

# Presisjonskriteriet i innsidehandelsdefinisjonen i markedsmisbruksforordningen

Forfatter	Kinander, Morten
Dato	2022
Publisert	Karnovs tidsskrifter ISSN 2703-772X (KAT-2022-1)
Sammendrag	Et sentralt vilkår for at informasjon om markedssensitive hendelser skal være innsideinformasjon i markedsmisbruksforordningens forstand, er at den er «presis». EU-lovgiver har utarbeidet en særdeles omfangsrik definisjon av presisjonsvilkåret, likevel er det omgitt av relativt store uklarheter, til tross for at vilkåret har vært gjenstand for flere avgjørelser i EU-domstolen og i norsk rett. Særlig er det uklart hva slags sannsynlighetskriterium som skal legges til grunn for informasjon om mulige, fremtidige hendelser. Artikkelen er en detaljert gjennomgang av alle leddene i presisjonsvilkåret med det formål å bidra til rettsavklaring. I tillegg argumenteres det for at det neppe gir god mening å operere med bestemte sannsynlighetskrav for fremtidige hendelser, men at vurderingen må være om den mulige, fremtidige hendelsen vil kunne ha kurseffekt.
Utgiver	Karnov Group Norway
Sist oppdatert	2022-01-31

---

Morten Kinander, professor, dr. juris, Handelshøyskolen BI

## 1 Innledning

En av de mest omdiskuterte og største uløste problemstillingene i den europeiske verdipapirretten er spørsmålet om det nærmere innholdet i definisjonen av begrepet «innsideinformasjon». Ikke noe annet begrep utløser så mange og så dramatiske rettsvirkninger i så mange og uensartede dimensjoner som definisjonen av «innsideinformasjon». Den mest dramatiske rettsvirkningen er at den er et vilkår for at forbudet mot innsidehandel i markedsmisbruksforordningen (forordning (EU) nr. 596/2014, heretter *MAR*) artikkel 14 og 8 skal kunne tre i kraft, et forbud med en strafferamme på seks års ubetinget fengsel, der Høyesterett har uttalt at ubetinget straff skal være normalreaksjonen ved enhver overtredelse av forbudet (Rt-2006-1049 *Sense*). Mer praktisk viktig, og det som treffer utsteder hver dag, er at den også utløser informasjons- og listeføringsplikter samt særlige rutiner i forbindelse med markedssonderinger, for ikke å nevne alle de compliance-rutinene som må etterleves for virksomheter som håndterer eller regelmessig kommer i kontakt med innsideinformasjon. Definisjonen av innsidehandel i MAR artikkel 7 – en definisjon som både innsidehandelsforbudet og børsnoterte foretaks informasjonsplikt til markedet hviler på – løper over nesten én side i forordningen.

Innsideinformasjonsdefinisjonen har etter hvert antatt en kompleksitet som gir grunn til å spørre om dens analytiske pretensjoner og presisering i rettspraksis har gjort den lite praktisk anvendelig etter sin ordlyd. Dette er i så fall alvorlig og bekymringsverdig, all den tid definisjonen har så stor betydning for markedene og for hvordan investorer treffer beslutninger. En særlig utfordring er utpenslingen av det nærmere innholdet i presisjonskriteriet i MAR artikkel 7 nr. 2.

Denne artikkelen foretar en inngående analyse av presisjonskriteriet i MAR artikkel 7 nr. 2, jf. nr. 1 bokstav a, med det formål å bidra til å belyse de problemstillingene bestemmelsen involverer. Fordi presisjonskriteriet involverer såpass mange og komplekse problemstillinger, har en slik gjennomgang en egenverdi. Denne graden av kompleksitet er imidlertid også et selvstendig argument for at bestemmelsen er i ferd med å bli praktisk uhåndterbar. En særlig problemstilling i denne forbindelse, som har gjort bestemmelsen særlig vanskelig å håndtere for investorer og utstedere, har vært hvilket sannsynlighetskrav som skal stilles til den mulige eksistensen av fremtidige omstendigheter og begivenheter for at de skal kunne sies å være «presise» i forordningens forstand. Det kan spørres hvor fruktbar en diskusjon om sannsynlighetsprosenter er, og om det var en konkret *grad* av sannsynlighet EU-domstolen mente å angi i den i teorien mye diskuterte *Geltl v. Daimler*-saken [C-19/11]. Hovedkonklusjonen er at det gir god mening at domstolen *ikke* anga et bestemt sannsynlighetskriterium, siden vurderingen av hvorvidt informasjon er «presis», må ses i sammenheng med dens betydning, noe som er temaet for kursrelevanskriteriet. Dette betyr imidlertid ikke at det er snakk om én og samme test, men at de to testene – presisjonskriteriet og kursrelevanskriteriet i artikkel 7 nr. 4 – må ses i lys av hverandre og følger samme logikk. Denne logikken er sentrert rundt hva markedet anser som relevant og betydningsfull informasjon.

Ideelt sett skulle også kursrelevanskriteriet i artikkel 7 nr. 4, jf. nr. 1 bokstav a, blitt omhandlet i denne artikkelen, siden disse to kriteriene henger intimt sammen. Men siden omfanget av problemstillinger er så betydelig som det er bare når det gjelder presisjonskriteriet, velger jeg å avgrense behandlingen til nettopp dette elementet. Kursrelevanskriteriet vil imidlertid til tider være relevant ved drøftelsen av presisjonskriteriet.

## 2 Definisjonen av innsideinformasjon

De relevante delene av definisjonen av innsideinformasjon i MAR artikkel 7 lyder som følger, i engelsk versjon (min utheving):

Article 7

1. For the purposes of this Regulation, inside information shall comprise the following types of information:

(a) *information of a precise nature*, which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more issuers or to one or more financial instruments, and which, if it were made public, would

be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments;

...

2. For the purposes of paragraph 1, information shall be deemed to be of a precise nature if it indicates a set of circumstances which exists or which may reasonably be expected to come into existence, or an event which has occurred or which may reasonably be expected to occur, where it is specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of that set of circumstances or event on the prices of the financial instruments or the related derivative financial instrument, the related spot commodity contracts, or the auctioned products based on the emission allowances. In this respect in the case of a protracted process that is intended to bring about, or that results in, particular circumstances or a particular event, those future circumstances or that future event, and also the intermediate steps of that process which are connected with bringing about or resulting in those future circumstances or that future event, may be deemed to be precise information.

3. An intermediate step in a protracted process shall be deemed to be inside information if, by itself, it satisfies the criteria of inside information as referred to in this Article.

4. For the purposes of paragraph 1, information which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of financial instruments, derivative financial instruments, related spot commodity contracts, or auctioned products based on emission allowances shall mean information a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his or her investment decisions.

Som vi ser, har definisjonen en struktur hvor to av hovedelementene – presisjon og kursrelevans – defineres nærmere i henholdsvis artikkel 7 nr. 2 og nr. 4, der den mest omfangsrike av disse er den første.

Bare i dette leddet er det mange elementer som må defineres nærmere og skilles fra hverandre. Rent overordnet trekkes det et skille mellom «events» og «circumstances», eller mellom «begivenheter» og «omstendigheter», som det het i den nå opphevede verdipapirhandelloven § 3-2, og et skille mellom eksistensen (eksistenskriteriet) av begivenhetene og omstendighetene og deres spesifisitet (spesifisitetskriteriet). Eksistenskriteriet er ytterligere delt opp i en distinksjon mellom flerleddede (*protracted*) prosesser og endelige begivenheter eller omstendigheter. Vi skal se på det første skillet først.

### 3 Presisjonskriteriets oppbygning

#### 3.1 Skillet mellom «begivenheter» og «omstendigheter» i definisjonen

Et skille i definisjonens første ledd går mellom informasjon som indikerer at «a set of circumstances» eksisterer, eller rimeligvis kan forventes å eksistere i fremtiden, og informasjon som indikerer «an event» som har inntruffet, eller som rimeligvis kan forventes å inntreffe. Som Ventrizzo og Picciau påpeker, kan «events» og «circumstances» se ut som synonymer, og det er muligens også derfor dette begrepsparet ikke har blitt særlig behandlet i teorien. Men begrepene har ikke sammenfallende betydning. «Begivenheter» er vanligvis kombinasjonen av elementer, handlinger, fakta og situasjoner som kan eller vil kunne påvirkes av én eller flere omstendigheter. «Omstendigheter» er forutsetninger for at noe skal skje, mens «begivenheter» er selve hendelsen i seg selv. Dette betyr at én enkelt begivenhet som regel vil innebære mer informasjon og ha større betydning i seg selv, mens en omstendighet vil bare få den samme betydningen når den kombineres med andre faktorer. En ekstraordinær generalforsamling som skal ta stilling til en emisjon i en børsnotert bank, er i denne terminologien en begivenhet. Hvis «begivenheten» er en emisjonsbeslutning på en generalforsamling, begrunnet med strengere kapitalkrav og kombinert med kunnskap om en banks egenkapitalnivå, er dette et sett av omstendigheter som kan indikere at den aktuelle banken er nødt til å reise mer kapital. Som Ventrizzo og Picciau også hevder, er dette skillet spesielt viktig når det gjelder flerleddede prosesser, siden det er lettere å vurdere presisjonen for begivenheter enn for omstendigheter. I eksempelet om bankens generalforsamlingsvedtak er jo vedtaket en begivenhet i seg selv, og det er ingen tvil om at det i seg selv også utgjør innsideinformasjon. Og omvendt, når det gjelder mer enkeltstående omstendigheter, er det avgjørende å veie hver enkelt av dem og foreta en totalvurdering for å avgjøre på hvilket tidspunkt det blir snakk om at den

enkelte omstendighet inngår i en kontekst slik at et sett av omstendigheter blir komplett nok til å utgjøre relevant og meningsfull informasjon.

