Rune Sæbø, *Innsidehandel med verdipapir*, Bergen 1994, s. 263 – 267, Bechmann m.fl., *Verdipapirhandelloven kommentarutgave*, Oslo 2002, s. 118 – 121.

⁷⁰ Se bl.a. Rune Sæbø, *Innsidehandel med verdipapir*, Bergen 1994, Bjørn Stordrange, *Forbrytelser mot vårt økonomiske system*, Oslo 2007, Bjørn Gabriel Reed, *Straffbar innsidehandel*, Oslo 1996.

⁷¹ Se Nils Nygaard, *Rettsgrunnlag og standpunkt*, Bergen 2005, s. 105 og Falkanger, Aage Thor, *God tro*, Oslo 1998 s. 96.

⁷² Se også Torstein Eckhoff og Jan E. Helgesen, *Rettskildelære*, Oslo 2001 s. 101.

uavklarte rettsspørsmål i relasjon til vphl. § 3-9 første ledd må derfor i stor grad bero på en avveining av hensynene i formålsbestemmelsen og andre reelle hensyn.

2.3 Utsyn til Norden og Storbritannia

Forbudet mot urimelige forretningsmetoder i vphl. § 3-9 første ledd er en særnorsk bestemmelse i nordisk lovgiversammenheng. Enkelte av de nordiske landene samt Storbritannia har likevel bestemmelser med visse likhetstrekk.

Svensk lovgivning har intet generelt forbud mot urimelige forretningsmetoder. Lag (1991:980) om handel med finansielle instrumenter inneholder imidlertid en bestemmelse om at handel med finansielle instrumenter skal bedrives slik at allmenhetens tillit («förtroende») til verdipapirmarkedet opprettholdes.⁷³ Regelen retter seg mot enhver og gjelder alle overførbare finansielle instrumenter, jfr. Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden § 4 første ledd.

Dansk verdipapirlov inneholder flere bestemmelser om god forretningsskikk.

Værdipapirhandelsloven § 3 stk. 1 sier at enhver verdipapirhandel skal utføres på en «redelig måte» og i overensstemmelse med god verdipapirhandelskikk.⁷⁴ Bestemmelsen er straffesanksjonert. Et vesentlig element i denne bestemmelsen er investorbeskyttelse.⁷⁵ Disse bestemmelsene sammenfaller mer med kravet til god forretningsskikk i vphl. § 3-9 annet ledd.

Utenfor Norden har britisk finanslovgivning bestemmelser om «Misleading statements and practices».⁷⁶ Section 89 retter seg mot enhver. Den inneholder et forbud mot forsettlig eller uaktsomt å gi uttalelser, løfter og antakelser som er villedende eller holde unna faktiske opplysninger for det formål å få en annen person til å inngå eller avstå fra en handel. Dette er trolig det nærmeste en ordlydsmessig kommer det norske forbudet mot urimelige forretningsmetoder.

⁷³ Lag (1991:980) om handel med finansielle instrumenter § 2.

⁷⁴ Bekendtgørelse af lov om værdipapirhandel m.v. 959 af 11/08/2010.

⁷⁵ Peer Schaumburg-Müller og Erik Werlauff, *Børs og kapitalmarkedsret*, København 2012, s. 176.

⁷⁶ Financial Service Act 2012 sections 89 – 95.

3 Hensyn

3.1 Innledning

I dette kapitlet skal det redegjøres for de ulike hensynene som begrunner forbudet mot urimelige forretningsmetoder i vphl. § 3-9 første ledd. Hensynene bak denne bestemmelsen må ses i sammenheng med de hensyn som begrunner en regulering av verdipapirmarkedet mer generelt. Det kan derfor fremstå som utfordrende å gi en isolert fremstilling av disse hensynene. Interaksjonen mellom hensynene som begrunner henholdsvis reguleringen av verdipapirretten og forbudet mot urimelige forretningsmetoder kan være utslagsgivende for fastsettelsen av normen etter vphl. § 3-9 første ledd. Hensynene vil derfor inneha en sentral posisjon i dette arbeidet.

3.2 Hensyn bak reguleringen av verdipapirmarkedet

Verdipapirmarkedets hovedoppgave er å formidle kreditt og egenkapital.⁷⁷ Det finansielle system skal også kanalisere oppsparte midler til investeringer og finansiering av andres behov, håndtere og fordele risiko, overvåke investeringer og besørge en effektiv betalingsformidling og skape likviditet i markedene, mv.⁷⁸ Dette er viktige komponenter i en velfungerende samfunnsøkonomi fordi det legger til rette for økonomisk vekst.

En forutsetning for at verdipapirmarkedet skal fungere effektivt er at investorer og kapitalformidlere ønsker å delta i det. For at investorer skal ønske å delta i et verdipapirmarked, må de være sikre på at formidlingen av kapital skjer under tilfredsstillende forhold. Derfor er et av de sentrale formål med verdipapirhandelloven å legge til rette for en sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter, jfr. vphl. § 1-1.

Et verdipapirmarked kan sies å fungere «effektivt» når prisene i markedet reflekterer den underliggende realøkonomiske verdi bak det enkelte verdipapir.⁷⁹ I tillegg må markedet sies å fungere effektivt når kostnadene i transformasjonsprosessen fra investering til utvalgt prosjekt

⁷⁷ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 1.1.

⁷⁸ Trude Myklebust, *Innføring i finansmarkedsrett*, Oslo 2011, s. 23.

⁷⁹ NOU 1996: 2 pkt. 2.1.

er så lav som mulig. Et effektivt marked er dermed en nødvendig katalysator for verdipapirmarkedets evne til å formidle kreditt og egenkapital.

En «ordnet» verdipapirhandel forutsetter at verdipapirmarkedets funksjonsmåte er optimalisert til det beste for aktørene. Et marked hvor det kan benyttes urimelige forretningsmetoder sikrer ikke en ordnet verdipapirhandel. Dette har også sammenheng med kravet til at handelen med verdipapirer skal tilfredsstillе alminnelige rettferdighetsnormer.⁸⁰ Alminnelige rettsferdighetsnormer på verdipapirrettens område innebærer blant annet at tilgangen på informasjon, som i et ideelt verdipapirmarked til enhver tid skal være lik, i det minste er rettferdig fordelt.

I praksis vil ikke alle investorer ha tilgang på den samme informasjonen til en hver tid, men et hovedpoeng er at alle skal ha noenlunde lik mulighet til å skaffe seg denne informasjonen. Tilgangen på kursinformasjon styrer markedsmekanismene og påvirker igjen prisingen av det enkelte finansielle instrument. Dette innebærer en risiko for at handler sluttet på sviktende grunnlag.⁸¹ Benyttelse av for eksempel uakseptable forretningsmetoder vil derfor forstyrre markedsmekanismene på en uheldig måte.

En «sikker» verdipapirhandel referer seg til selve oppgjørsfunksjonen i markedene. Aktørene må kunne være sikre på at betaling for verdipapirhandlene finner sted og at papirene blir levert rettidig ved oppgjør. Usikkerhet rundt oppgjørsmekanismene medfører igjen redusert effektivitet i markedene.⁸²

Lovens formål kan således sies å tilrettelegge for at markedene fungerer optimalt og i samsvar med dets hovedoppgave. Forbudet mot urimelige forretningsmetoder skal bidra til å oppfylle alle disse formålene.

⁸⁰ NOU 1996: 2 pkt. 2.1.

⁸¹ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) pkt. 10.1.

⁸² NOU 1996: 2 pkt. 2.1.

3.3 Tillit til markedene

For at verdipapirmarkedet skal fungere effektivt, ordnet og sikkert er det helt nødvendig at investorer og aktører har tillit til at markedet fungerer på en forutsigbar måte.⁸³ Bruk av urimelige forretningsmetoder og andre uønskede handlinger ved handel med finansielle instrumenter vil over tid svekke tilliten til markedet. Dette er en nødvendig forutsetning for at noen vil delta i et verdipapirmarked. Uten tro på at markedet fungerer etter forutsigbare og internasjonalt aksepterte normer, vil investorer vurdere risikoen ved å engasjere seg som høy og for mange vil den virke avskrekkende.⁸⁴

Markedet må også kunne forvente at transaksjonskostnader i forbindelse med bruk av mellommenn og andre formidlere av verdipapirer ikke overstiger kostnadene dersom reguleringen ikke hadde eksistert. Lovreguleringen har slik en betryggende påvirkning på markedet. Markedet må ha tillit til at aktørene opptrer redelig, slik at det fungerer optimalt med reguleringens tilstedeværelse. Dette nødvendiggjør en adgang for myndighetene til å etterkontrollere uønskede forretningsmetoder og sanksjonere disse.

Trygge markedsforhold medfører også at det norske verdipapirmarkedet blir attraktivt for internasjonale investorer, og slik kan mer kapital tilføres og fordeles i tråd med markedets hovedoppgaver, jfr. ovenfor. Det norske kapitalmarkedet er lite i internasjonal sammenheng, og er derfor ytterligere utsatt for ustabilitet dersom tilliten svekkes.

Videre må hensynet til markedets tillit ses i sammenheng mer generelle rettferdighetsbetraktninger.⁸⁵ Det urettferdige ved bruk av urimelige forretningsmetoder består i at en part som bruker slike metoder ved handel med finansielle instrumenter kan oppnå gevinst på bekostning av en annen part som har opptrådt redelig. Dette strider mot en ideell verdipapirrettslige grunntanke om at alle aktørene på verdipapirmarkedet skal ha like forutsetninger for å fatte en handelsbeslutning. Ved bruk av urimelige forretningsmetoder forstyrres balansen i handelsforholdet. Tilliten til markedet svekkes fordi aktørene oppfatter slike metoder som urettferdige. Dette har sammenheng med at en investors gevinst på

⁸³ NOU 1996:2 pkt. 2.1.

⁸⁴ Rapport om samarbeidet mellom Økokrim, Oslo Børs og Kredittilsynet, s. 8.

⁸⁵ Rune Sæbø redegjør for dette hensynet i forbindelse med innsidehandel *Innsidehandel med verdipapir*, Bergen 1994, s. 37, med videre henvisninger.

verdipapirmarkedet ofte innebærer at en annen investor lider et tilsvarende tap. Selv om det skulle antas at bruk av slike metoder ikke nødvendigvis svekker tilliten til markedet, kan ønsket om et rettferdig verdipapirmarked bli et mål i seg selv.⁸⁶

3.4 Investorbeskyttelse

I forlengelsen av den norske økonomiens oppsving de seneste årene har også andelen personer som sparer i aksjer, fond og andre typer verdipapirer økt. Samtidig har også informasjonstilfanget økt i takt med utbredelsen av internett. Privatpersoner som ønsker å investere i verdipapirhandel har derfor gode muligheter for å søke og finne relevant informasjon. Private investorer er derfor blitt en naturlig del av det norske verdipapirmarkedet. Det er derfor nødvendig med bestemmelser som ivaretar denne gruppens interesser. Internasjonale lovgivere har tatt høyde for dette ved utarbeidelsen av direktiver relevante for Norge gjennom EØS-samarbeidet.⁸⁷

Investorbeskyttelseshensynet bak vphl. § 3-9 første ledd gjør seg særlig gjeldende for verdipapirhandel i det unoterte markedet. Her er ikke investorene nødvendigvis beskyttet av andre adferdsregulerende bestemmelser i verdipapirhandelloven. Bestemmelsen får her selvstendig betydning for en investor som føler seg rammet av urimelige forretningsmetoder. Dette gjelder særlig ved transaksjoner hvor kjøper og selger av et finansielt instrument er kjente for hverandre. Vphl. § 3-9 første ledd kan her påberopes direkte overfor den kontraherende part som benytter urimelige forretningsmetoder.

Ved transaksjoner hvor kjøper og selger ikke er kjent for hverandre, tjener vphl. § 3-9 første ledd til beskyttelse for investorene på et overordnet plan. Når benyttelse av urimelige forretningsmetoder sanksjoneres av Finanstilsynet og domstolene, gis det et signal om at uønsket forretningsfremferd ikke skal forekomme. Denne signaleffekten gir investorene et incentiv til å opptre redelig, til gunst for alle verdipapirmarkedets aktører.

⁸⁶ Rune Sæbø, *Innsidehandel med verdipapir*, Bergen 1994, s. 37, med henvisning til Smith i TfR 1983 s. 151

⁸⁷ Se pkt.1.3. og 2.2.2.

