

ANBEFALING NR. 4

Ordrebokinformasjon og innsidehandel

Anbefalingen er fastsatt av styret i Verdipapirforetakenes forbund 28. november 2001. Styret har vedtatt en revidert utgave av anbefalingen som trådte i kraft 17. oktober 2016. Oppdatert 02.03.2021 som følge av MAR. Oppdatert 20.05.2022 som følge av dom i Høyesterett. Vedlegg 1 og 2 oppdatert 15. mars 2023. Punkt 7.2 rettet 3. november 2023. Endret 30. april 2025.

1. Innledning

Innsidehandel kan kort beskrives som situasjoner der en person som har eksklusiv merinformasjon om forhold som er egnet til å påvirke kursen på et finansielt instrument merkbart, og dermed har et fortrinn i forhold til markedet ellers, enten selv gjennomfører eller tilskynder andre til å gjennomføre transaksjoner i finansielle instrumenter som informasjonen gjelder. Det regnes også som innsidehandel dersom en person som har innsideinformasjon, endrer eller annullerer ordre som er plassert før vedkommende fikk innsideinformasjon. Innsidehandel er, med visse unntak, forbudt og har i Norge en strafferamme på opptil seks års fengsel. Det er sterke allmennpreventive hensyn som taler for streng straff for denne type kriminalitet. Høyesterett skriver i en dom¹ følgende om de allmennpreventive hensyn:

«Innsidekriminalitet er ofte enkelt å gjennomføre, det kan gi stor gevinst eller forhindre store tap. Handlingen rammer «markedet», og fører ikke til tap for konkrete enkeltpersoner på samme måte som annen økonomisk kriminalitet. Forholdet er dessuten ofte vanskelig å avdekke. Om den skade på markedet for verdipapirer som slike lovbrudd kan føre til, viser jeg til Rt. 2007 side 275 avsnitt 10 med videre henvisninger, samt til Ot.prp.nr.29 (1996-1997) om lov om verdipapirhandel, hvor det på side 24 er gjengitt følgende uttalelse som departementet slutter seg til:

«Dersom enkelte har tilgang på mer informasjon, eventuelt mottar informasjon på et tidligere tidspunkt, enn øvrige aktører og utnytter dette, vil vedkommende kunne skaffe seg en ekstraordinær gevinst eller unngå et ekstraordinært tap. Dette vil kunne føre til at aktører som ikke har samme informasjonstilgang ikke finner det formålstjenlig å plassere sine midler i det norske verdipapirmarkedet. Dårlig fungerende verdipapirmarked kan gjøre det vanskelig og dyrere for selskapene å reise kapital. Forbud mot innsidehandel, andre forebyggende bestemmelser samt en effektiv håndhevelse, styrker derfor markedets evne til å tiltrekke investorer og bidrar således til økt likviditet».

Enkelte grupper av ansatte i verdipapirforetak vil regelmessig komme i besittelse av, eller ha tilgang til, innsideinformasjon. Situasjonen kan potensielt utnyttes av kunder dersom den ansatte ikke håndterer innsideinformasjonen med stor grad av varsomhet. Derfor må ansatte ha god forståelse av hva som er innsideinformasjon, og foretakene må ha gode rutiner for informasjonshåndtering. Verdipapirforetak har dessuten plikt til å rapportere såkalte mistenkelige transaksjoner, dvs. transaksjoner som kan være basert på innsideinformasjon, til Finanstilsynet.

Dette notat tar sikte på å avklare enkelte problemstillinger knyttet til anvendelsen av reglene om innsidehandel i tilknytning til ordrebokinformasjon. Notatet er ikke ment å være uttømmende, men vil gi retningslinjer og indikasjoner med hensyn til hvordan slik informasjon kan og bør håndteres.

2. Anvendelsesområdet for bestemmelsene om innsidehandel

EUs forordninger om markedsmissbruk (heretter benevnt MAR)², herunder forbudet mot innsidehandel, er gjort gjeldende i norsk rett ved såkalt inkorporasjon, dvs. at forordningens bestemmelser gjelder som norsk lov.

¹ HR-2013-01977

² Forordning (EU) Nr. 596/2014 om markedsmissbruk (MAR). Markedsmissbruk omfatter innsidehandel og markedsmanipulasjon

Bestemmelsene om innsidehandel får anvendelse på handler i finansielle instrumenter (for eksempel egenkapitalinstrumenter, gjeldsinstrumenter, derivater) som:

- a) er notert på, eller er søkt notert på, et regulert marked (for eksempel på en børs),
- b) handles eller er søkt notert på en MTF eller handles på en OTF, eller
- c) finansielle instrumenter hvis pris eller verdi avhenger av eller påvirker prisen på eller verdien av et finansielt instrument nevnt i a) eller b)

I hovedsak deltar verdipapirforetak i handel med finansielle instrumenter som er omfattet av bestemmelsene om innsidehandel. Anvendelsesområdet for bestemmelsene innebærer imidlertid at verdipapirforetak som for eksempel deltar i handel i unoterte aksjer på Euronext NOTC-listen eller obligasjoner på Nordic ABM-listen, må sjekke om aksjene eller obligasjonene også handles på en MTF eller OTF. Tilsvarende gjelder ved transaksjoner i unoterte derivater hvor underliggende omfattes av a) eller b) over.

Dersom foretaket deltar i handel med finansielle instrumenter som ikke er omfattet av MAR, er det ikke «fritt frem» å utnytte eller medvirke til utnyttelse av innsideinformasjon. Andre bestemmelser i lovgivningen, for eksempel bestemmelsene om god forretningsskikk og/eller forbudsbestemmelsen mot bruk av «urimelige forretningsmetoder» i verdipapirhandelloven³ kan komme til anvendelse.

Mye taler derfor for at verdipapirforetak må håndtere innsideinformasjon med samme varsomhet uavhengig av om innsideinformasjonen er knyttet til finansielle instrumenter som er innenfor eller utenfor anvendelsesområdet til MAR.

3. Definisjonen av ”innsideinformasjon”

Kort oppsummert foreligger innsideinformasjon når følgende vilkår er oppfylt:

- a) relasjonsvilkåret, dvs. informasjonen må direkte eller indirekte berøre en eller flere utstedere eller et eller flere finansielle instrumenter
- b) utilgjengelighetskriteriet, dvs. at informasjonen ikke er gjort offentlig kjent
- c) presisjonsvilkåret, dvs. at informasjonen må være tilstrekkelig spesifikk (presis) til å trekke en slutning (konklusjon) om den mulige kurspåvirkning
- d) kurspåvirkningsvilkåret, dvs. informasjonen må kunne påvirke kursen på det eller de finansielle instrumenter, eller avledede finansielle instrumenter, merkbart.

I praksis er det innholdet i vilkårene i pkt c) og d) som krever nærmere utdypning.

3.1. Presisjonsvilkåret – ”Spesifikk opplysning (presis)”⁴

Begrepet spesifikk (presis) er inntatt som et vilkår for å avgrense mot rene rykter og spekulasjoner. Rykter og spekulasjoner av denne karakter, er med andre ord ikke ”opplysning” i lovens forstand.

³ Vphl § 3-7

⁴ MAR artikkel 7

Presisjonsvilkåret omfatter både opplysninger om faktiske forhold som er inntruffet og opplysninger om fremtidige begivenheter. Det kreves ikke visshet for at det faktiske forhold er inntruffet eller at en begivenhet kommer til å inntreffe. Det er nok at det med «rimelig grunn kan forventes» at forholdet eller begivenheten er inntruffet eller vil inntreffe.

Forholdet kan være knyttet til det finansielle instrumentet som sådan, for eksempel at en stor aksjepost i et selskap er solgt eller skal selges, eller til selskapet som sådan, for eksempel at selskapet har inngått eller forventes å ville inngå en fusjonsavtale med et annet selskap.

I flere domsavgjørrelser om innsidehandel har det vært reist spørsmål om det kreves sannsynlighetsovervekt for at omstendigheten/begivenheten vil inntreffe. I en dom i EU-domstolen i 2012⁵ (Geltl) uttales følgende (dansk oversettelse):

«Idet der i artikkel 1, stk 1, i direktiv 2003/124 anvendes formuleringen «med rimelighet kan forvente[...], kan denne bestemmelse følgelig ikke fortolkes således, at der kræves bevis for, at der er stor sandsynlighed for, at de omhandlede forhold eller begivenheder vil indtræde».

Det følger av Geltl-dommen at det ikke kreves høy sannsynlighet, men også at forholdet ikke må være usannsynlig. I en Høyesterettsdom fra 2022⁶ uttales det: « direktiv- og forordningstekstene og Geltl-dommen samlet sett tilsier at minstekravet til sannsynlighet for at en mulig fremtidig omstendighet skal kunne utgjøre innsideinformasjon, *ligger opp mot sannsynlighetslikevekt, men noe lavere*» (vår utheving). Da foreligger en «presis opplysning» i MARs forstand.

I MAR⁷ er det også utdypet nærmere om hva som kan regnes som spesifikk (presis) informasjon i prosesser som består av flere trinn, for eksempel emisjoner, fusjoner, oppkjøp mv.