Den praktiske betydningen av dette er at en liten del av et informasjonsbilde, som ikke i seg selv utgjør innsideinformasjon, likevel kan være det hvis opplysningen inngår i et sett av omstendigheter, og fyller inn det totale bildet slik at det til sammen blir et sett av opplysninger som gjør den som besitter disse opplysningene, i stand til å utnytte dem. Dette er særlig relevant for analytikere. Det er på den ene siden åpenbart at analytikere ikke skal settes i en ufordelaktig posisjon bare i kraft av deres generelle kunnskapsfordel. På den andre siden er det også klart at det går en nedre grense, hvor hemmelig informasjon som ikke i seg selv utgjør innsideinformasjon for uinformerte, kan utgjøre det for den allerede informerte.

### 3.2 Eksistens og spesifisitet: to elementer i presisjonsdefinisjonen

De viktigere elementene i definisjonen av presis informasjon som må skilles fra hverandre, og analyseres hver for seg, er «eksisterende» og «spesifikk» informasjon. Presis informasjon kjennetegnes – sagt så enkelt som mulig – av å være informasjon om *noe* som enten eksisterer eller kan komme til å eksistere, og av at dette *noe* er noe man kan nyttiggjøre seg av på kapitalmarkedet for å tjene penger. Det første er i sin rene form et spørsmål om hva informasjonen *er*, det andre et spørsmål om hva den *betyr*. Dette kan utgjøre skillet mellom en e-post med visse faktiske opplysninger (om en stor ny kontrakt, om et covenant-brudd), og om det er mulig å si hva disse opplysningene har av betydning for selskapet. Om disse elementene kan holdes så klart fra hverandre, og om dette igjen kan holdes atskilt fra «fornuftig investor»-testen i neste ledd, er et spørsmål vi skal komme tilbake til.

Nå skal vi se på den første delen av definisjonen, nemlig kravet om at informasjonen er presis «if it indicates a set of circumstances which exists or which may reasonably be expected to come into existence». I tråd med det som nå er innarbeidet ordbruk, kaller vi denne delen for «eksistenskravet», selv om det altså også omhandler informasjon om omstendigheter og begivenheter som *ikke* eksisterer (men som kan komme til å gjøre det).

### 3.3 Eksistenskravet

#### 3.3.1 Forholdet mellom eksisterende og fremtidige omstendigheter og begivenheter og mellom mellomliggende og endelige begivenheter og omstendigheter

Også i denne delen må vi skille to elementer fra hverandre, nemlig på den ene siden opplysninger om omstendigheter eller begivenheter som eksisterer, og på den andre siden opplysninger om omstendigheter eller begivenheter som *kan* komme til å eksistere. Opplysninger om omstendigheter eller begivenheter som eksisterer, er typisk opplysninger om nye letefunn for oljeselskaper, positive eller negative vitenskapelige rapporter om vaksiners eller legemidlers virkning, innvilgelse eller tilbaketrekning av offentlige tillatelser, styrevedtak om oppkjøpstilbud, inngåelse eller oppsigelse av viktige kontrakter, fusjonsforhandlinger, konstateringen av behov for restrukturering av gjeld, vedtakelsen av ulike selskapsvedtak, som salg av store deler av virksomheten, bytte av daglig leder og ledelse, mottak av store erstatningskrav, offentligrettslige sanksjoner mot ledelse, igangsettelse av granskning, korrupsjonsanklager/-mistanker etc. MAR nevner i fortalen også statusen til kontraktsforhandlinger, midlertidig enighet om kontraktsvilkår, sannsynligheten for at emisjoner gjennomføres, midlertidig emisjonskursfastsettelse, inkluderingen av instrumentet i en stor indeks eller slettingen fra en slik som eksempler på mellomliggende begivenheter eller omstendigheter på veien mot en endelig begivenhet. Ifølge forarbeidene er det umulig å fastslå hva som skal regnes som presis informasjon uavhengig av kontekst, og avgjørelsen må derfor tas «on a case-by-case basis». En hendelse som «eksisterer», kjennetegnes ofte som noe som mer eller mindre plutselig inntreffer – et brev med varsel om et stort og alvorlig søksmål eller tilbaketrekning av konsesjon – og som behandles som det, en hendelse i seg selv, uten behov for særlige ytterligere vurderinger for å fastslå relevans og betydning.

Eksistenskravet – både hva gjelder aspekter ved faktisk inntrufne begivenheter og omstendigheter og aspekter ved fremtidige begivenheter og omstendigheter – ble utførlig behandlet av EU-domstolen i den kjente *Geltl v. Daimler*-saken (*Geltl*). Denne saken omhandlet for så vidt både eksisterende og fremtidige steg i en slik prosess, om enn bare indirekte for den første delens vedkommende.

Bakgrunnen for saken var Jürgen Schrempps avgang som daglig leder av DaimlerChrysler (nå Daimler AG). Da selskapet 28. juli 2005 meldte Schrempps avgang, steg kursen fra 36,50 euro til en topp på 42,95 euro. Forut for annonseringen hadde Schrempp hatt en rekke samtaler med forskjellige personer. Etter selskapets generalforsamling 6. mai 2005 diskuterte Schrempp først sine avgangstanker med sin kone, og 17. mai tok han dette opp med lederen for selskapets tilsynsstyre. I tiden frem mot slutten av juli ble planene gradvis gjort kjent for ulike medlemmer av selskapets styre. Forberedelser til annonsering ble påbegynt 10. juli, og innkalling til styremøte 27. juli ble gjort 13. juli, uten at Schrempps avgang ble nevnt. Et samlet vedtaksdyktig styre møttes ikke før 28. juli. 18. juli hadde det imidlertid blitt enighet i ledelsen om å foreslå Schrempps avgang samt oppnevningen av ny administrerende direktør. Dette ble godkjent 28. juli kl. 09.50, hvorpå selskapet umiddelbart sendte melding til børsen. Etter annonseringen steg DaimlerChryslers aksjekurs som følge av utskiftningen av administrerende direktør, og flere aksjonærer som hadde solgt aksjer i perioden forut for annonseringen, saksøkte Daimler for det tapet de hadde lidt som følge av det de mente var for sen annonsering.

På bakgrunn av dette stilte den tyske Bundesgerichtshof EU-domstolen to spørsmål:

- (i) Kan mellomliggende begivenheter som leder opp til en informasjonspliktig begivenhet, også utgjøre innsideinformasjon?
- (ii) Impliserer uttrykket «may reasonably be expected» i artikkel 1 nr. 1 i definisjonsdirektivet, nå MAR artikkel 7 nr. 2, en bestemt form for sannsynlighet, eller er denne sannsynligheten avhengig av kurspåvirkningseffekten til informasjonen, hvor det er lavere krav til sannsynlighet ved høyere eventuelle kurspåvirkningseffekter?

Dette siste alternativet i det andre spørsmålet er et spørsmål om hvorvidt EU-retten inkluderer den såkalte «probability/magnitude»-testen som er utviklet i amerikansk innsiderett, nemlig at det er et samspill mellom sannsynligheten for at den informasjonen indikerer, skal realiseres, og den kurseffekten denne realiseringen vil ha: Jo større sannsynlighet for at noe skal skje, desto lavere kurseffekt trenger informasjonen å ha.

Det er langt på vei disse dilemmaene og problemstillingene som dannet grunnlaget for store deler av *Geltl*-saken, og som vi skal se nærmere på nå.

### 3.3.2 Ad (i): forholdet mellom mellomliggende og endelige hendelser

I *Geltl* ble EU-domstolen også spurt om de enkelte stegene i prosessen mot skifte av daglig leder – henvendelser til styreformann, styrevedtak om søk etter erstatter, etc. – også kunne utgjøre innsideinformasjon, i tillegg til selve annonseringen av fratredelsen og ansettelsen av ny daglig leder. EU-domstolen fastslo at på veien mot en endelig begivenhet er det ikke bare sluttresultatet som utgjør presis informasjon, men også de mellomliggende stegene. EU-domstolen besvarte således spørsmålet bekreftende, med den (åpenbare) kvalifikasjonen at det forutsetter at alle de andre elementene i definisjonen også må være oppfylt. Det er ingen sammenheng mellom vurderingen av disse enkelte stegenes status som kandidater for innsideinformasjon og spørsmålet om sannsynligheten for at den endelige begivenheten kommer til å inntreffe. Uten å forskuttere diskusjonen om sannsynlighetskravet for fremtidige begivenheter kan det være en ganske lav grad av sannsynlighet for at den endelige begivenheten kommer til å inntreffe, samtidig som de enkelte trinnene på vei mot denne begivenheten utgjør innsideinformasjon. Dette betyr at det ikke er grunn til nærmere å vurdere sannsynligheten for om et oppkjøpsinitiativ vil være vellykket, for at henvendelsen til målselskapet utgjør innsideinformasjon i seg selv, siden dette kan ha informasjonsverdi utover at selskapet faktisk blir kjøpt opp i denne omgangen.

