



Innsideinformasjon

Når oppstår innsideinformasjon i en transaksjonsforhandling

av

Camilla Hovind Breiland

*Liten masteroppgave i rettsvitenskap
ved Universitetet i Tromsø
Det juridiske fakultet
Våren 2013*

Innholdsfortegnelse

1. INNLEDNING	4
1.1 Oppgavens tema og avgrensning	4
1.2 Terminologi.....	6
1.3 Den videre fremstilling	7
2. RETTSKILDESITUASJONEN	8
2.1 Innledning.....	8
2.2 Rettspraksis	9
2.3 Andre myndigheters praksis	9
2.4 EU-direktiver	11
2.5 Internasjonal rettspraksis	13
3. PROSESSEN I EN TRANSAKSJONSFORHANDLING	14
3.1 Innledning.....	14
3.2 Forhandlingsprosessen.....	15
4 BEGREPET INNSIDEINFORMASJON	17
4.1 Innledning.....	17
4.2 Hensyn bak regulering av innsideinformasjon.....	17
4.3 Kravet til opplysningenes kurspåvirkende effekt	19
4.4 Kravet til opplysningenes tilgjengelighet	22
4.5 Kravet til presise opplysninger	23
4.6 Relevante bestemmelser	23
5. NÅR ER OPPLYSNINGENE PRESISE?	25
5.1 Innledning.....	25
5.2 Hvilke momenter som kan trekkes fra ordlyden	26
5.3 EF-domstolen om presise opplysninger	30
5.3.1 Innledning.....	30
5.3.2 Et enkelt skritt i en trinnvis prosess	31
5.3.3 Graden av sannsynlighet	33
5.4 Børsklagenemnda om presise opplysninger	35
5.5 Børspraksis om presise opplysninger	38
5.5.1 Innledning.....	38
5.5.2 Vedtak av børsstyret	38
5.5.3 Kritikkbrev og generell veiledning av Oslo Børs.....	40

6. SAMMENFATNING – HVILKE SLUTNINGER KAN TREKKES FRA RETTSPRAKSIS OG BØRSPRAKSIS	42
6.1 Innledning.....	42
6.2 Forhandlingsfasen	43
6.3 Momenter i vurderingen av presise opplysninger	46
6.3.1 Innledning.....	46
6.3.2 Markedets forventinger	46
6.3.3 Mangel på vesentlige punkter i avtalen	48
6.3.4 Alternative samarbeidspartnere og metoder.....	50
6.3.5 Betydning av forbehold og klausuler	52
6.3.6 Strategiske beslutninger.....	53
6.3.7 Forhandlingens lengde.....	54
6.3.8 Selskapets egne meninger om tidspunktet	55
6.4.9 Kildens pålitelighet.....	58
6.4 Enkelte stadier som er egnet til å utgjøre innsideinformasjon	59
6.4.1 Innledning.....	59
6.4.2 Konfidensialitetsavtale.....	59
6.4.3 Intensjonsavtale	60
6.4.4 Due diligence	61
6.4.5 Generalforsamling.....	62
6.5 Bemerkninger.....	63
8. LITTERATURLISTE.....	64
9. REGISTRE	67
9.1 Lover	67
9.2 Direktiver.....	67
9.3 Avgjørelser	68
9.4 Forarbeider	69
9.5 Finanstilsynets rundskriv	69
9.6 Kritikk brev og generell veiledning	70
9.7 CESR	70
9.8 Oslo Børs sirkulære	70

1. INNLEDNING

1.1 Oppgavens tema og avgrensning

Innsideinformasjon oppstår når opplysninger er sensitive, og det har et potensiale for misbruk av disse som kan påvirke verdipapirmarkedet. Det er klart at innsideinformasjon oppstår ved inngått avtale, men opplysninger kan også være innsideinformasjon før avtaletidspunktet. Spørsmålet som gjør seg gjeldende i den forbindelse er: Når er kunnskapen hos den eller de som utøver en transaksjonsforhandling tilstrekkelig presis for å være innsideinformasjon? Dette spørsmålet er tema for oppgaven. Tidspunktet for når innsideinformasjon oppstår er av interesse da det utløser en rekke plikt- og forbudsbestemmelser.¹ Disse pliktene er vanskelig å overholde dersom man mangler kunnskap om når de oppstår. Børsstyret har årlig fattet flere vedtak for overtredelse av plikt- og forbudsbestemmelsene som utløses av innsideinformasjon, noe som indikerer manglende kunnskap for når innsideinformasjon faktisk oppstår.²

Verdipapirhandelloven § 3-2 beskriver vilkårene for når innsideinformasjon oppstår:

”Med innsideinformasjon menes presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.”

Definisjonen består av tre kumulative vilkår: Opplysningene må være *”egnet til å påvirke kursen (...) merkbart”*, de må ikke være *”offentlig tilgjengelig eller allment kjent”* og de må være *”presise opplysninger”*. Vilkårene bærer preg av å være skjønnsmessige. Vilkåret *”presise opplysninger”* er nærmere definert i vphl. § 3-2 annet ledd:

”Med presise opplysninger menes opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene.”

¹ Se pkt. 4.6.

² Se Oslo Børs internettsider (oslobors.no) <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Vedtak-og-uttalelser> (mai 2013).

I det følgende er legaldefinisjonen i vphl. § 3-2 det rettslige utgangspunktet for fremstillingen. Oppgaven tar sikte på en analyse av vilkåret "*presise opplysninger*", og har til formål å identifisere innholdet i vilkåret og belyse kunnskapsmengden for *når* innsideinformasjon *kan* oppstå. Kunnskapen tar sikte på transaksjonsforhandlinger og denne trinnvise prosessen hos aktørene som deltar i forhandlingen. Det fokuseres utelukkende på vilkåret "*presise opplysninger*" da de øvrige vilkårene i lovens legaldefinisjon kun vil redegjøres for å skape en helhetlig sammenheng. Avgrensningen fremstår som naturlig ettersom vilkåret "*presise opplysninger*" er det som danner grunnlag for usikkerhet i forbindelse med spørsmålet om når kunnskapen er tilstrekkelig presis. Momentene som fremgår av børspraksis og ordlydstolkning utgjør en sentral del av oppgaven. Generelle og spesielle *hensyn* vil være av betydning for å avveie momentene.

Innsideinformasjon gjelder videre opplysninger om finansielle instrumenter, utsteder og andre forhold. Det er ikke noe krav om faktisk tilknytning mellom informasjonen og de finansielle instrument eller utsteder.³ Oppgaven vil ta utgangspunkt i omsettelige verdipapir og selskapets opplysninger. Øvrige finansielle instrumenter holdes utenfor.

Legaldefinisjonen er plassert blant plikt- og forbudsbestemmelsene om innsidehandel i vphl. kapittel tre. Adferdsbestemmelsene i kapittel tre, samt rettsvirkningene av innsideinformasjon og de bestemmelser som kobles opp mot definisjonen, vil kun behandles i den grad det er nødvendig for helhetens skyld. Det avgrenses videre mot sanksjoner for overtredelse av reglene om innsidehandel. Straffesanksjoner jf. vphl. § 17-3 første ledd skal ikke behandles i denne oppgaven. Det avgrenses også mot temaet tilbaketredelse i forbindelse med forhandlinger.

Oppgaven er ikke ment å gi noe endelig og entydig svar og hvert enkelt type tilfelle krever en konkret vurdering. Formålet er likevel å synliggjøre grensedragningen, og de relevante momenter som må vurderes.

³ Finanstilsynets rundskriv nr. 28/2011 Lov om verdipapirhandel – enkelte kommentarer til kapittel 3 og 4 pkt. 3.2 s. 7.

1.2 Terminologi

Et *verdipapirmarked* er et "regulert marked" hvor det omsettes "finansielle instrumenter" jf. børsloven § 3 nr. 1. "Finansielle instrumenter" er definert i vphl. § 2-2, og består av følgende hovedgrupper, "omsettelige verdipapir", "verdipapirfundsandeler", "pengemarkedsinstrumenter" og "derivater". Markedets "finansielle instrumenter" omsettes i *primærmarkedet* også kalt førstehåndsmarkedet, som består av foretakenes formelle utstedelse av verdipapir, emisjon. Disse omsettes også i *sekundærmarkedet*, (annenhåndsmarkedet) hvor handelen er mellom investorer om allerede etablerte aksjer og obligasjoner.⁴

Begrepet *transaksjonsforhandling* benyttes hyppig i oppgaven. Lovgiver har valgt å ikke bruke begrepet transaksjon, men bruker gjennomgående begreper som, tegning, emisjon, kjøp, salg, handel og omsetning. Det betyr at transaksjonsbegrepet beskriver verdipapir som omsettes både i første og annenhåndsmarkedet. Transaksjonsbegrepet benyttes også i forbindelse med transaksjoner utenfor *verdipapirmarkedet*. I denne oppgaven benyttes begrepet i forbindelser med transaksjoner innenfor *verdipapirmarkedet*. Videre vil begrepene *transaksjoner* og *transaksjonsforhandlinger* brukes som benevnelser på forhandlinger i forbindelse med oppkjøp, fisjon eller fusjon innen *sekundærmarkedet*.

Aktørene i *verdipapirmarkedet* består av foretakene som *utsteder* omsettelige verdipapir. Med *utsteder* menes selskaper som innhenter egenkapital ved å utstede verdipapir i primærmarkedet. Mens *investorene* bidrar med kapital til selskap registrert i *verdipapirmarkedet*. Med investor menes de som kjøper og selger finansielle instrumenter i sekundærmarkedet. Andre aktører er *verdipapirforetak* og er definert i vphl. § 2-3 som foretak som yter investeringstjenester jf. § 2-1. Verdipapirforetak kalles også for mellommenn som tilbyr mellommannstjeneste ved kjøp og salg av verdipapir. Et eksempel på mellommenn er meglerhus.

⁴ Se Knut Bergo, *Børs- og verdipapirrett*, 3. utgave (Oslo 2011) s. 42 flg. om de forskjellige markedene.

1.3 Den videre fremstilling

I den videre fremstillingen vil jeg i kapittel to angi de generelle rettskildene som er spesielle for rettsområdet og relevante for oppgaven. I kapittel tre skisseres prosessen knyttet til en transaksjonsforhandling. En presentasjon av innsideinformasjonsbestemmelsen fremstilles i kapittel fire. Der gis det også en kortbeskrivelse av hensyn som ligger til grunn for reglene, samt noen av bestemmelsene som er knyttet opp mot innsideinformasjon. I kapittel fem er det foretatt nærmere rettslige vurderinger rundt innsideinformasjon, og redegjort for noen typer tilfeller fra praksis. Endelig i kapittel seks vil det foretas en konkret vurdering av de momenter som fremgår i kapittel fem. Dette for å besvare spørsmålet for når kunnskap representerer innsideinformasjon i relasjon til transaksjonsforhandlinger. I de avsluttende bemerkningene vurderes spørsmålet og nødvendige bemerkninger knyttet til oppgavens.

2. RETTSKILDESITUASJONEN

2.1 Innledning

Oppgaven består i stor grad av grensdragninger og skjønnsmessige vurderinger i lys av de relevante rettskilder i et rettsdogmatisk metodeperspektiv.⁵ Formålet med kapittelet er å redegjøre for rettskildesituasjonen på verdipapirirområdet, da den i stor grad er basert på internasjonale kilder og forvaltningspraksis.

Oppgaven er skrevet med bakgrunn i vphl. § 3-2. Bestemmelsen viderefører § 2-2 fra lov 19 juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel. Loven ble endret ved lov nr. 11/2005.⁶

Bakgrunnen for endringen var implementeringen av EUs direktiv om markedsmissbruk.⁷ Ordlyden i vphl. § 3-2 har endret seg noe fra den gamle loven, men det materielle innholdet av regelen er tilnærmet det samme.⁸ Forarbeidene til dagens lov, og opphevede lov vil derfor begge være relevante for oppgaven.

For å tolke og utfylle reglene i verdipapirhandelloven benyttes forarbeider, internasjonal praksis, børspraksis i form av avgjørelser fra Børsklagenemnda, vedtak fra børsstyret, børs sirkulærer, uttalelser og kritiske brev fra Oslo Børs samt uttalelser fra Finanstilsynet⁹ og juridisk litteratur. Det finnes lite juridisk litteratur rundt emnet børs og verdipapir som tar for seg stoffet inngående. Den juridiske litteraturen som finnes på området går i korte trekk ut på å systematisere rettsreglene, med unntak av Rune Sæbøs bok «Innsidehandel med verdipapirer». Utenlandsk litteratur er derfor også av interesse. Øvrig litteratur følger av litteraturlisten.

⁵ Begrepet rettsdogmatisk brukes synonymt med gjeldende rett eller den positive rett og rommer utlengninger om hvordan rett er samt anbefalinger, se Birgitte Hagland, *Erstaningsbetingende medvirkning* (Oslo 2012) s. 41-42.

⁶ Endringslov 4. Mars 2005 nr. 11.

⁷ EP/Rdir. 2003/6/EF, Europaparlamentet og Rådets direktiv 2003/6/EF av 28. januar 2003 om innsidehandel og markedsmissbruk (markedsmissbruksdirektivet eller MAD)

⁸ Det er uttalt i forarbeidene at selv om ordlyden endres, er det ikke ønsket å gjøre noen realitetsendringer med tanke på tidligere praksis, se Ot.prp. nr. 12 Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmissbruksdirektivet mv.) (2004-2005) s. 27-28.

⁹ Tidligere gikk Finanstilsynet under navnet, Kredittilsynet.

I følgende tekst settes fokus på noen av de rettskildedefaktorene som er spesielle for reguleringen av innsideinformasjon.

2.2 Rettspraksis

Første dom fra Høyesterett om innsidesaker var *Nora-saken* våren 1993.¹⁰ Inntil 1998 var kun én person dømt for innsidehandel.¹¹ Dette til tross for at første alminnelig lovregel for verdipapirromsetning og forbud mot innsidehandel kom 14. juni 1985. Kredittilsynets erfaringer fra denne perioden bidro til nye og strengere regler, som senere har resultert i flere dommer.

Det finnes likevel få høyesterettsdommer som sier noe om innholdet av innsideinformasjon. De få dommene som gjør det, tar i all hovedsak for seg straffeutmålingen, noe som ikke er av relevans for denne oppgaven.¹² Noen dommer i underrettspraksis vil nevnes i oppgaven. Disse er dog ikke av samme relevans som høyesterettspraksis. Oversikt over alle benyttede dommer finnes i litteraturlisten.

2.3 Andre myndigheters praksis

Den mest omfattende kilden til praksis på området er andre myndigheters praksis. Det har sammenheng med at verdipapirmarkedet er under oppsyn av flere organer, deriblant Oslo Børs¹³, Børsklagenemnda, Finanstilsynet og Økokrim. I det følgende skal disse organene redegjøres for, samt hvilke typer praksiser som utledes fra organene. Og avsluttende hvilken rettskildemessig vekt avgjørelser fra organene har.

¹⁰ Dom avsagt av Oslo byrett 24. juni 1993 i sak nr. 92-07146 M/45.

¹¹ Sverre Knutsen, Finansiell stabilitet og velfungerende markeder? – Finanstilsyn etter det nyliberale skiftet, i Erfaringer og utfordringer – festskrift for Kredittilsynet (Oslo 2006) s. 41.

¹² Et eksempel er Rt. 2012 s. 761.

¹³ Oslo Børs eller børsen.

Oslo Børs, Børsklagenemnda, Finanstilsynet og Økokrim er samarbeidende klageorganer som kontrollerer verdipapirmarkedet.¹⁴ De fire ovennevnte organene har reaksjonsmuligheter overfor markedets aktører.

Oslo Børs har kompetanse til å drive markedsovervåkning jf. børsloven § 27. Kompetansen gjelder børsens umiddelbare brukere, dens medlemmer. Børsen har et eget børsstyre som fatter vedtak for overtredelsesgebyr jf. børsloven § 31. Børsstyret består av fem til syv medlemmer.¹⁵ Medlemmer av børsstyret er ikke underlagt noe lovfestet krav til representasjon, men det følger av forarbeidene at medlemmene skal ha verdipapirfaglig kunnskap, og at de forskjellige interesser på børsen er ivaretatt gjennom representasjon i styret.¹⁶ Styret har to hovedoppgaver: Forvaltning av institusjonens anliggender å fatte vedtak – og inneha regelkompetanse angitt i lov. Oslo Børs har ingen mulighet til å innkalle aktørene til avhør eller foreta ransaking. Klagesaker avgjøres av egen klagenemnd, Børsklagenemnda.¹⁷ Børsklagenemnda kan prøve alle sider av børsstyrets vedtak som er gjenstand for klagen, men kan ikke omgjøre vedtak av eget tiltak.

Ved mistanke om lovbrudd sender markedsovervåkningsavdelingen ved Oslo Børs en undersøkelsessak over til Finanstilsynet. Det er opp til tilsynet å vurdere om det er grunnlag for å anmelde forholdet til Økokrim. De mest alvorligste tilfellene anmeldes. Finanstilsynet har det overordnede ansvaret for tilsyn med verdipapirhandelloven, og er et selvstendig styringsorgan.¹⁸ Økokrim er en enhet for etterforskning og påtale av økonomisk kriminalitet og miljøkriminalitet.

¹⁴ Markedsovervåkning jf. Børsloven § 27 og egen samarbeidsavtale mellom organene. Se også ØKOKRIMs nettsider (okokrim.no)

<http://www.okokrim.no/verdipapirkriminalitet> (mai 2013).

¹⁵ I dag består børsstyret av seks personer: Leder Leiv Askvig, nestleder Benedicte Schilbred Fasmer, medlemmer Harald Espedal og Wenche Agerup, samt ansattrepresentanter Christian F. Falkenberg Kjøde og Ingvild Resaland.

¹⁶ NOU 1999:3 pkt. 8.3.3 jf. Ot.prp. nr. 83 om lov om verdipapirbørs (1986-1987).

¹⁷ Børsklagenemnda er oppnevnt av Finansdepartementet for å avgjøre klager på vedtak truffet av børsen jf. Ot.prp. nr. 73 Om lov om børsvirksomhet m.m (1999-2000) kapittel 6. III.