3.5 Allmenn- og individualprevensjon

Straffesanksjoner har det grunnleggende formål å vise hvilke handlinger samfunnet aksepterer. Økonomisk kriminalitet er i økende grad regnet som straffverdige handlinger. Dette har sammenheng med at verdipapirforbrytelser gjerne begås av ressurssterke personer. I dagens egalitære samfunn synes det som en utbredt oppfatning at ressurssterke forbrytere skal straffes på lik linje med ressurssvake forbrytere.⁸⁸ I tillegg kommer at brudd på verdipapirhandellovens bestemmelser med egen vinnings hensikt gjerne går på bekostning av andre investorer. Dette er egnet til å svekke tilliten til markedet.

At generalklausuler som vphl. § 3-9 første ledd straffesanksjoneres har derfor en allmennpreventiv virkning på verdipapirmarkedets aktører. Bestemmelsens tilstedeværelse vil derfor primært forhindre at aktører bevisst eller ubevisst beveger seg i et grenseland mellom det lovlige og ulovlige. Prevensjonshensynet er ikke nevnt uttrykkelig i forarbeidene i relasjon til vphl. § 3-9, men det fremgår at det var allmennpreventive hensyn som lå til grunn for å utarbeide en straffebelagt bestemmelse om kursmanipulasjon.⁸⁹ Det samme må antas å gjelde for forbudet mot urimelige forretningsmetoder, særlig for handler i det unoterte markedet. Dette fordi verdipapirhandellovens adferdsregulerende regler her ikke får anvendelse. Vphl. § 3-9 første ledds preventive funksjon kommer derfor best til sin rett i det unoterte verdipapirmarkedet.

3.6 Oppsummering

Gjennomgangen viser at vphl. § 3-9 første ledd både skal fungere til det beste for investorene og for markedets funksjonsmåte og tillit. Vphl. § 3-9 første ledd skal også fungere preventivt slik at uheldig markedsadferd forhindres. Hvordan hensynene utspiller sin rolle vil fremkomme i de nærmere kapitler.

⁸⁸ Niels Kristian Axelsen, *Mellommenn og markedsmissbruk*, Oslo 2007, s. 120.

⁸⁹ NOU 1996: 2 pkt. 1.3.4.

4 Standardens nærmere elementer

4.1 Innledning

Ordlyden «urimelige forretningsmetoder» i vphl. § 3-9 første ledd danner den ytre rammen for forbudets omfang. «Urimelige forretningsmetoder» kan rent språklig forstås som en uakseptabel fremgangsmåte. Ordlyden i bestemmelsen favner derfor i utgangspunktet svært vidt. I det videre vil således det nærmere innholdet i standardens ordlyd analyseres.

4.2 «Forretningsmetode»

Vphl. § 3-9 første ledd sier at ingen må benytte urimelige «forretningsmetoder» ved handel i finansielle instrumenter. «Forretningsmetoder» er ikke et etablert juridisk begrep med et klart fastlagt innhold. Det er heller ikke knyttet til bestemte rettsvirkninger.⁹⁰ Av forarbeidene fremgår:

«Ved vurderingen av hvilke forretningsmetoder som er urimelige er det naturlig å ta utgangspunkt i hva som er vanlige forretningsmetoder. Dette er imidlertid ikke til hinder for at forretningsmetoder med en viss utbredelse likevel vurderes som urimelige»⁹¹

Det første spørsmålet blir hva derfor hva som forstås med «vanlige forretningsmetoder».

Vanlige forretningsmetoder for handel med finansielle instrumenter kan forstås som den gjengse, aksepterte handelspraksis med et finansielt instrument. Det må for det første undersøkes om det eksisterer en slik praksis. Hvis praksisen eksisterer må det undersøkes om denne kan danne et sammenligningsgrunnlag. Vurderingstemaet er om det foreligger et avvik i rimeligheten mellom den forretningsmetode som er benyttet og den praksis som eksisterer i bransjen. Dette trenger ikke nødvendigvis innebære at forretningsmetoden må være benyttet ved handel med et tilsvarende eller lignende finansielt instrument. Det må være tilstrekkelig at selve fremgangsmåten kan danne et bilde av hvordan praksisen har vært tidligere. Dersom det

⁹⁰ Are Stenvik, «Rettsbeskyttelse av forretningskonsepter og –metoder», *Tidsskrift for forretningsjus*, nr. 4 2002, s. 483 – 523 på s. 483.

⁹¹ NOU 1996: 2 pkt. 6.1.2.2.

finnes en slik praksis, danner denne et sammenligningsgrunnlag hvor avviket mellom den eksisterende praksis og den benyttede forretningsmetoden vil være utgangspunktet for målestokken etter vphl. § 3-9 første ledd.

Deretter må det vurderes om forretningsmetoden må anses som «vanlig». Det er nærliggende å forstå «vanlig» som at det stilles krav om at fremgangsmåten ved handelen må ha en viss utbredelse. Dette støttes av forarbeidene når man leser utgangspunktet om «vanlige forretningsmetoder» i sammenheng med «viss utbredelse», jfr. ovenfor. At forretningsmetoden er anvendt ved ett enkeltstående tilfelle ville slik kunne påvirke målestokken for om den er urimelig eller ikke. En handelsmetode kan tenkes å anse som vanlig selv om den ikke er utbredt, for eksempel ved introduksjon av nye og ukjente forretningsmetoder for markedet.

Hvor det ikke finnes en forretningsmetode som kan danne et slikt sammenligningsgrunnlag, må det vurderes hva som skal utgjøre målestokken for standarden i vphl. § 3-9 første ledd. Det kan her ses hen til hvorvidt forretningsmetoden krenker eller fremmer lovens formål.⁹² Lovens formål er å legge til rette for en «sikker, ordnet og effektiv» verdipapirhandel jfr. vphl. § 1-1. Målestokken for hva som er vanlige forretningsmetoder, må da bli den forretningsfremferd som er egnet til å fremme en sikker, ordnet og effektiv verdipapirhandel.⁹³ Det vil her også være relevant med betraktninger om hvilken forretningsfremferd som kan sikre markedets tillit. Målestokken for normen i vphl. § 3-9 første ledd blir her et resultat av avveining mellom formålene og investorbeskyttelse- og forutberegnelighetsbetraktninger.

Konklusjonen blir at med «vanlige forretningsmetoder» må forstås som en henvisning til en sammenlignbar forretningsmetode i bransjen, dersom dette eksisterer.

Det neste spørsmålet blir hvilken betydning det har at forretningsmetoden er å anse som «vanlig» for vurderingen av om standarden i vphl. § 3-9 første ledd er overtrådt.

⁹² Se Ragnar Knoph, *Rettslige standarder*, Oslo 1948, s. 31 hvor det fremgår at «Selve målestokken i standarden må gjøres så klar og uttrykksfull, så presis og entydig som dens natur tillater. Det må slås fast hvilket formål den forfølger...».

⁹³ Jfr. pkt. 3.2.

Hva som er vanlige forretningsmetoder er ikke mer enn et utgangspunkt for vurderingen av hvorvidt normen i vphl. § 3-9 første ledd er overtrådt. Av forarbeidene fremgår som nevnt at hvor en forretningsmetode er «vanlig», kan forretningsmetoden likevel anses som urimelig etter selv om den har en viss utbredelse. Dette kan ikke antitetisk forstås som at det skal mindre til før uvanlige forretningsmetoder blir ansett som urimelige etter vphl. § 3-9 første ledd. Dette ville innebære at hvilken som helst ny handelspraksis som bare anvendes av én investor ville vært mer utsatt for å bli klassifisert som urimelig.

Likevel må det antas at terskelen for at en utbredt forretningsmetode skal anses som urimelig ligger noe høyere enn dersom den sjelden er benyttet. Dette fordi en forretningsmetode med en viss utbredelse oftere vil kunne klassifiseres som en «vanlig» forretningsmetode. Avviket mellom den forretningsmetoden som påstås urimelig og den forretningsmetoden det skal tas utgangspunkt i blir således mindre.

Konklusjonen er at dersom en forretningsmetode er å anse som «vanlig» er terskelen for hva som kan anses som en «urimelig» forretningsmetode høyere etter vphl. § 3-9 første ledd.

4.3 «Handel»

Forretningsmetoden må videre være anvendt ved «handel» med finansielle instrumenter. Spørsmålet i dette punktet er derfor hva som forstås med uttrykket «handel».

Forarbeidene behandler ikke ordbruken konkret, men uttaler at så vel kontraktvilkår og kontraktsteknikker vil kunne omfattes av urimelighetsstandarden.⁹⁴ Forarbeidene peker her på forhold som knytter seg inngåelse av en avtale knyttet til finansielle instrumenter.

Det første vurderingstemaet blir derfor om urimelighetsstandarden i vphl. § 3-9 første ledd forutsetter at det foreligger et avtaleforhold mellom to eller flere parter for at disposisjonen skal anses som en «handel».

Nærmest ordlyden «handel» med finansielle instrumenter ligger de rene kjøp- og salg-situasjoner mellom to eller flere avtaleparter. Dette gjelder også når handelen mellom partene foretas gjennom meglerhus. Også ordinære emisjoner må omfattes av uttrykket «handel», da

⁹⁴ NOU 1996: 2 pkt. 6.1.2.2.

utstedelse av aksjer gjerne skjer ved undertegnelse av emisjonsavtale og mot betaling av et vederlag. Fondsemisjoner synes å falle utenfor bestemmelsens virkeområde idet dette er en ren vedtekts- og regnskapsmessig endring, som ikke forutsetter handel. Dette må også gjelde hvor det utstedes fondsaksjer og i tilfeller hvor aksjenes pålydende forhøyes.

På en annen side skiller «handel» seg fra for eksempel «rettshandel» i tinglysingloven⁹⁵ § 13, hvor loven uttrykkelig forutsetter en viljeserklæring eller en rettsstiftelse, som for eksempel en avtale.

Det kan videre tenkes flere eksempler hvor den som benytter urimelige forretningsmetoder ikke nødvendigvis er en del av en «handel». For det første kan det tenkes en investor som innehar en shortposisjon i et aktuelt finansielt instrument og ved falske rykter på internett foranlediger at kursen synker som følge av informasjonen. Investoren vil således foranledige og tjene på kursnedgangen uten å ha foretatt en handel med finansielle instrumenter.

Et annet eksempel er hvor informasjonssprederen i første omgang ikke har en økonomisk egeninteresse i å påvirke kursen. Det kan være at aktøren bare ønsker å belaste en viss aksjeeier i et selskap med et økonomisk tap, for eksempel slik at han selv oppnår en bedre forhandlingsposisjon ved senere handler med aksjeeieren.

Et tredje eksempel på et tilfelle hvor part kan benytte urimelige forretningsmetoder uten at det i realiteten skjer en «handel», er ved benyttelse av indikative kurser. Dette gjelder særlig for handel med obligasjoner, «rentefutures»⁹⁶ og «warrants»⁹⁷. En indikativ kurs viser kursen ved innløsning av instrumentet før forfallsdato til finansinstitusjonen, og reflekterer utviklingen i det marked eller den underliggende indeks instrumentet er knyttet til. Kursen oppdateres etter endringer i markedet og basert på siste registrerte kursstilling. En indikativ kurs utgjør derfor ikke den forpliktende kjøpskurs.⁹⁸ Dersom børsrepresentanten stiller en høyere kurs for instrumentet enn det aktøren vet han kan inne for, vil kursen i realiteten være fiktiv.

⁹⁵ Lov om tinglysing av 7. juni 1935 nr. 2.

⁹⁶ Også kalt IRF - Interest Rate Future. Dette er en kontrakt koblet til korte pengemarkedsrenter.

⁹⁷ Kjøpsopsjon med en lang tidshorison. Opsjonen innebærer en rett, men ingen plikt, til å kjøpe en aksje, vare eller obligasjon til en bestemt pris. Utstedes ikke av børsen, men av finansielle institusjoner.

⁹⁸ <https://www.dnb.no/privat/sparing-og-investering/investeringsprodukter/bma-io/verdiutvikling/begrepsforklaringer.html>. Sist besøkt 6. desember 2014.

Oslo Børs har i et nå opphevet sirkulær uttalt at benyttelse av fiktive kurser kan være i strid med forbudet mot urimelige forretningsmetoder.⁹⁹ Unnlater man å fjerne den fiktive kursen, vil kursen ikke representere den aktuelle markedsverdien til instrumentet. Innleggelse av fiktive kurser vil innebære markedsmissbruk og er egnet til å svekke tilliten til markedet. I tillegg hindrer det en effektiv verdipapirhandel idet slike kurspåvirkninger kan forhindre innleggelse av mer seriøse bud på kjøper- og selgersiden.¹⁰⁰ Ved benyttelse av fiktive kurser vil handelen avbrytes idet kursstilleren på et tidspunkt trekker kursstillelsen.