Traff domstolen blink her? Både ja og nei. Dette aspektet – om forholdet mellom mellomliggende hendelser og det endelige resultatet – kunne muligens ha blitt løst på et konseptuelt plan, uten å gå veien om en hensynsbasert fortolkning av en ordlyd som ikke skiller mellom endelige resultater og mellomliggende hendelser, slik EU-domstolen gjør i *Geltl*-saken avsnittene 27-40. Spørsmålet har også avstedkommet en lang diskusjon i både rettspraksis og teori. Flere domstolsavgjørelser i tysk rett tok for gitt at det kun var den endelige begivenheten som ville oppta investorene, og at de mellomliggende stadiene kun var indikatorer på veien dit. Som Alexander Hellgardt sier:

The Bundesgerichtshof, when asking the Court of Justice for a preliminary ruling, made the assumption that cases such as the resignation of Mr Schrempp, where many small events form intermediate steps of a larger, protracted process, warrant a special interpretation of the definition of inside information. The idea behind this reasoning seems to be that the intermediate step just serves as an indicator, signalling

the chances of the final event occurring. Hence, all we have to care about is that final event. It is argued, the potential to significantly affect the securities' prices lay with the final event only, and therefore it was the probability of the final event coming about that determined the intermediate step's ability to influence the price. This line of argument rests on the belief that a reasonable investor should not base his decisions on purely speculative facts.

Dette er langt på vei også bakgrunnen for Børsklagenemdens problemstilling i Intex-saken – det vil si hvorvidt presisjonskravet medførte at også mellomliggende begivenheter kunne være «presise» – uten at dette var avgjørende for det spørsmålet som var oppe i den saken. Men rendyrker man posisjonen og hensynene bak utformingen av innsidedefinisjonen, er spørsmålet hvorvidt en ikke-offentlig begivenhet eller et sett av ikke-offentlige omstendigheter har kurseffekt, ikke om det er en opplysning på veien mot en endelig begivenhet, og hva forholdet mellom en enkelt mellomliggende begivenhet og en endelig begivenhet er. Det finnes altså ikke endelige begivenheter *ut over* det som til enhver tid oppfyller kriteriene i definisjonen av innsideinformasjonen. Er kriteriene oppfylt, er de oppfylt, og da gir det ingen mening å spørre om dette er et mellomliggende ledd eller en endelig begivenhet. Dette impliserer også at det i realiteten er unødvendig med en lengre teoretisk diskusjon om forholdet mellom de enkelte delene av en prosess og den endelige begivenheten. Uansett argumentasjonsmåte har dette temaet blitt kodifisert i MAR artikkel 7 nr. 3, som sier at «[a]n intermediate step in a protracted process shall be deemed to be inside information if, by itself, it satisfies the criteria of inside information as referred to in this Article».

For øvrig er spørsmålet kun relevant fordi det har blitt trukket et skille i lovgivningen, uten at dette betyr at dette skillet løser et problem av anselig praktisk betydning.

### 3.3.3 Ad (ii): sannsynlighetsvurderingen ved fremtidige omstendigheter og begivenheter

For det andre leddet i presisjonskravet – de begivenhetene og omstendighetene som vi med «rimelig grunn» kan anta vil komme til å inntreffe – blir spørsmålet annerledes. For den første gruppen er det snakk om konkrete og viktige hendelser som har funnet sted, og som (ennå) ikke er offentlige – med andre ord om hendelser som eksisterer. I slike tilfeller er det som regel også et relativt smalt tidsrom før informasjonen blir offentliggjort eller på andre måter utlignet i markedet. Siden de hendelsene som er av kurspåvirkende karakter på et selskaps aksjer, ikke er like mange som dem som man håper eller forventer skal inntreffe, er nok den neste gruppen – de begivenhetene og omstendighetene som ikke har inntruffet ennå – av mer interesse. Dette er både en større gruppe begivenheter og omstendigheter og involverer en vurdering av sannsynligheten for at det opplysningene gjelder, vil inntreffe. Det er derfor snakk om en mer kompleks vurdering, særlig siden slike sannsynlighetsberegninger neppe kan sies å være annet enn uttrykk for et ønske om å gi en oppfatning et vitenskapelig uttrykk.

Mer presist gjelder spørsmålet hva som skal legges i uttrykket «may reasonably be expected to occur», og hva slags sannsynlighetskrav som gjelder for en oppfatning om at noe kanskje kan komme til å skje. Her hadde domstolen anledning til å klargjøre en ellers kompleks definisjon hva angikk et sentralt element, nemlig sannsynlighetskravet for denne typen begivenheter eller omstendigheter.

Dette spørsmålet har vært et sentralt tema i en rekke saker både i norsk og i europeisk praksis, og problemstillingen utgjør kanskje en av de mest sentrale og uavklarte spørsmålene i verdipapirretten. Det er med andre ord verdt å bruke noe tid på dette momentet.

For å sette problemstillingen i sin rette kontekst, bør det også brukes litt tid på generaladvokat Mengozzis betenkning, siden den for dette spørsmålets vedkommende inneholder en egen teori om presisjonskriteriet. Domstolen endte med å avvise generaladvokatens konklusjoner, men både avvisningen og argumentene er informative, særlig fordi det ikke er opplagt hva domstolen til slutt i realiteten avviste.

Spørsmålet om hva som ligger i «what may reasonably be expected to occur», er, som vi skal se, ikke bare – eller til og med først og fremst – et spørsmål om sannsynlighetsovervekt for fremtidige hendelsers manifestasjon. Dette involverer *også* spørsmålet om hvorvidt det var lavere krav til sannsynlighet for at den fremtidige hendelsen kom til å skje, når forventet kursutslag var stort. Siden det var dette EU-domstolen egentlig ble spurt om av den tyske Bundesgerichtshof, begynner vi med det spørsmålet.

### 3.3.4 Sannsynlighet-størrelse-balansen

I *Geltl* ble EU-domstolen stilt følgende spørsmål om forholdet mellom sannsynligheten for at omstendigheter ville inntre, og det forventede kursutslaget:

By its second question, the referring court asks, in essence, whether Article 1(1) of Directive 2003/124 must be interpreted as meaning that the notion of 'a set of circumstances which exists or may reasonably be expected to come into existence or an event which has occurred or may reasonably be expected to do so' refers only to circumstances or events the occurrence of which may be considered to be preponderant or highly probable, or whether that notion implies that the magnitude of the effect of that set of circumstances or that event on the prices of the financial instruments concerned must be taken into consideration.

Som vi ser, er ikke spørsmålet formulert utelukkende som et spørsmål om *fremtidige* hendelser, samtidig som det spørres om hendelser som er «preponderant or highly probable». Dette er forhold som etter sin natur ikke har inntruffet ennå. «Preponderant» betyr «overveiende», i en slik grad at det er uklart om det er noen realitetsforskjell mellom «preponderant» og «highly probable», slik at spørsmålet for rimelighetsvurderingen av fremtidige hendelsers forekomst er om disse er underlagt et krav om *klar* sannsynlighetsovervekt. Uten en slik forståelse gir ikke «highly» mening. Alternativet til en slik «ren» klar sannsynlighetsovervekt-modell for fremtidige hendelser, i den forstand at sannsynlighetsvurderingen skal foretas isolert fra de fremtidige hendelsens betydning, er en modell hvor sannsynlighetskravet er relativt til opplysningenes kurspåvirkningspotensial.

Generaladvokaten gikk inn for det siste alternativet, nemlig at kurspåvirkningen og sannsynligheten for begivenhetens gjennomslag måtte ses i sammenheng. Uten å ha klart fotfeste i markedsmisbruksdirektivets (MAD) ordlyd eller i fortaleteksten hevdet han at «where the potential of the information for affecting share prices is significant, it is sufficient that the occurrence of the futures set of circumstances or event, albeit uncertain, be *not impossible or improbable*» (min utheving). Med dette ville han etablere en klar skalering av sannsynlighetskravet, konkret tilpasset kurspåvirkningen av den fremtidige hendelsen eller begivenheten.

Etter EU-domstolens uttalelse er det kun det umulige og det usannsynlige som *ex ante* skal ekskluderes fra innsidedefinisjonen. All annen informasjon om fremtidige hendelser over denne terskelen er i utgangspunktet potensiell innsideinformasjon, hvor spørsmålet om hvorvidt noe er innsideinformasjon, må avgjøres på bakgrunn av en avveining av forholdet mellom sannsynlighet og størrelsen på kurspåvirkningspotensialet.

Denne innfallsvinkelen, det vi kan kalle sannsynlighet-størrelse-testen, utviklet generaladvokaten på bakgrunn av amerikansk rett, etter en oppfatning om at det i prinsippet ikke går an å vurdere et forholds presisjon uten å vurdere dets betydning.