¹⁸ Se Finanstilsynets nettsider (finansstilsynet.no)

<http://www.finanstilsynet.no/no/Venstremeny/Om-Finanstilsynet/> (mai 2013).

Børsstyrets vedtak utgjør den mest omfattende kilden til praksis i oppgaven. Flere av børsstyrets enkeltvedtak er tilgjengelige for allmennheten i medhold av offentleglova § 3. Praksis fra børsstyret og Børsklagenemnda dekker de forvaltningsrettslige sanksjonene. Innsideinformasjon er knyttet både til forvaltningsrettslige og strafferettslige sanksjoner. Det mest relevante for oppgaven er forvaltningspraksis, men terskelen for vilkårene ved innsideinformasjon er de samme for begge sanksjonstypene.

Både Oslo Børs og Finanstilsynet gir også ut kildematerialer for tolkning av loven. Finanstilsynet gir ut rundskriv som gjelder praksis og tolkning av bestemmelsene, mens Oslo Børs gir ut børs sirkulære som publiseres opptil tolv ganger i året. Børssirkulærene fungerer som anbefalinger til aktørene for hvordan regelverket skal tolkes. I tillegg til børs sirkulær og vedtak, er kritikkbrevene fra Oslo Børs et viktig kildemateriale i oppgaven.

Praksis fra disse organene vil være av betydning i form av utfyllende karakter, og kunne ha en viss rettskildemessige betydning. Andre myndigheters praksis og juridiske resonnementer vil variere i kvalitet og kvaliteten vil påvirke hvilken rettskildemessig vekt praksisen bør tillegges. Mangel på andre rettskilder kan ha betydning for vektleggingen samt om praksisen har vært langvarig og konsistent.¹⁹ At disse dokumentene publiseres og er tilgjengelige for alle, øker også deres rettskildemessige tyngde.²⁰ Annen myndigheters praksis kan etter dette ha betydning for å tolke, men også å utfylle reglene.

2.4 EU-direktiver

Internasjonale kilder er sentrale ved spørsmål vedrørende innsideinformasjon, og innsidehandel. Norge er forpliktet gjennom EØS-avtalen til å innføre forordninger og direktiver fra EU.²¹ EU-retten er autonom og utleder sin gyldighet fra sitt eget traktatgrunnlag. Dens instrumenter består av rettsakter som kan deles inn i ulike nivåer

¹⁹ Tor Bechmann m.fl., *Verdipapirhandelloven* (Oslo 2002) s. 15.

²⁰ Rune Sæbø, *Innsidehandel med verdipapir*, 1. utgave (Bergen 1994) s. 18.

²¹ Fredrik Sejersted m.fl., *EØS-rett*. 3. utgave (Oslo 2011) s. 205.

etter hvilken rettskildemessig vekt de har.²² De ulike rettsaktene er forordninger, direktiver, vedtak og uttalelser.

Vphl. 1997 bygget på det forrige EU-direktivet EP/Rdir. 89/592.²³ Direktivet ble erstattet i 2003 av MAD.²⁴ Direktivet ble vedtatt av EØS 23. april 2004. I Norge ble direktivet vedtatt 9. november 2004, gjennom St.prp. nr. 77 (2003-2004) og Innst. S. nr. 18 (2004-2005). MAD er en viktig rettskilde, og har stor betydning for reguleringene av innsideinformasjon. Det er også et fullharmoniseringsdirektiv hva angår de sentrale definisjonene.²⁵ Fullharmoniseringen medfører at norsk definisjon av innsideinformasjon ikke kan gå lengre enn direktives definisjon. Graden av harmonisering kan leses ut av direktivets fortale og forarbeidene.²⁶

MAD er i dag innført i en rekke bestemmelser i både børsloven og verdipapirhandelloven. MAD er et rådsdirektiv og suppleres av kommisjonsdirektiv²⁷ for implementering. Rådsdirektivene angir hovedregelen og prinsipper. Kommisjonsdirektiver er mer detaljerte, og utdyper de regler som rådsdirektivet angir. Kommisjonsdirektiver kan sammenlignes med forskrifter i rettskildevikt, mens fortalen har rettskildevikt tilsvarende norske forarbeider.²⁸

Videre er det gitt ikke-bindende ekspertuttalelser til forståelsen av MAD. Uttalelsene kommer fra en komité bestående av representanter fra tilsynsmyndigheter.²⁹ Norsk rett skal etter dette tolkes i samsvar med EU-retten for spørsmål som angår innsideinformasjon, da EØS-avtalen er gitt fortrinn ved motstrid jf. EØS-loven § 2. EU-

²² Ot.prp. nr.12 (2004-2005) s. 8-9.

²³ Rdir. 89/592/EØF af 13. november 1989 om samordning af retsforskrifterne vedrørende insider-handel.

²⁴ EP/Rdir. 2003/6/EF.

²⁵ André Michaelsen, rettsdatanote 36 til vphl. § 3-2.

²⁶ EP/Rir. 2003/6/EF fortalen pkt. 43 og Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) s. 27.

²⁷ Kdir. 2003/124/EF, Kommisjonsdirektiv 2003/124/EF av 22. desember 2003 om gjennomføring av direktiv 2003/6/EF med hensyn til definisjon og offentliggjøring av innsideinformasjon og definisjon av markedsmanipulasjon (første kommisjonsdirektiv).

²⁸ Sejersted m.fl. (2011) s. 50-51.

²⁹ CESR/06-562 Commission of European Securities Regulators.

lovgivninger er forøvrigt flerspråklige, og tekstene avfattes på alle de 23 offisielle språkene i unionen.³⁰ I oppgaven brukes hovedsakelig den engelske språkversjonen.

Videre nevner jeg for orden skyld at EU-kommisjonen har offentliggjort forslag om ny forordning om markedsmissbruk - MAR. Denne skal erstatte MAD. I dag er status på endring: Forslaget til ny forordning om markedsmissbruk er under behandling i Rådet og Europaparlamentet.³¹

2.5 Internasjonal rettspraksis

Norsk rett tolkes i samsvar med EU-retten for spørsmål som angår innsideinformasjon. Avgjørelser fra EF-domstolen utgjør derfor en kilde av stor vekt for oppgaven. Det foreligger en viktig prejudisiell avgjørelse fra EF-domstolen om terskelen for innsideinformasjon, C-19/11 *Markus Geltl mot Daimler*.³² Prejudisielle avgjørelser er avgjørelser der en domstol fra et annet medlemsland ber om tolkning av fellesskapslovgivningen. En beslutning av EF-domstolen binder medlemslandene dersom samme type spørsmål kommer opp ved en senere anledning.³³

³⁰ Sejersted m.fl., (2011) s. 44.

³¹ Se regjeringens nettsider (regjeringen.no).

<http://www.regjeringen.no/nb/sub/europaportalen/eos/eos-notatbasen/notatene/2012/apr/mad-review.html?id=698458> (mai 2013).

³² Det nærmere innholdet av C-19/11 *Markus Geltl mot Daimler AG* vil bli behandlet under punkt 5.3.

³³ Sejersted m.fl. (2011) s. 55.

3. PROSESSEN I EN TRANSAKSJONSFORHANDLING

3.1 Innledning

Selskapsrettslig reguleres fusjon og fisjon i asl. og asal. kapittel 13 og 14. Lovens gjennomføring av prosessen består av utarbeidelse av fusjonsplan asl./asal. § 13-6, vedtak av generalforsamlingen asl./asal. § 13-3 annet ledd, asl./asal. § 13-14 og innsigelse fra kreditor jf. asl./asal. § 13-15. Melding til foretaksregisteret er påkrevd for at fusjon skal tre i kraft jf. asl./asal. § 13-16. Tilsvarende prosess gjelder fisjon, se asl./asal. §§ 14-6 til 14-10.

Fusjon og fisjon er definert i asl./asal. § 13-2 og § 14-2. En fusjon er enkelt forklart en sammenslåing av selskaper hvor et selskap overdras til det andre mot vederlag. Forskjellen mellom fusjon og fisjon er at ved fusjon overdras selskapet eiendeler, rettigheter og forpliktelser i sin helhet av det overtakende selskap, mens ved fisjon fordeles disse mellom to eller flere selskap.

Oppkjøp er nevnt i denne sammenheng sammen med fusjon og fisjon da disse kan være et strategisk ledd i beslutning om omorganisering av en virksomhet for å legge til rette for senere oppkjøp.³⁴ Fusjoner og aksjeoppkjøp er ofte forbundet med store verdiendringer for de respektive verdipapirer, og det passer derfor å se disse sammen under ett.

Spørsmålet som er relevant i denne sammenheng er: Når er kunnskapen tilstrekkelig spesifikk, og i hvilket trinn i transaksjonsforhandlinger kunnskapen utelukker rykter og spekulasjoner. For å kunne svare på spørsmålet er det nødvendig å gi en kort beskrivelse av de ulike stadier som kan oppstå i en transaksjonsforhandling. Gjennomgangen nedenfor er ikke komplett eller nødvendigvis slik en forhandling forløper. Den er heller ikke ment som en fasit. Formålet er likevel å gi en tilnærmet fremstilling av hvordan en transaksjonsforhandling kan være.

³⁴ Geir Woxholt, *Selskapsretten*, 4. utgave (Oslo 2012) s. 361.

3.2 Forhandlingsprosessen

I forkant av en transaksjon i form av fusjon, fisjon eller oppkjøp vil selskapene gjennomgå inngående forhandlinger. Forhandlingsprosessene vil variere for hvert type tilfelle.³⁵

Forhandlingen består av tre faser: Planlegging, iverksetting av forhandling og til slutt gjennomføring. I det følgende vil jeg redegjøre for de to første fasene. Første trinn i en forhandling vil vanligvis være planlegging. Planlegging består av generelle søk og kartlegging av verdien på det som vurderes kjøpt. Deretter vil det ofte gjøres en vurdering av hvordan transaksjonen skal finansieres. Til slutt gjennomføres en filtrering av interessante kjøp.

Etter at disse forholdene er tilstrekkelig avklart, vil det være naturlig å gå inn i forhandlingsfasen, den første og innledende kontakten mellom partene. Hvordan forhandlingene starter vil variere. Viktige forhold som avklares under første kontakt mellom partene er verdi, transaksjonens struktur, selskapenes generelle strategi, kultur og hvorvidt partene ønsker å innlede slike samtaler. Oppsummerende vil partene kartlegge mest mulig om hverandre og hverandres prisforventninger, problemområder og all informasjon av relevans for forhandlingene.

Dersom de innledende forhandlingene er positive, vil neste prosess bestå av nærmere undersøkelse av målselskap, også kalt due diligence. Enhver kjøper vil være interessert i kjøpsobjektets tilstand. Gjennom due diligence avklares selskapets tilstand, verdi og kvalifisering. I flere tilfeller vil partene på dette trinnet signere midlertidige kontrakter som intensjonsavtale, eksklusivitetsavtale, term-sheet, rammeavtaler, konfidensialitetsavtale eller betingende overdragelsesavtaler.

Videre går forhandlingene inn i den virkelige forhandlingsfasen, til reelle forhandlinger og drøftinger. Selskapenes formål med forhandlingsfasen er å komme frem til felles målsettinger, og kartlegge potensielle kilder til uenighet. Denne prosessen kan også

³⁵ Det følgende bygger på Ole Kristian Aabø-Evensen, *Om oppkjøp av selskaper og virksomhet* (Oslo 2011) s. 64 flg.

kalles transaksjonsstrukturering da partene prøver å få gjennomslag for sine respektive perspektiver på transaksjonen på dette stadiet.

Deretter består forhandlingsfasen av avtaleutforming. I forkant av avtaleutforming er det vanlig at kjøper har alt av planer for finansiering under kontroll og avklart. Etter at avtaleutforming har startet vil synspunkter enten på detaljnivå eller mer grunnleggende omstendigheter måtte avklares nærmere. Denne prosessen kan gå over flere runder for at begge partene skal komme frem til ønsket resultat.

Mot slutten av disse forhandlingene er det endelige spørsmålet om partene ønsker å kjøpe eller selge på de vilkår som er forhandlet frem. Forhandlingene vil gi tegn på partenes felles forståelse, ståsted, formaliteter, tidspunkter, materielle innhold, praktiske forhold, strategiske prosesser, pressestrategi, utarbeidelse, oversendelser, ferdigstillelse og inngåelse.

4 BEGREPET INNSIDEINFORMASJON

4.1 Innledning

Begrepet innsideinformasjon er definert i vphl. § 3-2. Bestemmelsene inneholder tre kumulative vilkår som må være oppfylt for at det skal kunne foreligge innsideinformasjon. Det må for det første foreligge *“presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold”*. For det andre må opplysningene være *“egnet til å påvirke kursen (...) merkbart”*, og ikke *“offentlig tilgjengelig eller allment kjent”*.

Det betyr at innsideinformasjon ikke kan oppstå i en transaksjonsforhandling uten at alle tre vilkårene er oppfylt. For fullstendighetens skyld er det nødvendig også å redegjøre for kravene til opplysningenes tilgjengelighet og kurspåvirkende effekt. I dette kapittelet vil det kort redegjøres for alle vilkårene i innsideinformasjons definisjonen. Videre skal kapittelet gi grunnlag for å forstå de vilkår som må være tilstede for at innsideinformasjon foreligger. En nærmere presisering av kravet til presise opplysninger følger av kapittel fem. Innledningsvis redegjøres det for hensyn. Det må imidlertid bemerkes at en analyse av pliktreglene faller utenfor oppgavens problemstilling. Noen av pliktreglene vil likevel behandles kort for helhetens del.

4.2 Hensyn bak regulering av innsideinformasjon

Formålet med dette punktet er redegjøre for ulike hensynene som må ivaretas for å oppnå et velfungerende verdipapirmarked og hvilke hensyn innsideinformasjon ivaretar. Hensynene vil også ha betydning for grensedragningene og vektlegging i oppgavens kapittel seks av momenter som fremstår som relevante.

Det overordnede formål for verdipapirloven fremgår av vphl. § 1-1 og gir uttrykk for de grunnleggende hensyn bak loven:

“Lovens formål er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter.”

Et velfungerende verdipapirmarked skapes gjennom "sikker, ordnet og effektivt" handel med finansielle instrumenter. Sikker, ordnet og effektiv er fagøkonomiske uttrykk.³⁶ Det har sammenheng med at verdipapirmarkedets hovedoppgave består av å bidra til en effektiv og enkel distribuering av kreditt og egenkapital.³⁷

En av verdipapirmarkedets viktigste formål er å bygge den fundamentale tilliten.³⁸ Dette er et av de viktigste formålene bak reglene om innsidehandel.³⁹ Tillit er en følelse av ærlighet og dyktighet som er til å stole på. Tillit er viktig da det medfører en overføring av makt til markedet, en makt til å utføre handlinger på aktørenes vegne. Dette kan illustreres ved å vise til verdipapirmarkedet som omsetter kapital, hvor aktørene plasserer sin kapital i hendene til markedet og forventer en trygg behandling av denne.

Misbruk av innsideinformasjon vil undergrave tilliten til verdipapirmarkedet.

Manglende tillit vil svekke verdipapirmarkedets evne til å skaffe kapital.⁴⁰

Innsideinformasjon er følgelig et viktig virkemiddel for å skape tillit. Det er viktig å trekke klare grenser for hvilken informasjon det er lov å handle med og hva som er misbruk av informasjon. Uten regler om innsidehandel ville handelen vært lite forutsigbar.

Sammenlignet med de utenlandske verdipapirmarkedene er Norge sitt relativt lite og nytt. Det har ikke opparbeidet tilsvarende rykte som de øvrige markedene i verden. Å bygge tillit er derfor essensiell for å beholde aktører og for at markedet skal kunne utvikles. Utenlandske investorer står for hele 70 % av omsetningen av aksjer på børsen.⁴¹ Det gjør det ekstra viktig å opprettholde tillit til de internasjonale verdipapirmarkedene. Det bør også nevnes at virksomheten på dagens marked er

³⁶ NOU 1996:2 verdipapirhandel s. 16.

³⁷ Ot.prp. nr. 34 om lov om verdipapirhandel og lov om regulerte markeder (2006-2007) s. 11.

³⁸ Knut Bergo, *Børs – og verdipapirrett* (Oslo 2011) s. 261.

³⁹ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 27.

⁴⁰ Sæbø (1994) s. 30.

⁴¹ Se ØKOKRIMs internettsider (okokrim.no)

<http://www.okokrim.no/verdipapirkriminalitet> (mai 2013).

raskere enn den var før, og muligheten for å utnytte innsideinformasjon er større. Det er derfor større grunn til å sørge for ivaretagelse av tilliten.

Et annet hensyn som bør nevnes i denne sammenheng er hensynet til likebehandling. Likebehandling oppnås ved to viktige reguleringer. Den ene er informasjonsplikt, markedet må sørge for at alle aktører har lik tilgang til informasjon. Dette er søkt regulert gjennom reglene om opplysningsplikt. Den andre reguleringen forbyr utnyttelse av informasjon definert som innsideinformasjon i § 3-2. Tillitshensynet og likebehandling er etter dette tett knyttet til reglene om innsideinformasjon.

4.3 Kravet til opplysningenes kurspåvirkende effekt

For at opplysninger skal kunne være innsideinformasjon, må opplysningene være *"egnet til å påvirke kursen"*. Vilkåret innebærer at opplysninger med hensyn til art og betydning sett sammen med utsteders samlede virksomhet og aktivitet skal være egnet til å påvirke kursen.⁴²

I vurderingen av hvilke omstendigheter som er egnet til å påvirke kursen, må det legges stor vekt på hvilke typer verdipapir det er snakk om.⁴³ Spørsmålet om opplysningene er *"egnet til å påvirke kursen"* består av en objektiv vurdering om de etter sin art og viktighet er egnet til å påvirke kursen.⁴⁴ Opplysningene må etter dette ha et potensial til å påvirke på generelt grunnlag, men det er tilstrekkelig at de kan innvirke på kursen. Det har sammenheng med at manglende verdipåvirkning gjør at informasjonen ikke er interessant for aktørene i markedet. Informasjon uten mulig kurspåvirkning skader ikke kravet til likebehandling, og er derfor ikke innsideinformasjon. Spørsmål som er relevant å stille i forbindelse med kurspåvirkningsvilkåret er hvilken sannsynlighetsterskel som stilles.