Dersom opplysningen er knyttet til en prosess som gjennomføres i flere trinn, kan både kjennskapet til at en prosess er igangsett, og kjennskap til ett eller flere trinn i prosessen, være innsideinformasjon.

Omstendigheter/begivenheter av en slik karakter som omtalt ovenfor er en ”spesifikk (presis) opplysning” gitt at opplysningen er tilstrekkelig spesifikk til at mottakeren kan trekke ”**en konklusjon**”. ”Konklusjon” betyr at en bestemt virkning kan slås fast (i motsetning til ved gjetning). I relasjon til bestemmelsen innebærer dette at opplysningen må være tilstrekkelig spesifikk til at mottakeren blir satt i stand til å kunne fastslå om kursen vil bli påvirket⁸. Dersom opplysningene er av en slik karakter at mottakeren kan trekke den konklusjon at opplysningen vil kunne påvirke kursen ”**merkbart**”, jfr pkt 3.2, er man over i en situasjon hvor det vil være forbudt for mottakeren å **misbruke** informasjonen.

⁵ EU-domstolen 28. juni 2012 Merkus Geltl mot Daimler AG.

⁶ HR-2022-695-A

⁷ MAR Artikkel 7 nr 2 annet punktum og Artikkel 7 nr 3.

⁸ I en pressemelding (Press Release No 33/15) fra Court of Justice of the European Union er følgende uttalt: “By today’s judgment, the Court states that it is not apparent from the wording of the directives that ‘precise’ information covers only information which makes it possible to determine the likely direction of a change in the prices of the financial instruments concerned. The only information that may be regarded as imprecise is information that is vague or general, from which it is impossible to draw a conclusion as regards its possible effect on the prices of the financial instruments concerned”. Uttalelsen gjaldt spørsmålet om opplysningsplikt om innsideinformasjon for et selskap, men må antas å ha relevans i forhold til forbudsbestemmelsen mot innsidehandel.

3.2. Kurspåvirkningsvilkåret - ”merkbart”

Begrepet «merkbart» må ikke forstås slik at det er et krav om at kurspåvirkningen må være kvantifiserbar. Det er heller ikke et vilkår om at opplysningene er avgjørende for investorens beslutning – det er tilstrekkelig at opplysningene sannsynligvis vil utgjøre en del av investorens beslutningsgrunnlag. Ved denne bevisvurderingen er sannsynlighetsovervekt tilstrekkelig.⁹ Det avgjørende er om «*en fornuftig investor antas*¹⁰» å ville benytte opplysningen som en del av beslutningsgrunnlaget for å handle (tegning, kjøp, salg eller bytte). Hvilken effekt opplysningen faktisk får når innsideopplysningen blir offentlig kjent, vil bare være ett etterprøvingsmoment i en samlet vurdering.

Det er ikke et krav om at man må kunne trekke en konklusjon om hvilke retning kursen vil utvikle seg basert på opplysningene. Dette er fastslått i en dom avsagt av EU-domstolen.¹¹ Domstolen vektlegger blant annet at kompleksiteten i finansmarkedene gjør det vanskelig å vurdere nøyaktig hvilken retning opplysninger vil påvirke kursen, samt at det åpner opp for misbruk dersom man kan utelukke opplysninger som innsideinformasjon hvis det er usikkerhet om kursens retning.

Det er viktig å merke seg at investor skal foreta vurderingen før han eller hun handler (ex ante).

3.3. Forbudet mot innsidehandel

Forbudsbestemmelsen i MAR¹² omfatter følgende forhold:

- a) å delta eller forsøke å delta i innsidehandel
- b) å anbefale at en annen person deltar i innsidehandel eller å tilskynde en annen person til å delta i innsidehandel
- c) å urettmessig avsløre innsideinformasjon til andre

Hva som er innsidehandel, og dermed omfattet av forbudsbestemmelsen, er i MAR¹³ presisert til det at:

- a) en person som er i besittelse av innsideinformasjon utnytter denne informasjonen til for egen eller fremmed regning, direkte eller indirekte, å erverve eller avhende finansielle instrumenter som innsideinformasjonen gjelder,
- b) en person som er i besittelse av innsideinformasjon bruker innsideinformasjonen til å annullere eller endre en ordre vedrørende et finansielt instrument som innsideinformasjonen gjelder dersom ordren er plassert før vedkommende kom i besittelse av innsideinformasjonen,

⁹ Høyesterett i sak HR-2012- (Rt. 2012 s. 629 avsnitt 57 og 58)

¹⁰ MAR Artikkel 7 nr 4

¹¹ Sak C-628/13 (Lafonta-saken)

¹² Artikkel 14

¹³ Artikkel 8

- c) en person som er i besittelse av innsideinformasjon på grunnlag av denne informasjonen anbefaler eller tilskynder en annen person til å erverve eller avhende finansielle instrumenter som informasjonen gjelder, eller
- d) en person som er i besittelse av innsideinformasjon på grunnlag av denne informasjonen anbefaler eller tilskynder en annen person til å annullere eller endre en ordre vedrørende et finansielt instrument som informasjonen gjelder

Mottakers bruk av anbefalingen eller tilskyndelsen utgjør innsidehandel for mottaker dersom vedkommende visste eller burde visst at anbefalingen eller tilskyndelsen var basert på innsideinformasjon.

3.4. Unnlatelse av å handle/tilbakekall av ordre¹⁴

Anta at en kunde får innsideinformasjon og avbryter en handel han/hun hadde tenkt å gjøre. For eksempel kan kunden ha lagt inn ordre om å selge aksjer. Han/hun får så vite at megleren har et stort kjøpsoppdrag som ventelig vil presse markedskursen oppover. Han/hun trekker så tilbake salgsordren. Dette er et brudd på innsidehandelsforbudet. Forbudet rammer ikke bare erverv og avhendelse, men også tilbakekall og endring av ordre som er plassert.

I MAR artikkel 8 1 ledd 2 setning heter det:

«Utnyttelse av innsideinformasjon ved å trekke eller endre en ordre som ble plassert før personen var i besittelse av innsideinformasjonen om det finansielle instrumentet som ordren vedrører, skal også anses som innsidehandel».

Med bakgrunn i formuleringen i fortalens punkt 25 («ordrer plassert før en person var i besittelse av innsideinformasjon, bør ikke anses som innsidehandel»), er det av vesentlig betydning å klargjøre når en «ordre» kan anses å være «plassert» fordi dette vil representere skjæringstidspunktet for om det gjelder en presumsjon for utnyttelse (misbruk) av innsideinformasjon ved kjøp/salg/kansellering/endring m.v.

I de standardiserte forretningsvilkår for verdipapirforetak som Forbundet har utarbeidet heter det i pkt 1:

«8.1 Inngivelse og aksept av ordre og inngåelse av avtale

Ordre fra Kunden kan inngis muntlig, skriftlig eller elektronisk. Det vil kunne gjelde begrensninger for inngivelse av ordre via elektroniske kommunikasjonskanaler. Nærmere informasjon om dette fås ved henvendelse til Foretaket. Ordren er bindende for Kunden når den har kommet frem til Foretaket med mindre annet er særskilt avtalt (vår uthevninng)».

Vilkåret «kommet frem» (altså ikke «kommet til kunnskap») er valgt fordi en skriftlig eller elektronisk ordre ikke nødvendigvis kommer fysiske personer i verdipapirforetaket til kunnskap på samme tidspunkt som ordren er kommet frem til foretaket eller den/de relevante personer. Det forutsettes at ordren oppfyller kravene til en ordre, dvs. angivelse av (1) finansielt instrument, (2) kjøp/salg, (3) antall eller verdi og (4) eventuelle andre betingelser knyttet til ordren, og at det ikke foreligger noen forbehold ved ordren. Når en ordre, som oppfyller kravene til en ordre, er kommet frem til verdipapirforetaket, må den anses å være «plassert».

Dersom kunden inngir ordre muntlig til en megler via telefon, møte eller chat må ordren anses plassert hos verdipapirforetaket når kunden og megler har blitt enige om kjøp eller salg (finansielt

¹⁴ Se også Finanstilsynets veiledning til markedsbruksforordningen (MAR) artikkel 8 nr 1 datert 02.02.2021

instrument, kjøp/salg, antall/verdi, eventuelle betingelser), dvs. tidspunktet kunden har gitt megleren et oppdrag om enten å utføre eller å fremsette et tilbud på vegne av kunden.

På tidspunktet ordren er plassert har investor fattet en investeringsbeslutning, og avtalt med verdipapirforetaket å gjennomføre investeringsbeslutningen. Det vil være i forbindelse med investeringsbeslutningen at investor eventuelt «utnytter» (*misbruker*) informasjonen, og ikke når selve handelen blir utført/eksekvert/sluttet. Etter at investor har plassert ordren hos verdipapirforetaket og dermed overlatt til verdipapirforetaket å gjennomføre denne investeringsbeslutningen, vil det normalt innebære at investor har «avgitt kontrollen» til verdipapirforetaket i forhold til når ordren faktisk utføres i markedet. Med andre ord bør investor slippe å bære risiko for noe vedkommende ikke lenger har kontroll over. For eksempel vil investor ikke ha kontroll over hvordan verdipapirforetakenes handelssystemer er innrettet i forhold til utførelsestidspunkt og gjennomføring av ordre (rent teknisk kan ordre endres av systemene, ref. funksjonalitet som smart order routing o.l.). For eksempel: Verdipapirforetaket mottar en ordre kl. 12.00, investor mottar innsideinformasjon 12.05, men ordre blir ikke utført (av ulike grunner som ikke investor har kontroll over) før 12.07. Etter vår oppfatning er skjæringstidspunktet kl. 12.00 (ved inngivelse av ordre).