Dette illustrerer at vphl. § 3-9 første ledd også må kunne ramme disposisjoner hvor det i realiteten ikke skjer en «handel». Eksemplene er særlig aktuelle ved handler i det unoterte markedet. Forarbeidene nevner på en annen side at forhold knyttet til en enkeltstående verdipapirhandel vil kunne anses som slike forretningsmetoder som omfattes av urimelighetsstandarder.¹⁰¹ At forarbeidene mener forhold til en «enkelstående» verdipapirhandel også kan innebære at urimelighetsstandarder er overtrådt, kan tas til inntekt for ordlyden «handel» ikke forutsetter at aktøren ikke må være part i en kontrakt om overdragelse av finansielle instrumenter. Uttalelsen kan tas til inntekt for at det er tilstrekkelig med en tilknytning mellom investorens fremferd og en verdipapirhandel uavhengig av om investoren selv er part i en kontrakt om handel med verdipapirer.

Konklusjonen blir at med ordlyden «handel» forstås at både de rene kjøp/salg-tilfeller og tilfeller hvor det ikke foreligger et kontraktsforhold om handel med finansielle instrumenter hvor den som benytter uakseptable metoder er part.

4.4 Betydningen av urimelige resultater

Det kan videre tenkes tilfeller hvor urimeligheten ved forretningsmetoden ikke åpenbarer seg før etter oppfyllestidspunktet. Det neste spørsmålet blir da hvilken betydning det har at handelen medfører et urimelig resultat for en av partene.

⁹⁹ <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Boerssirkulaerer/07-1998-OPPHEVET-Handelsregler-for-obligasjoner-og-rentefutures-indikative-kurser-7-98>. Sist besøkt 6. desember 2014.

¹⁰⁰ <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Boerssirkulaerer/07-1998-OPPHEVET-Handelsregler-for-obligasjoner-og-rentefutures-indikative-kurser-7-98>. Sist besøkt 6. desember 2014.

¹⁰¹ NOU 1996: 2 pkt. 6.1.2.2.

Forarbeidene uttaler at et urimelig resultat ikke er avgjørende for vurderingen av om forbudet er overtrådt.¹⁰² Dersom forbudet mot urimelige forretningsmetoder bare skulle kunne anvendes i tilfeller hvor en handel har ført til et urimelig resultat, vil bestemmelsen få karakter av å være en sensurbestemmelse. Samtidig er et uttalt formål med bestemmelsen at den skal tjene som hjemmel for etterkontroll fra myndighetenes side.¹⁰³ Uttalelsen må imidlertid forstås slik at vphl. § 3-9 første ledd skal være en hjemmel for å sanksjonere benyttelse av urimelige forretningsmetoder, og ikke sensurere eller justere inngåtte avtaler.

Hensynet til forutberegnelighet taler med styrke mot å tillegge urimelige resultater for mye vekt ved vurderingen om forbudet er overtrådt. Avtaler om finansielle instrumenter forutsetter ofte at to investorer har et motstridende syn på et finansielt instruments fremtidige kursutvikling. I tilfeller hvor en avtale medfører at den ene part lider et økonomisk tap som følge av en naturlig kursutvikling og hvor det foreligger informasjonssymmetri, må slike resultatbetraktninger ilegges betydelig mindre vekt. Dersom slike betraktninger skulle tillegges vekt vil det gjøre avtaler om finansielle instrumenter svært uforutberegnelige.

Motsatt taler investorbeskyttelseshensynet for at et urimelig resultat skal tillegges vekt ved vurderingen av forbudet. I tilfeller hvor det foreligger et urimelig resultat og hvor resultatet kan anses som en direkte konsekvens av at det er anvendt uakseptable forretningsmetoder, vil resultatbetraktninger veie tyngre.

Konklusjonen blir at betydningen av et urimelig resultat vil bero på en vurdering av tilknytningen mellom den anvendte forretningsmetode og resultatet.

5 Forholdet til overlappende regler

5.1 Innledning

Vphl. § 3-9 første ledd er ikke alene i det rettslige landskapet om å ramme uheldige fremgangsmåter og uakseptabel adferd i forbindelse med handel med finansielle instrumenter. Forbudet supplerer både god forretningskikk-standarden i vphl. § 3-9 annet ledd og

¹⁰² NOU 1996: 2 pkt. 6.1.2.2.

¹⁰³ NOU 1996: 2 pkt. 6.3.3.

straffelovens bestemmelser om investorbetrageri. I tillegg har forbudet mot urimelige forretningsmetoder en side mot kontraktsrettens regler om opplysningsplikt.

I det videre vil for det første konkurransforholdet mellom vphl. § 3-9 første og annet ledd vurderes. Deretter vil det drøftes hvordan vphl. § 3-9 første forholder seg til kontraktsrettens regler om opplysningsansvar. Endelig vil konkurransforholdet til reglene om investorbetrageri behandles.

5.2 Forholdet til vphl. § 3-9 annet ledd

Det neste som må vurderes er hvordan forbudet mot urimelige forretningsmetoder forholder seg til «god forretningskikk»-standarden i vphl. § 3-9 annet ledd.

Det følger av bestemmelsen at god forretningskikk skal iakttas ved henvendelser som rettes til allmennheten eller til enkeltpersoner og som inneholder tilbud eller oppfordring til å fremsette tilbud om kjøp, salg eller tegning av finansielle instrumenter eller som ellers har til formål å fremme handel i finansielle instrumenter.

Siden både vphl. § 3-9 første og annet ledd inneholder rettslige standarder som tar sikte på å regulere adferden til aktørene i verdipapirmarkedet, vil brudd på forbudet mot urimelige forretningsmetoder i mange tilfeller også utgjøre et brudd på kravene til god forretningskikk. Mens kravene til god forretningskikk krever en forsvarlig høy standard, krever forbudet mot urimelige forretningsmetoder en urimelighetsvurdering.¹⁰⁴ Begge standarder er likevel uttrykk for moraletiske oppfatninger om hva som er akseptabel adferd ved handel med finansielle instrumenter.

Dette reiser spørsmålet om straffbart brudd på god forretningskikk-standardens kan anvendes i konkurrans med forbudet mot urimelige forretningsmetoder.

Konkurrenslæren innebærer at når en straffbar handling omfattes av flere straffebud, anvendes bare ett straffebud dersom det fullt ut dekker samtlige sider av det straffbare forholdet. Flere

¹⁰⁴ NOU 1996: 2 pkt. 6.3.3.

straffebud anvendes bare når dette er nødvendig for å markere momenter ved den straffbare handling som ikke blir markert om man bare anvender ett straffebud.¹⁰⁵

Forarbeidene er ikke klare på dette punkt og uttaler at god forretningsskikk-normen er rettet mot kjøp, salg og markedsføring av verdipapirer, og gjelder forretningsmetoder i verdipapirhandelen generelt.¹⁰⁶ Dette kan tyde på at bestemmelsene ikke er ment til å anvendes i konkurrans, med mindre straffebudene rammer ulike sider ved den samme handlingen.¹⁰⁷ En problemstilling som kan illustrere sondringen er hvor en aktør ønsker å selge et verdipapir og henvender seg til allmennheten i markedsføringsøyemed, men hvor det ikke kommer i stand en «handel» jfr. ordlyden i vphl. § 3-9 første ledd. Forarbeidene har videre uttalt at kravet til god forretningsskikk i realiteten rent innholdsmessig er et forbud mot urimelige forretningsmetoder, og at dette var årsaken til at dette burde fremgå av både lovtekst og overskrift.¹⁰⁸ Forbudet mot urimelige forretningsmetoder synes således å dekke alle sider ved god forretningsskikk-standarden i vphl. § 3-9 annet ledd.

Konklusjonen blir at vphl. § 3-9 første og annet ledd ikke kan anvendes i konkurrans.

Det kan videre spørres om det er et behov for et krav om god forretningsskikk ved henvendelser til allmennheten all den tid slike henvendelser vil dekkes av forbudet mot urimelige forretningsmetoder og bestemmelser i annen lovgivning. Forarbeidene uttaler som begrunnelse for videreføringen at en slik bestemmelse kan gi et ønsket signal til markedsaktørene, siden henvendelser om handel i verdipapirmarkedet typisk vil kunne innebære en invitasjon til spekulasjon, og at det ved slike henvendelser ikke benyttes misvisende eller uriktige opplysninger, press eller andre utilbørlige metoder.¹⁰⁹ Bestemmelsen gir videre grunnlag for etterkontroll.¹¹⁰

Den praktiske betydningen av god forretningsskikk-standarden i vphl. § 3-9 annet ledd fremstår foreløpig som liten, all den tid det rettslige innholdet konsumeres av forbudet mot urimelige forretningsmetoder og at slike henvendelser dekkes av bestemmelser i annen

¹⁰⁵ Rt. 2003 s. 1376 premiss 28.

¹⁰⁶ NOU 1996: 2 pkt. 6.3.1.

¹⁰⁷ Niels Kristian Axelsen, *Mellommenn og markedsmissbruk*, Oslo 2007, s. 236 med videre henvisninger.

¹⁰⁸ 1995: 1 s. 81. Dette var utvalgets første innstilling til ny lov.

¹⁰⁹ NOU 1996: 2 pkt. 6.3.1.

¹¹⁰ NOU 1996: 2 pkt. 6.3.1.

lovgivning. Den teknologiske utviklingen har imidlertid i større grad muliggjort spredning av kursrelevant informasjon over internett. Dette kan foranledige spørsmål om henvendelser via offentlig tilgjengelig nettfora som har til formål å fremme handel i finansielle instrumenter, er å anse som brudd på god forretningsskikk etter vphl. § 3-9 annet ledd. Slike tilfeller kan illustrere betydningen av å ha en god forretningsskikk-standard ved siden av forbudet mot urimelige forretningsmetoder.¹¹¹

5.3 Forholdet til kontraktsrettens regler om opplysningsansvar

Vphl. § 3-9 første ledd forbyr en investor å benytte urimelige forretningsmetoder overfor en annen ved handel med finansielle instrumenter. Forbudet mot urimelige forretningsmetoder kan således sies å oppstille en alminnelig lojalitetsplikt mellom partene. Det må derfor kunne trekkes paralleller til alminnelige kontraktsrettslige regler om opplysningsansvar.

Forbudet mot urimelige forretningsmetoder kan dermed for det første betydning for avtaler om handel med finansielle instrumenter som vil være ugyldige etter kontraktsrettens regler. For det annet kan forbudet mot urimelige forretningsmetoder få betydning for gyldige avtaler om handel med finansielle instrumenter hvor det er unnlatt å gi eller gitt uriktige opplysninger. Drøftelsene i dette punktet forutsetter omsetning av finansielle instrumenter hvor kjøper og selger er kjent med hverandre.

Spørsmålet blir hvorvidt forbudet mot urimelige forretningsmetoder oppsetter et opplysningsansvar for selger ved handel med finansielle instrumenter.

Forbudet mot urimelige forretningsmetoder oppstiller et minstekrav til å ivareta kontraktspartens interesser. I forarbeidene er det vist til at så vel kontraktsvilkår, kontraktsteknikker og forhold knyttet til den enkeltstående verdipapirhandel vil kunne

¹¹¹ Økokrim har til eksempel satt en tidligere styreformann og primærinnsider i et gruveselskap under tiltale for brudd på vphl. § 3-9 annet ledd, for å ha skrevet på forumnettstedet hegna.no om forhold relatert til selskapet han var styreleder i. Saken er pr. 18. november 2014 fortsatt under etterforskning.

omfattes av urimelighetsstandarden.¹¹² Kjøpslovens regler om mangelsansvar gjelder i utgangspunktet også ved handel med finansielle instrumenter.¹¹³

Av dette kan en for det første utlede at det må stilles krav til at opplysningene om de aktuelle finansielle instrumentene er korrekte. Dette innebærer at opplysningene ikke må være egnet til å villedde medkontrahenten, eller at vital informasjon om instrumentet utelates. Et klassisk eksempel er der hvor selgeren lover kjøperen verdistigning på instrumentene eller at kjøpet innebærer liten kursrisiko. Dette vil være å anse som en urimelig forretningsmetode særlig der hvor kjøperen ikke har kjennskap til aksjemarkedet fra før. Handel med finansielle instrumenter innebærer imidlertid aldri en garanti for avkastning. Det samme gjelder hvor selger lover kjøperen at selskapet aksjene er tilknyttet skal børsnoteres innen en viss tid. En annen opplysning som kan være egnet til å villedde er uttalelser om at det er stor etterspørsel om instrumentene, og at disse enkelt kan omsettes videre.