⁴² Paul Krüger Andersen og Nis Jul Clausen, *Børsretten II*, 4. Utgave (Danmark 2011) s. 163 pkt. 2.5.2.1.

⁴³ Krüger Andersen (2011) s. 163 pkt. 2.5.2.1.

⁴⁴ Tor Bechmann m.fl., *Verdipapirhandelloven* (Oslo 2002) s. 90.

Begrepet "*kursen*" representerer den løpende noteringsprisen i verdipapirmarkedet. Det betyr at kursen ikke nødvendigvis representerer sluttkursen ved avsluttet handelsdag.⁴⁵ Innvirkning på kursen kan både være positiv og negativ.

Videre gir begrepet "*egnet*" uttrykk for en lav sannsynlighetsvurdering, og kan forstås som et spørsmål om opplysningene har potensiale til å virke inn.⁴⁶ Dette står i motsetning til MAD art 1 nr. 1 som benytter begrepene, "*likely to have a significant effect on the prices*". Bruk av begrepet "*likely*" signaliserer noe mer enn "*egnet*". Ut fra "*likely*" er naturlig å lese at det foreligger en sannsynlighetsovervekt, og derfor et sterkere krav om kurspåvirkning enn den norske definisjonen har. Hvor strengt krav som pålegges sannsynlighetsvekten er derfor vanskelig å avklare, men at kravet er strengere enn "*mulig*" må kunne legges til grunn etter ordlyden i MAD.

Det er ikke tilstrekkelig at opplysningene påvirker kursen. Det er også et krav om at påvirkningen er "*merkbar*". Merkbarhetskriteriet må forstås som noe som er utover det vanlige og skiller seg ut. Etter MAD er vilkåret formulert som et krav om "*significant effect*". Tidligere benyttet lovgiver begrepet vesentlig, noe som medførte at Norge hadde Europas strengeste innsideregler. Etter forslag fra Finanstilsynet ble dette begrepet fjernet, og i dag er det erstattet med "*merkbar*". Det er uenighet i juridisk teori om hvorvidt merkbar er den beste oversettelsen.⁴⁷ Hvorvidt kursen påvirkes "*merkbart*" er et spørsmål om utslaget vil bli synlig. Og da ut fra dagens aktuelle kurs, og differansen av antatt kurs etter kunngjøring av innsideinformasjonen.

En nærmere presisering av vilkåret er inntatt i vphl. § 3 -2 tredje ledd, og går ut på den fornuftige investors vurdering. Formuleringen i loven gir ingen bestemmende eller uttømmende definisjon for hva som ligger i "*fornuftig investor (...) sin investeringsbeslutning*". Definisjonen i vphl. § 3-2 samsvarer godt med Kdir. art. 1 nr 2.⁴⁸ Kriteriet går igjen i de fleste land. Spørsmålet beror på om en fornuftig investor ville

⁴⁵ Bechmann m.fl. (2002) s. 90.

⁴⁶ Johan Svedberg, "Begrepet innsideinformasjon" i *Tidsskrift for Forretningsjus*, 2/2007 pkt. 3.3.1.

⁴⁷ Se André Michaelsen, rettsdatanote 47 til vphl. § 3-2 hvor han omtaler den beste oversettelsen av "*significant effect*" er vesentlig eller nevneverdig virkning.

⁴⁸ Kdir. 2003/124/EF. Kommisjonen hadde forøvrig ikke hjemmel til å utvide definisjonen av innsideinformasjon.

benyttet opplysningen som en del av sitt investeringsgrunnlag.⁴⁹ En vurdering gjort av en fornuftig investor indikerer at beslutningen er overveid. En investor er en person som investerer i aksjer. Investeringen gjøres på grunnlag av en beslutning der formålet med beslutningen er gevinst i form av økt kapital. Er opplysningene relevant for denne type investeringsbeslutninger, vil opplysningene kunne omfattes av kriteriet kurspåvirkning.⁵⁰

Spørsmålet er dermed hvordan kriteriene merkbart og investors vurdering virker sammen. Høyesterett har vurdert i *Gulbrandsen-saken*, lagmannsrettens tolkning av merkbarhetskriteriet.⁵¹ Høyesterett er enig med lagmannsretten, vurderingen skal skje uavhengig av hvilken virkning opplysningene faktisk får, og baseres på innholdet i opplysningene som er funnet bevist, altså "*presise opplysninger*". Det er tilstrekkelig at en investor sannsynligvis ønsker å bruke opplysningene i sin vurdering, og merkbarhetskriteriet har ikke et selvstendiginnhold, som utgjør noe tilleggsvilkår til definisjonen.

Spørsmålet beror på hvilket påvirkningspotensial innsideinformasjon har, og om det foreligger sannsynlighetsovervekt for at en fornuftig investor ville lagt vekt på informasjonen. Transaksjonsforhandlinger av en viss størrelse vil i de fleste tilfeller være egnet til å påvirke kursen merkbart, når de gjennomføres. I juridisk teori har det vært vist til at opplysningens art og styrke har betydning for om opplysningene er egnet til å påvirke kursen.⁵² Er opplysningen ekstraordinær taler mye for at den er kursrelevant og det samme er lagt til grunn i forarbeidene.⁵³ Typiske eksempler som har vært nevnt i forarbeidene og juridisk teori er oppkjøp og fusjoner. I kapittel seks er hovedspørsmålet knyttet til innholdet av opplysningene, og ikke spørsmålet om en fornuftig investor ville lagt vekt på informasjonen. Det bør likevel merkes at vurderingen er sentral etter at momentene er identifisert.

⁴⁹ Bergo (2011) s. 264.

⁵⁰ Bechmann m.fl. (2002) s. 89. pkt. 1.28.

⁵¹ Rt. 2012 s. 629(avsnitt 57)(*Gulbrandsen-saken*).

⁵² Bergo (2011) s. 271.

⁵³ Bergo (2011) s. 271. Og NOU 1996:2 s. 57.

4.4 Kravet til opplysningenes tilgjengelighet

Det følger av vphl. § 3-2 første ledd at kurssensitive opplysninger som ikke er *"offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet"* kan være innsideinformasjon. Vilkåret implementerer kravet i MAD art. 1 nr. 1, *"inside information shall mean information of a precise nature which had not been made public"*.

Begrepene *"offentlig tilgjengelig"* og *"allment kjent"* omfatter i stor grad samme type opplysninger og overlapper hverandre. Det har vært diskutert i forarbeidene om hvorvidt ordlyden *"offentlig tilgjengelig"* krever en aktiv handling for å gjøre informasjon tilgjengelig.⁵⁴ Det ble i den forbindelse konkludert med at det er fullt mulig å gjøre informasjonen offentlig tilgjengelig uten en aktiv handling. Denne forståelsen er også lagt til grunn i fortalen til direktivet: *"Research and estimates developed from publicly available data should not be regarded as inside information."*⁵⁵

Et spørsmål av betydning for vurdering av vilkåret er når er informasjon *"offentlig kjent eller allment tilgjengelig"*. Det avgjørende er ikke at alle leser informasjonen, men om de som ønsker å skaffe seg kunnskapen har mulighet til det.⁵⁶ Det betyr at opplysningene kan formidles via faks, e-post, internett, aviser og offentlige handlinger som dom.⁵⁷ Det er også lagt til grunn i forarbeidene at media kan offentliggjøre informasjonen.⁵⁸ Den mest vanlige formen for offentliggjøring av informasjon er gjennom melding til børsens meldingssystem. Ved bruk av børsens informasjonssystem er det ingen tvil om at opplysningene er *"offentlig tilgjengelig eller allment kjent"*. Det er likevel ikke noe krav om at selskapet må ha offentliggjort opplysningene for at de skal være *"offentlig tilgjengelig"*.⁵⁹ Jeg legger til grunn i videre analyse at opplysningene om transaksjonsforhandlingen ikke er offentlig tilgjengelige eller allment kjente.

⁵⁴ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 20 og rundskriv nr. 28 pkt 3.2.

⁵⁵ EP/Rdir. 2003/6/EF fortalen pkt. 31.

⁵⁶ TOSLO-2010-162959.

⁵⁷ Catarina af Sandberg og Robert Sevenius (red.), *Börsrett* (Poland 2007) s. 273.

⁵⁸ NOU 1996:2 s. 57.

⁵⁹ Ot.prp. nr. 29. Om lov om verdipapirhandel. (1996-1997) s. 26.

4.5 Kravet til presise opplysninger

Etter vphl. § 3-2 første ledd består innsideinformasjon av "*presise opplysninger*". Bestemmelsens ordlyd implementerer MAD art. 1 nr. 1: "*Inside information shall mean information of a precise nature*". I vphl. § 3-2 annet ledd er vilkåret "*presise opplysninger*" nærmere presisert og implementerer Kdir art. 1.1.

Kravet om "*presise opplysninger*" er et selvstendig kriterium for vurderingen om det foreligger innsideinformasjon. Vurderingen må etter sin ordlyd bygge på opplysningenes nøyaktighet, klarhet og troverdighet.⁶⁰ Det følger av forarbeidene at utenfor definisjonen faller informasjon som objektivt fremstår som rykter, spekulasjoner og antagelser.⁶¹ Videre presiseres det i forarbeidene at selv om informasjon som karakteriseres som rykter faller utenfor definisjonen, er det ikke noe krav om at "*presise opplysninger*" må være detaljerte eller dokumenterte. Opplysningene må heller dette ikke være fullstendige eller eksakte.⁶²

De objektive konstaterbare fakta på den ene siden og rykter og spekulasjoner på den andre siden, representerer de to ytterpunktene for vilkåret "*presise opplysninger*".⁶³ En nærmere gjennomgang av vilkåret "*presise opplysninger*" foretas i kapittel fem og seks.

4.6 Relevante bestemmelser

I den følgende redegjørelsen skal noen av de relevante bestemmelsen behandles kort for helhetens skyld. Tidspunktet for når informasjon utgjør innsideinformasjon er relevant i flere relasjoner. Innsideinformasjon utløser plikter og rettigheter, og noen av disse faktorene kan være av betydning for fastsettelse av nærmere ytterpunkt for når innsideinformasjon foreligger. I forbindelse med de nevnte bestemmelsene er innsideinformasjon et viktig koblingsord, da innsideinformasjon er en del av vilkårssiden. Utover de oppramsede bestemmelsene under nevner jeg også for

⁶⁰ CESR/02-089d pkt. 20.

⁶¹ NOU 1996:2 s. 57 og s.125.

⁶² Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) s. 26 og Ot.prp. nr. 80 Om lov om endringer i lov 9. Juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (2000-2001) s. 9.

⁶³ Svedberg (2007) pkt. 3.3.2.

helhetens del reglene om handleforbud vphl. § 3-3, videreformidlingsforbud vphl. § 3-4 og rådgivningsforbud vphl. § 3-7.

Etter vphl. § 5-2 skal utsteder uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder. Informasjonsplikten har sammenheng med verdsettelse av aksjene på aksjemarkedet. Riktig informasjon er nødvendig for verdipapirmarkedet og verdsettelsen av verdipapirene. Offentliggjøringen skal gjennomføres etter reglene i vphl. § 5-12.

Selskapet skal alltid varsle børsen under hånden, men kan av hensyn til selskapet og fare for stans av handel ved lekkasje utsette offentliggjøringen jf. vphl. § 5-3 første og annet ledd nr 1. og 2. Ved varsel til børsen vil markedet være i stand til å overvåke kursnoteringen særskilt og bidra til å stanse eventuell lekkasje.

Føring av lister over personer med tilgang til informasjon føres etter vphl. § 3-5. Innsiderlister er lister selskapet plikter å føre over de personene som gis tilgang til innsideinformasjon. Denne plikten har til hensikt å gjøre håndteringen av innsideinformasjon forsvarlig, trygg og ryddig. Listene vil bidra til å øke utstederens bevissthet rundt hvem som får informasjon og når informasjon er innsideinformasjon. Risiko for lekkasje reduseres ved bevisstgjøring av informasjonens viktighet. I tillegg er listene et bevismateriale for Finanstilsynet og ØKOKRIM ved mistanke om ulovlig innsidehandel.

5. NÅR ER OPPLYSNINGENE PRESISE?

5.1 Innledning

Definisjonen innsideinformasjon består som nevnt av tre vilkår. Om vilkårene er oppfylt vil bero på en skjønnsmessig helhetsvurdering. Det betyr at vilkåret "*presise opplysninger*" gir rom for stor grad av skjønnsmessige vurderinger. Når det gjelder vidden av vurderingstema, bør det legges vekt på sentrale momenter som belyser forholdet mellom innsideinformasjon og transaksjonsforhandling. De relevante momentene utledes fra ulike rettskilder.⁶⁴

I det følgende kapittelet skal det redegjøres for de ulike kildene som foreligger for å vurdere når innsideinformasjon oppstår og det er kildene som er sentrale. Kildene som gjennomgås er ordlyd, forarbeider, teori, internasjonal praksis og børspraksis, av disse kildene utledes relevante momenter. Valg av inndeling for hvilke kilder det redegjøres for er valg på bakgrunn av hvilke kilder som er egnet til å belyse grensedragning og relevante momenter. Momentene er sentrale for spørsmålet om når kunnskapen hos utøverne av en transaksjonsforhandling er tilstrekkelig spesifikk for å være innsideinformasjon. Momentene blir nærmere gjennomgått i kapittel seks. Det betyr at momentene kun skal belyses i dette kapittelet, for senere gjennomgang i kapittel seks.

Først skal ordlyden og kravet "*presise opplysninger*" nærmere behandles. Formålet med gjennomgang av ordlyden er å belyse de klare grensedragningene. Videre skal de relevante avgjørelsene fra internasjonal rett, Børsklagenemnda og Oslo Børs redegjøres for. Særlig aktuell er avgjørelsen fra EF-domstolen, sak C-19/11, *Markus Geltl mot Daimler AG*.⁶⁵ Ved gjennomgang av *Daimler-saken* er formålet å benytte avgjørelsen som tolkningsdata til kravet om "*presise opplysninger*". Det vil i den forbindelse være nødvendig å redegjøre for dommens innhold innledningsvis.

Siste rettspraksis på området er Børsklagenemndas sak 1/13 som opphever børsstyret vedtak mot gruveselskapet Intex. Børsklagenemndas avgjørelse er fra 16.april 2013 og

⁶⁴ Se pkt. 2 ovenfor om rettskildesituasjonen.

⁶⁵ C-19/11, *Markus Geltl mot Daimler AG (Daimler-saken)*.

kom helt på tampen av oppgaveskrivingen. Til slutt skal vedtak og kritikkbrev fra Oslo Børs belyses. Avgjørelsene er valgt på bakgrunn av argumentasjonen til børsstyret samt overføringsverdi til prosessen som oppgaven handler om, nemlig transaksjonsforhandling. Sentralt for avgjørelsene, er at de uttaler seg om relevante momenter som er av betydning for vurderingen i kapittel seks.

5.2 Hvilke momenter som kan trekkes fra ordlyden

Det sentrale vilkåret som skal vurderes er *"presise opplysninger"* jf. vphl. § 3-2 første ledd. Kravet til *"presise opplysninger"* er som nevnt nærmere beskrevet i vphl. § 3-2 annet ledd.

Vilkåret *"presise opplysninger"* er *"opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter (...) har inntruffet, eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe"*. Videre vurderes det om opplysningene *"er tilstrekkelig spesifikke for å trekke slutning om den mulig påvirkningen av disse omstendighetene (...) på kursen"*

Etter alminnelig språklig forståelse av ordlyden *"presise opplysninger"*, må vilkåret forstås som noe klart og nøyaktig. Denne forståelse er også lagt til grunn i juridisk teori, hvor troverdighet også er nevnt i denne sammenheng.⁶⁶ Ved vurdering av *"presise opplysninger"* er det viktig å presisere at det gjelder opplysninger som en person innehar, og ikke opplysninger som er ventet i fremtiden, det vil si kunnskap og viten en person har om en omstendighet. Opplysningene danner grunnlag for hvilken slutning som trekkes. Det kan for eksempel være bekreftende og avkreftende opplysninger, opplysninger som gir utgangspunkt for å etablere en ny forståelse eller endre en allerede etablert forståelse. Det er derfor behov for regulering av opplysningenes presise karakter.

Det kan videre leses ut av ordlyden et krav til opplysningens kvalitet, og kvalifikasjon av opplysningenes materielle innhold. Ordlyden gir uttrykk for at det er lite rom for

⁶⁶ Bjørn Gabriel Reed, *Straffbar innsidehandel* (Oslo 1996) s. 123.

ufullstendige opplysninger. Ordlydens modifieres noe gjennom vphl. § 3-2 annet ledd med formuleringene "*indikerer*", "*tilstrekkelig spesifikk*" og "*mulig påvirkning*".

MAD definerer "*presise opplysninger*" i art. 1 nr. 1 som "*information of a precise nature*". Den engelske ordlyden trekker i samme retning som vphl. § 3-2.