I amerikansk rett ble prinsippet om at sannsynlighetsvurderingen for at noe skal skje, er relativ til hvor stor innvirkning hendelsen har på kursen, etablert i den såkalte *Basic Inc. v. Levinson*-avgjørelsen fra USAs høyesterett (heretter *Basic*). I *Basic* hadde selskapet Basic Inc. flere ganger benektet at det var involvert i M&A-prosesser (fusjonsprosesser), selv om det var det. Spørsmålet var om disse benektelsene var vesentlige («material») og dermed utgjorde innsideinformasjon. *Basic* avklarer flere ting, men er mest kjent for å etablere hva USAs høyesterett kaller «a highly fact-dependent probability/magnitude balancing approach». Med dette mente domstolen at spørsmålet om sannsynligheten for at fusjonen ble noe av, det vil si for at den endelige hendelsen inntraff, måtte avgjøres ved å se etter «indicia of interest in the transaction at the highest corporate levels», så som styrevedtak, mandatbrev til meglere samt faktiske forhandlinger mellom prinsipalene eller deres mellommenn. Slike indikatorer på fremtidige hendelser må balanseres mot størrelsen på deres innvirkning på kursen til utsteder. En fusjon er «the most important event that can occur in a small corporation's life, to wit, its death», noe som senker terskelen for at en *slik* mulig hendelse kan sies å være «material», det vil si noe en fornuftig investor vil legge vekt på.

I *Basic* sier USAs høyesterett at vesentlighetsvilkåret «will depend at any given time on a balancing of both the indicated probability that the event will occur and the anticipated magnitude of the event in light of the totality of the company's activity». Dette er også kjent som «probability/magnitude»-testen. Vesentlighetsvilkåret, eller vilkåret om «materiality», som det heter i amerikansk rett, er generelt forstått som at det må være en overveiende sannsynlighet for at begivenheten av en fornuftig investor anses å «significantly alter[...] the 'total

mix' of information made available». Det ble imidlertid også, med referanse til en tidligere dom fra 2nd Circuit, påpekt at dette vesentlighetsvilkåret ikke kan settes for lavt, siden dette ville «simply to bury the shareholders in an avalanche of trivial information-a result that is hardly conducive to informed decisionmaking». Når innsideinformasjonsdefinisjonen samtidig er utgangspunktet for informasjonsplikten, innebærer det en vanskelig balanse mellom å forhindre innsidehandel og å pålegge selskaper en overdreven informasjonsplikt og tilsvarende krevende øvelser om hvorvidt informasjonen skal utsettes.

Den amerikanske vesentlighetstesten kan virke både elegant og fornuftig – elegant fordi den forener forskjellige hensyn i en avveiningsmodell, og fornuftig fordi investorer nok resonnerer mer på denne måten enn i oppdelte ledd, basert på finjusterte sannsynlighetsskalaer. Det kan nok også tenkes at dette er en mye mer realistisk modell, ved at den ligger tettere opp til hvordan både utstedere, børsmyndigheter og domstoler tenker. Men, som Stephen M. Bainbridge påpeker, gir prinsippet ikke så stor veiledning, fordi det ikke suppleres med retningslinjer for vesentlighetsvurderingen, eller for hva som er «magnitude» eller hva slags «probability»-krav som ligger til grunn. Som han sier: «One thus inside trades on the basis of speculative information knowing that a jury, acting with the benefit of hindsight, may reach a different conclusion about how probability and magnitude should be balanced than you did.» Dette er åpenbart en viktig og vektig innvending, som nok burde ha vært gjenstand for større diskusjon i de alle kontekster hvor innsidereglementet sanksjoneres strafferettslig.

Generaladvokaten i *Geltl*-saken argumenterte altså for en lignende løsning, med en tilsvarende begrensning, ut fra tanken om at det som er høyst usannsynlig eller umulig, ikke skal omfattes av definisjonen. Rent bortsett fra en nedre, lav grense mot det totalt usannsynlige, avgrenser han eksplisitt mot en terskeltest, hvor informasjonen først må passere en sannsynlighetsterskel for å kunne bli vurdert som innsideinformasjon. For å gi denne begrensningen noe mer innhold utvikler han en såkalt multifaktortest. Istedenfor å se presisjonsvilkåret i artikkel 1 nr. 1 i definisjonsdirektivet (nåværende MAR artikkel 7 nr. 2), som refererer til rimelig («reasonably») grad av sannsynlighet, og kravet om grad av spesifisitet i samme bestemmelse, som krever at informasjonen må være spesifikk nok til at man kan trekke en slutning om innvirkning på prisen, som to forskjellige krav, mener han at disse må ses i sammenheng og avveies mot hverandre. Konsekvensen av denne multifaktortesten er at høy grad av presisjon kan kompensere for lav grad av spesifisitet og omvendt. Med dette har generaladvokaten foreslått en posisjon som ligner den amerikanske «probability/magnitude»-testen, som nettopp er en balansering av sannsynlighet og vesentlighet, og han går derfor for det andre alternativet i sin vurdering. Generaladvokaten mener det er rom for dette utelukkende innenfor rammene av presisjonskriteriet, med andre ord uten å, som i amerikansk rett, forene presisjonskriteriet og kurspåvirkningskriteriet i én og samme vurdering («materiality»).

Problemet med innfallsvinkelen til Generaladvokaten og til den amerikanske høyesteretten, er at den kan gjøre det vanskelig for aktørene å vite når de skal informere markedet og når de kan og ikke kan handle. For å unngå for mye usikkerhet, og for å forhindre at noterte selskaper skal måtte overlesse markedet med triviell informasjon, gir generaladvokaten «fornuftig investor»-begrepet større plass, også utenfor sitt direkte anvendelsesområde. «Fornuftig investor»-begrepet forekommer i ordlyden til både MAD og MAR, som vi vet, men ikke i relasjon til fastleggelsen av hvilke begivenheter som er eller kan være presise, og dermed kandidater for innsideinformasjon, i forbindelse med fastleggelsen av kurspåvirkningskriteriet, jf. MAD artikkel 1 nr. 2, og MAR artikkel 7 nr. 4.

Spørsmålet er imidlertid, som vi skal se senere, både om det finnes et bedre og mer anvendelig alternativ, og om dette alternativet også samsvarer med ordlyden.

### 3.3.5 EU-domstolens innfallsvinkel

EU-domstolen hadde et annet syn enn generaladvokaten *både* når det gjaldt hvilken sannsynlighetsgrad som skal legges til grunn ved vurderingen av fremtidige hendelser som med rimelighet («may reasonably be expected») kan tenkes å inntreffe, og ved at den avviste at kravet til presisjon kunne senkes for opplysninger som kan innebære store kursutslag. Avvisningen av generaladvokatens posisjon innebærer imidlertid også synspunkter på spørsmålet om sannsynlighet for fremtidige begivenheter og omstendigheter.

Når det skal tas stilling til hva som ligger i uttrykket «may reasonably be expected», viser domstolen til at alle lands lovgivning inkluderer uttrykket «reasonably» i en eller annen form, med unntak av Tyskland, som baserer seg på uttrykket «med tilstrekkelig grad av sannsynlighet». Ingen av landene hadde med andre ord løst dette spørsmålet i nasjonal rett ved implementeringen av direktivet. Dette tyder også ifølge domstolen på at det ikke



kan kreves høy grad av sannsynlighet, noe som ville underminere formålet med direktivet ved at investorer ville kunne høste urettmessige fordeler. Domstolen peker imidlertid også på at sannsynlighetstærskelen ikke må settes for lavt, av hensyn til rettssikkerheten for investorene, og avgrensner i denne sammenhengen mot informasjon som er «implausible» (på norsk «usannsynlig»). Den tilføyer at det på bakgrunn av en helhetsvurdering må være en «realistisk mulighet» («realistic prospect») for at de fremtidige begivenhetene inntreffer, for at det skal være snakk om «presis» informasjon. Å si at det er en reell mulighet for at noe kommer til å skje, er imidlertid bare en annen måte å si at det er en rimelig mulighet for at det vil skje, og bidrar i seg selv lite eller ingenting til å klargjøre hvilken grad av sannsynlighet som må stilles til fremtidige begivenhetes inntreden for at opplysninger om begivenhetene skal kvalifisere som innsideinformasjon. Sagt med andre ord: Det EU-domstolen gjorde, var å erstatte et uttrykk med et synonym og foregi det som et svar på spørsmålet og dermed en rettsavklaring, og med det lot det stå relativt åpent.

Som en avslutning på resonnetet avviser også domstolen generaladvokatens «probability/magnitude»-test. For det første viser domstolen til at det ikke er noe i selve ordlyden («reasonably be expected») som tilsier en sannsynlighet-størrelse-modell. Hovedargumentet er imidlertid at en slik test ville gjøre presisjonskriteriet og kurspåvirkningskriteriet gjensidig avhengig av hverandre. Dette kan ifølge domstolen, som fastslår at begge de to kriteriene må være oppfylt uavhengig av hverandre, ikke være tilfellet. Sannsynlighetsvurderingen til en mulig hendelse skal ikke være avhengig av hvor stor innvirkning hendelsen har dersom den materialiserer seg. Det kan imidlertid hende at domstolens avvisning av generaladvokatens posisjon hadde vel så mye å gjøre med at betenkningen syntes å være sterkt motivert av først og fremst å bekjempe innsidehandel ved å utvide forbudets rekkevidde.

Det dommen *ikke* sier noe om, siden domstolen ikke ble spurt om det, er innholdet i kurspåvirkningskriteriet (og dermed «fornuftig investor»-testen), jf. artikkel 1 nr. 1 i MAD og artikkel 1 nr. 2 i definisjonsdirektivet, nå MAR artikkel 7 nr. 4. Dette kommer jeg tilbake til senere, selv om det henger naturlig sammen med tematikken i *Geltl*-saken, og det kan i den forbindelse reises spørsmål om ikke *Geltl*-saken her innebærer nettopp en innføring av en sannsynlighet-størrelse-test allikevel.