Det må også kunne stilles krav til informasjonsmaterialet. Informasjonsmaterialet må sammenholdes med offentlig tilgjengelig informasjon. Kjøperen må deretter vurdere om dette materialet samlet gir et tilstrekkelig godt bilde av tilbudet slik at han kan foreta en veloverveid investeringsbeslutning. Dette må ses i sammenheng med det aktuelle partsforholdet ved handelen.¹¹⁴ Terskelen for når en eventuell ubalanse i partsforholdet medfører at en forretningsmetode er å anse som urimelig, må bero på graden av medkontrahentens profesjonalitet. Det stille større krav til aktsomhet av en profesjonell medkontrahent, enn til en som ikke har hatt befatning med finansielle instrumenter tidligere. Instrumentenes kompleksitet og struktur må også her være av betydning. Selgeren må også få tid til å områ seg. Dette innebærer at tilfeller hvor selger fremsetter korte tidsfrister eller stiller et ultimatum om at kjøpet må inngås umiddelbart, også kan innebære en overtredelse av forbudet.

Konklusjonen blir at forbudet mot urimelige forretningsmetoder oppstiller et opplysningsansvar for selger ved handel med finansielle instrumenter.

¹¹² NOU 1996: 2 pkt. 6.1.2.2.

¹¹³ Knut Bergo, *Børs- og verdipapirrett*, Oslo 2008, s. 229.

¹¹⁴ NOU 1996: 2 pkt. 6.1.2.2.

5.4 Forholdet til straffelovens bestemmelser om investorbudrageri

Straffeloven inneholder også bestemmelser som kan ramme uakseptabel forretningsadferd ved handel med unoterte verdipapirer. Dette gjelder for det første strl. § 270 som er den generelle budrageribestemmelsen. For det annet inneholder strl. §§ 273 og 274 spesielle regler om investorbudrageri. Hverken strl. §§ 270, 273 eller 274 skiller mellom handel med noterte og unoterte verdipapirer.

Videre fremgår det av strl. § 273 annet ledd og strl. § 274 femte ledd at straff etter paragrafene ikke kommer til anvendelse ved handling som omfattes av vphl. § 3-8.¹¹⁵

Bestemmelsene kan således ikke anvendes i konkurrens med kursmanipuleringsforbudet i vphl. § 3-8, som gjelder for noterte instrumenter. Strl. §§ 273 og 274 er derfor særlig aktuelle ved markedsmissbruk i det unoterte markedet. Disse to bestemmelsene vil bli drøftet i det videre. Bestemmelsene behandles begge her under samme punkt.

Det neste vurderingstemaet blir derfor hvilke tilfeller av markedsmissbruk som kan rammes av både forbudet mot urimelige forretningsmetoder og straffelovens bestemmelser om investorbudrageri i strl. §§ 273 og 274.

Strl. § 273 kommer til anvendelse på den som sprer uriktige eller villedende opplysninger for å påvirke prisen på «verdipapirer». Den gjelder således ved omsetning av verdipapirer og skiller ikke mellom noterte og unoterte verdipapirer eller selskaper.¹¹⁶ Strafferammen er bøter eller fengsel inntil fire år, og bøter kan anvendes sammen med fengselsstraff, se strl. § 273 første ledd annet pkt. jfr. strl. § 26 a. Medvirkning straffes på samme måte.

Opplysningen må anses å «spres» dersom den formidles til et visst antall personer. Spredningskravet må anses oppfylt dersom opplysningen gis uforbeholdent til for eksempel en forsamling. Men dersom opplysningen bare gis til én eller to personer, er spredningsvilkåret oppfylt bare dersom det forutsettes at opplysningene skal gis videre.¹¹⁷ Begrunnelsen er at ved omsetning av unoterte verdipapirer i sekundærmarkedet er det neppe

¹¹⁵ I lovteksten til strl. § 274 femte ledd henvises det til vphl. § 2-8. Dette skyldes formodentlig en lapsus og korrekt henvisning må være vphl. § 3-8.

¹¹⁶ Strl. § 270 kan også være aktuell ved omsetning av verdipapirer, men stiller strengere objektive og subjektive krav.

¹¹⁷ Peder Kjerschow, *Almindelig Borgerlig Straffelov med kommentarer*, Oslo 1930, s. 689.

tilstrekkelig med én til to personers verdioppfatning av kursen for at den skal kunne påvirkes. Dette fordi prisen påvirkes av oppfatningene til flere kjøpere og selgere.

Relevante opplysninger etter bestemmelsen er for det første kurssensitiv informasjon. Både opplysninger som medfører oppgang og nedgang omfattes. Det er ikke krav at virkningen faktisk ble slik som opplysningssprederen hadde forutsatt. Kursen på verdipapiret kan forbli uendret etter spredningen av informasjonen, men tilfellet vil likevel omfattes av straffebudet, jfr. ordlyden «for å påvirke priser».¹¹⁸ Videre synes ordlyden «spres» å forutsette at spredningen av opplysningen må skje ved ord, enten muntlig, gjennom pressen, på internett eller lignende. Faktiske handlinger eller unnlaterer kan derfor ikke danne grunnlag for straff.¹¹⁹ Dersom en person på spørsmål unnlater å svare, og omgivelsene tolker unnlaterelsen i en bestemt retning, vil dette falle utenfor straffebudet.

Strl. § 274 gjelder den som i oppfordring til å delta i stiftelse eller utvidelse av aksjeselskap, aksjeselskap eller annet selskap med økonomisk formål, eller om overtagelse av lån til slikt selskap, gir villedende opplysninger av betydning for bedømmelsen av selskapet, jfr. første ledd første pkt. Bestemmelsen er derfor særlig aktuell ved emisjoner. Strafferammen er tilsvarende som i strl. § 273.

Opplysningene må for det første være av «betydning for bedømmelsen» av selskapet. Dette er opplysninger som kan være egnet til å påvirke beslutningsgrunnlaget ved eventuell emisjon. Både finansielle, rettslige og organisatoriske forhold er her av relevans. Videre må opplysningene være gitt i oppfordring til å delta. Informasjonen må ha kommet fra tegningsinnbydere, tilretteleggere eller andre som representerer disse. Utenforstående som gir villedende eller ukorrekte opplysninger kan derfor ikke straffes etter bestemmelsen, med mindre det er tale om medvirkning. Videre er det ved emisjoner gjerne bare snakk om én selger, og dennes mulighet til å påvirke kursen og beslutningsgrunnlaget blir derfor større. Dette medfører at det i motsetning til ved anvendelsen av strl. § 273 er tilstrekkelig at informasjonen bare gis til én person, for eksempel kjøper.

¹¹⁸ Dette med mindre opplysningene må sies å være av en slik karakter at forholdet kun kan bedømmes som utjenlig forsøk, jfr. Axelsen, Niels Kristian, *Mellommenn og markedsmissbruk*, Oslo 2007, s. 243.

¹¹⁹ Tilsvarende i Bjørn Stordrange, *Forbrytelser mot vårt økonomiske system*, Oslo 2007, s. 166.

Konklusjonen blir at strl. §§ 273 og 274 også rammer markedsmanipulasjon ved unoterte finansielle instrumenter.

Spørsmålet blir etter dette om forbudet mot urimelige forretningsmetoder kan behandles i konkurrans med straffelovens bestemmelsene om investorbetrageri.¹²⁰

Forarbeidene uttaler om kursmanipulasjonsreglene etter vphl. § 3-8 at utvalget anser det som hensiktsmessig at regler som skal gjelde for spredning av villedende og uriktige opplysninger for å påvirke kursen på et verdipapir fremgår samlet av verdipapirhandelloven. Dette fordi det vil være til viktig veiledning for aktørene på verdipapirmarkedet.¹²¹ Dette taler mot at bestemmelsene skal kunne anvendes i konkurrens.

Både straffebudene i strl. §§ 273 og 274 og forbudet mot urimelige forretningsmetoder skal ivareta hensynet til markedets tillit, integritet og virkemåte. De virker også preventivt overfor aktørene på verdipapirmarkedet i tillegg til å ivareta investorbetrageris hensynet. Det synes derfor ikke som man får markert flere krenkende interesser ved den straffbare handling ved å anvende bestemmelsene i konkurrens. På en annen side er straffverdigheten av betrageritilfellene høyere. Dette kommer for det første til uttrykk ved den økte strafferammen for betrageritilfeller. For det annet skyldes dette at investorbetrageri har en side mot svikaktig forretningsførsel. Forbudet mot urimelige forretningsmetoder kan også ramme disse tilfellene, men krever i motsetning til betrageribestemmelsene ikke at disposisjonen er motivert av å skaffe seg en uberettiget vinning.

Konklusjonen er at forbudet mot urimelige forretningsmetoder ikke kan anvendes i konkurrens med strl. §§ 273 og 274.

¹²⁰ For generelle bemerkninger om konkurranslæren vises det til pkt. 5.2.

¹²¹ NOU 1996: 2 pkt. 6.4.3.2.

6 Forholdet til handlingsnormene i vphl. §§ 3-2, 3-3 og 3-8 og det unoterte markedet

6.1 Innledning

Som nevnt over gjelder vphl. § 3-9 også for finansielle instrumenter som *ikke* er eller søkes notert på norsk regulert marked. Dette i motsetning til de øvrige adferdsregulerende bestemmelsene i verdipapirhandelloven kapittel 3.

Det kan være flere årsaker til dette. For det første kan det skyldes ressursmangel hos tilsynsmyndighetene. Ved handel over Oslo Børs har børsen selv en del av ansvaret for å overvåke markedene. Det har ikke et tilsvarende tilsynsansvar overfor handel i det unoterte markedet. Finanstilsynet har her alene ansvaret for kontroll. Dette må ses i sammenheng med at det unoterte markedet jevnt over er mindre gjennomsiktig enn det noterte markedet. Som nevnt tidligere har ikke unoterte selskaper samme plikt til å offentliggjøre informasjon som børsnoterte selskaper, jfr. børsloven § 28. Handelsvolumet er også mindre i det unoterte markedet. Dette gjør at verdipapirene også omtales sjeldnere av analytikere og meglere.¹²² Til sammen medfører dette at det unoterte markedet fremstår som mindre tilgjengelig for tilsynsmyndigheter og aktørene i verdipapirmarkedet. Det kan fremstå som at mangelen på transparens, allment tilgjengelig informasjon, større risikoeksponering og mindre tilsyn styrker behovet for adferdsregulerende bestemmelser som kan anvendes på verdipapirhandel i det unoterte markedet.

Dette reiser for det første spørsmålet om forbudet mot urimelige forretningsmetoder kan anvendes på innsiddehandel i det unoterte markedet. Deretter blir spørsmålet om forbudet kan tenkes å stille krav om taushetsplikt og videre forby markedsmanipulasjon i det unoterte markedet. I hver drøftelse vil det først spørres om handlingsnormen omfattes av forbudet mot urimelige forretningsmetoder *de lege lata*. Deretter vil det analyseres hvorvidt handlingsnormen bør omfattes av forbudet mot urimelige forretningsmetoder *de lege ferenda*. Drøftelsene *de lege ferenda* gjennomføres ved å se hen til hvorvidt en slik regulering anses hensiktsmessig basert på de hensyn forbudet mot urimelige forretningsmetoder søker å ivareta.

¹²² Niels Kristian Axelsen, *Mellommenn og markedsmissbruk*, Oslo 2007, s. 238.

6.2 Innsidehandel

Det generelle forbudet mot innsidehandel av noterte aksjer fremgår av vphl. § 3-3.

Hovedregelen i forbudet mot innsidehandel er at tegning, kjøp eller bytte av finansielle instrumenter eller tilskyndelse til slike disposisjoner, må ikke direkte eller indirekte foretas for egen eller fremmed regning av noen som har innsideinformasjon, jfr. vphl. § 3-3 første ledd. Dette gjelder bare ved misbruk av informasjon som nevnt i vphl. § 3-2, jfr. første ledd første pkt. Innsidehandel er straffesanksjonert med bøter eller fengsel inntil seks år, jfr. vphl. § 17-3 første ledd.

Det klassiske tilfellet av innsidehandel er selskapstilknyttede personers kjøp/salg av finansielle instrumenter rett før offentliggjøring av informasjon som er egnet til å påvirke kursen. Dette kan for eksempel være kvartalstall, inngåelsen av kontrakter, fusjonsforhandlinger, utdeling av konsesjoner eller lignende.¹²³

Spørsmålet blir om innsidehandelsforbudet også gjelder for handel med unoterte finansielle instrumenter i kraft av vphl. § 3-9 første ledd *de lege lata*.