Opplysningenes kvalitet og korrekte karakter må sees i sammenheng med formålet om å avgrense mot rykter og spekulasjoner. Ordet *presis* ble tilføyet vilkåret nettopp for å gjøre det klart at rykter og spekulasjoner ikke skulle omfatte forbudet som følger av reguleringen mot innsidehandel.⁶⁷ Denne avgrensningen har lenge vært den tradisjonelle tolkningen av *presise opplysninger*. Noe som medfører at bestemmelsen er gitt en forholdsvis vid vurdering for hva som favner "*presise opplysninger*". Spørsmålet må etter dette bero på om kunnskapen er av en slik karakter at det ikke lengre er spekulasjoner eller rykter. Tilsvarende begrensning følger av dansk juridisk litteratur hvor opplysninger må bedømmes ut fra om en omstendighet er forutsigbar, mens rykter, spekulasjoner og usikker viten faller utenfor vilkåret.⁶⁸ Et viktig formål med å avgrense mot rykter og spekulasjoner, er at manglende avgrensning i stor grad vil begrense kontraheringsadgangen, som igjen vil komplisere adgangen til å kommunisere med andre aktører i verdipapirmarkedet.⁶⁹ Hvorvidt opplysningene skiller seg kvalitativt fra rykter beror på et misbrukspotensial.⁷⁰

Det er videre behov for en nærmere presisering av vphl. § 3-2 annet ledd, og hva som ligger i ordlyden "*opplysninger som indikere at en eller flere omstendigheter (...) har inntruffet, eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe*". Den naturlige forståelsen av "*indikerer*" trekker i retning av at opplysningene kan være ufullstendige, og likevel være innsideinformasjon. Med *indikerer* menes opplysninger som antyder at hendelse vil inntreffe, eller angir at hendelse har inntruffet. Det betyr at det ikke må foreligge sikker informasjon om at opplysningene vil inntreffe. Opplysningene trenger altså ikke å være fullstendige. Samtidig som ordlyden "*ventes å ville inntreffe*", taler det for at omstendighet ikke må være endelig utført.

⁶⁷ Ot.prp. nr. 72 (1990-1991) s. 29 og Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 27.

⁶⁸ Krüger Andersen (2011) s. 361.

⁶⁹ Sæbø (1994) s. 147.

⁷⁰ Sæbø (1994) s. 149.

Med ufullstendig menes opplysninger som ikke er eksakt, eller helt presise. Denne forståelsen har støtte i blant annet forarbeidene,⁷¹ hvor det poengteres at "*presise opplysninger*" ikke må speile på detaljert eller dokumentert informasjon. Finanstilsynet la i den forbindelse samme oppfatning til grunn, at opplysninger kan være presise uten å være fullstendige, entydige eller ubetingede.⁷² Forutsetningen er at de er tilstrekkelig spesifikke. Ettersom ordlyden gir en så romslig tolkningsramme, er det nødvendig med begrensninger mot spekulasjoner og rykter. En rettslig standard vil kunne være vanskelig å trekke og vurdering må bero på nærhet mellom grunnlag og slutning.⁷³

En annen nøkkelbetegnelse i vurderingen er "*rimelig grunn*". Et spørsmål som gjør seg gjeldende ved tolkning av "*rimelig grunn*" er om det stilles et krav til grad av sannsynlighet. En tolkning av uttrykket "*rimelig grunn*" taler for en lav terskel for sannsynlighet, men likevel at en viss sannsynlighet må foreligge. Tilsvarende forståelse er lagt til grunn i juridisk teori.⁷⁴ Det er senere bekreftet i *Daimler-saken* at sannsynlighetsvurderingen har en lav terskel.⁷⁵

Videre må det vurderes om opplysningene "*er tilstrekkelig spesifikke for å trekke slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene (...) på kursen*".

Opplysningene må ikke være spesifikke, men tilstrekkelig spesifikke. Etter en naturlig språklig forståelse må det forstås som noe som er troverdig og har nok klarhet i seg. Med det menes at opplysningene skal ha et meningsinnhold som er tilstrekkelig konkret.⁷⁶ Opplysningene er dog ikke tilstrekkelige dersom det ikke er mulig å trekke en slutning. Hvorvidt en slutning faktisk inntreffer, er irrelevant for å vurdere om det foreligger innsideinformasjon.

⁷¹ NOU 1996:2 s. 56.

⁷² Rundskriv nr. 28 pkt. 3.3.1.

⁷³ Sæbø (1994) s. 79.

⁷⁴ Gaute Gravir, "Implementeringen av EUs markedsmissbruksdirektiv" *Tidsskrift for forretningsjus*, 1/2005 s. 101 og Svedberg (2007) pkt. 3.3.5.

⁷⁵ Se pkt. 5.3.3 under, om *Daimler-saken*.

⁷⁶ Reed (1996) s. 123.

Etter ordlyden skal en kunne trekke en slutning om en mulig påvirkning på kursen. Med "slutning" må en se hen til ordlyden i engelsk og dansk praksis som bidrag til forståelsen. I engelsk rett er ordlyden "*a conclusion*", og etter dansk rett benyttes også ordet "*konklusjon*". Med konklusjon menes at det må være mulig å trekke et standpunkt ut i fra de gitte opplysninger.

Vppl. § 3-2 annet ledd inkorporerer en vurdering av mulig kurspåvirkning under vilkåret "*presise opplysninger*". Sammenlignet med ordlyden i vppl. § 3-2 første ledd benyttes begrepet "*egnet til å påvirke kursen*" mot ordlyden i vppl. § 3-2 annet ledd "*mulig påvirkning*". Ordlyden "*mulig påvirkning*" ilegger ikke noe krav om at det faktisk skal påvirke kursen. Og spørsmålet blir så om dette tilfører noe mer til vurderingen av "*presise opplysninger*". Vilkaåret "*egnet til å påvirke*" gir en konkret vurdering, hvor en må ta stilling til om opplysningene faktisk vil påvirke kursen. Formuleringen "*mulig påvirkning*" gir på sin side ingen klar vurderingsterskel ut over den allerede nevnte ordlyden. Ordlyden kan forstås som en arts angivelse av opplysningenes karakter.

Baksiden med lovens formulering er at vilkaårets presise opplysninger ofte blir sett sammen med vilkaåret om kurspåvirkning. "*Presise opplysninger*" skal vurderes isolert, og som et selvstendig vilkår.⁷⁷ Selv om "*presise opplysninger*" er et selvstendig vilkår og ikke skal vurderes sammen med vilkaåret om kurspåvirkning, er vilkaåret vanskelig å bedømme alene og det er hensiktsmessig å vurdere om informasjonen ville blitt tatt i bruk av markedet.

De generelle grenser som kan trekkes fra ordlyden isolert er: Med "*presise opplysninger*" menes opplysninger av en viss presis karakter og hvor presis opplysningene er avgrenses mot rykter og spekulasjoner, og hvorvidt opplysningene har et misbrukspotensiale.

⁷⁷ Se pkt. 5.3.3 under, om *Daimler-saken*.

5.3 EF-domstolen om presise opplysninger

5.3.1 Innledning

Det har frem til 28. juni 2012 vært sparsomt med praksis fra EF-domstolen, men i dag foreligger det en sentral avgjørelse om innsideinformasjon fra EF-domstolen. Grunnlag for EF-domstolens avgjørelse C-19/11 *Markus Geltl mot Daimler AG*⁷⁸ var en tvist mellom Markus Geltl og selskapet Daimler AG. Saken gikk for tysk domstol 22. april 2009, men ble satt på vent for nærmere veiledning fra EF-domstolen. Før videre behandling av tvisten mellom Geltl og Daimler, var det behov for å avklare noen spørsmål rundt innsideinformasjon og da spesielt innsideinformasjon i trinnvise prosesser. EF-domstolens avsa dom 28. juni 2012.

EF-domstolen har i *daimler-saken* tatt stilling til tre sentrale spørsmål forbundet med vilkåret "presise opplysninger". Spørsmålene ble sentrale i forbindelse med at daværende administrerende direktør, Mr. Schrempp, trakk seg formelt fra sin stilling, 28. juli 2005. Vervet som administrerende direktør utløpte i utgangspunktet først i 2008. Mr. Schrempp vurderte sin stilling lenge, og allerede i april 2005 hadde han et ønske om å fratre. I perioden mai og juli fikk flere organer kjennskap til beslutningen. 13. juli ble det sendt ut møteinnkallelse til alle i selskapet. 28. juli klokken 09.50 var den formelle beslutningen klar: Mr. Schrempps skulle slutte i sitt verv ved årsskiftet, og erstattes av Mr. Zetzshe. I fortsettelsen ble de nødvendige prosesser om varsling gjennomført. Etter kunngjøringen av Mr. Schrempps avgang, steg aksjene umiddelbart. Geltl, en aksjonær hadde solgte aksjene sine i forkant av kunngjøringen, og gikk senere til sak mot Daimler med krav om erstatning der han anførte at selskapet hadde offentliggjort beslutningen for sent.⁷⁹

Bakgrunnen for EF-domstolens avgjørelse har derfor sammenligningsverdi med oppgaven, da en beslutning om å trekke seg fra et viktig erverv er av tilsvarende størrelse og betydning for selskap som transaksjonsforhandlingsprosessen.

⁷⁸ C-19/11 *Markus Geltl v. Daimler AG* (ennå ikke i Sml.).

⁷⁹ *Daimler-saken*, pkt. 12 til og med pkt. 20 inneholder bakgrunn for saken.

De tre spørsmålene knyttet til vilkåret "*presise opplysninger*" som EF-domstolen tar stilling til er: Om et enkelt trinn i en trinnvis prosess i seg selv kan utgjøre innsideinformasjon, videre ble det stilt spørsmål om det kunne stilles krav til sannsynlighet ved vurdering av presise opplysninger, og hvilket sannsynlighetskrav som oppstilles. Til slutt om vilkåret "*presise opplysninger*" må sees sammen med andre vilkår som kravet om kurspåvirkende effekt. Spørsmålene domstolen vurderer er en del av en mer kompleks vurdering, nemlig hvilket tidspunkt beslutningen om å trekke seg som administrerende direktør ble innsideinformasjon.

Det prinsipielt viktige som trekkes ut av dommen er EF-domstolens vurdering av vilkåret "*presise opplysninger*". Vurderingene som fremgår av avgjørelsen er helt sentral for oppgavens videre oppbygning, og forståelse av vilkåret "*presise opplysninger*". Det er derfor nødvendig å redegjøre for begrunnelsen EF-domstolen gjør ved besvarelse av de overnevnte spørsmålene, for så å vurdere hvilken betydning avgjørelsen får for når opplysninger er "*presise opplysninger*".

5.3.2 *Et enkelt skritt i en trinnvis prosess*

Et av spørsmålene for EF-domstolen var om et enkelt skritt i en trinnvis prosess i seg selv kan være innsideinformasjon jf. MAD art. 1 nr. 1.⁸⁰ EF-domstolen redegjorde i den forbindelse for begrepene "*set of circumstances*" og "*event*" art. 1 nr. 1 i Kdir. Spørsmålet beror på en vurdering om et trinn alene oppfyller de alminnelige kriteriene til definisjonen eller om en må se på hele dem trinnvise prosessen under ett.

EF-domstolen bygger vurderingen på formålene som kommer til uttrykk i betraktningen til direktiv 2003/124/EF. Hensyn som nevnes er rettsikkerhet, integritet i markedet som oppnås ved at alle investorer stilles likt, og hensyn til hurtige og korrekte opplysninger.

Med hovedvekt på de alminnelige kriterier i definisjonen og formål kommer EF-domstolen til at manglende betraktning av et enkelt trinn vil kunne skade formålet og gi

⁸⁰ *Daimler-saken*, pkt. 27.

en ustabil maktbalanse mellom markedsdeltakere. Et enkelt trinn i en trinnvis prosess oppfyller de alminnelige krav i definisjonen av innsideinformasjon, uavhengig av om den oppstår som et enkeltskritt underveis i en trinnvis prosess. EF-domstolen besvarer etter denne vurderingen bekreftende på at et enkelt skritt i en trinnvis prosess kan være innsideinformasjon.

Spørsmålet blir følgende hvilken betydning det får for norsk rett, og oppgaven at enkelte trinn i en trinnvis prosess kan være innsideinformasjon. Konsekvensen av denne avgjørelsen betyr at trinnvise prosesser som helhet kan utgjøre innsideinformasjon, men at også et skritt i seg selv i kan være innsideinformasjon. For oppgavens del betyr det at en trinnvis prosess i sin helhet må vurderes, men også enkelte skritt i prosessen isolert.

Tidligere forskning har henvist til lovens ordlyd og CESRs vurdering for å stadfeste at innsideinformasjon også kan oppstå i trinnvise prosesser. Enten ved at informasjonskomplekset samlet er innsideinformasjon - likeledes som et enkelt trinn i prosessen kan anses som det:

*"if the information concerns a process which occurs in stages, each stage of the process as well as the overall process could be information of a precise nature."*⁸¹

Selv om det ikke har vært tvilsomt at et enkelt trinn kan utgjøre innsideinformasjon, bidrar *Daimler-saken* til at en har en dom av høy rettskildemessig vekt som tolkning kan forankres i. Til tross for at et enkelt trinn i en prosess kan anses som innsideinformasjon vil det i mange sammenhenger bestå av en kompleksvurdering av flere momenter.⁸²

Et annet moment som kan trekkes isolert fra dommen er formålet bak reglene. Da EF-domstolen stadig bruker formål som rettssikkerhet og integritet i markedet i sine vurderinger ved spørsmål knyttet til trinnvise prosesser, bør hensynene⁸³ få tilsvarende vekt i vurderingene av momentene i pkt. 6.3.

⁸¹ CESR/06-562 pkt. 1.6.

⁸² Se pkt. 6.3.

⁸³ Se pkt. 4.2 ovenfor om hensyn.

5.3.3 Graden av sannsynlighet

Det andre spørsmålet EF-domstolen tok stilling til var hva slags krav av sannsynlighet som fordres av "*may reasonably be expected*" jf. Kdir. art. 1 nr. 1.⁸⁴

EF-domstolen bruker tid ved besvarelsen av ovennevnte spørsmål til å gjennomgå noen av språkvariantene, og presiserer at disse variantene ikke påvirker tolkningen av vilkåret. EF-domstolen påpeker i den forbindelse at det sentrale er hvordan EU har vurdert reglene, og ikke de forskjellige språkvariantene.⁸⁵

Videre avviser EF-domstolen at det kan oppstilles noe krav om overveiende eller høy grad av sannsynlighet. Begrunnelsen for vurderingen ligger i formålet om å skape integritet og å unngå at noen får en utilbørlig fordel foran andre. Direktivet må forstås som at sannsynlighetskravet er et spørsmål om det er et "*realistic prospect*".⁸⁶

Spørsmålet er etter dette om det er en realistisk mulighet for at avtale vil inntre. Vurderingen tilhører vilkåret "*presise opplysninger*", og beror på en konkret vurdering av de faktorene som forelå på det aktuelle tidspunktet.

I forbindelse med redegjørelsen for vilkåret "*may reasonably be expected*" presiserer EF-domstolen at vilkåret "*presise opplysninger*" er et selvstendig vilkår, og må oppfylles uavhengig av vilkåret til kurspåvirkningspotensial.

Det hevdes at norsk rett og børspraksis allerede er samsvarende med avgjørelsen i *Daimler-saken*⁸⁷ og at sannsynlighetskravet ikke har vært høyere enn det som kan leses ut av *realistisk mulighet*. Grad av sannsynlighet samsvarer nok med norsk rett og børspraksis. Begrepet *realistisk mulighet* er likevel ikke et benyttet begrep i forbindelse med vilkåret "*presise opplysninger*". Tidligere har sannsynlighetsvurderingen bygget på ordlyden "med rimelig grunn" og om det er en viss sannsynlighet.⁸⁸

⁸⁴ *Daimler-saken*, pkt. 41.

⁸⁵ *Daimler-saken*, pkt. 43.

⁸⁶ *Daimler-saken*, pkt. 49.

⁸⁷ Børsstyresak fra 30.01.2013 (*Intex Resources ASA, Intex-saken*) s.11-12.

⁸⁸ Svedberg (2007) pkt. 3.3.5.

Begrepet *realistisk mulighet* har vært brukt i juridisk teori, men da sammen med vilkåret om kurspåvirkning.⁸⁹ Det betyr at å vurdere *realistisk mulighet* tilfører vilkåret ”*presise opplysninger*” et nytt drøftelsesmoment, og det kan således forventes en endring i hvordan spørsmålet stilles for å klargjøre om innsideinformasjon er oppstått. Drøftelsen og vurderingen av hva som ligger i begrepet kan fravike fra tidligere praksis. Oppbygningen av spørsmål bero videre på om når er det realistisk mulig at transaksjonsforhandlingene fullføres.

Et spørsmål man kan stille er hvordan vurderes *realistisk mulighet*. Til tross for at *Daimler-saken* gir grunnlaget for å vurdere *realistisk mulighet*, er det nødvendig å avklare hva som ligger i begrepet. I Generaladvokatens forslag til EF-domstolen avgjørelse signaliserer at vurdering beror på om ”previous similar experience”⁹⁰, det tilsier at en slik situasjon med rimelighet kan forventes. Kunnskap om en omstendighet er noe som vokser frem over tid, og før kunnskapen har fått en viss betydning er det sjeldent at opplysningene får stor innvirkning. Vurderingen *realistisk mulighet* beror ikke på en sannsynlighetsvurdering, men en vurdering ut fra erfaringer. Realistisk mulighet må forstås som noe som trolig vil kunne skje. Virkelighetsnært og realistisk synonymmer.

Videre skal vurderingen etter *Daimler-saken*⁹¹ være selvstendig på grunnlag av presise opplysninger, uten å se hen til kurspåvirkningspotensialet i prosessen. Hvert enkelt tilfelle må vurderes konkret. Denne endringen vil nok ha størst konsekvens for norsk rett og børspraksis. Både i litteratur og i praksis har det tidligere vært drøftet kurspåvirkning sammen med vurderingen av presise opplysninger. Vilket ”presise opplysninger” har vært plassert i skyggen av kravet om kurspåvirkende effekt. På grunnlag av EF-domstolens uttalelse om at ”*presise opplysninger*” skal vurderes selvstendig, er det dette utgangspunktet som legges til grunn i oppgaven.

⁸⁹ Sæbø (1994) s. 159.

⁹⁰ Generaladvokatens forslag til avgjørelse i *Daimler-saken*, pkt. 83.

⁹¹ *Daimler-saken*, pkt. 50.

5.4 Børsklagenemnda om presise opplysninger

Børsklagenemndas sak 1/2013, 16. april 2013 opphever vedtak av børsstyret 30.01.2013 i *Intex-saken* og er nemndas første avgjørelse etter *Daimler-saken*. I det følgende redegjøres først for sakens bakgrunn, deretter begrunnelsen for vedtak og avslutningsvis grunnlag for nemndas avgjørelse.