### 3.3.6 Sannsynlighetsvurderingen

Etter å ha avvist generaladvokatens løsning om en balanseringsmodell i forbindelse med presisjonskriteriet kom domstolen også med uttalelser om innholdet i den sannsynlighetsvurderingen som skal legges til grunn ved vurderingen av fremtidige hendelser i flerleddede prosesser. Det første domstolen gjør, er – i likhet med generaladvokaten – å avvise hendelser som har en «implausible» sannsynlighet for å skulle inntre som presis informasjon. Dette gjøres av hensyn til informasjonspliktens omfang. Og setter man kravet for høyt, undermineres formålet med reguleringen, som er å beskytte markedet mot innsidehandel. Man kan heller ikke sette kravet ved «implausible», av hensyn til rettssikkerheten for markedsaktørene – inkludert utstedere, som domstolen påpeker. Betydningen av dette rettssikkerhetsargumentet er etter min mening for uklart til å trekke noen klar konklusjon av.

Uten særlig drøftelse faller domstolen så ned på en konklusjon om at for fremtidige fremtidige begivenheter og omstendigheter, er 'presis informasjon', det som, «on the basis of an overall assessment of the factors existing at the relevant time», anses å utgjøre «a realistic prospect» for at hendelsene vil komme til å eksistere. Av det slutter domstolen også at sannsynlighetskravet i MAD artikkel 1 nr. 1 ikke kan tolkes som å innebære «that proof be made out of a high probability of the circumstances or events in question coming into existence or occurring». Strengt fortolket har altså ikke domstolen sagt annet enn at den fremtidige hendelsen må være mer enn «implausible», men heller ikke ha en nedre grense ved «high probability». Det grunnleggende problemet er at diskusjonen er preget av at definisjonen skal fungere som grunnlag for både innsidehandelsforbudet og informasjonsplikten. Disse to regelsettene trekker tidvis i hver sin retning, og konteksten for problemstillingen ser ut til å ha en innvirkning på hvilke hensyn som dikterer både premisser og konklusjoner.

Så blir spørsmålet om domstolen egentlig har sagt så mye, utover å ekskludere det åpenbart usannsynlige («implausible») og ikke kreve høy sannsynlighetsgrad («high probability»). Eller mer presist: Kan domstolens uttalelser om at «implausible» begivenheter ikke oppfyller kriteriet, innebære en fortolkning om at det kreves en lavere sannsynlighetsgrad enn «usannsynlig», slik at hvis det ikke er «implausible»/usannsynlig, er det «plausible» og dermed sannsynlig, og at det dermed er dette som ligger i «realistic prospect»? Sagt på en annen måte: Er det rom for en sannsynlighetsgrad over «implausible», men likevel under sannsynlighetsovervekt,

eller innebærer avvisningen av «implausible» en bekreftelse av sannsynlighetsovervekt? Hva domstolen egentlig mente med denne uttalelsen, er problemstillingen i det følgende.

Problemstillingen vanskeliggjøres i litteraturen av at det ikke er noen omforent forståelse av hva «sannsynlig» og «sannsynlighet» innebærer. Noen, for eksempel Hansen, ser ut til å mene at «overveiende sannsynlig» / «sannsynlighetsovervekt» ikke er synonymt med «sannsynlig», mens Bergo mener at «sannsynlig» er det samme som «sannsynlighetsovervekt», med henvisning til at uttrykket er binært, jf. nærmere om begge synsvinkler nedenfor. Spørsmålet kan imidlertid neppe avgjøres av en semantisk fortolkning, men må løses gjennom en analyse av hensynene bak reguleringen.

Problemstillingen har i etterkant av *Geltl* blitt behandlet i norsk rett i Børsklagenemndens avgjørelse i den såkalte Intex-saken fra 2013 samt i en del underrettspraksis. I Intex-saken 2013 mente Børsklagenemnden at *Geltl*-dommen «antyder at kravet til sannsynlighet må stilles noe høyere enn «[t]radisjonell norsk rettsforståelse», som «har vært at det kreves mindre enn sannsynlighetsovervekt». Nemnden har imidlertid ingen særlig utførlig rettslig analyse av hvorfor EU-domstolen har knesatt et strengere krav til sannsynlighet enn det som (visstnok) har fulgt av norsk rett.

Den norske praksisen er sprikende: Fire dommer (to fra Oslo tingrett og to fra Borgarting lagmannsrett) mener at det ikke kan stilles krav om sannsynlighetsovervekt, mens Børsklagenemnden og en avgjørelse fra Borgarting lagmannsrett fra 2016 (Vestrum), mener at det er grunnlag for å kreve sannsynlighetsovervekt. Vestrum-saken, som er den første avgjørelsen etter en serie med avgjørelser som hevder at det ikke kreves sannsynlighetsovervekt, vender tilbake til Børsklagenemndens posisjon og legger listen ved sannsynlighetsovervekt. Argumentasjonen støtter seg imidlertid ganske kort og direkte på en artikkel av Morten Emil Bergan, som konkluderer med sannsynlighetsovervekt, men med så kraftige forbehold at det kan synes noe rart at Borgarting lagmannsrett i flere saker legger dette til grunn uten selvstendige rettslige resonnementer ut over denne henvisningen. Det har også kommet ytterligere to saker som legger til grunn et sannsynlighetsovervektsprinsipp, under tvil, og med referanse til Bergans artikkel, jf. LB-2018-26726 (Next) og LB-2019-130220 (Reno Norden). Som lagmannsretten uttaler i pkt. 2 i *Next-saken*:

Ut fra det resultatet lagmannsretten er kommet til i drøftelsen av de tre avtalene nedenfor, er det ikke nødvendig å ta stilling til det nærmere innholdet av sannsynlighetskravet. Det må uansett legges til grunn at det er tilstrekkelig med sannsynlighetsovervekt for at den fremtidige begivenheten vil inntre, det vil si at dette er mest sannsynlig. I så fall foreligger «presise opplysninger» i lovens forstand.

Her gjør lagmannsretten to feil. For det første slutter den automatisk at det er «tilstrekkelig» med sannsynlighetsovervekt. Dette er en feil all den tid dette ikke på noen måte følger direkte av EU-retten, men eventuelt i beste fall av en uklar norsk rettspraksis og teori. For det andre slutter den også at dersom kriteriet er oppfylt, foreligger det presise opplysninger. Men dette er å se bort fra at det i leddets andre del foreligger et krav om at opplysningene skal være relevante, eller spesifikke nok til å trekke en slutning om innvirkningen av opplysningene på selskapets verdi. Dette krever dermed en mer kompleks vurdering enn det lagmannsretten har foretatt i disse sakene, noe som også illustrerer at kriteriet har blitt nærmest umulig å håndtere i praksis.

Caroline Bang Stordrange hevder, på rettspolitisk grunnlag, at de beste grunner taler for at det skal kreves sannsynlighetsovervekt for fremtidige endelige omstendigheter.

Også europeisk praksis er sprikende. I engelsk rett var spørsmålet oppe i *Hannam v. FCA*, hvor problemstillingen var hvilket sannsynlighetskrav som skulle stilles til vurderingen av om leteresultater i et oljeselskap i Kurdistan ville være kommersielt attraktive. Som UK Upper Tribunal sier om *Geltl*: «[A]s we see it there can be a realistic prospect of circumstances coming into existence or of an event occurring without it being more likely than not that they will do so.» Retten antar dermed at det kan være realistiske muligheter for at noe skal skje ved lavere grader enn sannsynlighetsovervekt. Den legger imidlertid, fornuftig nok, til at retten «do not, in any case, find it of help to attempt to approach the question on the basis of assessing percentage chances».

I amerikansk rett (som ikke er direkte relevant i et europarettlig perspektiv) ble problemstillingen avgjort i 1976, i den kjente *TSC Industries v. Northway*-saken: National Industries hadde lansert et oppkjøpstilbud på TSC, og styrene leverte en felles anbefaling til aksjonærene i TSC om å godta National Industries' tilbud. Northway, en aksjonær i TSC, hevdet at uttalelsen inneholdt feil om National Industries' eierandel i TSC, og at anbefalingen dermed var misvisende. USAs høyesterett kom til at utelatelene (at oppkjøpers CEO allerede var styreformann i målselskapet TSC, og at National Industries tidligere hadde indikert til den amerikanske

tilsynsmyndigheten SEC at de var morselskapet til TSC) var av tvilsom betydning og til dels et spørsmål om fortolkning. I forsøket på å etablere et prinsipp mellom en for streng og en for mild norm kom domstolen til at «an omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote». Dette knytter ikke sannsynlighetsvurderingen til sannsynligheten for at visse hendelser kommer til å inntreffe, slik det gjøres i europeisk rett, men til hvordan en fornuftig investor ville benytte seg av informasjonen. Imidlertid skal begge sannsynlighetsvurderingene, både den amerikanske og den europeiske, ende opp i en vurdering av betydningen for verdivurderingen av de finansielle instrumentene som informasjonen vedrører. Den amerikanske innfallsvinkelen innebærer neppe sannsynlighetsovervekt, siden domstolen også antar at dette ikke endrer innholdet i vesentlighetsbegrepet «as a requirement that 'the defect have a significant propensity to affect the voting process'». Selv om denne formuleringen også bruker termer som *kan* forstås som å medføre sannsynlighetsovervekt – «significant propensity» –, er spørsmålet om den utelatte informasjonen av en fornuftig investor ville ha blitt ansett å ha endret «the total mix» av tilgjengelig informasjon vesentlig. Det virker åpenbart at dette ikke på noen måte setter terskelen ved sannsynlighetsovervekt, all den tid investorer neppe vurderer en fremtidig begivenhet eller omstendighet utelukkende med utgangspunkt i sannsynlighetsverdier over 50 prosent.