Dette utgangspunktet har etter vår oppfatning støtte i formålet med forbudet (jf. fortalens punkt 23 og 25) hvor poenget er at investor som er i besittelse av innsideinformasjon ikke skal kunne misbruke («utilbørlig utnytte») informasjon som andre ikke har til å skaffe seg en uberettiget fordel ved å inngå transaksjoner i samsvar med informasjonen. Får investor innsideinformasjon etter at en ordre er inngitt, har vedkommende ikke vært i besittelse av denne på tidspunktet for investeringsbeslutningen og kan derfor vanskelig sies å ha misbrukt (utnyttet) denne når vedkommende innga ordren.

Ettersom overtredelse av forbudet mot innsidehandel er straffesanksjonert, er det videre viktig at det finnes en klar og praktikabel regel i forhold til hvilket skjæringstidspunkt som gjelder. Tidspunktet for inngivelse av en ordre (evt. endring av denne) vil være dokumenterbart (ref. detaljerte krav som påhviler verdipapirforetakene til å dokumentere kundeordre), slik at det vil kunne være mulig å angi nøyaktig tidspunkt for når ordren er inngitt, hva den gikk ut på og eventuelle endringer.

Dersom det skulle inntre ytterligere kommunikasjon mellom megler og investor etter ordreinnleggelsen, mener vi det må vurderes om den etterfølgende dialogen innebærer en ny ordre eller endring/annullering av en eksisterende ordre.

I denne vurderingen må den etterfølgende dialogen vurderes opp mot den opprinnelige ordren. Dersom for eksempel megler spør investor om ordrekursen skal justeres, og dette avslås av investor, vil det ikke være tale om noen endring siden den opprinnelige ordren står ved lag. Det samme blir tilfelle hvor megler spør om investor ønsker å trekke eller opprettholde opprinnelig ordre, og investor bekrefter at opprinnelig ordre skal stå. Kontakten mellom megler og investor vil i slike tilfeller ikke være nødvendig for at ordren opprettholdes eller gjennomføres.

Normalt vil en ordre stå ut dagen dersom ikke noen annet er avtalt. Dette følger av de standardiserte forretningsvilkår for verdipapirforetak¹⁵. Hvis megler i et slikt tilfelle spør investor

¹⁵ 8.2 Oppdragsperiode for ordre

For ordre knyttet til handel i finansielle instrumenter gjelder ordren oppdragsdagen eller til stenging av det regulerte markedet ordren er lagt inn på og bortfaller deretter, med mindre annet er avtalt eller fremgår for den.

om han ønsker å la ordren stå til neste dag, vil en bekreftelse av dette innebære en ny ordre. Vanskelige grensespørsmål vil kunne oppstå hvor en større ordre skal utføres over noe tid, og hvor man normalt vil ha en «løpende dialog» om gjennomføringen. Også her må det avgjørende være om innholdet i den opprinnelige ordren endres.

For ordens skyld vil vi tilføye at en indikasjon er ikke en ordre. Med indikasjon mener vi i denne sammenheng interesse om å gjøre en handel, men hvor faktisk ordre/avtaleslutning er betinget av videre forhandling. Uten videre forhandling vil en indikasjon ikke lede til en faktisk handel.

4. Misbruksreservasjonen – legitim adferd

Før MAR var det inntatt en misbruksreservasjon i forbudsbestemmelsen mot innsidehandel, dvs. at forbudet bare kom til anvendelse ved misbruk av innsideinformasjon. I den avløste lovbestemmelsens forarbeider, var det listet opp eksempler på handler som likevel kunne gjennomføres selv om den som handlet var i besittelse av innsideinformasjon, se nærmere under.

I MAR er det ikke inntatt en tilsvarende reservasjon, men det må likevel kunne innfortolkes en misbruksreservasjon ved anvendelse av forbudet. Dette kan utledes av fortalen til MAR¹⁶ hvor det bl.a. uttales at innsidehandel kjennetegnes av at *«det oppnås en uberettiget fordel av innsideinformasjon, til ulempe for tredjeparter som ikke vet om denne informasjonen, og følgelig at markedets integritet og investorenes tillit undergraves.»*

Selv om MAR forbyr bruk («use») av innsideinformasjon må det altså innfortolkes at det er "misbruk" av innsideinformasjon som er ulovlig. Dette innebærer at forbudsbestemmelsens ordlyd skal tolkes innskrenkende slik at tilfeller, som objektivt sett omfattes av ordlyden, ikke vil rammes av forbudet dersom det ikke foreligger rettsstridig misbruk av innsideinformasjon. Hva som anses som et misbruk, vil avhenge av et konkret skjønn i det enkelte tilfellet.

Fortalen til MAR¹⁷ fastslår at når en person (fysisk eller juridisk) som besitter innsideinformasjon handler i finansielle instrumenter som informasjonen gjelder, skal det **presumeres** at denne personen utnytter denne informasjonen. Denne presumpsjonen er ikke absolutt og kan motbevises. Det er også fastslått at denne presumpsjonen ikke berører retten til forsvar¹⁸.

MAR¹⁹ beskriver imidlertid følgende situasjoner som "legitim atferd", dvs. atferd, transaksjoner og handelsordre hvor det ikke skal anses å foreligge en presumpsjon for misbruk av innsideinformasjon²⁰:

- a. Det faktum alene at en juridisk person er eller har vært i besittelse av innsideinformasjon skal ikke anses som at den juridiske personen har utnyttet denne informasjonen dersom den juridiske personen har etablert effektive rutiner som sikrer at den fysiske personen som har

¹⁶ Fortalen premiss 23

¹⁷ Fortalen premiss 24

¹⁸ I norsk strafferett gjelder en såkalt uskyldspresumpsjon, dvs at den tiltaltes skyld må bevises ut over enhver rimelig tvil og det er påtalemyndigheten som har bevisbyrden. Slik er det ikke etter MAR-reguleringen av innsidehandel. Bevisbyrden er omvendt. Det er den som er tiltalt som må bevise sin uskyld.

¹⁹ MAR Artikkel 9

²⁰ Denne punktvis opprøpning er en vesentlig avkortet versjon av situasjonene omtalt i Artikkel 9

tatt beslutning om å handle på vegne av den juridiske personen, ikke har vært i besittelse av innsideinformasjon.

- b. Dersom vedkommende person som besitter innsideinformasjon er market-maker (prisstiller) eller opptrer som motpart i det eller de finansielle instrumenter informasjonen gjelder, så lenge virksomheten skjer på en legitim måte som ledd i den normale utøvelsen av vedkommendes funksjon.
- c. Dersom vedkommende person som besitter innsideinformasjon har tillatelse til å utføre ordre på vegne av tredjeparter og handelen gjøres for å utføre ordre på en legitim måte som ledd i normal utøvelse av vedkommendes arbeid.
- d. Dersom en person som besitter innsideinformasjon handler for å oppfylle en forpliktelse som er forfalt, og ikke for å omgå forbudet mot innsidehandel, og forpliktelsen gjelder enten (a) ordre som er plassert eller en avtale som er inngått før vedkommende var i besittelse av innsideinformasjon, eller (b) handelen utføres for å oppfylle en rettslig eller regulatorisk forpliktelse som oppsto før vedkommende var i besittelse av innsideinformasjon.
- e. Dersom vedkommende kom i besittelse av innsideinformasjonen i forbindelse med offentlig overtakelse eller fusjon med et selskap og anvender informasjonen til å gå videre med den offentlige overtakelsen, eller fusjonen, forutsatt at informasjonen blir offentliggjort eller på annen måte ikke lenger utgjør innsideinformasjon på det tidspunkt fusjonen godkjennes eller tilbudet aksepteres av selskapets aksjeeiere. (Dette unntaket får ikke anvendelse på posisjonsbygging).
- f. Det faktum alene at en person benytter sin egen kunnskap om at han eller hun har besluttet å erverve eller avhende finansielle instrumenter.

I lovforarbeidene fra 2001²¹ samt lovforarbeidene fra 2004²² til den nå avløste forbudsbestemmelsen i norsk lovgivning er det gitt enkelte eksempler på handler som ikke rammes av innsidehandelsforbudet da disse ble ansett å falle inn under misbruksreservasjonen. Departementet anser at tidligere forarbeiders beskrivelser av misbruksreservasjonen vil ha relevans for å vurdere om en person har «utnyttet» innsideinformasjonen i lys av formålet med MAR²³. Dersom disse eksemplene faller innenfor definisjonen av innsidehandel, og ikke faller inn under eksemplene på legitim adferd i MAR, vil det foreligge en presumpsjon om at innsidehandel er foregått, og det vil da være den som har utført handlene som må motbevise at innsideinformasjon ikke er utnyttet rettstridig.