Etter ordlyden i vphl. § 3-9 første ledd rammes innsidehandel med verdipapir det unoterte markedet i den utstrekning innsidehandel må anses som en «urimelige forretningsmetode».¹²⁴ Innsidehandel er en type handlemåte som er egnet til å svekke tilliten til markedet. For handel i noterte aksjer vil forbudet mot urimelige forretningsmetoder derfor også ramme misbruk av innsideinformasjon.¹²⁵ Det følger også direkte av forarbeidene at

«forbudet mot urimelige forretningsmetoder kan imidlertid komme til anvendelse på misbruk av innsideinformasjon ved kjøp/salg av verdipapirer som faller utenfor virkeområdet for vphl. § 6»¹²⁶

¹²³ Niels Kristian Axelsen, *Mellommenn og markedsmissbruk*, Oslo 2007, s. 124. Innsidehandel som rettslig fenomen er for øvrig utførlig behandlet i teorien. Se særlig Sæbø, Rune, *Innsidehandel med verdipapir*, Bergen 1994.

¹²⁴ Rune Sæbø, *Innsidehandel med verdipapir*, Bergen 1994, s. 271.

¹²⁵ Tore Bråthen, «Børsen og Kredittilsynet. Om børsens og Kredittilsynets oppgaver i forhold til verdipapirmarkedet, særlig aksjemarkedet», *Institutt for privatretts skriftserie (IfPS)* nr. 130 s. 167.

¹²⁶ NOU 1996: 2 pkt. 6.3.3.

Forarbeidene gir uttrykk for den generelle lovgiveroppfatning om at innsidehandel ikke bør forekomme.¹²⁷ Det kan derfor neppe være tvil om at innsidehandel med aksjer i utgangspunktet er omfattet av forbudet mot urimelige forretningsmetoder i vphl. § 3-9 første ledd.

Konklusjonen blir at innsidehandel med unoterte finansielle instrumenter omfattes av forbudet mot urimelige forretningsmetoder i vphl. § 3-9 *de lege lata*.

Spørsmålet blir etter dette om innsidehandel bør omfattes av forbudet mot urimelige forretningsmetoder *de lege ferenda*.

Det finnes flere grunner til å utøve forsiktighet med anvendelsen av vphl. § 3-9 første ledd på tilfeller av innsidehandel med unoterte verdipapirer. For det første kan det innvendes at anvendelsen av vphl. § 3-9 første ledd oppstiller upresise grenser for innsidehandelsforbudet. For noterte aksjer er forbudet mot innsidehandel definert til å gjelde «presise» opplysninger om de finansielle instrumentene som må være egnet til å påvirke kursen «merkbart», jfr. vphl. § 3-2 første ledd. En tilsvarende presisering kan ikke automatisk forstås ut av ordlyden i vphl. § 3-9 første ledd. I tillegg oppstilles det som vilkår at informasjonen ikke må være offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet, jfr. § 3-2 første ledd siste punktum. Sistnevnte vilkår synes noe uegnet for anvendelse på innsidehandel med unoterte verdipapirer. Dette fordi informasjonsflyten i dette markedet er forskjellig fra den mer organiserte informasjonssymmetrien i markedet for noterte verdipapirer. Ryktespredning og ubekreftet informasjon har et større albuerom ved handel med unoterte instrumenter som følge av underskuddet på informasjon.

Lovgivers oppfatning synes som nevnt ovenfor å være at innsidehandel ikke bør finne sted. Dersom forbudet mot urimelige forretningsmetoder skal anvendes direkte på innsidehandel med unoterte aksjer, vil dette på grunn av misforholdet mellom handlingsnormene i bestemmelsene kunne innebære et forbud uten klare rettslige grenser. Alternativet ville være å anvende vphl. § 3-3 første ledd analogisk på tilfeller hvor innsidehandel er foretatt i unoterte aksjer. Dette kan ikke ha vært lovgivers hensikt, jfr. avgrensningen for virkeområdet til kapittel 3 i vphl. § 3-1. Hensynet til forutberegnelighet og klare regler for aktørene i verdipapirmarkedet tilsier at anvendelsen bør skje med en viss forsiktighet.

¹²⁷ Rune Sæbø, *Innsidehandel med verdipapir*, Bergen 1994, s. 271.

For det annet kan ukritisk anvendelse av vphl. § 3-9 første ledd føre til redusert likviditet i markedet for unoterte verdipapirer. Dette fordi informasjonen om unoterte aksjer gjerne er vanskeligere tilgjengelig enn informasjonstilgangen for noterte aksjer. Det kan således oppstå et informasjonsunderskudd i markedet og sannsynligheten for at det foretas investeringer basert på rykter og løse meddelelser er således større. En ukritisk anvendelse av vphl. § 3-9 første ledd kan derfor innebære en fare for svekket likviditet i markedet for unoterte aksjer. Dette fordi investorer og verdipapirforetak vil søke å unngå risikoen for gjennomskjæring med hjemmel i vphl. § 3-9 første ledd i tvilstilfeller.

Hensynet til forutberegnelighet for aktørene gjør seg imidlertid ikke gjeldende med samme styrke i innsidehandelstilfeller hvor selger og kjøper av et verdipapir inngår avtalen direkte.¹²⁸ Denne transaksjonen kan omfattes av straffelovens bestemmelser om bedrageri. Dersom innsider opptrer på en måte som rammes av bedrageribestemmelsene, vil hensynet til forutberegnelighet for aktøren som handler på slik informasjon, være ivaretatt gjennom disse reglene. Videre vil medkontrahenten ved en transaksjon i det unoterte markedet i ofte være kjent, i motsetning til handel over børs eller autorisert markedsplass. Dette medfører at generelle kontraktsrettslige regler vil være mer anvendelige enn ved handel på børs.¹²⁹ Dette reduserer behovet for at forbudet mot urimelige forretningsmetoder skal kunne ramme disse tilfellene.

Det må videre tas i betraktning at det ved anvendelse av vphl. § 3-9 første ledd på innsidehandelstilfellene også kan bli tale om illeggelse av straff. Strafferammen ved anvendelsen av vphl. § 3-9 første ledd er ett år jfr. vphl. § 17-3 annet ledd nr. 6, til forskjell fra brudd på vphl. § 3-3 som har en strafferamme på inntil seks år, jfr. vphl. § 17-3 første ledd. Dersom vphl. § 3-9 første ledd skal anvendes direkte på innsidehandel med unoterte verdipapirer, kan den senkede straffeterskelen i seg selv ses på som et uttrykk for at lovgiver mener innsidehandel med unoterte verdipapirer fortjener redusert straffverdighet. Dette til tross for at innsidehandel i det unoterte markedet likefullt kan være egnet til å svekke tilliten til verdipapirmarkedet generelt.

¹²⁸ Rune Sæbø, *Innsidehandel med verdipapir*, Bergen 1994, s. 273.

¹²⁹ Ot.prp. nr. 80 (2000-2001) pkt. 3.5.

Konklusjonen blir at innsidehandel i det unoterte markedet *de lege ferenda* bør rammes av forbudet mot urimelige forretningsmetoder.

6.3 Taushetsplikt

Mens primærinnsidere¹³⁰ er undergitt taushetsplikt etter reglene i vphl. §§ 3-2 og 3-3, bestemmer vphl. § 3-4 første ledd at enhver som har innsideinformasjon ikke må gi slike opplysninger til uvedkommende. Bestemmelsene pålegger taushetsplikt for enhver som har innsideinformasjon. Vphl. § 3-4 annet ledd første pkt. pålegger den som innehar slik innsideinformasjon å utvise tilbørlig aktsomhet, slik at innsideinformasjonen ikke kommer i uvedkommendes besittelse eller misbrukes. Utsteder av finansielle instrumenter og andre juridiske personer som regelmessig er i besittelse av innsideinformasjon, skal ha rutiner for sikker behandling av innsideinformasjon, jfr. vphl. § 3-4 annet ledd annet pkt. Bestemmelsen har ingen direkte motsats i MAD, men inneholder et generelt forbud mot spredning av innsideinformasjon i art. 2 og 3.

Reglenes formål er å beskytte mot at noen aktører får tilgang til innsideinformasjon før andre. Bestemmelsen skal derfor beskytte mot informasjonsasymmetri i markedet og lekkasjer som kan legge til rette for innsidehandel.¹³¹ Taushetsplikten gjelder overfor «uvedkommende», og skal ikke hindre informasjonsutveksling til personer med et begrunnet behov for opplysningene.¹³²

Spørsmålet er om det kan utledes et krav om taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering av forbudet mot urimelige forretningsmetoder ved handel i unoterte finansielle instrumenter *de lege lata*. Det vil i lys av sammenhengen mellom handlingsnormene i vphl. § 3-4 første og annet ledd være naturlig å drøfte disse opp mot forbudet mot urimelige forretningsmetoder under samme punkt.

Det kan av ordlyden i vphl. § 3-9 første ledd i utgangspunktet ikke utledes noen generell plikt til å forholde seg taus om innsideopplysninger. Vphl. § 3-9 første ledd forbyr bruk av

¹³⁰ Person i styre, ledelse, eller andre i tilknytning til et børsnotert selskap som er underlagt visse krav knyttet til handel og rapportering av handel, jf. verdipapirhandelloven § 3-6.

¹³¹ Trude Myklebust, *Innføring i finansmarkedsrett*, Bergen 2011, s. 359.

¹³² Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) pkt. 5.5. s. 35.

urimelige forretningsmetoder ved «handel» i finansielle instrumenter. Overbringelse av innsideinformasjon er i utgangspunktet ingen «handel».

Vurderingstemaet blir hvorvidt videreformidlingen av informasjonen blir å anse som en urimelig forretningsmetode. Det må foretas en konkret vurdering av hvert enkelt tilfelle av informasjonsspredning for å avgjøre om formidlingen innebærer en urimelig forretningsmetode. Det sentrale må her bli i hvilken grad videreformidlingen av opplysningen innebærer en risiko for markedsmisbruk.

Dette må ses i sammenheng med hvordan informasjonsflyten om selskaper og finansielle instrumenter på det unoterte markedet fungerer. Unoterte selskaper har ikke samme plikter som noterte selskaper til offentliggjøring av kursrelevant informasjon. Dette medfører at for eksempel rykter og løse opplysninger spiller en større rolle som informasjonskilde. Dette må det antas at aktørene på det unoterte verdipapirmarkedet er kjent med. Momenter av betydning må her være hvordan og i hvilken kapasitet informasjonssprederen har fått opplysningene, hvor presise opplysningene er og i hvilken grad de er egnet til å påvirke kursen. Avgjørende bør være om personen forsto eller burde forstått at det dreide seg om innsideinformasjon.¹³³

Et annet sentralt moment er hvem som mottar opplysningene og hvilken kapasitet han eller hun mottar dem i kraft av. Her kan forarbeidene til vphl. § 3-4 være til veiledning. Forbudet mot urimelige forretningsmetoder er ikke til hinder for en naturlig informasjonsutveksling internt i et unotert selskap. Eksternt må innsideopplysninger videreformidles i den grad det er nødvendig for den naturlige driften av selskapet. Dette beror på en vurdering av om den eksterne personen har et saklig og begrunnet behov for å motta opplysningene.¹³⁴

Et praktisk eksempel hvor forbudet mot urimelige forretningsmetoder synes anvendelig er hvor investeringsforetak kontakter en investor med forespørsel om å tegne seg i en emisjon i et unotert selskap. Investoren får overlevert tegningsvilkår og andre relevante opplysninger om emisjonen, men ønsker ikke å tegne seg.¹³⁵ Spredning av slike opplysninger vil være

¹³³ Dette er ifølge Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) pkt. 5.5. en forutsetning for straff ved anvendelsen av vphl. § 3-4.

¹³⁴ Ot. prp. nr. 29 (1996-1997) pkt. 4.2.5.

¹³⁵ Ved emisjoner i noterte selskaper vil personen i disse tilfellene bli oppført på innsiderlisten, jfr. vphl. § 3-5.

egnet til markedsmisbruk, og dermed også hindre en ordnet og effektiv verdipapirhandel. Bestemmelsens formål er særlig å styrke tilliten til andrehåndsmarkedene,

Konklusjonen er at vphl. § 3-9 første ledd ikke inneholder et krav om taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering *de lege lata*.

Spørsmålet blir etter dette hvorvidt et krav til taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering bør rammes av vphl. § 3-9 første ledd *de lege ferenda*.