Børsklagenemndas avgjørelse og børsstyrets vedtaket dreier seg om hvorvidt Intex hadde opptrådt i strid med vphl. § 5-2 første ledd ved ikke å offentliggjøre informasjonen relatert til intensjonsavtale MoU⁹² med det kinesiske selskapet MCC8 Group Co. Ltd.(MCC8). Avgjørelsen er fattet på bakgrunn av fremlagt informasjon vedrørende forhandlingene. MoU-en ble konvertert til PMC⁹³, og signert av partene 3. mai 2012.

Intex hadde allerede i starten av 2010 signalisert ønske om salg av Mindoro-feltet⁹⁴ overfor markedet, og startet tidlig en strategisk prosess med sikte på salg. I de første to årene, 2010 og 2011, arbeidet selskapet intensivt med den strategiske prosessen. Først i november 2011 reiste styrelederen til Beijing og hadde møte med MCC8. På dette tidspunktet var Intex i kontakt med flere interessenter. Intex fikk melding fra MCC8 5. desember om at selskapet ønsket å introdusere prosjektet for operatøren Jinchuan.⁹⁵ 13. desember ble første dialog vedrørende en MoU igangsatt og som en følge av denne bremses Intex ned prosessen med andre interessenter. Første utkast for MoU ble sendt til Intex 22. desember. Mellom dialog og førsteutkastet hadde selskapene korrespondanse per e-post som signaliserte en signering av MoU. Den 23. desember ble det planlagt et møte i Hong Kong og 29. desember ble hele Intex-styret informert om MoU samt om de påløpende forhandlingene. Intex reiste til Hong Kong 2. januar 2012, og dagen etter ble første utkast revidert. Partene signerte 4. januar klokken 20.00. Påfølgende dag ble dette offentliggjort ved børsåpningen.

⁹² Intensjonsavtale beskrives her som MoU. MoU står for "Memorandum of Understanding".

⁹³ Project Management Contract (PMC).

⁹⁴ Mindoro-feltet, også kalt Mindoro Nikkel, er et nikkelprosjekt på øyen Mindoro i Filippinene.

⁹⁵ Jinchuan er en mulig operatør for Mindroprosjektet.

Børsstyrets gjennomgang av saken besto av en konkret vurdering for når det var en realistisk mulighet for at prosessen ville medføre en inngåelse av intensjonsavtalen. Etter børsstyrets vurdering av *realistisk mulighet* var opplysningene om forhandlingen innsideinformasjon senest 23. desember 2011.⁹⁶ Sentrale momenter for avgjørelsen var blant annet avtalens hovedstruktur, at motparten hadde uttrykt enighet samt den planlagte reise med foreløpig program. Disse momentene måtte etter børsstyrets vurdering også sees i lys av at selskapet i flere år har gitt uttrykk for intensjon om kapitalisering av prosjektet, og dermed skapt en naturlig forventning på markedet.⁹⁷ Videre ble det lagt vekt på partenes ønske om å inngå et samarbeid, da det gir uttrykk for en strategisk beslutning.

Selv om konkrete konsekvenser av avtalen ikke er beskrevet, så vil intensjonen og god vilje kunne være innsideinformasjon, mente børsstyret. Hvorvidt andre parter holdes varme under prosessen, er uten betydning for børsstyrets vedtak. I tillegg til de nevnte momentene ble også Intex sin egen vurdering av tidspunkt for innsideinformasjon nevnt. I ettertid har styret trukket tilbake denne uttalelsen, og hevdet at e-posten var bygd på en misforståelse. Børsstyrets vurderte i sitt vedtak at prosessen relatert til selskapets inngåelse av en MoU utgjorde innsideinformasjon jf. vphl. § 3-2 før offentliggjøringen den 5. januar. Vedtaket ble påklaget til Børsklagenemnda. Under tvil kom nemnda til at forholdene ikke var av en slik karakter at det var naturlig å anse opplysningene som innsideinformasjon, og vedtak av 30. januar 2013 ble opphevet.

Det viktigste punktet Børsklagenemnda vurderte var merkbart kurspåvirkningspotensiale, drøftelsen av vilkåret "presise opplysninger" forsvinner delvis i sannsynlighetsvurderingene. Børsklagenemnda startet sin vurdering av spørsmålet om når innsideinformasjon oppsto med en redegjørelse av *Daimler-saken* og betydningen av formuleringen "realistic probability".⁹⁸ Det presiseres at hvilket sannsynlighetskrav som stilles i formuleringen er vanskelig å lese ut av *Daimler-saken*,

⁹⁶ *Intex-saken*, pkt 8.1 s. 14.

⁹⁷ *Intex-saken*, pkt 8.1 s. 14.

⁹⁸ Børsklagenemnda sak 1/13 s. 26.

men Børsklagenemnda forsøker å avklare grensene nærmere i sin avgjørelse.⁹⁹ Børsklagenemnda anser videre vurderingen av *realistisk mulighet* som mindre betydningsfull, og viser til hvordan EF-domstolen vektlegger dette vilkåret i mindre grad. I den forbindelse nevnes spørsmål om trinnvise prosesser hvor vurderingen av *realistisk mulighet* ikke vil være avgjørende dersom et mellomliggende trinn allerede er kursrelevant.

Børsklagenemnda redegjør videre for noen av de samme momentene som børsstyret vektla i sin vurdering. Den presiserer at spørsmålet om når innsideinformasjon oppstår i en trinnvis prosess er komplisert og krevende å vurdere.¹⁰⁰ Blant de momentene som nevnes er felles forståelse mellom partene, og at de er enige om at en avtale er en god idé. I tillegg poengterer Børsklagenemnda at Intex sin egen meddelelse vedrørende tidspunkt for innsideinformasjon ikke er tillagt noe vekt i avgjørelsen, ettersom uttalelsen kan bero på misforståelse. Videre vektlegger nemnda Intex sin erfaring med markedet, og at selskapet tidligere hadde vært i kontakt med mange andre aktører uten å lykkes med noen avtale.¹⁰¹ Dette bekrefter *Daimler-sakens* redegjørelse for hvordan *realistisk mulighet* bør forstås, en vurdering begrunnet i selskapets tidligere erfaringer. Et annet moment som er nevnt i forbindelse med usikkerheten som forelå, var at selskapet hadde andre alternativer på det tidspunktet da samtalen med MCC8 startet.¹⁰² Hvordan Børsklagenemnda vektlegger de øvrige momentene nevnes ikke. På grunnlag av usikkerheten som forelå, kom nemnda under tvil til at nevnte forhold ikke var av en slik karakter at de kunne anses som innsideinformasjon. Utgangspunktet for nemndas vurdering var at kursrelevansen av de fremtidige begivenheter og fakta som til enhver tid foreligger må fremstå som overveiende sannsynlig.

Børsklagenemndas avgjørelse svekker betydningen av de momentene som er benyttet i børsstyrets vurdering. Men som nevnt er det en skjønnsmessig vurdering som er vanskelig og uklar. Derfor vil noen av momentene vurderes i kapittel seks for å vise kontinuitet i praksis rundt bruk av momentene. Til tross for at vedtak oppheves, betyr det ikke at momentene i en gitt sammenheng *kan* få betydning. Størst betydning har

⁹⁹ Sak 1/13 s. 27.

¹⁰⁰ Sak 1/13 s. 27.

¹⁰¹ Sak 1/13 s. 29.

¹⁰² Sak 1/13 s. 29.

nemndas avgjørelse i forbindelse med krav om kurspåvirkende effekt. Børsstyret la til grunn at en fornuftig investors vurdering, gjennomsyrrer vurderingen av hvorvidt kursen ville påvirkes merkbart. Mens ut fra nemndas avgjørelse har merkbarhetskravet blitt tillagt høyere krav til sannsynlighet.

5.5 Børspraksis om presise opplysninger

5.5.1 Innledning

Børspraksisen det redegjøres for under er vedtak av børsstyret og kritikkbrev utgitt av Oslo Børs, disse skal belyse sentrale momenter som har vært vurdert i forbindelse med trinnvise prosesser. For å kunne få frem momentene tilstrekkelig er det nødvendig å ta med noe av bakgrunnen for vedtakene og kritikkbrevene. Momentene skal vurderes nærmere i pkt. 6.3.

5.5.2 Vedtak av børsstyret

Et vedtak av betydning er børsstyresak fra 23. april 2008 (Fast Search and Transfer ASA).¹⁰³ Børsstyrets vedtak omhandlet brudd på løpende informasjonsplikt, ved manglende melding til børsen om utsatt offentliggjøring av innsideopplysninger. I saken ble det unnlatt å gi børsen melding om Microsofts oppkjøp av tjenesteleverandøren Fast Search. Fast Search informerte børsen om oppkjøpet dagen før Microsofts børsmelding.

Børsstyret konkluderte med at det forelå innsideinformasjon før påbegynte reelle forhandlinger. Børsstyret la til grunn i vurderingen at ordlyden ikke inneholder noen saklig avgrensning. Etter dette er det lagt vekt på de allerede konkrete planene som var planlagt, og at forhandlingene i seg selv utgjorde mulighet for oppkjøp.¹⁰⁴ Til tross for at det på daværende tidspunkt var usikkerhet om motpart ønsket å gi bud, og at andre alternative samarbeidsmetoder ble diskutert, ble informasjonen ansett som

¹⁰³ Børsstyrets vedtak fra 23. April 2008, vedtak og uttalelser 2008, pkt. 5.2.2 s. 39 flg. (*Fast Search-saken*).

¹⁰⁴ Vedtaket pkt. 6.1.2.

innsideinformasjon. De samme momenter har fått tilsvarende relevans i juridisk teori¹⁰⁵ og av CESR.¹⁰⁶ Det at et selskap overveier flere alternativer, er uten betydning for om det foreligger innsideinformasjon.¹⁰⁷

Andre momenter børsstyret viste til i *Fast Search-saken* var forhandlingens varighet og at ledelsen samt styre i begge selskaper var orienterte om prosessen. Partene hadde i tillegg god kjennskap til hverandre gjennom både en begrenset og en grundigere due diligence.¹⁰⁸ Attpåtil var en non-disclosure agreement¹⁰⁹ inngått.

Børsstyresak fra 24. mai 2007 (Norsk Hydro ASA og Statoil ASA)¹¹⁰ er også av betydning for å belyse sentrale momenter for vurderingen i pkt. 6.3. Vedtaket omhandler informasjonshåndtering under fusjonsforhandlingene mellom de to selskapene.

Mandag 18. desember 2006 ble det offentliggjort en børsmelding om foreslåtte fusjon mellom selskapene Norsk Hydro og Statoil. Transaksjonsforhandlingen hadde pågått siden sommeren 2006 og ved månedsskiftet november/desember ble interne og eksterne personer innlemmet i denne prosessen. Børsstyrets vurdering av tidspunktet for når informasjonen er presise opplysninger, tar også utgangspunkt i ordlydens vaghet. Etter børsstyret vurdering inneholder ordlyden ingen saklige avgrensninger, og enhver opplysning kan derved utgjøre en omstendighet så fremt vilkårene er innfridd.¹¹¹ Fra dette utgangspunkt, samt en bekreftelse av at trinnvise prosesser kan utgjøre innsideinformasjon, går børsstyret videre til å vurdere det nøyaktige tidspunkt for innsideinformasjon. I redegjørelsen vektlegges momenter som tilslutning fra styret i begge selskap. Til tross for manglende avklaring rundt momenter som bytteforhold, ledelse og lokalisering og at det gjensto reelle forhandlinger betyr ikke det at det ikke kan forekomme innsideinformasjon. Avgjørende momenter for vurderingen var

¹⁰⁵ Krüger Andersen (2011) s. 363.

¹⁰⁶ CESR/06-562 pkt. 1.7.

¹⁰⁷ Se pkt. 6.3.4.

¹⁰⁸ Se pkt. 3.2 og 6.4.4.

¹⁰⁹ Fortrolighetsavtale (non-disclosure agreement), se pkt. 6.4.2.

¹¹⁰ Børsstyrets vedtak fra 24. mai 2007, vedtak og uttalelser 2007 pkt. 5.2.2 (*Hydro-statoil-saken*).

¹¹¹ Vedtaket pkt. 6.1.2.

forhandlingens varighet, styrets tilslutning til fusjonssondringen, ekstern og intern involvering og markedets forventninger.

5.5.3 Kritikkbrev og generell veiledning av Oslo Børs

Oslo Børs har i brev av 21.06.2012 (*Riggavtale – ASKO Cat B – ASKO*)¹¹² vurdert Aker Solutions håndtering av sine forpliktelser til børsen ved inngåelse av kontrakt med Statoil ASA om Cat B. Brevet er ikke offentliggjort, men kommentert i den årlige publikasjon om vedtak og uttalelser.

Børsen har vurdert i brevet, *ASKO Cat B*, om når innsideinformasjon oppsto. I denne vurderingen ble det lagt stor vekt på avtalens exit-klausul. Exit-klausul som lå i avtalen med Statoil var så avgjørende, da den ikke kunne godtas av ASKO. Klausulen hadde derfor stor betydning og helt avgjørende for en endelig avtale, og informasjon kunne ikke være innsideinformasjon før klausul var avklart. Børsen har tidligere vist skepsis til å akseptere klausuler som en årsak til å påvirke tidspunktet for innsideinformasjon. I brevet presiseres det at det likevel forelå innsideinformasjon på det tidspunkt ledelsen var på vei til London da styret ble enige om å akseptere avtalen i løpet av helgen i London.¹¹³

Uttalelsen fra brevet viser at børsen har, ved visse anledninger, sett grunn til å legge vekt på klausuler som er avgjørende for endelig avtale. Et annet moment som kan leses ut av brevet er at strategiske beslutninger også er lagt vekt på i denne sammenheng, da det senest forelå innsideinformasjon ved strategisk beslutning som ble tatt under flyturen til London.

Et annet brev av betydning er Oslo Børs sitt brev av 14. mars 2012 (*Kjøp av fly – Norwegian*)¹¹⁴ vedrørende kjøp av fly fra Boeing og Airbus. Oslo Børs har i brevet tatt utgangspunkt i selskapets redegjørelse for forholdet og konkluderte med at de

¹¹² Børsens brev vedrørende *Riggavtale, ASKO Cat B – ASKO*, børssirkulære, vedtak og uttalelser 2012, pkt. 4.1.2.1. (*ASKO Cat B*).

¹¹³ ASKO Cat B. pkt. 4.1.2.1 s. 72.

¹¹⁴ Børsens brev vedrørende *kjøp av fly – Norwegian*, børssirkulære, vedtak og uttalelser 2012, pkt. 4.1.2.6. (*Norwegian*).

strategiske beslutningene som var fattet av styret var for lite vektlagt av selskapet. Beslutningen gikk ut på å gi administrasjonen et mandat og fullmakt til å slutføre avtalen med flyprodusentene da selskapets intensjon var å kjøpe fly. For å begrunne at strategiske beslutninger kan være innsideinformasjon, viser børsen til *Fast Search-saken*, hvor det stadfestes at konkrete planer og forhandling representerer en mulighet for oppkjøp, og er tilstrekkelig presise til å utgjøre innsideinformasjon. Forhold som alternative samarbeidsmetoder, og at motpartens endelige standpunkt var usikkert, vil ikke automatisk føre til at det ikke foreligger innsideinformasjon.

Etter dette kommer børsen frem til at et oppkjøp av en slik størrelse, og en beslutning om mandat og fullmakt for slutføring av avtale, utgjør innsideinformasjon. Dette til tross for at avgjørende punkter fortsatt gjenstår.

6. SAMMENFATNING – HVILKE SLUTNINGER KAN TREKKES FRA RETTSPRAKSIS OG BØRSPRAKSIS

6.1 Innledning

Et grunnleggende hensyn for et velfungerende verdipapirmarked er tillit til markedet og informasjonslikhet.¹¹⁵ For at informasjonslikhet skal fungere optimalt, er det viktig at aktørene på markedet er bevisste på innsideinformasjon og at den ikke videreformidles.

Oppgavens tema er en avklaring av gjeldende rett for når kunnskapen er av slik art at de som utfører transaksjonsforhandlinger innehar innsideinformasjon. I dette kapitlet skal problemstillingen sammenfattes med de momenter som fremgår av oppgavens kapittel fem. Momentene er helt sentrale for å synliggjøre grensedragningen og derfor en viktig del av oppgaven, ettersom hvert enkelt tilfelle må bestå av en konkret vurdering. I tillegg til opplysningenes presise karakter er kravet om kurspåvirkning knyttet nært opp til presisjonen. Kravet om kurspåvirkning er ikke det sentrale i oppgaven, men en del av definisjonen innsideinformasjon. Det kan nevnes at desto mer presis opplysningene er, større sannsynlighet er det at en fornuftig investor vil ta momentet i betraktning i sin vurdering.

Ifølge oppgavens redegjørelse frem til nå, kan innsideinformasjon inntre selv om en endelig avtale ikke er formalisert.¹¹⁶ Etter *Daimler-saken*¹¹⁷ kan innsideinformasjon oppstå i trinnvise prosesser som helhet, men også som et enkelt trinn i prosessen. Det er derfor behov for å se på helheten, men også de enkelte trinn som alene kan utgjøre innsideinformasjon.

Først skal det redegjøres for når i en transaksjonsforhandling det er mest trolig at innsideinformasjon oppstår. Neste punkt er en behandling av momentene som påvirker dette tidspunktet. Herunder må det fastslås om momentene kan påvirke kunnskapstidspunktet, og hvis så, i hvilken retning. Andre momenter som sammen kan

¹¹⁵ Se pkt. 4.2.

¹¹⁶ NOU 1996:2 s. 56.

¹¹⁷ Se pkt. 5.3.2.

virke inn skal også vurderes. Avslutningsvis vurderes det hvorvidt et enkelt trinn i prosessen kan utgjøre innsideinformasjon. Bemerkninger nevnes til slutt.

Igjen er det nødvendig å gjenta at problemstillingen ikke skal gi en endelig fasit, og at hver og én transaksjonsprosess må vurderes konkret. Formålet er likevel å synliggjøre disse grensene, og vurdere betydningen av hvert enkelt moment.