Nedenfor kommenteres de nevnte eksemplene;

- handler hvor den som besitter innsideinformasjon fullt ut informerer motparten eller forsikrer seg om at motparten er informert. Merknad: EU-domstolen²⁴ har i to tidligere saker konkludert med at en handel mellom to personer som begge var i besittelse av innsideinformasjon ikke var omfattet av forbudet mot innsidehandel. Det må antas at MAR ikke har endret denne rettstilstanden. (Det kan imidlertid ikke ses bort fra at bestemmelsene om tilbørlig informasjonshåndtering stenger for informasjonsutvikling mellom partene).

²¹ Ot. prp. nr. 80 (2000-2001)

²² Ot. prp. nr. 12 (2004-2005)

²³ Prop. 96 LS 2018-2019 pkt. 6.4.5.3

²⁴ Sak C-391/04 og Sak C-45/08

- handler hvor investor *selger* et verdipapir han/hun har opplysninger om som fremstår som egnet til å påvirke kursen i *positiv* retning. Merknad: Dette er ikke misbruk av innsideinformasjon fordi vedkommende påføres et tap.
- handler hvor investor *kjøper* et verdipapir han/hun har opplysninger om som er egnet til å påvirke kursen i *negativ* retning. Merknad: Dette er ikke misbruk av innsideinformasjon fordi vedkommende påføres et tap.
- handler som utføres av megler som har innsideinformasjon, men hvor megleren kun helt passivt utfører ordre etter konkret initiativ fra kunden. Merknad: Se pkt c) i opplistingen foran. Ikke misbruk.
- handler (kjøp) hvor to eller flere samarbeider om for eksempel et oppkjøp, selv om man vet at de man samarbeider med også handler aksjer, og at offentliggjøring av dette forhold ville bidratt til å presse kursen opp. Merknad: Se pkt f) i opplistingen foran. Ikke misbruk.
- handler (kjøp) hvor den som skal kjøpe opp et selskap eller som skal fusjonere med et selskap har fått innsideinformasjon gjennom en "due diligence" undersøkelse²⁵. Merknad: Se pkt e) i opplistingen foran. Ikke misbruk.
- handler (salg) som kommer i stand i tilfeller der det foreligger en lovbestemt plikt for handel, f.eks plikt til salg iht. konsesjonslovgivningen, plikt til realisasjon av pant og sikkerheter el. Pantaver vil imidlertid normalt ikke ha en slik plikt, men kan ved mislighold velge når pantet skal realiseres. I slike tilfeller antas i den juridiske teori at realisering må likestilles med salg, slik at beslutningen om realisering foretatt av noen med innsideinformasjon omfattes av forbudet. Merknad: Se pkt e) i opplistingen foran. Ikke misbruk

Det er Forbundets oppfatning at **verdipapirforetaks** realisasjon av finansielle instrumenter som er stillet som sikkerhet, f.eks. i relasjon til clearing av derivatkontrakter, verdipapirlån, kreditt og lignende, ikke kan anses som misbruk selv om det er personer i foretaket som besitter innsideinformasjon. Det samme gjelder for handler verdipapirforetak er pliktige til å gjennomføre som følge av den alminnelige tapsbegrensningsplikt i kontraktsforhold, eller dekningsalg som følge av den lovbestemte sikkerhetsrett etter verdipapirhandelloven²⁶. Dette er åpenbart dersom den som beslutter at realisasjon skal foretas, for eksempel leder av oppgjørsavdelingen, ikke har innsideinformasjon. Det at enkelte personer i verdipapirforetaket har innsideinformasjon, smitter ikke over på hele foretaket eller andre personer i foretaket. Men dersom den som skal beslutte realisasjon konsulterer en person i verdipapirforetaket som har innsideinformasjon, for eksempel compliance officer, kan konklusjonen bli mer diskutabel. Som det fremgår ovenfor er det i juridisk teori antatt at realisering må likestilles med salg, slik at realisering omfattes av forbudet dersom beslutningen om realisering foretas av noen med innsideinformasjon. Ved dekningsstransaksjoner som skjer i henhold til forhåndsfastsatte frister, for eksempel tvangssalg av ubetalte aksjer, er det lite naturlig å tale om "beslutning om realisasjon". Dersom foretaket har fastsatt i sine forretningsvilkår eller annen avtale at ubetalte finansielle instrumenter, ved mislighold, skal selges 7 dager etter oppgjørsdagen, må et slik salg kunne gjennomføres av en person i foretaket som har innsideinformasjon gitt at man følger forhåndsavtalte prosedyrer. Dette tilfelle ligner mer på passive ordreførelse enn "beslutning om realisasjon". Hvis man imidlertid ikke følger de forhåndsavtalte

²⁵ Denne reservasjonen er antagelig ment i forhold til det "opprinnelige" tilbudet. Det kan reises spørsmål om oppkjøper som kommer over innsideinformasjon gjennom due diligence undersøkelsen kan fremme et **nytt** tilbud, for eksempel fordi det er kommet et konkurrerende tilbud fra annen oppkjøper.

²⁶ Vphl. § 16-2

prosedyrer og frister, eksempelvis automatisk realisasjon syv dager etter oppgjørsdagen, kan den aktuelle personen i innsideposisjon komme til et punkt der han/hun bør overlate saken og den tilhørende realisasjonsbeslutning til en ansatt som ikke er i innsideposisjon.

5. Videre avgrensning/unntak fra forbudet

I punkt 4 foran om misbruksreservasjonen er det nevnt at meglere som har innsideinformasjon, kun kan være en passiv ordreformidler. Dette følger av 1) forbudet mot å ”tilskynde” og «anbefale» til innsidehandel, 2) forbudet mot urettmessig videreformidling av innsideinformasjon²⁷ og 3) plikten til å opptre i samsvar med god forretningsskikk. Disse bestemmelsene kan imidlertid ikke slå inn i forhold til meglerens mulighet til å utføre en slik ordre. Dersom en megler har fått en stor ordre om kjøp eller salg i et selskap, må han/hun kunne utvise den aktivitet som oppdragsgiveren har krav på; nemlig at megleren aktivt oppsøker potensielle kunder med siktemål å få i stand handel. Dette er åpenbart ikke misbruk av opplysninger. Det er videre klart at det heller ikke er misbruk dersom de oppsøkte kunder aksepterer tilbudet om kjøp eller salg og at handelen dermed kommer i stand. Dersom de oppsøkte kunder ikke aksepterer tilbudet, kan de imidlertid – i visse tilfelle – bli å betrakte som innsidere og er dermed forhindret fra å handle i motsatt retning av tilbudet.

6. Håndtering av ordre som potensielt kan utgjøre innsideinformasjon (heretter omtalt som «sensitive ordre»)

6.1 Innledning

Ulovlig spredning av innsideinformasjon er forbudt etter MAR²⁸. Ulovlig spredning anses å foreligge "når en person besitter innsideinformasjon og sprer informasjonen til en annen person, med mindre spredningen skjer som ledd i den normale utøvelsen av vedkommendes arbeid, yrke eller forpliktelser²⁹". Finanstilsynet har lagt til grunn at det i begrepet "normal utøvelse" ligger at formidlingen av innsideinformasjon må skje på en slik måte at faren for misbruk begrenses og ikke setter mottaker i en ufrivillig innsidesituasjon. Enkelte ordre forutsetter at de som håndterer disse foretar en vurdering av om ordrene utgjør innsideinformasjon.

6.2 Ordre i aksjer notert på regulert marked eller tatt opp til handel på MHF

Med sensitive ordre menes i denne anbefalingen ordre som inneholder elementer som kan trigge regler om markedssondering og/eller potensielt utgjøre innsideinformasjon. Slike elementer kan blant annet være transaksjonens størrelse (blokkhandel) og forhold ved investor og/eller utsteder.

Hvis en ordre inneholder elementer som gjør den sensitiv, bør den ansatte alltid vurdere om den kan gjennomføres uten å bevege kursen «merkbart». Det må foretas en grundig vurdering av hvorvidt informasjonen som knytter seg til en slik ordre oppfyller vilkårene for innsideinformasjon

²⁷ MAR Artikkel 10

²⁸ MAR artikkel 14 c)

²⁹ MAR artikkel 10 nr. 1

etter MAR artikkel 7. En feilaktig vurdering av om en sensitiv ordre er/potensielt kan utgjøre innsideinformasjon, kan medføre brudd på forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon etter MAR.

Foretakene må derfor ha interne retningslinjer som sikrer at slike vurderinger gjøres, og at relevante kontroll- og dokumentasjonsrutiner er på plass.