Taushetsplikten står i nær sammenheng med innsidehandelsforbudet. Den prinsipielle forskjellen er at mens innsidehandelsforbudet forbyr den som har innsideinformasjon å handle, forbyr taushetsplikten den som besitter innsideinformasjon å overbringe informasjonen videre.

Det ble i forbindelse med endringen av verdipapirhandelloven (1997) fremmet et forslag om å forby «utilbørlig markedsadferd». Bestemmelsen skulle erstatte det periodiske handleforbudet i verdipapirhandelloven § 1997 § 2-3.¹³⁶ Departementet viser i preposisjonen til at et slikt forbud kunne hindre aktivt eierskap og at aksjonærer vegret seg for å påta seg styreverv etc.¹³⁷ Videre viste Økokrim til at en slik bestemmelse ville være vanskelig å praktisere.¹³⁸ Departementet pekte imidlertid på at et slikt handleforbud ikke var begrunnet i et ønske om at primærinnsidere skal hindres i å handle med finansielle instrumenter, men å forebygge innsidehandel.¹³⁹

Et krav om taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering for primærinnsidere i unoterte selskaper gjennom forbudet mot urimelige forretningsmetoder er neppe noen hindring for aktivt eierskap. Et slikt krav kan imidlertid være vanskelig å håndheve fordi det reiser vanskelige spørsmål om hvilke opplysninger som taushetsplikten skal omfatte, og hvorvidt videreformidling av slik informasjon medfører en fare for markedsmisbruk. I tillegg kommer at informasjonstilfanget i det unoterte markedet kan være begrenset.

På en annen side vil benyttelse av forbudet mot urimelige forretningsmetoder på slik videreformidling stimulere til at unoterte selskaper oppretter rutiner for håndtering av

¹³⁶ Ot.prp. nr. 80 (2000-2001) pkt. 5.1.

¹³⁷ Ot.prp. nr. 80 (2000-2001) pkt. 5.4.

¹³⁸ Ot.prp. nr. 80 (2001-2001) pkt. 5.3.

¹³⁹ Ot.prp. nr. 80 (2000-2001) pkt. 5.4.

innsideinformasjon. Dette kan ha den heldige effekt at innsideinformasjon gis til markedet og i stedet for til den enkelte aktør.¹⁴⁰

Konklusjonen blir at et krav til taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering ved handel i unoterte finansielle instrumenter bør omfattes av forbudet mot urimelige forretningsmetoder *de lege ferenda*.

6.4 Markedsmanipulasjon

Markedsmanipulasjon defineres som forstyrrelser av de legitime mekanismer som ellers virker inn ved alle typer handel (kjøp, salg, bytte, lån).¹⁴¹ Den prinsipielle sondringen mellom innsidehandel og markedsmanipulasjon er at mens innsidehandel dreier seg om utnyttelse av sann informasjon, er markedsmanipulasjon utnyttelse av falsk.¹⁴² For verdipapirhandel i noterte markeder reguleres dette av vphl. § 3-8. Bestemmelsen implementerer MAD art. 5. Markedsmanipulasjon utgjør sammen med innsidehandel det som kalles markedsmisbruk.¹⁴³

Det må heretter vurderes hvorvidt forbudet mot urimelige forretningsmetoder også kan omfatte et forbud mot markedsmanipulasjon i det unoterte markedet *de lege lata*.

Ordlyden «urimelige forretningsmetoder» tilsier at vphl. § 3-9 første ledd har et videre anvendelsesområde enn de rene markedsmanipulasjon etter vphl. § 3-8. Markedsmanipulasjon i det unoterte markedet vil derfor være forbudt etter vphl. § 3-9 første ledd i den utstrekning det anses som en urimelig forretningsmetode. I forarbeidene drøftes skillet mellom forbudet mot urimelige forretningsmetoder og markedsmanipulasjon. Forholdet mellom det unoterte og det noterte markedet nevnes også i relasjon til både forbudet mot urimelige forretningsmetoder og kursmanipuleringsforbudet. Uttalelsene er likevel ikke helt tydelige. Under drøftelsen av urimelighetsstandarden uttaler utvalget at

¹⁴⁰ Ot.prp. nr. 80 (2000-2001) pkt. 6.4.

¹⁴¹ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) pkt. 10.1.

¹⁴² Jesper Lau Hansen, *Informationsmisbrug: En analyse af de centrale bestemmelser i børsrettens informationsregime*, København 2001, s. 495.

¹⁴³ MADs fortale pkt. 12.

«forbudet mot urimelige forretningsmetoder kommer til anvendelse uavhengig av hvilke aktører som benytter forretningsmetoden og uavhengig av hvilke verdipapirer det gjelder, herunder om verdipapirene er børsnotert»¹⁴⁴

Videre fremgår det nedenfor denne uttalelsen at

«markedsmanipulasjon utgjør også en urimelig forretningsmetode»¹⁴⁵

Uttalelsen peker i retning av at markedsmanipulasjon også vil utgjøre en urimelig forretningsmetode for verdipapirhandel med unoterte finansielle instrumenter. Utvalget fant likevel ikke grunn til å innføre et tilsvarende forbud som i vphl. § 3-8 for unoterte finansielle instrumenter. Utvalget uttaler at

«for unoterte finansielle instrumenter vil markedsførings- avtale- og kjøpsrettslige regler kunne få anvendelse»¹⁴⁶

Forarbeidene henviser her til reglene om markedsføring, samt de alminnelige obligasjonsrettslige regler. Dette i forbindelse med hvorvidt det skulle innføres et kursmanipuleringsforbud for unoterte finansielle instrumenter.

De til dels sprikende uttalelsene etterlater uklarhet om markedsmanipulasjon i det unoterte markedet opprinnelig var ment til å rammes av forbudet mot urimelige forretningsmetoder. Det finnes imidlertid én Høyesterettsdom hvor forbudet mot urimelige forretningsmetoder er anvendt på kursmanipulasjon i det unoterte markedet. Rt. 2008 s. 879 gjaldt blant annet¹⁴⁷ spørsmål om grov eller gjentatt overtredelse av forbudet mot urimelige forretningsmetoder. Spørsmålet for Høyesterett var om den fellende lagmannsrettsdommen måtte oppheves på grunn av uriktig lovanvendelse og mangelfulle domsgrunner.¹⁴⁸

Faktum i saken var at tre personer hadde manipulert kursen på aksjer i fem unoterte selskaper ved å handle aksjer seg i mellom.¹⁴⁹ Dette foregikk i hovedsak ved at de tre personene kjøpte

¹⁴⁴ NOU 1996: 2 pkt. 6.3.3. på s. 115 – 116.

¹⁴⁵ NOU 1996: 2 pkt. 6.3.3.

¹⁴⁶ NOU 1996: 2 pkt. 6.3.4.1.

¹⁴⁷ Saken gjaldt også spørsmål de tre tiltalte drev en konsesjonspliktig investeringstjeneste. Dette er ikke relevant for denne avhandlingen.

¹⁴⁸ Rt. 2008 s. 879 premiss 18.

¹⁴⁹ Rt. 2008 s. 879 gjaldt samme spørsmål som i Rt. 2008 s. 897, men for et senere ledd i omsetningskjeden.

aksjene i de fem unoterte selskapene til en lav kurs av selskapenes grunnleggere. Deretter overdro de aksjene mellom tre selskaper de tiltalte eide selv med en kursøkning for hver transaksjon. Deretter solgte de aksjene til privatpersoner med en gevinst på nærmere 14 millioner kroner.¹⁵⁰ Dette gjorde de blant annet uten å opplyse om at det var gruppens egne aksjer som ble tilbud for salg, hvilken kurs de hadde kjøpt for, at det var nærstående til gruppen som solgte aksjene og at gruppen gjennom opsjonsavtaler ikke hadde noen risiko.¹⁵¹

Høyesterett uttalte for det første om den generelle tolkningen av forbudet mot urimelige forretningsmetoder at

«bestemmelsen supplerer lovens spesialregler om blant annet ulovlig innsidehandel og kursmanipulasjon, og er en rettslig standard som må leses i sammenheng»¹⁵²

Det fremgår ikke hva forbudet mot urimelige forretningsmetoder skal leses i sammenheng med. Uttalelsen kan forstås dithen at det har betydning for vurderingen av vphl. § 3-9 første ledd om disposisjonen i det konkrete tilfellet synes tilpasset handlingsnormene i vphl. § 3-8.

Høyesterett vurderte så hvorvidt lagmannsrettens domsgrunner var fyllestgjørende. Den kom her til at det bestemmende mindretallet ikke hadde tatt tilstrekkelig standpunkt til forholdene flertallet i lagmannsretten hadde trukket frem.¹⁵³ Høyesterett opphevet derfor den frifinnende lagmannsrettsdommen og stadfestet dommen til Kristiansand tingrett.¹⁵⁴ De tiltalte ble dømt til fengsel i henholdsvis seks måneder, 90 og 45 dager samt inndragelse av gevinst.¹⁵⁵ Det er her sentralt at Høyesterett ikke kan bygge på lagmannsrettens bevisvurdering. Dette medfører at dommen ikke er direkte anvendelig i vurderingen av om forbudet mot urimelige forretningsmetoder også omfatter kursmanipulasjon med unoterte verdipapirer.

Det må deretter vurderes om dommen kan tas til inntekt for at kursmanipulasjon i det unoterte verdipapirmarkedet omfattes av forbudet mot urimelige forretningsmetoder. Førstvoterende i Rt. 2008 s. 879 behandlet bare hvorvidt lagmannsrettens domsgrunner er tilstrekkelige. Det

¹⁵⁰ Rt. 2008 s. 879 premiss 20.

¹⁵¹ Rt. 2008 s. 879 premiss 4.

¹⁵² Rt. 2008 s. 879 premiss 40.

¹⁵³ Rt. 2008 s. 879 premiss 50.

¹⁵⁴ TKISA-2006-68198.

ble tatt stilling til om tingrettens rettsanvendelse er korrekt. Høyesteretts stadfestelse bygger imidlertid på en forutsetning om at tingrettens har riktig vurdert spørsmålet om forbudet mot urimelige forretningsmetoder kan anvendes på handel med unoterte verdipapirer. På en annen side reiser rettspraksis om forbudet mot urimelige forretningsmetoder særlige problemer. Generalklausulen er ment til å være elastisk og kan forandre seg i takt med samfunnsutviklingen. En skal her utvise forsiktighet med å tillegge rettspraksis for mye vekt til fordel for en utvidende tolking av forbudet. Dette gjelder særlig fordi vphl. § 3-9 er straffesanksjonert.

Det avgjørende for spørsmålet om vphl. § 3-9 første ledd omfatter kursmanipulasjon i det unoterte markedet må her være de grunnleggende hensyn bestemmelsen søker å ivareta. Det sentrale hensyn er ivaretagelsen av tilliten til verdipapirmarkedene. Markedsmanipulasjon i det unoterte markedet kan også skade tilliten til verdipapirmarkedet generelt. Vphl. § 3-9 første ledd skal også ivareta hensynet til en sikker, ordnet og effektiv verdipapirhandel, jfr. vphl. § 1-1. Ulovlig markedsmanipulasjon vil innebære at hensynet til en ordnet verdipapirhandel svekkes. Videre kan markedsmanipulasjon medføre at det unoterte verdipapirmarkedet ikke fungerer effektivt. Prisen på et unotert verdipapir vil ved markedsmanipulasjon ikke reflektere all tilgjengelig informasjon. I tillegg kommer at handel med unoterte verdipapirer gjerne innbefatter høyere risiko enn handel med noterte verdipapirer.

Konklusjonen blir at forbudet mot urimelige forretningsmetoder i vphl. § 3-9 første ledd rammer markedsmanipulasjon i det unoterte verdipapirmarkedet *de lege lata*.

Spørsmålet blir etter dette om forbudet mot urimelige forretningsmetoder bør ramme markedsmanipulasjon i det unoterte verdipapirmarkedet *de lege ferenda*.

Det finnes flere grunner til at forbudet mot urimelige forretningsmetoder bør omfatte markedsmanipulasjon i det unoterte markedet *de lege ferenda*. Ved markedsmanipulasjon løper risikoen for at investeringsbeslutninger fattes på et sviktende grunnlag. Risikoen for å tape penger som følge av tilfeldigheter vil derfor bli høy.¹⁵⁶ Dette må ses i sammenheng med at det unoterte markedet generelt er mindre likvid enn det noterte. Derfor vil man ved

¹⁵⁶ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) pkt. 10.1.

markedsmanipulasjon risikere å endre prisbildet i større grad enn ved for eksempel store handler i det noterte markedet.

Videre er markedsmanipulasjon ressurskrevende å bevise og oppdage.