6.2 Forhandlingsfasen

Utøvere av en transaksjonsforhandling bør stille seg følgende spørsmål underveis i prosessen: Når er kunnskapen om transaksjonsforhandlingen innsideinformasjon? Tilegnet kunnskap bør vurderes omgående når forhandlingene har nådd stadiet som kalles forhandlingsfasen. Vurderingen må bestå av krav til opplysningenes tilgjengelighet, kurspåvirkende effekt, presise innhold og hvilket misbrukspotensial kunnskapen har.¹¹⁸

Forhandlingsfasen er det stadiet hvor avtaleforhandling og utforming av avtalen starter.¹¹⁹ Det er først i denne fasen av transaksjonsforhandlingene at spørsmålet om det foreligger innsideinformasjon er relevant. Forhandlingsfasen skiller seg ut fra de andre stadiene som et tidspunkt der vilkåret "*presise opplysninger*" kan oppfylles. Transaksjonsprosessens tilløp før forhandlingsfasen vil nesten utelukkende være forberedende stadier. Disse består som regel av verdisetting, undersøkelser og innledende kontakt.

Prosessene i forkant av en fusjons, fisjon og oppkjøp er i liten grad lovregulert. Det er først ved styrets utarbeidelse og undertegnelse at prosessen er lovregulert.¹²⁰ Prosessen utvikler seg da fra avtaleforhandling til avtaleutforming, og til å bestå av fusjonsplan, informering av ansatte, vedtak i styrene, revisjonsbekreftelser, innkallelse til generalforsamling, vedtak i generalforsamling, kreditorfrist på to måneder og melding til foretaksregistret før en ikrafttredelse.

¹¹⁸ Se pkt. 5.2 og om misbrukspotensialet i Sæbø (1994) s. 149.

¹¹⁹ Se pkt. 3.2.

¹²⁰ Se pkt. 3.2.

Opplysningene skal som nevnt være tilstrekkelig klar, nøyaktig og troverdig.¹²¹ Det innebærer krav til opplysningenes kvalitet, og disse må gi tilstrekkelig grunnlag for å kunne trekke en slutning. Spørsmålet er om kunnskapen som foreligger under forhandlingsfasen er tilstrekkelig klar, nøyaktig og troverdig.

Under forhandlingsfasen begynner selskapene å bli nærmere kjent med hverandre, og kunnskap om hva den andre parten ønsker av forhandlingene forutsettes å være avklart. I tillegg er de generelle forutsetningene for forhandling ofte også klare. Det innebærer at i en forhandlingsfase vil opplysningene som regel være av tilstrekkelig kvalitet. Men nøyaktighet, klarhet og troverdighet vil likevel kunne variere og må vurderes på grunnlag av ulike momenter.

Et forsterkende moment som taler for at forhandlingsfasen fremstår som et viktig stadium for når kunnskap er innsideinformasjon er det faktum at ordlyden kan være ufullstendig, men fortsatt innsideinformasjon. Det er som nevnt ikke nødvendig at opplysningene er fullstendige jf. vphl. § 3 – 2 annet ledd og ordlyden "*indikerer*", og omstendighet trenger heller ikke å være endelig utført jf. "*ventes å ville inntreffe*".¹²² Under forhandlingsfasen er det ofte avtalt midlertidige avtaler, men en endelig avtale mangler. Likevel utpeker forhandlingsfasen seg som et stadium i prosessen der opplysningene begynner å ta form, men mangler noe informasjon for å være fullstendige. Selv om avtale ikke er inngått, tyder mye på at avtale vil inngås etter at forhandlingene har fortsatt en stund. Stadier som undersøkelse, avklaringer og vurdering av kjøpsobjektets tilstand er stadier som allerede er vurdert før forhandlingsfasen, og forhandlingsfasen fremstår som en aksept av de foregående undersøkelser og derfor er det mye som taler for at stadiet kan føre til avtale.¹²³

Forhandlingsfasen i en transaksjonsforhandling består av mange trinn. Det er for eksempel stor forskjell mellom avtaleforhandling og avtaleutforming. Trinnene består igjen av flere små trinn, som gjerne utføres samtidig. Et eksempel på to trinn som kan

¹²¹ Se pkt. 5.2.

¹²² Se pkt. 5.2.

¹²³ Se pkt. 3.2 for behandling av stadier før forhandlingsfasen.

utøves samtidig under avtaleforhandlingen, er undersøkelser kalt due diligens og muntlige forhandlinger mellom selskapene. Ettersom ikke alle trinnene i transaksjonsprosessen er lovregulerte, fører det til at trinnene ikke har noen kronologisk rekkefølge, og vil kunne oppstå på forskjellige tidspunkter i prosessen. Det betyr at det kan være vanskelig å si at forhandlingsfasen alltid gir grunnlag for innsideinformasjon. Når i forhandlingsfasen kunnskapen er innsideinformasjon er også vanskelig å fastsette, da den består av mange forskjellige trinn. Spørsmålet er videre hvilke momenter som kan være med på å påvirke tidspunkt for når kunnskapen er innsideinformasjon under forhandlingsfasen.

Fra praksis har momenter som markedets forventninger¹²⁴, styrets involvering¹²⁵ og klausuler¹²⁶ hatt innvirkning på når kunnskapen anses å være innsideinformasjon. Momentene kan påvirke tidspunkt for når innsideinformasjon oppstår både på et tidligere eller senere stadium enn forhandlingsfasen. De nevnte momentene og andre momenter vil bli drøftet mer utfyllende under i pkt. 6.3.

Selv om man nærmest kan utelukke de tidligere stadiene i en prosess, er ikke det tilstrekkelig til å se forhandlingsfasen som det tidspunkt innsideinformasjon inntreffer. Men en kan etter dette konkludere med at stadiet i prosessen er et svært egnet tidspunkt hvor kunnskapen må anses å være "*presise opplysninger*".

Hvorvidt det foreligger innsideinformasjon vil i praksis ofte vurderes ut fra en helhetsvurdering da flere momenter har relevans for drøftelsen. Når prosessen er så kompleks som den overnevnte er det også nødvendig med en vurdering av helheten. Videre vurderes de enkelte momentene, og deres egenskaper til å påvirke.

¹²⁴ Se pkt. 5.5.2 om vedtaket, *Hydro-statoil-saken*. Nærmere drøftet under pkt. 6.3.2.

¹²⁵ Se pkt. 5.5.3 om kritikkbrev, *ASKO Cat B*. Nærmere drøftet under pkt. 6.3.6.

¹²⁶ Se pkt. 5.5.3 om kritikkbrev, *ASKO Cat B*. Nærmere drøftet under pkt. 6.3.5.

6.3 Momenter i vurderingen av presise opplysninger

6.3.1 Innledning

Vilkåret er ”*presise opplysninger*” og momentene som er av betydning for når vilkåret er oppfylt er markedets forventninger, mangel på vesentlige punkter i avtalen, alternative samarbeidspartnere, klausuler, strategiske beslutninger, forhandlingens lengde, selskapets egen mening og kildens pålitelighet. En viktig vurdering er når det er realistisk mulig at avtale vil bli inngått, vurderingen består av tidligere erfaringer.¹²⁷

Det overordnede spørsmålet er fremdeles når er kunnskapen av en slik kvalitet at det anses å være innsideinformasjon. Formålet med dette punktet er å kartlegge grensedragningen for oppgavens tema. Det sees derfor hen til de momenter som kan påvirke kunnskapstidspunktet, og hvor spekulasjoner utelukkes.¹²⁸ Momentene er egnet til å påvirke tidspunkt for kunnskapen til at innsideinformasjon oppstår tidligere enn ventet, men også senere. I hvilken retning momentene påvirker skal belyses fortløpende.

6.3.2 Markedets forventninger

Med markedets forventninger menes hvilke forventninger og informasjon aktørene har for endringer i markedet.¹²⁹ Markedets forventninger kan grupperes ut fra forutsetningen og grunnlag for de etablerte forventningene. Forventninger kan bestå av mange opplysningskilder, og en nærmere presisering av disse er derfor nødvendig. Jeg har valgt å dele forventninger inn i to grupper: Forventninger basert på generelt grunnlag og forventninger basert på uttalelser fra selskapet.

Generelle forventninger er en form for forventning som er basert på markedets utvikling og om statistikkene er gode eller dårlige. Forekommer det mange fusjoner av selskaper i et tidsrom, kan det tyde på at andre store selskaper tar opp konkurransen og selv fusjonerer. Et annet eksempel er at et selskap kan ha gitt dårlige resultater over en lang

¹²⁷ Se pkt 5.3 om *daimler-saken* og pkt. 5.3 om sak 1/13.

¹²⁸ Se pkt. 4.5 om spekulasjoner og rykter.

¹²⁹ Se pkt. 1.2.1 for definisjon av aktører.

periode, og ut fra de generelle tendenser i markedet kan det gi inntrykk av at selskapet har behov for en fusjon, fisjon eller oppkjøp for å overleve. Det er da snakk om generelle forventninger som ikke bygger på uttalelser fra selskapet selv, men et generelt overblikk i markedet. Denne typen forventninger er nok ikke innsideinformasjon på selvstendig grunnlag. Det har sammenheng med informasjonslikhet og at generelle forventninger bærer preg av å være spekulasjoner.

Av større betydning er markedets forventninger som bygger på uttalelser fra selskapet gjennom rapporter og andre signaler i form av framtidsutsikter og langsiktige mål. Selskap som angir ønskede resultater og rapporter for å innfri disse, vil åpenbart skape grunnlag for at det dannes forventninger i markedet. Angivelser fra selskapet som ikke er resultatbaserte eller av finansiell art kan også føre til markedsforventninger. Informasjon i bruddstykker fra selskapet kan ha samme virkning. Hensynet til informasjonslikhet taler for at opplysninger som er gitt av styret bør kunne tillegges vekt.

Markedets forventninger har nok større relevans for vurderingen av vilkåret om kurspåvirkning enn det har for "*presise opplysninger*". Det har blant annet vært den generelle oppfatning i juridisk teori at markedets forventninger kan styrke vilkåret om "*egnet til å påvirke kursen*".¹³⁰ Til tross for at momentet nok har størst betydning til vilkåret om kurspåvirkning, utelukker ikke det at momentet kan ha betydning for vurdering av "*presise opplysninger*". Kunnskapen vil nok lettere oppfylle kriteriet i vphl. 2-3 annet ledd "*slutning om den mulige påvirkningen*".

Et viktig spørsmål å stille i forbindelse med selskapets rapporteringer om fremtidsønsker og fremtidsplaner, er hvilken vekt forventninger i markedet skal ha når de bygger på fremtidsplaner. Hvorvidt det er realistisk mulig at fremtidsplanene blir satt ut i livet, fremgår sjelden av rapportene. Det betyr at forventningene ikke kan oppfylle kvalitetskravet til opplysningene som følger av vilkåret "*presise opplysninger*". Men er forventningene fulgt opp med detaljerte planer, og estimert tid for gjennomføring kan markedets forventning oppfylle kriteriet til "*presise opplysninger*".

¹³⁰ Se pkt. 4.3 om vilkåret kurspåvirkning og Sæbø (1994) s. 171-172.

Børsstyret har benyttet markedets forventninger som en del av vurderingen for når det oppstår innsideinformasjon vedtak mot Intex, men børsstyret vurdering ble ikke fulgt opp av Børsklagenemnda.¹³¹

Markedets forventninger vil sjeldent alene danne grunnlag for innsideinformasjon. Det er samtidig nødvendig med forbehold om hvor informasjonen kommer fra, hvilken informasjon som er gitt og hvor hyppig eller lenge forventningene har vært til stede. Avvik med hensyn til informasjonslikhet kan også påvirke hvilken vekt momentet vil få i praksis. Det er således et vanskelig moment å ta i betraktning for vurdering av innsideinformasjon.

6.3.3 Mangel på vesentlige punkter i avtalen

Ved avtaleinngåelse må de vesentlige punkter være avklart for at det skal foreligge en avtale. Med vesentlige punkter menes pris, ytelsens karakter og avklart tidspunkt for når oppfyllelse skal skje.¹³² De samme momentene bør være tilstrekkelig avklart for at lovens vilkår om "*presise opplysninger*" skal være oppfylt. Opplysningene kan være presise i lovens forstand selv om de ikke er fullstendige. Denne forståelsen må kunne sees parallelt med avtalens vesentlige punkter, og at de vesentlige punkter ikke må være avklarte for at opplysningene skal kunne være innsideinformasjon. Desto flere vesentlige punkter det er enighet om i avtalen, jo mer realistisk er det at kunnskapen utgjør innsideinformasjon.

I det følgende skal det redegjøres for noen vesentlige punkter og vurderes om de er egnet til å påvirke kunnskapsmengden. De vesentlige punktene som behandles i dette punktet er pris, enighet og god vilje.

Prissetting av salgsobjektet er en sentral del av avtalen. Forhandlingen vil tidlig utvikle seg i riktig retning med tanke på avtale dersom prisen er avklart. Forhandlingene går til syvende og sist ut på å kjøpe et produkt og å få betalt for det. Prissetting fremgår av den grunn som et vesentlig punkt i forhandlingen. Prissetting er også nevnt over som et av

¹³¹ Se pkt. 5.4.

¹³² Jo Hov, *avtalerett*, 3. utgave (Oslo 1993) s. 131.

de vesentlige punkter i en avtale. Børspraksis har lagt mindre vekt på enighet om pris og kommet til at kunnskapen tilsier innsideinformasjon, uten at pris var avklart.¹³³ Samme forståelse er lagt til grunn i dansk rett, om at opplysninger kan være innsideinformasjon selv om et vesentlig forhold som tilbudspris ikke er fastsatt.¹³⁴

Det fremstår likevel naturlig at det er mer realistisk at en forhandling hvor prisen er avklart tidlig vil lede til at en avtale inngås, versus en forhandling der prissetting skjer senere i prosessen. Avtalt pris vil også ha betydning dersom forhandlingene har pågått lenge. I utgangspunktet vil lange forhandlinger indikere manglende enighet, men dersom prisen er avklart kan betydningen av lange forhandlinger få mindre vekt.¹³⁵ Det har sammenheng med at uenighet angående pris av produktet ofte vil medføre at forhandlinger blir brutt, motsatt vil enighet om pris signalisere et ønske om å inngå avtale.

Manglende prisfastsettelse er etter dette ikke av avgjørende betydning for om det foreligger innsideinformasjon dersom andre viktige momenter er avklart. Selv om mangel på prisfastsettelse ikke nødvendigvis er av betydning, kan pris være av betydning for spørsmålet om kunnskapen er "*presise opplysninger*". Avtalt pris taler i retning av at personen som innehar kunnskap, har en kunnskapsmengde som går under definisjonen innsideinformasjon. Pris signaliserer nøyaktighet og kvalitet på opplysningene, som igjen bidrar til at vilkåret "*presise opplysninger*" er innfridd. Momentet er så sterkt at det kan i en konkret vurdering ut fra omstendighetene ellers være egnet til å utgjøre innsideinformasjon alene. Er prisen avtalt vil andre momenter kunne forsterke at det foreligger innsideinformasjon.

Et annet moment av betydning er om det ligger til grunn en felles enighet mellom partene, og om det er god vilje i forhandlingene. En transaksjonsforhandling går ut på å komme frem til en enighet for så å gjøre bindende avtale. Enighet er avgjørende for om det blir en avtale, men også et sentralt moment i vurderingen av om kunnskapen om

¹³³ Se pkt. 5.5.2 om *Fast Search-saken*.

¹³⁴ UfR 1999.513 ØLD. og Krüger Andersen (2011) s. 362.

¹³⁵ Se pkt. 6.3.7 om forhandlingens lengde.

forhandlingene er innsideinformasjon. En samstemt tone vil bidra til lettere forhandlingsmøter ettersom det da vil være mindre å diskutere.

Vedtak mot Intex illustrerer hvilken vekt enighet og god vilje har for når kunnskapen er innsideinformasjon. Børsstyret bemerket at det ikke er nødvendig at direkte konkrete konsekvenser av avtalen beskrives. Intensjon og god vilje vil kunne være innsideinformasjon etter en konkret vurdering.¹³⁶

Det bør bemerkes at selv om enighet og god vilje er tilstede under forhandlingene, er det alltid mulig at nye ødeleggende og graverende opplysninger kommer frem. Denne faren er tilstede så lenge forhandlinger pågår. På den annen side er enighet et sterkt signal for at tidspunktet for avtaleinngåelse nærmer seg, og at det er realistisk at transaksjonsforhandling resulterer i oppkjøp, fusjon eller fisjon. Manglende prisavklaring kan erstattes av enighet og god vilje.

Det foreligger ingen tidligere avgjørelser som kun har lagt vekt på momentet enighet og god vilje ved vurdering av om opplysningene utgjorde innsideinformasjon. Enighet og god vilje fikk ingen vekt av Børsklagenemnda. Det taler for at momentet alene ikke kan tillegges for stor vekt. Likevel er det på det rene at enighet vil forsterke de allerede avklarte momentene, og trekke i retning av å være innsideinformasjon. Det er heller ikke tvilsomt at enighet kan virke inn på når opplysningene er innsideinformasjon.

6.3.4 Alternative samarbeidspartnere og metoder

En forhandling som inneholder flere alternativer, både i form av alternativ samarbeidsmetode og alternativ samarbeidspartnere, vil automatisk kunne føre til usikkerhet om hvorvidt forhandlingene vil føre til en avtale.

Med alternative samarbeidspartnere menes flere ulike kandidater som alle er aktuelle i utføringen av en transaksjonsforhandling. Et eksempel kan være at et selskap lenge har vært på utkikk etter å ekspandere og har i denne prosessen fått kontakt med flere

¹³⁶ *Intex-saken* pkt. 8.1 s. 14.

selskaper som er interessante å kjøpe opp. Etter hvert som prosessen tilspisses vil alternativene bli færre. Men selv om en forhandlingsfase er startet, behøver ikke det å bety at alle andre alternativer må være ute av bildet, da forhandlingsfasen ikke representerer en avtale.