Hva som utgjør en sensitiv ordre avhenger av flere faktorer som må vurderes i hvert enkelt tilfelle. Foretakene kan blant annet vurdere følgende forhold:

- Prising av transaksjonen – rabatt/premie i forhold til markedskurs
- Transaksjonens størrelse
 - i relasjon til totalt utestående aksjer i selskapet
 - i relasjon til daglig likviditet i aksjen
- Forhold ved investor
 - om investor er primærinnsider, gründer av selskapet, strategisk investor, betydelig investor eller en toneangivende investor
 - om det foreligger særskilte markedsforventninger knyttet til f.eks. utløp av lock-up
 - om det foreligger spesielle instruksjoner fra investor
 - om det foreligger andre forhold, f.eks. kunnskap i markedet om at investor vil selge seg ut av selskapet
- Forhold ved utsteder
 - nylige eller forestående selskapshendelser som f.eks. kapitalinnhenting
 - nylige eller forestående rapportering fra selskapet, f.eks. kvartalsrapportering eller profit warning

Ansatte som håndterer ordre i første linje må være observante på faktorer som gjør at en ordre kan utgjøre innsideinformasjon, og utvise godt skjønn ved håndteringen av sensitive ordre. Hvis den ansatte har indikasjoner på at ordren kan utgjøre innsideinformasjon, skal vurderingen dokumenteres.

Foretakene bør standardisere sine prosesser for gjennomføring av vurderinger i forbindelse med sensitive ordre. Det kan skje gjennom etablering av dedikerte komitéer eller på annen måte.

Foretakene/ansatte må være observante på at når de arbeider med å sette sammen en kjøper- eller selgergrupper uten noe mandat (se punkt 8.5.c «Handel uten ordre eller oppdrag»), så kan en slik prosess utvikle seg til å bli såpass konkret at foretaket/ansatte må ta i betraktning faktorer som gjør en ordre «sensitiv».

6.3 Ordre i unoterte aksjer

For ordre i unoterte aksjer utenfor MAR må foretaket/ansatte også være observant på forhold som gjør slike ordre sensitive, og opptre i samsvar med god forretningsskikk ved håndtering av slike ordre.

For eksempel, dersom selgeren eller en potensiell kjøper er medlem av utsteders styre eller innehar en annen stilling tilsvarende primærinnsidere, eller er nærstående til slike personer og derfor kan ha tilgang til informasjon om utsteder eller verdipapirene som ikke er tilgjengelig for andre investorer, må foretaket/ansatte nøye vurdere om det foreligger informasjonsasymmetri mellom partene og hvordan dette bør håndteres. Vurderingen vil også avhenge av de andre relevante investorenes profesjonalitet og deres kjennskap til utsteder, samt hvor mye informasjon om utsteder som er offentlig tilgjengelig, for eksempel gjennom årsregnskap publisert på utsteders hjemmeside, og hvor oppdatert slik informasjon er.

6.4 Ordre og forespørsel om pristilbud knyttet til obligasjoner

Hva som utgjør sensitive ordre og sensitive forespørsler om pristilbud relatert til obligasjoner (RFQer), og hva som kan utgjøre innsideinformasjon relatert til slike instrumenter, avhenger av flere faktorer som må vurderes i hvert enkelt tilfelle. Verdipapirforetak bør være særlig oppmerksomme på følgende forhold som kan innebære en risiko for at informasjonen er å anse som innsideinformasjon. I det følgende omfatter begrepet ordre også RFQer:

- Handelsinformasjon – større ordre og ordre som avviker betydelig fra gjeldende markedspris (særlig dersom en slik ordre kommer fra utsteder selv eller primærinnsider), eller kunnskap om strategisk intensjon bak ordren.
- Selskapshendelser - finansielle utfordringer, mislighold, behov for restrukturering, fusjoner, oppkjøp, salg av vesentlige eiendeler, endringer i selskapets ledelse, rettssaker, regulatoriske undersøkelser, driftsavbrudd el. som påvirker utsteders evne til å betjene gjelden.
- Obligasjonshendelser – brudd på lånebetingelser og endringer i vilkår som for eksempel førtidig innfrielse (call) eller justering av rentebetingelser.
- Kredittvurderinger - kunnskap om kommende kredittvurderinger eller endringer i eksisterende rating.
- Markedshendelser - regulatoriske endringer som kan påvirke obligasjonsmarkedet eller spesifikke utstedere.

Ansatte som håndterer ordre må være oppmerksomme på disse faktorene, og eventuelt andre faktorer som kan påvirke kursen på obligasjonen. Dersom ansatte mistenker at informasjon knyttet til en obligasjon kan utgjøre innsideinformasjon, skal vurderingen dokumenteres skriftlig.

7. Markedssonderinger etter MAR regelverket³⁰

7.1. Innledning

MAR inneholder blant annet bestemmelser om markedssonderinger (ofte kalt market sounding eller pre sounding). Dersom aktørene følger bestemmelsene, vil markedssonderingen ikke anses å være i strid med reglene om håndtering av innsideinformasjon, f.eks. forbud mot å dele informasjon til uvedkommende. Bestemmelsene fungerer med andre ord som en «safe harbour». At bestemmelsene om markedssonderinger rettstridig ikke er fulgt, er imidlertid ikke det samme som at innsidebestemmelsene brutt. Bestemmelsene om markedssondering gjelder både

³⁰ MAR Artikkel 11 og Kommisjonsforordning (EU) 2016/960

sonderinger med innsideinformasjon og uten innsideinformasjon. I vedlegg til denne anbefalingen er det inntatt maler for kommunikasjon med kunder for begge typer sonderinger.

7.2. Definisjon

Med «Markedssondering» menes kommunikasjon av opplysninger forut for offentliggjørelsen av en transaksjon til én eller flere potensielle investorer med sikte på å vurdere potensielle investorers interesse i en mulig transaksjon og de vilkår, som knytter seg til transaksjonen, slik som den potensielle størrelsesorden og kursfastsettelse, av eller på vegne av:

- en utsteder
- en sekundær tilbyder av et finansielt instrument i en slik mengde eller av en slik verdi, at transaksjonen skiller seg fra alminnelig handel og involverer en salgsmetode, som er basert på den forutgående vurdering av potensielle investorers potensielle interesse (blokkhandel)

Kommunikasjon av informasjon fra en person, som ønsker å fremsette et overtagelsestilbud vedrørende verdipapirer eller å foreta en fusjon med et foretak, til investorer som disponerer over verdipapirene/foretaket, forutsatt at

- informasjonen er nødvendig for at investorene kan danne seg en mening om de er villige til å selge verdipapirene, og
- personen som vurderer å fremsette tilbudet mener det er nødvendig å få informasjon om investorenes interesse før vedkommende tar en endelig beslutning.

7.3. Verdipapirforetakets plikter

7.3.1. Innledning

Verdipapirforetak skal ha interne retningslinjer som beskriver hvordan markedssonderinger skal foregå. Markedssonderinger kan foregå muntlig ved personlig møte, via telefon eller videotelefon eller skriftlig. I de tilfeller hvor markedssonderingen skjer via telefon skal telefonen være koblet til lydopptaksutstyr. Etter VPFF's oppfatning skal det ikke foregå markedssonderinger med investorer via telefon, dersom samtalen ikke tapes.

7.3.2. Forut for markedssonderingen

Verdipapirforetaket skal forut for gjennomførelsen av markedssonderingen nøye overveie om markedssonderingen vil medføre at innsideinformasjon gis til de personer som kontaktes. Konklusjonen på en slik vurdering skal nedfelles skriftlig. Denne forpliktelsen gjelder for hvert enkelt tilfelle av kommunikasjon av informasjon gjennom hele prosessen. Dersom verdipapirforetaket konkluderer med at markedssonderingen innebærer at innsideinformasjon gis, gjelder punktene nedenfor.

7.3.3. Markedssonderingen

Verdipapirforetaket skal forut for at innsideinformasjon gis:

1. Presisere at kommunikasjonen finner sted i forbindelse med markedssondering.
2. Opplyse om at samtalen tapes dersom investor kontaktes pr telefon.
3. Forsikre seg om at den som kontaktes har fullmakt fra investor til å motta informasjon i forbindelse med en markedssondering (hvis aktuelt).
4. Innhente samtykke fra den som kontaktes til å motta innsideinformasjon, samt opplyse investoren om dennes plikt til selv å vurdere om informasjonen er innsideinformasjon.

5. Om mulig gi en skjønnsmessig vurdering av når informasjonen opphører å være innsideinformasjon, hvilke faktorer som kan endre dette skjønnnet og hvorledes investor vil bli underrettet om endringer i dette skjønnnet.
6. Opplyse vedkommende om at det er forbudt å utnytte informasjonen for egen eller tredjemanns regning til å erverve eller avhende, direkte eller indirekte, finansielle instrumenter som informasjonen vedrører.
7. Opplyse vedkommende om at det er forbudt å utnytte eller forsøke å utnytte informasjonen til å annullere eller endre en handelsordre som allerede er avgitt.
8. Opplyse vedkommende om at vedkommende ved å gi samtykke til å motta informasjon er forpliktet til å holde informasjonen fortrolig.