Sanksjoneringsprosessen av denne typen uønsket markedsadferd vil ytterligere kompliseres dersom Finanstilsynet og domstolene ikke har bestemmelser å subsumere slik handel under. Dette synliggjør behovet for en straffehjemlet regulering av markedsmanipulasjonstilfellene, som også kan virke preventivt.

Hensynet til forutberegnelighet taler imidlertid mot en henføring av markedsmanipulasjon med unoterte finansielle instrumenter under forbudet mot urimelige forretningsmetoder. Handlingsnormene i vphl. § 3-8 annet ledd er utfyllende og detaljert definert, imens forbudet mot urimelige forretningsmetoder er utformet som en rettslig standard. Aktørene på det unoterte verdipapirmarkedet har et tilsvarende behov for klare rettsregler som aktørene på det noterte markedet. En henføring av markedsmanipulasjon i det unoterte markedet vil derfor kunne føre til svekket forutberegnelighet for disse aktørene. Det kan være ubeleilig i et marked som allerede er risikopreget.

Konklusjonen er at det kan anføres gode grunner for at markedsmanipulasjon skal omfattes av forbudet mot urimelige forretningsmetoder ved handel i unoterte finansielle instrumenter *de lege ferenda*.

7 Virkningene av brudd på forbudet mot urimelige forretningsmetoder

7.1 Innledning

I dette kapitlet skal virkningene av brudd på forbudet mot urimelige forretningsmetoder behandles. Straffesanksjonen og krav om vinningsavståelse vil behandles i henholdsvis 7.2. og 7.3. I pkt. 7.3.1. vil det analyseres hvilket beviskrav som stilles ved illeggelse av vinningsavståelse.

7.2 Bøter eller fengsel

Den som forsettlig eller uaktsomt, grovt eller gjentatte ganger overtrer forbudet mot urimelige forretningsmetoder i vphl. § 3-9 første ledd, straffes med bøter eller fengsel inntil ett år, jfr. vphl. § 17-3 annet ledd nr. 6. Medvirkning straffes på samme måte jfr. vphl. § 17-3 fjerde ledd.

Bøte- og straffesanksjonen var inntatt allerede i utkastet til 1985-lovens § 66.¹⁵⁷

Strafferammen var også da fengsel inntil ett år. Begrunnelsen den gang var at utvalget mente overtredelse av bestemmelser som har sitt grunnlag i behovet for å sikre ordnet verdipapirhandel, motarbeide utilbørlige forretningsmetoder og for øvrig at verdipapirhandelen foregår i samsvar med god forretningsskikk, medfører straffeansvar.¹⁵⁸

Påtale for brudd på bestemmelsen betinget av at allmenne hensyn krever det, jfr. vphl. § 17-3 femte ledd. Dette var også inntatt i utkastet til ny 1985-lov.¹⁵⁹ Tanken var at straffesanksjonen burde forbeholdes de tilfeller hvor hensynet til ordnet verdipapirhandel er tilsidesatt på en måte som ikke kan godtas.¹⁶⁰ Allmenne hensyn tilsier at det må foretas en bred skjønnsmessig vurdering av forholdene i saken. I alminnelighet skal straffbare overtredelser påtales jfr. strl. § 77, med mindre det foreligger særlig grunn til å unnlate påtale. Ved at det her stilles krav om at «allmenne hensyn» må kreve påtale, er det i stedet påtalen som krever en særlig begrunnelse.¹⁶¹ Domstolen kan imidlertid ikke avvise en tiltale fordi «allmenne hensyn» ikke tilsier at saken skal påtales. Denne vurderingen er overlatt til påtalemyndighetens skjønn.¹⁶²

7.3 Vinningsavståelse

Finanstilsynet kan beslutte at forsettlig eller uaktsom bruk av urimelige forretningsmetoder kan sanksjoneres med vinningsavståelse etter vphl. § 17-2 første ledd. Vinningsavståelse er en ren sivilrettslig administrativ sanksjon hvor hensikten er effektivt å inndra ulovlig tilegnet

¹⁵⁷ NOU: 1978: 42, pkt. 14.2. på s. 186.

¹⁵⁸ NOU 1978: 42 pkt. 13. på s. 175.

¹⁵⁹ Verdipapirhandelloven (1985) § 66 fjerde ledd første pkt., se NOU: 1978: 42 pkt. 14.2. på s. 186.

¹⁶⁰ NOU 1978: 42 pkt. 13. på s. 175.

¹⁶¹ Bjørn Gabriel Reed, *Straffbar innsidehandel*, Oslo 1996, s. 293.

¹⁶² Johs. Andenæs, *Alminnelig strafferett*, Oslo 2004, s. 534.

berikelse. Finanstilsynet kan pålegge den som vinningen er tilfalt, helt eller delvis å avstå denne, også når den som vinningen er tilfalt ikke er den som har brutt forbudet mot urimelige forretningsmetoder.

Før innføringen av 1997-loven hadde det daværende Kredittilsynet ingen sivilrettslige økonomiske sanksjonsmidler.¹⁶³ Adgangen til å gi pålegg om vinningsavståelse ble overført fra Økokrim til Kredittilsynet i 2000.¹⁶⁴ Innføringen av vinningsavståelse innebar at Kredittilsynet kan fremme krav om inndragning av ulovlig tilegnet gevinst uten å gå veien via politianmeldelse. Under forberedelsen av 1997-loven viste utvalget til at vinningsavståelse var innført som sanksjonsmiddel i konkurranselovgivningen og at de samme hensynene for innføring av vinningsavståelse gjorde seg gjeldende for Kredittilsynet.¹⁶⁵ Således kan praksis knyttet til bestemmelsen i konkurranseloven¹⁶⁶ § 6-5 være en relevant rettskilde.

Vinningsavståelse kan være et egnet sanksjonsmiddel ved brudd på forbudet mot urimelige forretningsmetoder i vphl. § 3-9 første ledd. Dette må for det første ses i det grunnleggende lys at brudd på verdipapirhandelen gjerne er motivert av ønsket om økonomisk gevinst.¹⁶⁷ Siden en urettmessig oppnådd gevinst gjerne går på bekostning av øvrige investorer, er dette egnet til å svekke tilliten til verdipapirmarkedet. For det annet kan forutberegnelighetshensynet anføres til støtte for en mildere sanksjonsform enn bøter og fengsel. Forbudet mot urimelige forretningsmetoders uforutberegnelige karakter som rettslig standard tilsier at det ved mindre grove tilfeller av overtredelse bør kunne ilegges en mildere sanksjonsform. I tillegg kommer hensynet til effektiv håndhevelse av forbudet. Verdipapirovertredelser er ofte krevende å etterforske og en strafferettslig prosess kan ta lang tid. En bestemmelse om vinningsavståelse som kan håndheves utenom straffesak og straffeprosess, vil effektivisere håndhevingen av verdipapirhandelloven gjennom en raskere avgjørelsesprosess.

¹⁶³ NOU 1996: 2 pkt. 12.2.3.1.

¹⁶⁴ Rapport om samarbeidet mellom Økokrim, Oslo Børs og Kredittilsynet, s. 49.

¹⁶⁵ NOU 1992: 2 pkt. 12.2.3.1.

¹⁶⁶ Lov om konkurranse mellom foretak og kontroll med foretakssammenslutninger av 5. mars 2004 nr. 12.

¹⁶⁷ NOU 1996: 2 pkt. 12.2.3.1.

Overtredelsen kan likevel behandles av påtalemyndigheten eller retten etter straffeprosessloven¹⁶⁸ (strpl.). Det må i så tilfelle tas med som inndragningskrav etter strl. § 34, jfr. vphl. § 17-2 sjette ledd. Inndragning er heller ikke regnet som straff, men skal likevel behandles etter straffeprosessuelle rammer.

7.3.1 Hvilket beviskrav gjelder?

Den neste spørsmålet blir hvilket beviskrav som skal stilles til illeggelse av vinningsavståelse ved brudd på forbudet mot urimelige forretningsmetoder.

Finanstilsynet har bevisbyrden for at det er anvendt en urimelige forretningsmetode ved handel med finansielle instrumenter. Brudd på verdipapirhandelloven kan gjerne være vanskelig å bevise. Ved krav om vinningsavståelse vil det etter sivilrettslige saksbehandlingsregler bare kreves sannsynlighetsovervekt (51 %).¹⁶⁹ Dette i motsetning til en strafferettslig behandling av kravet, hvor enhver rimelig tvil skal komme tiltalte til gode. Departementet la til grunn under lovforberedelsen at vinningsavståelse kun skal besluttes der det etter Kredittilsynets vurdering foreligger tilstrekkelige bevis for at forholdet ville kunne anmeldes av påtalemyndigheten.¹⁷⁰ Dette gjør forbudet mot urimelige forretningsmetoder enklere å håndheve og effektivisere ved de mindre grove tilfeller av brudd på verdipapirhandelloven, enn hvis et inndragningskrav måtte behandles som en straffedom.

Uttalelsene om at det bare kreves sannsynlighetsovervekt står imidlertid i kontrast til drøftelsene av administrative sanksjoner i NOU 2003: 15 - «Fra bot til bedring». Her hevdes det under henvisning til rettspraksis og juridisk teori at det må stilles krav til kvalifisert sannsynlighetsovervekt i tilfeller hvor domsresultatet forutsetter et klanderverdig eller stigmatiserende forhold. Videre hevdes det at hvor sterk sannsynlighetsovervekt som må kreves avhenger av hvor sterkt klanderverdig forhold som må foreligge.¹⁷¹

Forarbeidene etterlater dermed uklarhet med hensyn til hvilken grad av sannsynlighetsovervekt som stilles. Hvilket krav til sannsynlighetsovervekt som bør stilles

¹⁶⁸ Lov om rettergangsmåten i straffesaker av 22. mai 1981 nr. 25.

¹⁶⁹ Se også NOU 1996:2 pkt. 12.2.3.1.

¹⁷⁰ Ot. prp. nr. 29 (1996-1997) pkt. 13.2.4.

¹⁷¹ NOU 2003: 15 pkt. 12.3.3.

beror på en vurdering av kryssende hensyn. For det første vil et krav om kvalifisert sannsynlighetsovervekt ved ileggelse av vinningsavståelse stå i et motsetningsforhold til at vinningsavståelse ikke regnes som en pønalt reaksjon, i motsetning til for eksempel overtredelsesgebyr.¹⁷² Et strengere krav til sannsynlighetsovervekt er med på å gi vinningsavståelse karakter av pønaltitet, samtidig som det ut fra rettssikkerhetsbetraktninger til den berørte vil være det mest egnede.

Administrativ behandling vil også kunne medføre svekket rettssikkerhet for overtrederen. Vinningsavståelse er ikke å anse som et enkeltvedtak etter forvaltningsloven, jfr. vphl. § 17-2 tredje ledd annet pkt. Det kan således ikke påklages, men Finanstilsynet må reise sak mot vedkommende dersom han nekter å vedta innen fristen på to måneder, jfr. vphl. § 17-2 tredje ledd tredje pkt.

På en annen side vil et krav om et kvalifisert sannsynlighetsovervekt kunne være til hinder for effektiv håndhevelse av forbudet. En raskere behandling medfører at belastningen for den berørte blir mindre.

Konklusjonen blir at det må stilles krav om sannsynlighetsvekt for ileggelse av vinningsavståelse ved brudd på forbudet mot urimelige forretningsmetoder.

8 Avsluttende refleksjoner

Avhandlingen viser at anvendelsen av forbudet mot urimelige forretningsmetoder kan være utfordrende i et fragmentarisk og positivt angitt lovlandskap som verdipapirretten. Fremstillingen har trukket frem praktiske eksempler på disposisjoner som kan tenkes rammet av standarden. Standardens innhold er i avhandlingen søkt utpenslet gjennom praktiske problemer og en avveining av ulike hensyn.

Fordelen med en generalklausul som vphl. § 3-9 første ledd er først og fremst bestemmelsens smidighet. Bestemmelsen besørger at verdipapirretten i realiteten ikke inneholder lovtomme rom for uakseptabel forretningsferd. Videre kan generalklausuler som vphl. § 3-9 første

¹⁷² Under lovforberedelsen ble overtredelsesgebyr vurdert sammen med vinningsavståelse som egnede sanksjoner, se NOU 2003: 15 pkt. 5.1.1.

ledd forhindre motsetningsslutninger fra de øvrige objektive lovreglene på verdipapirrettens område.¹⁷³ På den måten kan vphl. § 3-9 første ledd forhindre at andre og mindre egnede bestemmelser i kontraktsretten, strafferetten og verdipapirhandelloven anvendes på mer eller mindre uklare tilfeller av uakseptabel adferd på verdipapirmarkedet.