Det er imidlertid en anselig litteratur som hevder at *Geltl* knesetter et prinsipp om sannsynlighetsovervekt for fremtidige hendelser. Carmine Di Noia og Matteo Gargantini har for eksempel argumentert for at domstolen må tolkes som å etablere et overvektsprinsipp, noe også Ventrizzo og Picciau gjør. Hartmut Krause og Michael Brellocks argumenterer også for et slikt prinsipp ved å hevde at det fremkommer gjennom avvisningen av sannsynlighet-størrelse-testen og etableringen av de ytre rammene. Dette siste er nok et for enkelt argument, for som Upper Tribunal uttalte i *Hannam*: «[T]his passage says no more than the unremarkable proposition that 'likely' means something between 5 % probable and 95 % probable.» Det første argumentet, at et slikt prinsipp fremkommer gjennom avvisningen av testen, er imidlertid et noe bedre argument, selv om det alene heller nok ikke fører helt i mål. Det spørsmålet EU-domstolen ble stilt, var om det kunne aksepteres lavere grader av sannsynlighet (formodentlig lavere enn sannsynlighetsovervekt) hvis den forventede eller mulige kurspåvirkningen var stor. Ved avvisningen av dette kan det altså se ut som om domstolen også la terskelen ved nettopp sannsynlighetsovervekt.

Det kan imidlertid godt hende at domstolen først og fremst har ment å avvise en balanseringstest ut fra ordlyden i første ledd i MAR artikkel 7 nr. 2 og ingenting annet. Hadde den ment at dette impliserte sannsynlighetsovervekt, hadde den formodentlig også sagt nettopp det, istedenfor å nøye seg med å erstatte ett uttrykk («reasonably be expected») med et annet, synonymt uttrykk («realistic prospect») samt en angivelse av de (svært vide) ytre rammene for sannsynlighetsvurderingen. Det er med andre ord grenser for hvor mye man i dette tilfellet skal lese inn i dommen om hva domstolen har ment, uten å ende i den velkjente posisjonen hvor man trekker ut av kildene det man først putter inn i dem.

Knut Bergo ser ut til å mene at *Geltl*-saken impliserer et strengere sannsynlighetskrav enn simpel eller vanlig sannsynlighetsovervekt når han i sin kritikk av norsk rettspraksis sier at «det synes nærliggende å tolke 'realistic prospect'-kravet som å bety *noe mer enn* sannsynlighetsovervekt», i 2021-utgaven reformulert som at det «må kreves (minst) sannsynlighetsovervekt». Det er etter min mening neppe særlig støtte for et krav om kvalifisert sannsynlighetsovervekt hos EU-domstolen i *Geltl*-saken – som ikke ser ut til å mene noe om dette – eller i juridisk teori – som heller ser ut til å slå fast at det nettopp er snakk om simpel sannsynlighetsovervekt. Bakgrunnen for Bergos resonnement er forståelig: Domstolen fremhever i avsnitt 48 og 49 at et grunnleggende hensyn er «legal certainty for the market participants», noe som kan fortolkes som et argument om en høy terskel fordi aktørene skal kunne forvente å være i fred for anklager om brudd på regelverket som enten et fleksibelt eller et lavt krav potensielt kan medføre.

Spørsmålet er imidlertid om dette rettsikkerhetsargumentet i *Geltl*, avsnitt 48 dikterer akkurat denne løsningen, eller om hele vurderingen etter en slik løsning blir så kompleks at den raskt kan bli opp til den enkeltes forståelse og dermed er ute av kurs med hvordan vurderingen faktisk gjøres i praksis, hvoretter man i et rettsikkerhetsperspektiv er like langt. Problemstillingen er langt på vei begrepteoretisk, eller mentalfilosofisk, om man vil, og har sitt utgangspunkt i om det hele tatt er mulig å vurdere presisjonen til en hendelse uten samtidig og allerede å ha vurdert dens betydning. Vil det, formulert med et praktisk spørsmål, være mulig for noen å anslå sannsynligheten for *at jeg kommer til å dukke opp en lørdags kveld*, slik jeg har sagt jeg skal, uten samtidig å ta i betraktning *hva jeg skal dukke opp til*? Det vil jo ha stor betydning for sannsynligheten hvorvidt dette var snakk om min beste venns bryllup eller en jobbrelatert mingleevent, uavhengig av hvorvidt man opererer med et relativt sannsynlighetsbegrep i en normativ forstand. En atskillelse av presisjonskriteriet og

relevansvurderingen som ligger i kurspåvirkningskriteriet, synes å være tynn hermeneutikk. Det synes også å være en lite treffende sannsynlighetsmodell, all den tid det ikke er mulig å angi sannsynlighetsgrader ved ukjente fremtidige utfall. Som Hansen fremhever, er det ikke «useful to require that the outcome is more likely than not. Instead, it is important to note that what the CJEU requires is impact on price, which is possible, even in cases of considerable uncertainty».

Bergo hevder at å fortolke *Geltl* som å involvere noe under sannsynlighetsovervekt, slik flere norske underrettsdommer gjør, er å underlegge MAD en «tradisjonell norsk verdipapirrettslig fortolkning, der dette har fanget opp også de lavere sannsynlighetsgrader», med referanse til Vital-saken fra Børsklagenemnden fra 1996. I den saken mente Børsklagenemnden at det var tilstrekkelig for informasjonspliktens aktivering at det var en praktisk og nærliggende mulighet for at det ville bli lansert et overtakelsestilbud, noe som involverer sannsynlighetsgrader under sannsynlighetsovervekt.

Det er selvsagt på det rene at EU-domstolen aldri har «ønsket å adoptere den norske mulighetslæren». Men det er også på det rene at alternativet til at EU-domstolen innfører et prinsipp fra den norske Børsklagenemndens avgjørelse fra 1996, en avgjørelse som er kritisert i teorien, og som Børsstyret tok avstand fra i 2005, heller ikke må være at domstolen dermed går inn for sannsynlighetsovervekt. Til det er alternativene for mange, noe Jesper Lau Hansen viser, og som også fremgår av den internasjonale diskusjonen om problemstillingen, hvor nettopp «den norske mulighetslæren» er blant det som diskuteres. For klarere å se Hansens argument mot en sannsynlighetsovervektsteori, et argument som har atskillig interesse, er det nødvendig å ta et skritt tilbake.

Som vi så, har EU-domstolen blitt tolket som å avvise sannsynlighet-størrelses-testen med utgangspunkt i en distinksjon mellom presisjonskriteriet og kurspåvirkningskriteriet. EU-domstolen kom, som vi vet, til at eksistenskriteriet og hva slags sannsynlighetskrav for fremtidige hendelser som skal legges til grunn for oppfyllelsen av det kriteriet, må fastlegges uten henblikk på den fremtidige hendelsens kurspåvirkningsevne. Men som Hansen påpeker, med henvisning til at både MAD artikkel 1 nr. 1 og definisjonsdirektivets første fortale nevner begge elementene i sammenheng, er en absolutt avvisning av distinksjonen ikke den eneste nødvendige tolkningen, idet det, slik Hansen mener, er snakk om forskjellige elementer av samme kvalitative vesentlighetsvurdering. Som det heter i definisjonsdirektivets første fortale, i en talemåte som minner sterkt om prinsippet i den amerikanske *Basic*-dommen, som nettopp innførte prinsippet om at det skal mindre til for at en særdeles viktig hendelse (en fusjon, en konkursbegjæring etc.) må meldes, enn for en mindre viktig hendelse (inngåelse av en kontrakt):

Reasonable investors base their investment decisions on information already available to them, that is to say, on ex ante available information. Therefore, the question whether, in making an investment decision, a reasonable investor *would be likely* to take into account a particular piece of information *should be appraised on the basis of the ex ante available information*. Such an assessment has to take into consideration the anticipated impact of the information in light of the totality of the related issuer's activity, the reliability of the source of information and any other market variables likely to affect the related financial instrument or derivative financial instrument related thereto in the given circumstances (uthevet her).

Dette betyr at fortalen innebærer et prinsipp om at sannsynlighetsvurderingen må foretas på bakgrunn av den informasjonen som er tilgjengelig på forhånd, en vurdering som tar hensyn til «the anticipated impact of the information in light of the totality of the related issuer's activity» samt andre markedsfaktorer. Dette kan se ut som en uttalelse som kun omhandler kurspåvirkningskriteriet, men, som Hansen viser, er det først i tredje punkt i fortalen at det skilles mellom de ulike aspektene. Dette kan indikere at EU-lovgiveren så for seg at første uttalelse er en generell uttalelse, som omhandler *begge* elementene, mens det er først i tredje uttalelse at det sondres mellom elementene, og at EUs system iallfall opprinnelig lå nærmere det amerikanske enn det mange har sett for seg. Dette kan i så fall også forklare hvorfor spesifisitetetskriteriet også inneholder en «fornuftig investor»-test, jf. nedenfor.

I avsnitt 55 i *Geltl* henviser også EU-domstolen til definisjonsdirektivets første fortale, og hevder, nettopp i forbindelse med en utlegning av sannsynlighetsvurderingen i presisjonskriteriet, ikke bare at fornuftige investorer tar hensyn til sannsynligheten for at noe vil inntreffe, men også at slike betraktninger «go to determining whether information is liable to have a significant effect on the prices of the issuer's financial instruments».