7.3.4 Dokumentasjon

Verdipapirforetaket skal utarbeide og ajourføre en fortegnelse over alle opplysninger som er gitt til personer som mottar informasjon under markedssonderingen. Denne listen skal også inneholde identiteten til de potensielle investorene som har fått informasjon, inklusive personer som handler på vegne av den potensielle investor, samt dato og klokkeslett for hver enkelt kommunikasjon av informasjon. Finanstilsynet har i en uttalelse lagt til grunn det i forbindelse med en markedssondering ikke er tilstrekkelig å kun føre opp «gatekeeper» på markeds-sonderingslisten, dersom verdipapirforetaket som foretar markedssonderingen formidler den aktuelle informasjonen til andre personer i det foretaket som er mottaker for markedssonderingen; f. eks forvalter. Dersom verdipapirforetaket derimot formidler informasjonen *utelukkende* til denne personen, vil det være tilstrekkelig å føre opp vedkommende på listen i henhold til kommisjonsforordning 2016/960 artikkel 4 nr. 1 a)

7.3.5 Opphør av innsideinformasjon

Når informasjonen som er gitt investorer under markedssonderingen opphører å være innsideinformasjon, skal verdipapirforetaket så snart som mulig kontakte og opplyse vedkommende som har fått informasjon under markedssonderingen om dette.

Denne informasjonen skal inneholde;

1. Identiteten til verdipapirforetaket som har gitt informasjon i forbindelse med markedssonderingen.
2. Angivelse av transaksjonen som var gjenstand for markedssondering.
3. Dato og tidspunkt for markedssondering.
4. En erklæring om at informasjonen er opphørt å være innsideinformasjon.
5. Dato for når informasjonen opphørte å være innsideinformasjon.

Det skal føres en fortegnelse over informasjon som er gitt i henhold til denne bestemmelsen.

7.3.6 Eksempler

Oppkjøp

Anta at en investor gir et verdipapirforetak oppdrag om å fremme et likelydende tilbud til alle aksjonærene i et selskap om kjøp av deres aksjer til en bestemt kurs. I slike situasjoner kan det være nødvendig for megleren å kontakte enkelte større aksjonærer for å "lodde stemningen" når det gjelder salgsvillighet og mulig tilbudspris. Ofte vil kjøp av en kontrollerende post i et selskap skje til en pris som er over den aktuelle markedskurs fordi tilbyder er villig til å betale en kontrollpremie.

Aksjonærene vil derfor som regel bli innsidere ved slik kommunikasjon med megleren selv om det ikke gis konkrete opplysninger om tenkt tilbudspris. Før tilbudet er kjent i markedet, vil heller ingen andre som har kjennskap til det forestående budet kunne kjøpe aksjer. Det er imidlertid akseptabelt å selge dersom man vet at det kommer et oppkjøpstilbud til en høyere pris enn markedspris på salgstidspunktet. Se nærmere MAR artikkel 11 nr 2.

Budgivning (Book-building)

Salg av større poster³¹ i et selskap kan skje i en åpen eller lukket budgivning.

Ved en **åpen** budgivning inviteres allmennheten til å komme med bud på kjøp av deler av den frembudte posten, gjerne innenfor et forhåndsdefinert prisintervall. Den som styrer budgivningen vil kjenne den akkumulerte etterspørselen etter aksjer på ulike prisnivåer. Dersom aksjene er børsnotert og etterspørselen indikerer et nivå som avviker fra markedspris, vil denne opplysningen kunne være ”egnet til å påvirke kursen”- ”merkbar” og dermed anses som innsideinformasjon. Investorer som eventuelt får eller på annen måte tilegner seg slike opplysninger fra ordreboken kan dermed bli innsidere. Dette vil være nokså opplagt dersom etterspørselen innenfor det offentlig kjente prisintervallet er så vidt lav at selgeren må redusere prisen under minste pris i prisintervallet. Norske myndigheter synes å mene at enten må etterspørselen offentliggjøres fullt ut og samtidig til hele markedet (børsmelding) eller så får man la være å si noe.

I enkelte andre land synes ovennevnte utsagn hittil å ha bli tolket som om offentliggjøring er skjedd når hovedtilrettelegger har meddelt etterspørselen til medtilretteleggere slik at de kan/skal meddele dette videre til sine kunder. Det sentrale er imidlertid etter norsk rett hvorvidt informasjonen kan anses ”offentlig tilgjengelig eller allment kjent” og det er grunn til å anta at en ”offentliggjøring” til et begrenset antall medtilretteleggere ikke vil være tilstrekkelig til å si at informasjonen er ”offentlig tilgjengelig eller allment kjent”. Det understrekes at slike vurderinger vil måtte bero på konkrete skjønn og at det derfor bør utvises varsomhet.

I en **lukket** budgivning vil en megler henvende seg til en begrenset krets av potensielle kjøpere av en post i et selskap. Et eksempel kan være at en aksjonær ønsker å selge en post på 10 pst. i et selskap. Megleren vil be om bud fra en avgrenset krets av tilbydere som han tror vil være interessert i hele posten eller deler av posten. Det kan da spørres om det faktisk at det foregår en slik prosess i seg selv er en innsideinformasjon for personer i kretsen av potensielle tilbydere. Dette må antas å være tilfelle gitt at megleren eller selgeren ikke har offentliggjort at slik budgivning foregår. Også personer

³¹ Når det reises spørsmål om virkningen av at verdipapirforetak gir opplysninger fra egen ordrebok til kunder, er det fordi opplysning om enkeltordre over en viss størrelse eller akkumulerte ordre i et selskap, i visse tilfeller, kan være opplysninger som vil kunne påvirke kursen på det finansielle instrumentet ”merkbar”, jfr. at dette er opplysninger en fornuftig investor antas å ville benytte som en del av beslutningsgrunnlaget for å handle. Se også MAR artikkel 11 nr 1 (b).

Det vil imidlertid være feilaktig å ha som utgangspunkt at opplysninger om større ordre *alltid* vil kunne påvirke kursen – ”merkbar”. Ved utførelse av større ordre, vil megleren ved hjelp av ulike strategier søke å unngå at utførelsen av ordrene påvirker markedskursen. Det er et av kjennetegnene for godt meglerhåndtverk at markedskursen ikke skal påvirkes ved utførelse av større ordre om kjøp eller salg. En rettesnor i denne sammenheng kan være at dersom man ikke kan kjøpe eller selge uten å bevege markedskursen, så skal man være varsom og derfor håndtere ordren som innsideinformasjon.

”En større ordre” lar seg ikke definere eksakt. Man må blant annet ta hensyn til markedsforholdene. Det skal mindre til før en opplysning om kjøp/salg av en større post kan falle inn under innsidehandelsforbudet i et selskap hvor omsetningen normalt er liten enn i et selskap med stor omsetning. Salg av en større post i et fallende marked vil sannsynligvis være mer egnet til å påvirke kursen enn om salget skjer i et oppadgående marked. Hvem investoren er kan også ha betydning for vurderingen, herunder vil opplysninger om primærinnsidere og nøkkelinvestorers kjøp/salg av en større post ha større innvirkning på kursen enn andre.

utenfor kretsen av potensielle tilbydere vil kunne bli innsidere dersom de får opplysninger om at budgivning foregår. Grunnen er at det foreligger en rimelig grunn til å vente at posten vil bli solgt til en pris som avviker for markedskursen og at salget derved vil påvirke markedskursen. Et slikt salg kan også oppfattes som et mulig skift i selskapets drift/strategi el.

Et spørsmål som ofte diskuteres er om budgivningsprosesser bør skje utenfor børsens åpningstid. Det understrekes at denne problemstilling ikke har noen betydning i forhold til innsidehandelsbestemmelsene som sådan. Problemstillingen oppstår fordi det er mange kunder (særlig forvaltere) som ikke aksepterer å bli gjort til innsidere i børsens åpningstid fordi dette kan føre til at de ikke får gjennomført transaksjoner som er planlagt utført i løpet av dagen. Etter børsens åpningstid vil flere si seg villig til å bli gjort til innsidere, og det er den eneste konsekvens. Innsidehandelsbestemmelsene gjelder like fullt, selv om børsen er stengt.

Det er viktig å huske at innsidereglene gjelder ”round the clock and all over the world” – hvilket har betydning dersom man påbegynner en transaksjon utenom børsens åpningstid, men ikke blir ferdig før børsåpning den påfølgende dag. Dersom man ikke har gjort kundene til innsidere sitter man i en vanskelig posisjon ved børsåpning. Hvis kundene ikke er gjort til innsidere formelt, men har mottatt innsideinformasjon vil de kunne tenkes å påberope seg en viss villfarelse med hensyn til rettslige og faktiske forhold, som kun er egnet til å sette verdipapirforetaket i dårlig lys. Man kan unngå dette ved å gjøre alle til innsidere når man starter prosessen.

Finanstilsynet har i en veiledning³² omtalt informasjonshåndtering i forbindelse med bookbuilding. Finanstilsynet antar for eksempel at navnet på selskapet alene, under gitte omstendigheter, også kan utgjøre innsideinformasjon. Finanstilsynet anbefaler derfor verdipapirforetakene å utvise varsomhet med å identifisere selskapet oppdraget gjelder før investorene har blitt gjort til ”innsidere”. Situasjonen vil ofte være at en fornuftig investor vil kunne slutte at henvendelsen sannsynligvis gjelder plassering av en større post som er egnet til å påvirke kursen negativt.

Finanstilsynet krever i ovennevnte veiledning at verdipapirforetaket må å ha et gjennomtenkt og kritisk opplegg for videreformidling av innsideopplysninger i forbindelse med bookbuildingprosesser, slik at risikoen for lekkasje og misbruk reduseres til et minimum.