Til tross for at det er mulig å ha flere alternative samarbeidspartnere kan det settes spørsmål til hvordan alternative samarbeidspartnere påvirker opplysningene. Spørsmålet har vært besvart i begge retninger. Børsstyret vurderte i *Intex-saken* at selv om Intex holdt flere selskaper varme, var ikke det til hinder for at informasjon ble ansett som innsideinformasjon.¹³⁷ Børsklagenemnda i samme sak kom derimot til motsatt konklusjon og brukte alternative samarbeidspartnere som en del av usikkerhetsmomentet i vurderingen.

Mens alternative samarbeidsmetoder går ofte på alternative finansieringsmetoder eller valg av avtaleform. Denne type alternativer er mer aktuell når det er snakk om oppkjøp og emisjon enn når de dreier seg om fusjon og fisjon. Betydningen av alternative samarbeidsmetoder har også vært vurdert i praksis, blant annet i *Fast Search-saken* og *Norwegian*.¹³⁸ Samme vurdering kan leses ut av CESRs vurdering av flere alternative valg, og hvor ekspertgruppen uttalte at "*a piece of information could be considered as precise even if it refers to matters or events that could be alternatives*".¹³⁹

Generell oppfatning i praksis er etter dette at alternativer, uansett om det er i form av parter eller metoder, ikke automatisk vil føre til at det ikke foreligger innsideinformasjon. Likevel er det på det rene at flere ulike alternativer ikke taler for innsideinformasjon. Til tross for at en ikke kan utelukke innsideinformasjon på grunnlag av alternative valg. Hvert alternativ må vurderes individuelt. Det må også vurderes hvorvidt opplysningene er av en viss kvalitet og om det er mulig å vurdere om det er realistisk at en transaksjonsforhandling gjennomføres.

¹³⁷ Se pkt. 5.5.2 ovenfor om *Intex-saken* og sak 1/13.

¹³⁸ Se pkt. 5.5.2 ovenfor om *Fast Search-saken* og pkt. 5.4.3 om *Norwegian*.

¹³⁹ CESR/06-562 pkt. 1.7.

6.3.5 Betydning av forbehold og klausuler

Under enhver forhandling har begge parter adgang til å komme med ønskede klausuler for en eventuell avtale. Klausulene kan forhandles om før endelig avtale blir signert. Spørsmålet er om hvilken betydning det har at det er uenighet rundt en klausul som en av partene ønsker å ha med i avtalen.

Klausul er en betegnelse på et vilkår i en kontrakt. Det som skiller en klausul fra andre vilkår, er at den fremstår som en betingelse eller et forbehold for at kontrakten skal gå i orden. Foreligger det ikke enighet om klausulen, er det sjelden grunnlag for å signere kontrakten. Klausuler kan sammenlignes med andre vesentlige punkter i avtalen som nevnt i pkt. 6.3.2. Et eksempel på en klausul er en konkurranseklausul som kan gå ut på konkurranseforbud over en viss periode etter at transaksjonen er gjennomført.¹⁴⁰

Børsstyret har kommentert betydningen av en exit-klausul i forbindelse med kritikkbrevet sendt til *ASKO Cat. B*.¹⁴¹ ASKO fremholdt overfor børsen at avtalen som var fremlagt av Statoil inneholdt en exit-klausul som ikke kunne godtas. Exit-klausulen måtte derfor påvirke tidspunkt for når kunnskapen var innsideinformasjon. Det fremgikk av brevet at Oslo Børs under tvil tok klausulen til etterretning.¹⁴² Det betyr at forbehold i form av klausuler ikke bør ilegges for stor vekt i vurderingen av om det foreligger innsideinformasjon, og en bør være skeptisk til å legge vekt på uenighet rundt en klausul.

Klausuler kan som nevnt sammenlignes med vesentlige punkter i avtalen. Til tross for at vesentlige punkter i avtalen ikke har vært reelt forhandlet om eller avklarte, har ikke det hindret at opplysningene kunne være innsideinformasjon. Det må forstås som at uenighet om en klausul ikke uten videre fører til at informasjon ikke kan være innsideinformasjon. Likevel er en klausul egnet til å skape usikkerhet om hvorvidt

¹⁴⁰ Aabø-Evensen (2011) s. 180.

¹⁴¹ Se pkt. 5.5.3 ovenfor om *ASKO Cat B*.

¹⁴² *ASKO Cat B*, pkt. 4.1.2.1 s. 71.

partene vil komme til enighet. Usikkerheten vil variere ut fra type klausul, og hvor viktig den er for selskapet som har fremlagt klausulen.

Dersom det er uenighet rundt flere vesentlige punkter i avtalen, og et selskap har flere samarbeidspartnere, er det mye som taler for at opplysningene ikke er "*presise opplysninger*". På den annen side er det kun uenighet om klausul og andre punkter er avklarte, taler det i større grad for at det er innsideinformasjon, enn at det ikke er det. Forbehold i form av klausuler bør ikke tillegges selvstendig vekt.

6.3.6 *Strategiske beslutninger*

Strategiske beslutninger kan fattes på forskjellige nivåer i selskapet, og de strategiske beslutningene som vurderes i det følgende er beslutninger på styrenivå. Med strategiske beslutninger mener jeg bevisst planlegging for å oppnå et ønsket resultat.

Børsstyret har kommentert strategiske beslutningers betydning i flere saker, og i samtlige av disse har strategiske beslutninger vært et sentralt moment for om det forelå innsideinformasjon.¹⁴³

En god strategi vil øke muligheten for at en avtale inngås, noe som taler for at en strategisk beslutning bør tillegges vekt som moment. Forsterkende er det faktum at beslutningen treffes på styrenivå. Beslutninger på høyere nivå vil øke sikkerheten rundt forhandlingene, og informasjonen vil raskt fremstå som "*presise opplysninger*". Det henger sammen med styrets forholdsmessige posisjon og innflytelse i selskapet. At et styre er involvert i en forhandling indikerer ønske om samarbeid og god vilje, ettersom hele styret sjelden kommer inn i bildet før det er nødvendig.

I denne sammenhengen kan også informasjonsflyt innad og utad i selskapet vurderes som et moment sammen med strategiske beslutninger. Informasjonsflyten internt i et selskap vil være av betydning for vurderingen av innsideinformasjon. Jo flere personer

¹⁴³ Se blant annet pkt. 5.5.2 om *Fast Search-saken*, *Hydro-statoil-saken* ovenfor og pkt. 5.5.3 om *Norwegian* og *ASKO Cat B*.

som blir involvert og informert om prosesser, jo mer taler det for at informasjon er innsideinformasjon. I Hydro-statoil-saken la børsstyret vekt på at hovedeier, Staten ble informert. Når selskapet informerer sin største eier, tolkes det som at prosessen er kommet så langt at opplysningene er presise.¹⁴⁴

Av dette kan en utlede at en strategisk beslutning og involvering av eksterne og interne parter har selvstendig betydning for når innsideinformasjon oppstår. En transaksjonsforhandling med styrene og store eiere nært knyttet opp mot forhandlingene signaliserer reell forhandling, og gir grunnlag for en oppfatning av realistisk mulighet.

6.3.7 Forhandlingens lengde

Forhandlingens lengde er et annet moment som kan virke inn på når kunnskap om transaksjonsforhandling er innsideinformasjon. Med forhandlingens lengde menes hvor lenge en forhandling har pågått siden første kontakt til endelig avtale.

Børsen har vurdert forhandlingens lengde som et av flere momenter i Norsk Hydro og Statoil.¹⁴⁵ Sentrale momenter som ble vurdert i vedtaket sammen med varighet var styrets tilslutning og markedets forventninger.

En langvarig forhandling kan indikere flere ting. For det første kan lange forhandlinger indikere mangel på enighet og vanskelige problemstillinger. Desto flere punkter i avtalen det er uenighet om, jo lengre tid det vil ta før endelig avtale inngås. På en annen side vil lange forhandlinger også kunne signalisere enighet og ønske om samarbeid. Med det mener jeg at lange forhandlinger kan ha ført til enighet om mange og viktige punkter til tross for at noen gjenstår. Da det har vært akseptert i praksis at selv om viktige punkter gjenstår å vurdere, så har de allerede avklarte viktige punktene signalisert innsideinformasjon.¹⁴⁶ Men lange forhandlinger behøver ikke å gi positive resultater eller føre til endelig avtale. Forhandlingens lengde kan være begrunnet i stor enighet på

¹⁴⁴ Se pkt. 5.5.2 om *Hydro-statoil-saken*.

¹⁴⁵ Se pkt. 5.5.2 ovenfor om *Hydro-statoil-saken*.

¹⁴⁶ Se pkt. 6.3.3.

alle punkter som til slutt likevel ender med at forhandlingen avsluttes. Blir man kun enig om de store linjene, kan problemer fortsatt oppstå senere.

Hvor lenge forhandlingene pågår fremstår som et moment som *kan* påvirke tidspunktet for når innsideinformasjon oppstår. Det er likevel vanskelig å sette opp noen standard for hvilken betydning momentet har. Momentet har ingen selvstendig vekt for vurderingen, men kan påvirke sammen med andre momenter som blant annet markedets forventninger, styrets involvering og enighet generelt. Det betyr at lange forhandlinger vekt som moment er svært varierende, hver enkelt tilfelle må vurderes av aktørene. En generalisering av momentet er ikke mulig. Forhandlingens lengde kan påvirke tidspunktet for når kunnskap er innsideinformasjon, så lenge andre momenter støtter opp om dette.

6.3.8 *Selskapets egne meninger om tidspunktet*

Innsideinformasjon er et spørsmål om når utøverne eller andre som har mottatt informasjon om påløpende omstendighet har tilstrekkelig kunnskap om denne til å kunne trekke en slutning om den realistiske mulighet for oppfyllelse og kurseffekt, og da konkludere med at kunnskapen er innsideinformasjon. I denne oppgaven er det partene i forhandlingen som er av relevans for drøftelsene. Den beste til å vurdere akkurat dette spørsmålet er opplagt utøverne selv. Dette har Oslo Børs uttalt i forbindelse med børssirkulære 3/2005.¹⁴⁷ Børsen mente at det må være selskapet selv som tar den beste vurderingen om noe med "*rimelig grunn*" kan ventes å inntreffe, eller om det bare er snakk om spekulasjoner.

Selskapets egne meninger om spørsmålet er enkelt og greit deres vurdering og tanker om kunnskapsmengden de innehar på det aktuelle tidspunktet spørsmålet refererer til. For at selskapets mening skal kunne vurderes, må det ha et talerør for sine meninger. I forbindelse med vedtak som fattes av børsstyret, bygger vedtaket på selskapenes versjoner av hele hendelsesforløpet, samt all dokumentasjon som kan legges frem. Under en slik granskning av all aktuell informasjon vil som regel Oslo Børs spørre om

¹⁴⁷ Børssirkulære 3/2005 s. 7.

når *de* anså kunnskapen om transaksjonen for å være innsideinformasjon. Et annet talerør som skal vurderes lenger ned i dette punktet, er om oppfylte plikter som utløses som følge av innsideinformasjon er en indikasjon på tidspunktet selskapet anså kunnskapen sin som innsideinformasjon.

Et børsnotert selskap har både rettigheter og plikter overfor Oslo Børs og andre aktører i markedet. Selskaper må til enhver tid overholde sine plikter for at markedet skal fungere. Dette pliktforholdet gir inntrykk av at selskapers vurdering er troverdig, og er et moment av betydning som kan påvirke tidspunktet. I *Intex-saken* var selskapets mening en del av grunnlaget for børsstyres vedtak.¹⁴⁸ Intex ble bedt om å svare på spørsmålet om når de anså informasjonen som innsideinformasjon i forbindelse med forhandlingene, men i følge selskapet var svaret bygget på en misforståelse. Selv om deres uttalelse ikke fikk noen avgjørende vekt for vedtaket, var deres første uttalelse lagt med som et av mange momenter for at det forelå innsideinformasjon før signering av avtalen. Også i *Fast Search* var selskapets egne vurderinger med som moment i den totale bedømmelsen.¹⁴⁹ Børsklagenemnda i sak 1/13¹⁵⁰ ga tydelig uttrykk for at momentet ikke kunne tillegges vekt i vurderingen, og at misforståelser ikke er egnet som moment i den totale bedømmelsen. Men Børsklagenemnda har i samme sak lagt vekt på Intex egne meninger og erfaringer om tidligere forhandlinger. I den forbindelse nevnes Intex dårlige erfaringer til å slutføre forhandlingene med andre parter, og denne erfaringen gir grunnlag for en usikkerhet til om avtale er innsideinformasjon før signering.

Selskapets interesse er å beskytte seg selv. Skulle det foreligge innsideinformasjon tidligere enn det selskapet har meldt om vil det kunne være til skade for selskapet. Med skade menes overtredelsesgebyr, men også andre aktørers tillit til selskapet og deres aksjer. Usikkerhet om hvorvidt et selskap snakker sant om tidspunktet kan også påvirke tilliten til verdipapirmarkedet dersom selskapets mening får for stor vekt for vurdering av tidspunktet. Tillit er som nevnt et svært viktig hensyn i reglene om innsidehandel og reguleringen av innsideinformasjon, men også for at verdipapirmarked skal fungere

¹⁴⁸ Se pkt. 5.5.2 ovenfor om *Intex-saken*.

¹⁴⁹ Se pkt. 5.5.2 ovenfor om *Fast Search-saken*.

¹⁵⁰ Se pkt. 5.5.2 ovenfor om sak 1/13, *Intex*.

godt. Det har også sammenheng med at selskapets vurdering er et generelt uttrykk for hvilket tidspunkt de anser informasjonen som innsideinformasjon, mens loven stiller klare vilkår for hva som er "*presise opplysninger*". Det er ikke selvsagt at en generell vurdering fra selskapet har tatt alle vilkårene i betraktning for sin vurdering.

Det vil fremstå som betenkelig å tillegge momentet selskapets egen mening for stor vekt i en helhetsvurdering. Mye taler for at momentet ikke har noen selvstendig betydning. Momentet har heller ikke stor betydning sammen med andre momenter, men fungerer bedre som et ekstra moment å vise til når tidspunktet allerede er avklart. Det bør ikke legges ukritisk til grunn, men nøye vurderes opp mot andre momenter.

Som nevnt innledningsvis er det også et spørsmål om hvilken betydning det skal få for spørsmålet innsideinformasjon at selskapet oppfyller sine plikter som følge av innsideinformasjon. Plikter som gjør seg gjeldende i forbindelse med innsideinformasjon er oppramset i pkt. 4.6. For og nevnte noen av pliktene, føring av lister over personer med tilgang til innsideinformasjon, informasjonsplikt og utsettelse av offentliggjøringen. Spørsmålet beror på hvorvidt tiltak av selskapet må anses som en erkjennelse av innsideinformasjon.

Formålet med verdipapirhandelloven er at markedet skal være velfungerende, og det opprettholdes gjennom sikker, ordnet og effektiv regulering.¹⁵¹ Reglene om føring av innsiderlister, informasjonsplikt og utsettelse av informasjonsplikten er alle regler som bidrar til slik regulering. Det er klart at disse reglene må følges *når* kunnskapen er innsideinformasjon, men lovgiver har ikke lagt noen føringer som gjør det forbudt å være føre var og innfri reglene før det eventuelt er snakk om innsideinformasjon. Det betyr at selv om et selskap fører lister etter reglene, betyr ikke det automatisk at informasjonen som er gitt personene på listen er innsideinformasjon. Listene har andre effekter overfor markedet og personer som har fått tilgang til informasjon ved at det for det første signaliserer informasjonens viktighet. Et annet formål er at selskapet til enhver tid har oversikt over hvem som vet noe om omstendighet, og dersom kunnskapen utvikler seg til å bli innsideinformasjon er det lettere å ha en oversikt. Mange selskaper vil nok velge å føre lister da det er svært utfordrende å angi spesifikt

¹⁵¹ Se pkt. 4.2 ovenfor.

tidspunkt for innsideinformasjon. Børsklagenemnda sak 1/13 har også oppfordret til tidlig og god dialog med Oslo Børs da spørsmålet har mange vanskelig grensedragninger.¹⁵²

Det at et selskap ser behov for å føre lister kan indikere at selskapet selv tror det er realistisk mulig at kunnskap er innsideinformasjon. Det er likevel ikke tilstrekkelig til å konkludere med at det *er* innsideinformasjon. Det vil fremstå som lite rimelig å straffe de selskapene som er føre var og oppfyller pliktene som følger av regelverket. Derfor bør ikke dette benyttes som et moment i vurdering av kunnskapen og ”*presise opplysninger*”.

6.4.9 Kildens pålitelighet

Kildens pålitelighet fremgår som et sentralt moment, da presise opplysninger tar avstand fra rykter og spekulasjoner. Kilden til informasjonen vil helt klart gi en pekepinn på hvor troverdig informasjonen er, og i så måte ha betydning for dens presise karakter, det er også lagt til grunn i rundskriv fra finanstilsynet.¹⁵³ Det samme er lagt til grunn i rettspraksis.¹⁵⁴ Lagmannsretten la vekt på at opplysningene kom fra en sentralkilde, en innflytelsesrik person i det overtakende selskapet. Sentrale aktører er derfor av betydning for kildens pålitelighet.

Kildens pålitelighet har betydning for når kunnskap anses som innsideinformasjon. I denne oppgaven er det kunnskapen til de som utfører transaksjonsforhandlingen som står sentralt. Spørsmålet om pålitelig kilde vil ikke settes på spissen, men nevnes for oversiktens skyld.

¹⁵² Sak 1/13 s. 30.

¹⁵³ Rundskriv nr. 28 s. 8.

¹⁵⁴ Rt. 2006 s. 1049, lagmannsrettens dom LF-2005-152787 (*Sense-saken*)

6.4 Enkelte stadier som er egnet til å utgjøre innsideinformasjon

6.4.1 Innledning

Frem til nå er det redegjort for de ulike momentene som sammen, men også selvstendig kan utgjøre innsideinformasjon. I dette punktet skal jeg se nærmere på enkelte trinn i en transaksjonsforhandling. Med trinn mener jeg avtaler og undersøkelser, men også lovpålagte krav. Videre skal jeg vurdere om de enkelte trinn er egnet i seg selv til å utgjøre kunnskap som er innsideinformasjon. Denne vurderingen gjøres på bakgrunn av avgjørelsen i *Daimler-saken*, som bekrefter at et enkelt trinn kan utgjøre innsideinformasjon.¹⁵⁵ Trinnene som skal vurderes er konfidensialitetsavtale, intensjonsavtale, due diligence og generalforsamling.