Som Hansen er inne på, har dette resonnementet et nært slektskap til den amerikanske «total mix»-testen som ble utviklet i *TSC*-saken, referert ovenfor, siden spørsmålet er om informasjonen endrer oppfatningen av «the

totality of the related issuer's activity». Dette kan indikere at EU-retten, også etter *Geltl*, opererer med en fornuftig investor- og «materiality»-innfallsvinkel som er mer lik den som finnes i amerikansk rett, enn det som enkelt antas i diskusjoner rundt prosentvise anslag for sannsynligheten av fremtidige begivenheter. Som Hansen sier: «Selvom Domstolen ... søger at adskille kravene om hhv. specifik [det vil si presis] viden og mærkbarhed, anvender den alligevel den samme vurdering i begge relationer, nemlig om informationen kan påvirke kursen, hvilket reelt indebærer totale mix-standarden.» Med dette som bakgrunn blir det også et spørsmål om hensiktsmessigheten ved å trekke en eksakt sannsynlighetsgrense for fremtidige hendelser og dermed operere med et prinsipp om sannsynlighetsovervekt. *Geltl* nevner også i avsnitt 48 at informasjonsplikten ikke inntre dersom informasjonen ikke er spesifikk eller er «unlikely to influence the prices of their financial instruments», en formulering som omhandler kurspåvirkningskriteriet. At kurspåvirkningskriteriet trekkes inn i diskusjonen om presisjonskriteriet, betyr at domstolens argument om at de to elementene må holdes atskilt, ikke engang følges opp av domstolen selv, et argument som også var bærende for avvisningen av «probability/magnitude»-testen.

Dette minner slik sett om Vital-sakens innfallsvinkel: at dersom det var snakk om store hendelser, må kravet settes lavere enn sannsynlighetsovervekt – en innfallsvinkel som også amerikansk rett har basert seg på siden 1976. Dette medfører imidlertid den klare tilleggskvalifiseringen at det ikke bare må være mulig å tjene penger på informasjonen, men at omstendighetene eller begivenheten som opplysningen omhandler, må være av en slik karakter at det gir betydelige kursutslag. Grunnen til dette er den helt ordinære erfaringen at investorers investeringsvilje øker jo større kursutslag en viss opplysning har. Det er dermed et noe kunstig resonnement å helt utelukke at disse elementene skal ses i sammenheng, når de i så stor grad er én og samme vurdering i praksis. Hvis man vet med 40 prosent sannsynlighet at en hendelse kommer til å inntreffe, og at dette vil doble kursen, kan man lånefinansiere egne barn og sine barnebarns velstand med et enkelt grep. Et motargument mot dette er at man kan oppnå det samme ved hjelp av derivater, men slike investeringsstrategier involverer ofte, særlig hvis de er lånefinansierte, et betydelig ekstra risikomoment.

Så hva mente EU-domstolen om dette spørsmålet? Som jeg var inne på ovenfor, er det tvilsomt om EU-domstolen hadde slike pretensjoner som en del kommentatorer har en tendens til å tilskrive den i dette spørsmålet. Hadde domstolen hatt noen klare formeninger om sannsynlighetskravet, hadde den nok sagt noe om dette. Så dårlig til å formulere seg er den tross alt ikke, og muligens har den latt spørsmålet stå nettopp så åpent at medlemsstatene selv må velge hvilket nivå de vil legge seg på. En annen grunn til at spørsmålet har blitt stående så åpent som det har blitt, kan være at domstolen nettopp ville etablere en fleksibel standard, hvoretter det er konteksten for opplysningen som avgjør hvorvidt det er en realistisk mulighet for at opplysningen er presis. Domstolens hovedanliggende er om opplysningen er av en slik karakter at den kan ha kurseffekt.

En slik innfallsvinkel gjør at presisjonsbegrepet raskt vil anta en relativ karakter, og da blir spørsmålet hva det er relativt til. Det korte svaret er at det er relativt til hva som kan ha innvirkning på kursen, og det er konteksten som avgjør spørsmålet om hvor i intervallet mellom «implausibility» og «high probability» en opplysning ligger.

Hvis spørsmålet er hva EU-domstolen faktisk mente i *Geltl*, er kanskje det mest realistiske svaret at det er en upresis dom, med elementer som trekker i flere retninger. På den ene siden hevdes det i avgjørelsen at presisjonskriteriets sannsynlighetselement må fastsettes uavhengig av andre kriterier og elementer i definisjonen. På den andre siden inneholder avgjørelsen ikke bare uttalelser som nettopp er uttrykk for at bedømmelsen av hva som er presis informasjon, må foretas med henblikk på hva slags *betydning* informasjonen har. En slik isolert vurderingsmodell er uten enhver realisme og dermed også uegnet som utgangspunkt for å bedømme når noe skal meldes markedet eller kan handles på.

Etter en slik fortolkning innebærer ikke EU-domstolens erstatning av uttrykket «reasonably be expected» med det omtrent synonyme «realistic prospect» en uttømmende eller bestemt angivelse av sannsynlighetskravet. En like plausibel fortolkning er at det skal være en realistisk mulighet for, er en kurseffekt. Også her kan det innvendes at innfallsvinkelen blir *for* fleksibel og dermed gir lite grunnlag for forutberegnlige kommersielle beslutninger. Men utstedere har anledning til å utsette meldingen, jf. MAR artikkel 17 nr. 4, og investoren skal være beskyttet av misbruksreservasjonen i MAR artikkel 8.

Diskusjonen om *Geltl* kan dermed oppsummeres på følgende måte: Domstolen mente at (i) hvert mellomliggende steg i en flerleddet og utvidet («protracted») prosess må tas som et eksisterende faktum, og således i seg selv kunne utgjøre «presis» informasjon, uavhengig av sannsynligheten for dette utfallet av den endelige begivenheten eller et sett av omstendigheter, (ii) det er usikkert eller relativt til kontekst hvorvidt en

fremtidig begivenhet eller sett av omstendigheter må være mer sannsynlig enn ikke for å utgjøre «presis» informasjon, og (iii) selv om EU-domstolen eksplisitt avviser sannsynlighet-størrelse-testen, hvor de to testene går ut på det samme, er det gode grunner for at «realistisk mulighet» skal forstås som en realistisk mulighet for en kurseffekt heller enn som en realistisk mulighet for at noe kommer til å skje.

Deler av dette har funnet sin vei inn i MAR artikkel 7 nr. 2, uten at dette har bidratt særlig til avklaring av de problemstillingene og uklarhetene som *Geltl* etterlot seg.

Formålet med bestemmelsen er opplagt å skape større rettssikkerhet for markedsaktørene. Dette fordrer begrensede muligheter for sanksjonsmyndigheter til å velge mellom hjemler med relativt lave og fleksible terskler. Mitt poeng er imidlertid at denne begrensningen først og fremst skal skje gjennom kurspåvirkningskriteriet, riktig forstått. Det er slik sett den fornuftige investoren som er den mest interessante rettslige figuren i dette regelverket. Dette er tema i neste punkt, men først skal vi se på et lignende kriterium, nemlig spesifisitetskriteriet.

### 3.4 Spesifisitetskriteriet

Vi er ennå ikke ferdige med presisjonsselementet i innsideinformasjonsbegrepet. Det som gjenstår, er å fastlegge innholdet i det som følger etter sannsynlighetsvurderingen av fremtidige hendelser, nemlig kravet om at disse må være spesifikke nok til å kunne dra en slutning om den mulige kurseffekten av informasjonen.

Det er grunn til å gjenta de relevante delene av definisjonen av presisjonsdefinisjonen, som finnes i MAR artikkel 7 nr. 2. De kursiverte delene er hva vi har gått gjennom, og de understrekede delene er hva vi skal se på i det følgende:

For the purposes of paragraph 1, information shall be deemed to be of a precise nature if it indicates a set of circumstances *which exists or which may reasonably be expected to come into existence*, or an event which has occurred or which may reasonably be expected to occur, *where it is specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of that set of circumstances or event on the prices*. (Min utheving.)

Spørsmålet om hva som er spesifikt nok til å muliggjøre en konklusjon om kurspåvirkning, er det som kan kalles «spesifisitetskriteriet», for å skille det fra «eksistenskriteriet».

Spesifisitetsbegrepet har ikke vært gjenstand for samme grad av diskusjon i litteraturen som eksistenskriteriet, og det er noe uklart hva dets selvstendige innhold er. Det er også fristende å redusere spørsmålet til et såkalt Lafonta-spørsmål, gitt at *Lafonta*-dommen, som vi skal behandle nærmere nedenfor, er den eneste rettskilden av betydning i det europarettlige landskapet som kan bidra til å klargjøre dette noe vriene kriteriet, jf. nedenfor. Ikke bare er det lite av domstolspraksis, det er også sparsomt med offisielle kilder fra både EU-lovgiver, CESR/ESMA og juridisk teori.

Noe av grunnen til at kriteriet kan oppfattes som å være vrient å få grep på, er at det etter ordlyden er vanskelig å skille fra kurspåvirkningskriteriet i neste ledd, siden det refererer til informasjonens kurspåvirkningspotensial. Dette er imidlertid et tema for «fornuftig investor»-testen i MAR artikkel 7 nr. 4.