Emisjoner som ikke er underlagt krav til prospektkontroll etter bestemmelsene i kap. 5 i vphl., kan også bli gjennomført ved book-building. Omtalen foran vil selvsagt gjelde tilsvarende i slike situasjoner. Ved etablering av garantikonsortier eller tegningskonsortier for rettede emisjoner vil (potensielle) deltagere som er kontaktet tilnærmet alltid være å betrakte som innsidere, gitt at opplysningen om emisjonen og emisjonskurs ikke er offentliggjort. Det samme kan være tilfelle ved planlagte offentlige emisjoner. Man anses da å være insider allerede ved å ha blitt kontaktet, noe megler skal gjøre vedkommende oppmerksom på.

8 Deling av innsideinformasjon utenfor market sounding-regimet – typetilfeller

8.1 Innledning

³² Enkelte kommentarer til verdipapirhandelloven kap 3 og 4 oppdatert

Det er en viss anledning til å dele innsideinformasjon (og prissensitiv informasjon) også utenfor market sounding-regimet³³. Eksempelvis er man utenfor market sounding-regimet i de tilfeller hvor det ikke skjer noen annonsering av en transaksjon i etterkant av sonderingen. Skrankene for deling av slik informasjon i slike tilfeller er først og fremst taushetspliktsbestemmelsen i MAR artikkel 10 som åpner for deling av innsideinformasjon ved «*normal utøvelse av et ansettelsesforhold, virksomhet eller funksjon*». Vurderingen skal altså ta utgangspunkt i avgivers – i vårt tilfellet megler – yrkesmessige behov, og ikke den potensielle investors ønske om å motta kurssensitiv informasjon. For megler må vurderingen være om delingen av innsideinformasjonen kan sies å utgjøre en hensiktsmessig og forsvarlig ivaretagelse av mellommannsrollen hensyntatt kundenes samlede interesser og markedets integritet. Dersom megleren i forhandlinger med potensielle investorer har behov for å dele opplysninger om oppdragsgiver og bakgrunnen for oppdragsgivers kjøps- eller salgsinteresse for å kunne gjennomføre ordren, eksempelvis fordi informasjonen utelukker at megleren arbeider med et oppkjøp av selskapet eller et nedsalg fra en større aksjonær, vil det kunne være anledning til å dele denne informasjonen med utvalgte, potensielle investorer. Slik deling av innsideinformasjon forutsetter normalt at oppdragsgiver har samtykket til at informasjonen deles. De kundene som megleren eventuelt gir slike opplysninger til, vil i så fall komme i en innsideposisjon, men det forhindrer dem ikke å selge/kjøre til megleren som kommer med kjøps- eller salgstilbudet.

Det understrekes også at dersom det å dele innsideinformasjon, som ikke er underlagt særskilt taushetsplikt, bringer en kunde i innsideposisjon, så skal den aktuelle megler eller ansatte i verdipapirforetaket uttrykkelig gjøre vedkommende kunde oppmerksom på at kunden etter å ha mottatt informasjonen er å betrakte som innsider. Det skal også informeres om konsekvensene av dette for vedkommende, herunder om den *lovbestemte taushetsplikt og reduserte handleadgangen i vedkommende finansielle instrument*³⁴. Dette innebærer at selv om det normalt ikke vil være brudd på taushetsplikt å gi slik ordrerelatert informasjon når det gjøres som ledd i en normal utøvelse av meglerarbeidet, så kan det bringe mottakeren (kunden) i en innsideposisjon med derav følgende taushetsplikt og redusert handleadgang. Det er viktig å være klar over meglerens/verdipapirforetakets plikt til å skape notoritet over forholdet, dvs. at det i ettertid må kunne dokumenteres at mottakeren har fått innsideinformasjon, at mottakeren har forstått dette og derav konsekvensene. Dette gjøres normalt ved at samtalen tas opp på bånd, eller ved at skriftlig erklæring innhentes.

Det vil ofte være vanskelig å avgjøre hvorvidt det faktisk foreligger innsideinformasjon i en konkret sak, bl.a. fordi svaret kan være avhengig av mottakerens subjektive forhold. Det man derimot ofte kan fastslå er at det er en risiko for at den aktuelle informasjon kan bli ansett som innsideinformasjon, og at mottakerne alltid bør behandle informasjon som gis om transaksjoner konfidensielt og utvise varsomhet før man eventuelt handler etter at man har fått informasjonen.

Meglere/verdipapirforetak kan ikke sette en kunde i innsideposisjon, mot kundens vilje. Dermed oppstår spørsmålet om rekkefølgen i spørsmålsstillingen til kundene. Normalt kan megler ikke opplyse om navnet på utstederen **før** kunden har akseptert å bli gjort til innsider. Dette vil gjelde de

³³ Departementet i Prop. 96 LS (2018 – 2019) pkt. 6.5.5. uttaler at MAR art. 10 «*i all hovedsak innebærer en materiell videreføring av gjeldende regler i verdipapirhandelloven § 3-4 første ledd.*». Departementet bemerker videre at «*markedsmissbruksforordningen artikkel 11 angir en såkalt «safe harbour» for markedssonderinger.*» MARs fortale pkt. 35 sier også at «*There should be no presumption that market participants that do not comply with this Regulation when conducting a market sounding have unlawfully disclosed inside information.*...»

³⁴ Også i finansielle instrumenter hvis pris eller verdi avhenger av eller påvirker prisen på eller verdien av det finansielle instrumentet informasjonen gjelder.

tilfeller hvor opplysningen om navn på utsteder alene vil være en opplysning som setter kunden i stand til å trekke en slutning om hva saken gjelder og hvilken kursdrivende effekt opplysningen vil kunne få. Han må altså kunne trekke en slutning om at kursen vil gå ”merkbart” opp eller ned. Valget av åpningsspørsmålet for eksempel ((i) ”Vil du bli gjort til innsider i et børsnotert selskap”? eller ((ii) ”Vil du bli gjort til innsider i SELSKAP XX”?) må således overveies nøye. Dersom man velger galt åpningsspørsmål, kan konsekvensen bli alvorlig, enten for megleren/verdipapirforetaket eller kunden eller begge. Gitt at opplysningen om at det dreier seg om SELSKAP XX i seg selv er innsideinformasjon, og kunden sier nei til å bli gjort til innsider, så har megleren/verdipapirforetaket brutt bestemmelsen om god forretningsskikk ved å ha satt kunden i en ufrivillig innsideposisjon. Gitt at kunden sier nei og deretter gjør handler, kan han risikere å bli dømt for misbruk av innsideinformasjon.

Det følger av det ovenstående at vurderingen av åpningsspørsmålet må vurderes nøye. Det må derfor anbefales at beslutninger vedrørende innholdet av åpningsspørsmålet, ikke tas alene. Det beste er at det etableres en fast gruppe/rutine som kan ta denne type beslutninger. Grunnlaget for beslutningen må også kunne dokumenteres i ettertid.

Nedenfor følger en del typetilfeller. Det presiseres at man **uansett selv** må foreta en **konkret vurdering** i hvert enkelt tilfelle.

8.2 Selskapenes handel med egne aksjer³⁵

Anta at et selskap gir en megler oppdrag om å *kjøre tilbake* egne aksjer eller *selge* egne aksjer. Et slikt tilbakekjøp eller salg vil fra selskapets side kunne være motivert ut fra mange forhold. Deling av informasjon med utvalgte, potensielle investorer om at det er selskapet selv som kjøper (eller selger) egne aksjer for å kunne gjennomføre ordren, vil kunne utgjøre «*normal utøvelse av et ansettelsesforhold, virksomhet eller funksjon*» og dermed være lovlig.

Det understrekes at dersom et selskap har gitt informasjon til markedet om sin adgang til å kjøpe egne aksjer, typisk ved tilbakekjøpsprogrammer, vil det alltid være en potensiell kjøper. Det er derfor en forutsetning for at informasjonen skal bli å anse som innsideinformasjon at informasjon om et konkret tilbakekjøp i seg selv anses kurssensitivt. I denne sammenheng vil det være viktig å se hen til det angjeldende selskap og dets tidligere praksis og om det konkrete tilfelle vil innebære et avvik fra tidligere praksis, f.eks med hensyn til oppdragets karakter eller tilbakekjøpets størrelse.

Anta at det er megleren selv som initierer et mulig tilbakekjøp. Megleren henvender seg til en eller flere kunder for å samle sammen en større post som er tenkt tilbudt et selskap som har fullmakt fra generalforsamlingen til tilbakekjøp. Selv om megleren kommuniserer til kunden(e) at hans/hennes intensjon er å tilby aksjene til selskapet, vil kunden(e) normalt ikke bli innsidere fordi det ikke foreligger noen ordre og følgelig i normaltillfellene heller ikke en opplysning av en slik karakter at den rammes av innsidebestemmelsen. Det samme vil gjelde annen ”oppsamling” uten ordre, dvs. egenhandel.