6.4.2 Konfidensialitetsavtale

Konfidensialitetsavtale, også kalt non disclosure agreement (NDA) er en form for taushetserklæring. Konfidensialitetsavtale signeres ofte i sammenheng med due diligence av målselskapet. Bakgrunnen for denne type avtaler er at en ønsker å forplikte den andre parten til konfidensialitet om kontaktene og informasjonen han får. Dette er en viktig avtale for selskapene, for å unngå lekkasje.

En konfidensialitetsavtale fremstår ikke som nødvendig å signere før selskapene er kommet til et stadium i transaksjonsforhandlingene, hvor den andre parten virker så interessant at en ønsker å gi den større tilgang til selskapets informasjon. Avtalen bidrar i denne sammenheng til å opprettholde tillit mellom selskapene, og redusere risikoen for at en tilfeldig tredjepart får tak i informasjon om selskapet. Avtalen har også flere gode formål for seg. Det følger nemlig av vphl. § 3-5 annet ledd at personer som er gitt tilgang til innsideinformasjon skal bli kjent med det ansvar som er forbundet med innsideinformasjon. Konfidensialitetsavtalen bidrar til å oppfylle plikten som følger av vphl. § 3-5 annet ledd.

¹⁵⁵ Se pkt. 5.3 ovenfor om *Daimler-saken*.

Tidspunkt for når en konfidensialitetsavtale signeres varierer, det betyr at denne type avtale kan signeres før forhandlingsfasen.¹⁵⁶ Selv om det mest naturlige er nok at avtalen signeres i denne fasen. Sammen med konfidensialitetsavtale kan det også inngås en stand-still avtale, som gjør at partene ikke kan foreta andre transaksjoner før denne er gjennomført.

Av de vurderinger som er foretatt over er det mye som signaliserer at denne type avtale påvirker kunnskapen til å være innsideinformasjon. Det forekommer også praksis som bekrefter denne forståelsen av konfidensialitetsavtalens betydning for innsideinformasjon. I *Fast Search-saken* ble informasjonsplikten ansett å inntreffe senest i forbindelse med inngått non-disclosure agreement.¹⁵⁷ I saken forelå innsideinformasjon før reell forhandling var startet, men en konfidensialitetsavtale var allerede signert. På en annen side bør en vurdere om et ønske om en trygg og sikker forhandlingsprosess i seg selv skal være grunnlag for å si at konfidensialitetsavtaler påvirker innsideinformasjon. Spørsmål som gjør seg gjeldende i denne sammenheng er om en så liten terskel for å inngå konfidensialitetsavtale bør tillegges så stor vekt. Vurderingen bør nok ikke bero på hva terskelen er for at denne avtalen inngås, men på avtalens innhold. Konfidensialitetsavtaler er selvstendig egnet som et stadium i en transaksjonsforhandling for å påvirke tidspunkt for innsideinformasjon, men har nok størst effekt sammen med andre momenter.

6.4.3 Intensjonsavtale

Intensjonsavtale eller Memorandum of Understanding (MoU) er en avtale som beskriver partenes hensikt og regulerer et mulig samarbeide. Intensjonsavtale er ikke rettslig bindende i motsetning til den endelige kontrakten, men en intensjonsavtale kan binde partene til prosessen som fremgår av avtalen. Denne type avtaler inngås med hensikt å komme frem til en endelig og bindende avtale. I tillegg til at innholdet består av selve intensjonen, bør det fremgå noen premisser for videre forhandling, et eksempel på premisser er tidsrommet for forhandlingene. Intensjonsavtale vil klart være med å signalisere en påfølgende avtaleinngåelse, selv om partene ikke er bundet til å betale.

¹⁵⁶ Se pkt. 6.2 ovenfor om forhandlingsfasen.

¹⁵⁷ Se pkt. 5.5.2 ovenfor om *Fast Search-saken*.

Intensjonsavtalers formål taler i retning av å ha selvstendig betydning som et trinn som er innsideinformasjon. Gir avtalens innhold uttrykk for reell enighet mellom partene taler også det for at dette trinnet er egnet til å være innsideinformasjon.

Annen myndigheters praksis er nok av samme oppfatning, da Børsklagenemnda kom til at innsideinformasjon først forelå i nær tilknytning til signeringstidspunktet av MoU.¹⁵⁸ Eldre praksis fra Børsklagenemnda har også vært av samme oppfatning.¹⁵⁹ Det betyr at vedtaket signaliserer at forhandling om en intensjonsavtale også kan være innsideinformasjon. En må kunne konkludere ut fra dette at intensjonsavtale i alle fall er innsideinformasjon. For oppkjøp har vennligsinnede oppkjøp som involverer styret samme effekt som intensjonsavtale.

6.4.4 *Due diligence*

Due diligence betyr aktsomhet på norsk, due diligence undersøkelse er kjøperens systematiske gjennomgang av målselskapets virksomhet for å identifisere risikoen knyttet til virksomheten. Gjennomgangen vil bestå av selskapets finansielle, juridiske, skattemessige og kommersielle forhold, i det hele varierer gjennomgangen mye i praksis.¹⁶⁰

I det følgende fokuseres det på juridisk due diligence undersøkelse og avgrenser mot kjøpers due diligence. Det betyr at en mer generelle due diligence allerede er foretatt. Informasjon om ledelsen er viktig under denne undersøkelsen, for å finne ut om transaksjonen er levedyktig.¹⁶¹ Typiske emner en slik undersøkelse gjør rede for er forretningsforståelse, protokoller fra tidligere styremøter og generalforsamlinger, oppsigelsesadgang, avtaler som er inngått, offentlige tillatelser, tvister, lovovertridelser og faste eiendommer. Når denne type juridisk informasjon er nødvendig taler det mye for at kunnskap allerede er innsideinformasjon.

¹⁵⁸ Se pkt. 5.5.2.

¹⁵⁹ Se Børsklagenemnd sak 1/89, *Hydro-DnC*, Børsklagenemnd sak 1/90, *Aker-veidekke*, Børsklagenemnd sak 1/96, *Vital* og Børsklagenemnd sak 1/98, *Brøvig offshore*.

¹⁶⁰ Aabø-Evensen (2011) s. 1408.

¹⁶¹ Aabø-Evensen (2011) s. 666.

En due diligence undersøkelse vil kunne medføre konsekvenser for forhandlingene, da ny informasjon og funn kan påvirke forhandlingene. Hvilken konsekvens en undersøkelse får beror på hvordan prosessen er lagt opp, og hva som er avtalt på forhånd.¹⁶² Selv om undersøkelsen i seg selv oppfyller kravet til innsideinformasjon, står ikke det i veien for at selskapet kan trekke seg fra forhandlingene etter en due diligence. Det beror forøvrig på hva som er avtalt forut for undersøkelsen.

I *Fast Search-saken* ble due diligence undersøkelsen nevnt som et moment for at det forelå innsideinformasjon.¹⁶³ I juridisk teori har undersøkelser i form av due diligence vært ansett å være innsideinformasjon.¹⁶⁴

I de fleste tilfeller vil en due diligence ha størst betydning for hvilken pris kjøpet skal representere. Kjøper kan ønske et prisavslag eller deponering av kjøpesum etter fullført undersøkelse. Som tidligere nevnt har prissetting stor betydning for om informasjonen er innsideinformasjon, men minimal betydning for vurdering om det ikke er avtalt pris. En juridisk due diligence undersøkelse kan etter dette ikke utelukkes å være egnet til å påvirke tidspunkt for innsideinformasjon. Et selskap som er uten interesse ville ikke fått tilgang til denne type sensitiv informasjon, noe som taler for at undersøkelsen indikerer innsideinformasjon. I de fleste tilfeller vil en due diligence utløse plikter som følge av at en sitter med kunnskap som anses som innsideinformasjon.

6.4.5 *Generalforsamling*

Generalforsamling er påkrevd både ved oppkjøp, fusjon og fisjon. Generalforsamling representerer de prosesser i forbindelse med en transaksjonsforhandling som er strengt lovregulert. En transaksjonsforhandling kan ikke gjennomføres uten samtykke av generalforsamlingen. Styrene skal i forbindelse med fusjon blant annet i fellesskap utarbeide forslag om fusjonsavtalen, og som skal representeres på generalforsamlingen jf. asl./asal. § 13-3.

¹⁶² Aabø-Evensen (2011) s. 725.

¹⁶³ Se pkt. 5.5.2.

¹⁶⁴ Bergo (2011) s. 109.

At transaksjonsforhandlinger er bundet av generalforsamlingens tilslutning, er uten betydning for når innsideinformasjon oppstår.¹⁶⁵ Innsideinformasjon kan oppstå før styrets behandling, men dersom det ikke er tilfellet må generalforsamlingen anses som det seneste tidspunktet for når innsideinformasjon oppstår.

6.5 Bemerkninger

Oppgaven har tatt for seg spørsmålet: Når oppstår innsideinformasjon i en transaksjonsforhandling. Spørsmålet gir inntrykk av en tidsakse fra start til slutt i en transaksjonsprosess hvor svaret består av en konkret plassering i denne tidsaksen for når innsideinformasjon oppstår. Etter en gjennomgang av rettskildene på område og vurdering av de forskjellige momentene fremstår problemstillingen som et annet spørsmål, nemlig hvilken kunnskap er innsideinformasjon. Svaret for oppgaven beror ikke på når, men hvilken faktisk kunnskap utøverne har i hende.

Fremstillingen i oppgaven har videre tatt for seg innsideinformasjon i en transaksjonsforhandling. Gjennom en vurdering av trinnvis prosessen som helhet og av enkelte trinn alene. Vurderingene er begrunnet i vilkåret "*presise opplysninger*". Det kan være nødvendig å stille spørsmål om hvorvidt det er hensiktsmessig å kun se "*presise opplysninger*" for seg selv. Særlig viktig er dette spørsmålet etter at Børsklagenemnda sak 1/13 legger så stor vekt på en sannsynlighetsovervekt ved besvarelsen av spørsmål om når innsideinformasjon oppsto. Det bør presiseres at kravet til "*presise opplysninger*" er et selvstendig vilkår, som skal oppfylles uavhengig av de andre kravene. Det er klart at vilkårene kan virke inn på hverandre, men det betyr ikke at vilkårene skal leses sammen. Metodisk i oppgaven har det vært nødvendig å se på "*presise opplysninger*" for seg selv for å kunne besvare det sentrale spørsmålet.

Videre vil det bli spennende å se hvilken betydning vurderingen "*realistisk mulighet*" og kravet til kurspåvirkende effekt vil få i fremtiden etter *Daimler-saken* og *Børsklagenemnda sak 1/13*.

¹⁶⁵ Knut Bergo, *Børs- og verdipapirrett*, 3.utgave (Oslo 2011) s. 107.

8. LITTERATURLISTE

BØKER

- ANDENÆS (2006) Andenæs, Mads Henry, *Aksjeselskaper & Allmennaksjeselskaper* (Oslo 2006).
- ANDERSEN M.FL (2011) Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, *Børsretten II* 4. Utgave (Århus 2011)
- BECHMANN M.FL (2004) Tor Bechmann, Knut Bergo, Jan Bjørnsen, Per Anders Sæhle og Kjersti Tøggård Trøbråten, *Verdipapirhandelloven. Kommentartutgaven* (Oslo 2002).
- BERGO (2011) Bergo, Knut, *Børs- og verdipapirrett* 3. utgave, 4 opplag (Oslo 2011).
- ECKHOFF (2001) Eckhoff, Torstein, *Rettskildelære* 5. utgave (Oslo 2001).
- HAGLAND (2012) Hagland, Birgitte, *Erstatningsbetingende medvirkning* (Oslo 2012)
- HOV (1993) Hov, Jo, *avtalerett* 3. utgave (Oslo 1993)
- KRÜGER ANDERSEN (2011) Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, *Børsretten II*, Notering, opplysningsplikt, overtagelsestilbud og markedsmisbrug 4. utgave (Danmark 2011)

- REED (1996) Reed, Bjørn Gabriel, *Straffbar innsidehandel, Verdipapirhandelens bestemmelser om misbruk av fortrolig informasjon* (Oslo 1996)
- SANDEBERG (2007) Catarina af Sandeberg, Sevenius, Robert (red), *Börsrätt* (Poland 2007)
- SEJERSTED (2011) Sejersted, Fredrik, Finn Arnesen, Ole-Andreas Rognstad, Sten Foyn og Olav Kolstad, *EØS-rett* 3.utgave (Oslo 2011).
- SÆBØ (1994) Sæbø, Rune, *Innsidehandel med verdipapir* 1. utgave (Bergen 1994)
- WOXHOLTH (2012) Woxholth, Geir, *Selskapsretten* 4.utgave (Oslo 2012)
- AABØ – EVENSEN Aabø-Evensen, Ole Kristian, *Om oppkjøp av selskaper og virksomhet, en praktisk tilnærming til prosessene, verktøyene og eksemplene* (Oslo 2011)
- AARBAKKE M.FL (2004) Magnus Aarbakke, Asle Aarbakke, Gudmund Knudsen, Tone Ofstad og Jan Skåre, *Aksjeloven og allmennaksjeloven med kommentarer* 3. utgave (Oslo 2012)

ARTIKLER

- KNUTSEN (2006) Knutsen, Sverre Finansiell stabilitet og velfungerende markeder? – Finanstilsyn etter det nyliberale skiftet, i Erfaringer og utfordringer – festskrift for Kredittilsynet, Oslo 2006: 27

GRAVIR (2005)

Gravir, Gaute, "Implementeringen av EUs
markedsmisbruksdirektiv" *Tidsskrift for
forretningsjus*, 1/2005 s. 97 – 116

SVEDBERG (2007)

Svedberg, Johan, "Begrepet innsideinformasjon",
Tidsskrift for Forretningsjus, 2/2007 s. 117-163

ANNET

MICHAELSEN

Michaelsen, André, www.rechtsdata.no

9. REGISTRE

9.1 Lover

- asl. Lov om aksjeselskaper av 13. juni 1997 nr. 44. (aksjeloven)
- asal. Lov om allmennaksjeselskaper av 13. juni 1997 nr. 45.
(allmennaksjeloven)
- børsloven. Lov om regulerte markeder av 29. juni 2007 nr. 74. (børsloven)
- offentleglova. Lov om rett til innsyn i dokument i offentlig verksemd av 19. mai
2006 nr. 16. (offentleglova)
- vphl. Lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 nr.
75. (verdipapirhandelloven)

9.2 Direktiver

Rdir. 89/592 af 13. november 1989 om samordning af retsforskrifterne vedrørende insider-handel

EP/Rdir. 2003/6/EF, of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) /Europaparlamentet og Rådets direktiv 2003/6/EF av 28. januar 2003 om innsidehandel og markedsmisbruk (markedsmisbruksdirektivet eller MAD)

Kdir. 2003/124/EF, of 22 December 2003, implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation./ Kommisjonsdirektiv 2003/124/EF av 22. desember 2003 om gjennomføring av direktiv 2003/6/EF med hensyn til definisjon og offentliggjøring av innsideinformasjon og definisjon av

9.3 Avgjørelser

Rettspraksis

Høyesterett: Rt.2012.629

Høyesterett: Rt.2012.761

Høyesterett: Rt.2006.1049 (*Sense-saken*)

Lagmannsrett: LF-2005-152787 (*Sense-saken*)

Tingrett: TOSLO-2010-162959.

Byrett: Oslo byrett 24. juni 1993 i sak nr. 92-07146 M/45. (*Nora-saken*)

Dansk rettspraksis

Høyesterett: UfR 1999.513 ØLD

Børspraksis

Børsklagenemnda Sak 1/13 (*Intex*)

Børsklagenemnda Sak 1/96 (*Vital*)

Børsklagenemnda Sak 1/89 (*Hydro-DnC*)

Børsklagenemnda Sak 1/90 (*Aker-veidekke*)

Børsklagenemnda Sak 1/98 (*Brøvig offshore*)

Børsstyresak av 30.01.2013 (*Intex Resources ASA*)

Børsstyresak av 23 april 2008 (*Fast Search and Transfer ASA*)

Børsstyresak av 24 mai 2007 (*Norsk Hydro ASA og Statoil ASA*)

EF-domstolen

C-19/11 *Markus Gelti mot Daimler AG*

9.4 Forarbeider

NOU 1996: 2	Verdipapirhandel
NOU 1999: 3	Organisering av børsvirksomhet m.m.
Ot.prp. nr. 72 (1990 – 1991)	Om lov om endring i lov av 14.juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel samt endring i enkelte andre lover (Innsideregler og emisjonskontroll m.v.)
Ot.prp. nr. 29 (1996 – 1997)	Om lov om verdipapirhandel
Ot.prp. nr. 73 (1999 – 2000)	Om lov om børsvirksomhet m.m
Ot.prp. nr. 80 (2000 – 2001)	Om lov om endringer i lov 9. Juni 1997 nr 79 om verdipapirhandel (tiltatt mot ulovlig innsidehandel m.v)
Ot.prp. nr. 12 (2004 – 2005)	Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.)
Ot.prp. nr. 34 (2006-2007)	Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)

9.5 Finanstilsynets rundskriv

Finanstilsynets rundskriv nr. 28/2011, Lov om verdipapirhandel – enkelte kommentarer til kapittel 3 og 4

9.6 Kritikkk brev og generell veiledning

Riggavtale – ASKO Cat B –ASKO (brev av 21.6.2012)

Kjøp av fly – Norwegian (brev av 14.03.2012)

(Vedtak og uttalelse fra Børsstyret er tilgjengelig på

<http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Vedtak-og-uttalelser>)

9.7 CESR

CESR/06-562, Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market

CESR/02-089d CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive

9.8 Oslo Børs sirkulære

Børssirkulære 3/2005

Nye regler om informasjonsplikt m v