Ulempen med forbudet mot urimelige forretningsmetoder er at det i liten grad ivaretar hensynet til forutberegnelighet. Dette understrekes ved at vphl. § 3-9 første ledd er straffesanksjonert og at aktørene på verdipapirmarkedet risikerer kriminalisering uten at dette har vært intensjonen. Utpensling av standardens innhold er overlatt Finanstilsynet og domstolene. Det stilles derfor ikke samme krav til endringer av innholdet i en standarden som til endring eller utforming av annen formell lov. Dette harmoniserer ikke med legalitetsprinsippet i grunnloven¹⁷⁴ (grl.) § 96.

Videre vil det forhold at standarden i vphl. § 3-9 første ledd er i konstant endring og utvikling, begrense prejudikatsverdien av rettspraksis. Dette medfører at aktørene på verdipapirmarkedet kan bare hente generell veiledning i den rettspraksis som foreligger og vil komme.

Verdipapirmarkedets aktører kan på en annen side kompensere for dette ved å holde seg klart innenfor grensen av forbudet mot urimelige forretningsmetoder. Dette kan likevel virke motsatt; aggressive aktører kan spekulere i prosessrisiko ved å gå til søksmål som ligger i grenseland hva gjelder rettsstridigheten av forretningsmetoden.¹⁷⁵ I tillegg kommer det forhold at verdipapirkriminalitet er ressurskrevende å etterforske.

Uklarheten med hensyn til vphl. § 3-9 første ledds rolle i det unoterte markedet tyder på at det her kan være behov for særlige reguleringer. Det kan spørres hvorfor lovgiver har valgt å regulere det noterte markedet fragmentarisk og detaljert mens det unoterte markedet er overgitt til generalklausulene. En årsak kan være at endringene i verdipapirhandelloven som følge av Norges internasjonale forpliktelser har vært konsentrert om handel på noterte markeder. En annen årsak kan være et lovgiverønske om et mindre omfangsrikt verdipapirlovverk. Forbudet mot forretningsmetoder synes derfor å ha større albuerom i det

¹⁷³ Rune Sæbø, *Generalklausulene i formuerettslovgivningen i et rettskildeperspektiv*, Jussens Venner 1996, s. 313 på s. 315.

¹⁷⁴ Kongeriket Norges Grunnlov av 17. mai 1814.

¹⁷⁵ Tore Lunde, *God forretningskikk næringsdrivande imellom*, Bergen 2001, s. 149.

unoterte verdipapirmarkedet. Forbudet mot urimelige forretningsmetoders plass i det verdipapirrettslige landskapet bør derfor finnes her inntil videre.

Kilde- og litteraturliste

Lover

- 2009 Lov om kontroll med markedsføring og avtalevilkår mv. av 9. januar 2009 nr. 2.
- 2007 Lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 nr. 75.
- 2007 Lov om regulerte markeder av 29. juni 2007 nr. 74.
- 2005 Lov om konkurranse mellom foretak og kontroll med foretakssammenslutninger av 5. mars 2004 nr. 12.
- 1997 Lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79.
- 1997 Lov om allmenaksjeselskaper av 13. juni 1997 nr. 45.
- 1997 Lov om aksjeselskaper av 13. juni 1997 nr. 44.
- 1988 Lov om kjøp av 13. mai 1988 nr. 27.
- 1985 Lov om verdipapirhandel av 14. juni 1985 nr. 5.
- 1981 Lov om rettergangsmåten i straffesaker av 22. mai 1981 nr. 25.
- 1935 Lov om tinglysing av 7. juni 1935 nr. 2.
- 1918 Lov om fonds- og aktiemæglere av 14. august 1918 nr. 5.
- 1918 Lov om avslutning av avtaler, om fullmakt og om ugyldige viljeserklæringer av 31. mai 1918 nr. 4.
- 1902 Almindelig borgerlig Straffelov av 22. mai 1902 nr. 10.
- 1814 Kongeriket Norges Grunnlov av 17. mai 1814.

Direktiver

- 2014 Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II) 2014/65/EU.
- 2004 Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC (MiFID) av 21. april 2004.
- 2003 Market Abuse Directive 2003/6/EC av 28. januar 2003.

Internasjonale lover

- 1991 Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument.
- 2010 Bekendtgørelse af lov om værdipapirhandel mv. 9959 af 11/082010.
- 2010 Financial Service Act 2012 sections 89 – 95.

Norges offentlige utredninger

- 2003 NOU 2003: 15 – Fra bot til bedring. Et mer nyansert og effektivt sanksjonssystem med mindre bruk av straff.
- 1996 NOU 1996: 2 – Verdipapirhandel.
- 1995 NOU 1995: 1 – Investeringsforetak.
- 1978 NOU 1978: 42 – Utkast med motiver til lov om verdipapirhandel.

Preposisjoner

- 2009 – 2010 Prop. 84 L (2009-2010) Endring i lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner (finansieringsvirksomhetsloven).
- 2006 – 2007 Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven).
- 2004 – 2005 Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmissbruksdirektivet mv.).
- 2002 – 2003 Ot.prp. nr. 72 (2002-2003) Lov om tiltak mot hvitvasking av utbytte fra straffbare handlinger mv. (hvitvaskingsloven).
- 2000 – 2001 Ot. prp. nr. 80 (2000-2001) Om lov om endringer i lov 9. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (tiltak mot ulovlig innsidehandel mv.).
- 1996 – 1997 Ot. prp. nr. 29 (1996-1997) Om lov om verdipapirhandel.

1984 – 1985 Ot.prp. nr. 68 (1984 – 1985) Om lov om verdipapirhandel.

Høyesterettsavgjørelser

2014 HR-2014-1566-U.

2014 Rt. 2008 s. 897.

2014 Rt. 2008 s. 879.

2003 Rt. 2003 s. 1376

Underrettsavgjørelser

2013 LB-2013-6194.

2006 TKISA-2006-68198.

Sirkulærer

2014 «*Lov om verdipapirhandel – enkelte kommentarer til kapittel 3 og 4*», Finanstilsynet, 25.4.2014.

Litteratur

2013 Perland, Olav Fr., *Tilretteleggeransvar*, Cappelen Damm akademisk, Oslo 2013.

2012 Schaumburg-Müller, Peer og Werlauff, Erik: *Børs og kapitalmarkedsret*, Jurist- og økonomiforbundets forlag, 5. utgave, København 2012.

2011 Hagstrøm, Viggo, *Obligasjonsrett*, Universitetsforlaget, 2. utgave, Oslo 2011.

2011 Hoel Lie, Markus, *Kommunalrettslig representasjon*, Universitetsforlaget, Oslo 2011.

2011 Myklebust, Trude, *Innføring i finansmarkedsrett*, Fagbokforlaget, Oslo 2011.

2008 Bergo, Knut, *Børs- og verdipapirrett*, Cappelen Damm akademisk, 2. utgave, Oslo 2008.

- 2007 Stordrange, Bjørn, *Forbrytelser mot vårt økonomiske system*, Fagbokforlaget, 2. utgave, Oslo 2007.
- 2007 Axelsen, Niels Kristian, *Mellommenn og markedsmisbruk*, Oslo 2007.
- 2006 Reed, Bjørn Gabriel, *Straffbar innsidehandel*, Ad Notam Gyldendal, Oslo 1996.
- 2004 Andenæs, Johs., *Alminnelig strafferett*, Universitetsforlaget, 5. utgave, Oslo 2004.
- 2004 Nygaard, Nils, *Rettsgrunnlag og standpunkt*, Universitetsforlaget, 1. utgave, Bergen 2004.
- 2004 *Tildeling av aksjer ved overtegning i sekundærmarkedet*, stor masteravhandling levert ved Det juridisk fakultetet ved Universitetet i Oslo, 13.1.2004.
- 2001 Eckhoff, Torstein og Elgesem, Jan E., *Rettskildelære*, Universitetsforlaget, 5. utgave, Oslo 2001.
- 2001 Lau Hansen, Jesper, *Informationsmisbrug: En analyse af de centrale bestemmelser i børsrettens informationsregime*, Jurist- og økonomforbudents forlag, København 2001.
- 2001 Lunde, Tore, *God forretningsskikk næringsdrivande imellom*, Fagbokforlaget, Bergen 2001.
- 1998 Bernt, Jan Fridtjof og Doublet, David, *Vitenskapsfilosofi for jurister*, Fagbokforlaget, Bergen 1998.
- 1996 Sæbø, Rune, *Generalklausulene i formuerettslovgivningen i et rettskildeperspektiv*, Jussens Venner 1996, s. 313 – 325.
- 1994 Sæbø, Rune, *Innsidehandel med verdipapir*, Bergen 1994.
- 1946 Brækhus, Sjur, *Meglerens rettslige stilling*, Universitetsforlaget, Oslo 1946.
- 1939 Knoph, Ragnar, *Rettslige standarder*, i Kommissjon hos Grøndahl & Søn, Oslo 1939.
- 1930 Kjerschow, Peder, *Almindelig Borgerlig Straffelov med kommentarer*, Aschehoug, Oslo 1930.

Juridiske artikler

- 2009 Ramsland, Per Kristian, «Kredittilsynets «midlertidige forbud» mot shorthandel i finansaksjer og grunnfondsbevis», *Tidsskrift for Forretningsjus* 0901.
- 2006 Knutsen, Sverre, «Finansiell stabilitet og velfungerende markeder? - Finanstilsyn etter det nyliberale skiftet», *Kredittilsynet* 2006.
- 2002 Stenvik, Are, «Rettsbeskyttelse av forretningskonsepter og –metoder», *Tidsskrift for forretningsjus*, nr. 4 2002.
- 2002 Aas Rognlien, Frede, «Reguleres det uregulerte? Enkelte problemstillinger i tilknytning til OTC-markedet for aksjer», *Tidsskrift for forretningsjus* nr. 3 2002.
- 1990 Bråthen, Tore, Børsen og Kredittilsynet. Om børsens og Kredittilsynets oppgaver i forholdet til verdipapirmarkedet, særlig aksjemarkedet, *Institutt for privatretts skriftserie*, 1990.

Artikler

- 2014 Linderud, Espen, og Langved, Åshild, «Vil gjøre råere investeringer», *Dagens Næringsliv*, 6. november 2014.
- 2014 «XXL-aksjen rett opp etter børsnotering», *Aftenposten*, 4. oktober 2014.
- 2014 Bjørndal, Bente, «Nei til Fredly-anke», *Dagens Næringsliv*, 30. juli 2014.
- 2013 NTB, «Fire nye ukers varetekt i gamblingsaken», *Verdens Gang*, 19.7.2013.

Offentlige dokumenter:

- 2009 Retningslinjer for samarbeid mellom Kredittilsynet og Oslo Børs, 6. mai 2009.
- 2007 Rapport om samarbeidet mellom Økokrim, Oslo Børs og Kredittilsynet, publisert 27. juni 2007.

Nettkilder

<http://www.finanstilsynet.no/Venstremeny/Om-Finanstilsynet/>. Sist besøkt 6. desember 2014.

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/finansmarkedene/finansdepartementets-oppgaver-overfor-fi.html?id=435108>. Sist besøkt 6. desember 2014.

<http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Pressemeldinger/2008/4-kvartal/Midlertidig-forbud-mot-shorthandel-i-finansaksjer/>. Sist besøkt 6. desember 2014.

<http://www.vpff.no/content/download/2210/13707/version/1/file/Vedtekter+for+Verdipapirforetakenes+Forbund.pdf>. Sist besøkt 6. desember 2014.

<http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Aksjer-egenkapitalbevis-og-retter-til-aksjer/Forskjellen-mellom-Oslo-Boers-og-Oslo-Axess>. Sist besøkt 6. desember 2014.

<http://www.vpff.no/content/download/1804/10775/version/1/file/Hvordan+OTC-systemet+fungerer.pdf>. Sist besøkt 6. desember 2014.

http://www.regjeringen.no/upload/FIN/Statens%20pensjonsfond/mandat_spu_21122010.pdf. Sist besøkt 6. desember 2014.

<https://www.dnb.no/privat/sparing-og-investering/investeringsprodukter/bma-io/verdiutvikling/begrepsforklaringer.html>. Sist besøkt 6. desember 2014.

<http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Boerssirkulaerer/07-1998-OPPHEVET-Handelsregler-for-obligasjoner-og-rentefutures-indikative-kurser-7-98>. Sist besøkt 6. desember 2014.

<http://www.esma.europa.eu/page/Markets-Financial-Instruments-Directive-MiFID-II>. Sist besøkt 8. desember 2014.