Det understrekes at dette typetilfelle kan bedømmes annerledes dersom det for kunden/megleren fremstår som om det med rimelig grunn kan ventes 1) at megleren klarer å samle sammen posten og 2) at selskapet vil kjøpe posten og 3) at kunden(e) som har fått opplysningen kan ”trekke en slutning” på hvilken vei kursen vil gå etter at tilbakekjøpet blir offentliggjort og 4) at kursen vil bevege seg ”merkbart”. I slike tilfeller kan ikke kunden(e) handle i motsatt retning av meglerens tilbud. Er dette situasjonen må kunden(e) gjøres til innsidere.

³⁵ Se nærmere MAR artikkel 5 og Kommisjonsforordning 2016/1052

8.3 Strategiske poster

Anta at en investor gir megler i oppdrag om å kjøpe eller selge en større post i et selskap. For en kjøper kan hensikten være at han/hun ønsker å oppnå innflytelse i selskapet. Siktemålet kan være styreplass, samarbeid med annet selskap som investoren har innflytelse i el. I slike tilfeller vil opplysningen bestå av to komponenter: 1) størrelse og 2) investors hensikt. Kombinasjonen av disse to komponentene vil lett kunne være opplysninger som er ”egnet til å påvirke kursen”-”merkbart”. Deling av denne informasjon med utvalgte, potensielle investorer for å kunne gjennomføre transaksjonen vil kunne utgjøre «normal utøvelse av et ansettelsesforhold, virksomhet eller funksjon» og dermed være lovlig.

De kundene som megleren eventuelt gir slike opplysninger til, vil i så fall komme i en innsideposisjon, men det forhindrer dem ikke å selge/kjøpe til megleren som kommer med kjøps- eller salgstilbudet.

8.4 Kjøp eller salgssordre fra primærinnsidere

Anta at en eller flere primærinnsidere gir en megler i oppdrag å kjøpe eller selge aksjer. Primærinnsidere har plikt å melde kjøp eller salg til utstederen og til kompetent myndighet³⁶ umiddelbart og senest innen tre virkedager³⁷. Denne rapporteringsplikten bygger på en presumpsjon om at primærinnsideres handler er kurspåvirkende informasjon. Den kunde som får informasjon om at en eller flere primærinnsidere er kjøper(e) eller selger(e) vil ofte, også for mindre ordres vedkommende, komme i en innsideposisjon. Dette gjelder likevel ikke for helt ubetydelige ordre. Det er ikke lenger noen opplysningsplikt overfor kunder at tilbyder er primærinnsider, men det synes å være en viss praksis for at megleren gir opplysninger til kunder dersom slik opplysning kan gis uten at primærinnsideren(e) kan identifiseres. Kunder som får slik opplysning fra megler kan akseptere kjøps- eller salgstilbudet. Men dersom han eller hun takker nei, og forutsatt at det er snakk om innsideinformasjon og at han handler i samme retning som primærinnsideren, vil innsidehandelsforbudet kunne være overtrådt.

Dersom det dreier seg om ordre av en slik størrelse at de lett kan utføres som ordinær transaksjon på børsen, bør selvsagt denne løsning velges. Da unngår man de problemstillinger som kan oppstå ved at kunder kontaktes direkte vedrørende kjøp av eller salg til primærinnsidere.

8.5 Andre typer større ordre

a) Ordre uten særskilte betingelser

³⁶ MAR Artikkel 19

³⁷ I Prop. 96 LS 2018-2019 uttaler departementet at «utgangspunktet [må] tas i at fristen etter forordningen er «umiddelbart», og at fristen på tre virkedager er å anse som en absolutt frist uavhengig av særlige omstendigheter».

Anta at en megler får i oppdrag å kjøpe/selge 150 000 aksjer i Equinor til best pris. En slik ordre utgjør ca. 5 pst av det gjennomsnittlige dagsvolum i denne aksjen (2025).

Anta at en megler får i oppdrag å kjøpe/selge 100 000 aksjer i Mowi til best pris. En slik ordre vil utgjøre ca. 10 pst av det gjennomsnittlig dagsvolum i denne aksjen (2025).

Det er flere metoder som megleren kan anvende ved utførelse av slike ordre. Gitt at han ikke vil vise volumet på børse, men i stedet ta kontakt med investorer som har kapasitet til å gjøre slike handler (helt eller delvis), kan kommunikasjonen med potensielle kunder kan for eksempel innledes med:

”Gjør du noe i

”Vi er i dag kjøper/selger av

”Jeg har 150 000 aksjer for kjøp/salg i

De to første innledninger er av en slik karakter at kunden ikke kommer i en innsideposisjon. Den siste innledning i eksemplene ovenfor vil kunne sette kunden i en innsideposisjon fordi det er sannsynlig at gjennomføringen av ordrene vil påvirke markedskursen. For å kunne dele sistnevnte informasjon med utvalgte, potensielle investorer må megler kunne godtgjøre at delingen er nødvendig for å kunne gjennomføre transaksjonen.

b) Ordre med særskilte betingelser

Investor vil ofte knytte betingelser til gjennomføring av større oppdrag, for eksempel ”carefully during the day”, noe som i seg selv tilsier at ordren ikke skal være egnet til å påvirke kursen ”merkbart”. Slike ordre vil som regel gjennomføres ved at megleren ikke kjøper eller selger mer enn en tredel av det til enhver tid omsatte volum. Denne teknikken brukes for at utførelsen av ordren ikke skal påvirke markedskursen slik at kunder som får kjennskap til slike ordre ikke skal komme i en innsideposisjon.

c) Handel uten ordre eller oppdrag

I mange situasjoner vil verdipapirforetaket ikke ha mottatt noe konkret oppdrag fra en kjøper eller selger. Situasjonen vil heller være at en potensiell kunde kan tenkes å ville kjøpe en større post dersom verdipapirforetaket kan ”vise” tilstrekkelig med selgere til en attraktiv kurs og vice versa (selge). Informasjon om at et verdipapirforetak selv forsøker å sette sammen en kjøper- eller selgergruppe er normalt ikke å betrakte som innsideinformasjon dersom det ikke foreligger noe mandat, se dog siste avsnitt i dette pkt.

Det at man kontakter en rekke kunder for om mulig å avdekke en mulig kjøper- eller selgerinteresse er en naturlig del av meglervirksomheten og dette kan da ikke i seg selv sies å være innsideinformasjon. Poenget er at den aktuelle informasjonen ikke er av en så vidt presis karakter at en alminnelig fornuftig investor vil ta denne informasjonen i betraktning ved en eventuell investeringsbeslutning, selv om man kan tenke seg at kontakt fra visse verdipapirforetak kan tenkes å ha en kurspåvirkende effekt.

Likevel er det viktig å være forberedt på at denne situasjonen kan endre seg under prosjektets fremdrift slik at den samlede interesse som avdekkes, og eventuelt indirekte formidles videre når man søker interessene bekreftet eller konkretisert, kan bli å anse som innsideinformasjon. Dette leder til at foretakene bør ha en strategi for hvordan de håndterer denne overgangen. Man må sikre at dersom man senere i prosessen må ”gjøre kunder til innsidere”, kan gjøre dette nærmest automatisk, og at de aktuelle kunder da ikke har noe valg som gjør at de kan si nei, men samtidig ha innsideinformasjon.

Kapittel 6 om «Håndtering av ordre som potensielt kan utgjøre innsideinformasjon» får anvendelse på «handel uten ordre eller oppdrag» så langt det passer.

9 Utligning av informasjonsskjevheter

Når en kunde er satt i innsideinformasjon av et verdipapirforetak som følge av å ha fått ordrebokinformasjon, vil det oppstå spørsmål om tidspunktet for når kunden er ute av innsideposisjonen og kan begynne å handle i aksjen.

Dersom det dreier seg om kunnskap om at kjøperen eller selgeren er primærinnsider, er kunden ute av innsideposisjonen når børs melding er offentliggjort.

Dersom det dreier seg om kjøp eller salg av en større post, vil kunden være ute av innsideposisjonen ved innrapportering av transaksjonen i børs systemet (forutsatt at transaksjonen offentliggjøres).

Det kan tenkes at verdipapirforetaket mislykkes i sitt oppdrag om kjøp eller salg av en større post. Kunder som er satt i innsideposisjon av verdipapirforetaket i forbindelse med forsøket på å gjennomføre ordren, vil da kunne ha kjennskap til at en investor er potensiell kjøper eller selger av en større post til en pris som avviker fra børs kursen. Vi vil anta at kunden er ute av innsideposisjonen etter at oppdraget er bortfalt (eller lagt på is). For kundene som opprinnelig ble satt i innsideinformasjon fordi en bestemt begivenhet skulle skje, vil det være sterkt urimelig å bli værende i en innsideinformasjon med den begrunnelse at den planlagte begivenheten ikke skjedde. Det vil også være umulig i praksis å fastsette et annet tidspunkt for når kunden er ute av innsideposisjonen fordi verdipapirforetakets mislykkede oppdrag, normalt ikke blir offentliggjort. At kundene (som var i innsideposisjon) kan spekulere i at investoren vil komme til å prøve seg på nytt, er heller ikke tilstrekkelig til at det inntre handleforbud, jf. at opplysningene må være ”presise” for at handleforbudet skal inntre.