Bergo kaller spesifisitetskriteriet for «retningskriteriet», muligens med referanse til *Lafonta*-saken, hvor problemstillingen nettopp dreide seg om hvilken retning kursen ville ta.

Ifølge Guido Ferrarini ble spesifisitetsbegrepet inkludert i definisjonen for å klargjøre at informasjon som er presis i én forstand (f.eks. at det vil skje en emisjon i et selskap), ikke nødvendigvis dekker alle aspektene av hendelsen (f.eks. hvor stor emisjonen kommer til å være).

Det er ikke veiledning å få verken i de europeiske eller i de norske forarbeidene når det gjelder det nærmere innholdet i dette begrepet. Kort fortalt kan forskjellen mellom første og andre ledd i presisjonsvilkåret sies å være at mens eksistenskriteriet omhandler kravene til informasjonen som sådan, omhandler spesifisitetskravet hva investorer kan trekke ut av den.

I forbindelse med vedtakelsen av den engelske Criminal Justice Act av 1993 (CJA) del V, section 56, 1(c), som implementerte EUs forsikringsdistribusjonsdirektiv (IDD), der kravet er at informasjonen må være enten «specific or precise», supplerte The House of Commons Standing Committee et par teoretiske eksempler som kan bidra til å klargjøre skillet mellom eksistenskriteriet og spesifisitetskriteriet: En styreformann i et selskap

og en analytiker møter hverandre i parkeringshuset, og ser sammen på styreformannens gamle og bulkete bil. Analytikeren spør: «Er det ikke på tide med en ny bil?», og styreformannen svarer: «Ikke i år.» Dette er verken presis eller spesifikk informasjon, ifølge de engelske myndighetene. Hvis styreformannen derimot hadde sagt: «Resultatene våre vil være mye bedre enn hva markedet forventer eller vet», ville dette ha vært «spesifikk» informasjon, selv om den ikke hadde vært «presis».

Den europeiske tilsynsmyndigheten ESMA's forgjenger CESR pekte i sine retningslinjer på to situasjoner hvor spesifisitetsbegrepet er relevant, nemlig (i) hvor en fornuftig investor kan treffe en investeringsbeslutning med liten risiko for tap (fordi informasjonen er spesifikk nok til at man kan forutsi en priseffekt), og (ii) hvor informasjonen er slik at den sannsynligvis vil bli utnyttet umiddelbart av markedet («immediately exploitable on the market»).

Denne presiseringen fra den europeiske tilsynsmyndigheten reiser et interessant poeng, ved at den introduserer «fornuftig investor»-testen – en test som normalt introduseres i forbindelse med kurspåvirkningsvilkåret – også i presisjonskriteriet. Spørsmålet blir da hva den analytiske forskjellen på disse vilkårene i realiteten er, ved at «den fornuftige investor» ofte forstås som en slags aggregert markedsaktør. Det er med andre ord ikke klart hvorvidt den fornuftige investoren som CESR henviser til i spesifisitetsbegrepet, er en annen enn den som dukker opp i kurspåvirkningskriteriet. Det er heller ikke klart hvorvidt dette egentlig er to forskjellige øvelser, eller om det er slik at når man har klarlagt spesifisiteten i informasjon etter en «fornuftig investor»-test, har man også besvart spørsmålet om kurspåvirkningens realitet.

Illustrerende nok kan den diskusjonen som vi skal se på nedenfor i forbindelse med *Lafonta*-saken, fint føres både under spesifisitetskriteriet og under kurspåvirkningskriteriet. Som Di Noia og Gargantini påpeker, kan prematur informasjon, hvor man ikke vet hvilken retning kursen vil ta, alltid utnyttes «umiddelbart» av derivatmarkedet, for eksempel gjennom såkalte collar-investeringer, hvor formålet nettopp – og utelukkende – er å utnytte volatilitet. Som de også påpeker, er fusjonsforhandlinger hvor prisutviklingen på det overtakende selskapet kan antas å enten bli positiv eller negativ, interessant informasjon hvis den ikke er utlignet i markedet. Dermed oppfylder det også kriterium nr. 2 til CESR nevnt ovenfor om at informasjonen er slik at den sannsynligvis vil bli umiddelbart utnyttet på markedet («immediately exploitable on the market»). Dette er i og for seg uproblematisk, all den tid regelverket introduserer en vurdering av priseffekten, som jo må være en vurdering av forventet *ex ante normal* priseffekt, det vil si en priseffekt slik fornuftige investorer er vant til å se i slike sammenlignbare tilfeller.

Poenget i denne sammenheng er at denne problemstillingen, som i *Lafonta*-saken fra EU-domstolen ble behandlet som et spørsmål om hvorvidt informasjonen var presis i MAR artikkel 7 nr. 2 andre ledds forstand (dvs. som et spørsmål om spesifisitet), like gjerne kunne ha vært behandlet som et spørsmål om hvorvidt kurspåvirkningskriteriet var oppfylt. Jeg kommer tilbake til dette nedenfor, men det er grunn til å stille spørsmål om hvorvidt det har en selvstendig verdi å opprettholde *både* spesifisitets-elementet i presisjonsvilkåret og kurspåvirkningsvilkåret, i den forstand at hvis man har tatt stilling til at noe er presis i så måte at en fornuftig investor kan trekke en konklusjon om begivenhetenes og omstendighetenes kurseffekt, synes det unødvendig å ta stilling til hvorvidt informasjonen passerer «fornuftig investor»-testen hvis den blir offentliggjort. CESR anerkjente også denne likheten mellom måten presisjon defineres på, og kurspåvirkningsvilkåret. Som CESR sier:

The precise nature of information is assessed on a case-by-case basis and depends on the information in question. CESR also acknowledges the fact that both conditions – precise and likely to have a significant effect on the price of the financial instrument – are very much linked to each other and that the characteristics of each condition may play an intensifying role on the occurrence of the other. However, CESR believes that it is possible to identify separately the factors, which should be taken into account in deciding whether we are in presence of precise information, on one hand, and of information that is likely to have a significant effect on prices, on the other hand.

CESR hevder her to ting: For det første at det skal være mulig å identifisere faktorene som skal tas i betraktning for å fastslå om en opplysning er presis, *uavhengig av* de faktorene som skal tas i betraktning i forbindelse med kurspåvirkningsvilkåret. Dette virker ikke særlig overbevisende og fremstår mer som en påstand eller et ønske. At dette er uklart, fremkommer også av det andre CESR sier, nemlig at man ved fastleggelsen av det ene elementet forsterker det andre. Det er ikke helt enkelt å få grep om dette, men antagelig siktes det her til at man i realiteten besvarer begge spørsmål når man tar stilling til ett av dem. Og dette er også helt riktig: Det er informasjonens påvirkning på kursen som er det avgjørende kriteriet i hele definisjonen av innsideinformasjon.

Illustrerende for at det er snakk om en sammenblanding, er at når CESR gir retningslinjer for fortolkningen av kurspåvirkningskriterier, brukes det argumenter som vi har sett inngående diskutert i forbindelse med presisjonskriteriet, slik som vurderinger av sannsynlighetsgrader for at priseffekten vil manifestere seg.

Med dette som utgangspunkt skal vi nå se på *Lafonta*-saken, en sak som er formulert som et spørsmål om det *andre* leddet i presisjonsvilkåret, nemlig om når en begivenhet eller sett av omstendigheter kan sies å være spesifikke nok til at en fornuftig investor kan trekke en slutning om kurseffekten av dem.

### 3.4.1 Lafonta-saken

*Lafonta*-saken hadde sitt utspring i at et fransk børsnotert investeringsselskap, Wendel SA, hadde handlet «total return swaps» med eksponering mot det store franske konsernet Saint-Gobain i forbindelse med et oppkjøp som Wendel planla av Saint-Gobain. Det franske finanstillstyret (*L'Autorité des marchés financiers* – AMF) hevdet at den eksponeringen disse swappene ga, skulle ha blitt meldt til markedet i tråd med den franske implementeringen av MADs artikkel 6.1, som er informasjonsplikten for utstedere ved innsideinformasjon. For overtredelse av denne plikten ble både selskapet og dets styreformann, Jean-Bernard Lafonta, ilagt bøter av betydelig størrelse. Saken ble forelagt EU-domstolen for prejudisiell avgjørelse, hvor Lafonta forsvarte seg med at selv om swappene nok ville føre til kursbevegelser, var det umulig å si noe om *retningen* på kursutviklingen. EU-domstolen la, i likhet med AMF, til grunn at det var en 50/50 sannsynlighet for at kursen kom til å gå enten opp eller ned. Spørsmålet EU-domstolen skulle besvare, var dermed hvorvidt bare informasjon som med tilstrekkelig grad av sannsynlighet tilsier at kursen vil bevege seg i en bestemt retning, er å regne som presis informasjon. Engelsk rett hadde, i den tidligere omtalte *Hannam*-saken, lagt til grunn at det nettopp måtte en retning til for at noe skulle kunne sies å utgjøre «presis» informasjon.

Mer presist ble EU-domstolen stilt følgende spørsmål:

Must point (1) of Article 1 of Directive 2003/6 and Article 1(1) of Directive 2003/124 be interpreted as meaning that only information in respect of which it may be determined, with a sufficient degree of probability, that, once it is made public, its potential effect on the prices of the financial instruments concerned will be in a particular direction may constitute inside information?

Det rettslige grunnlaget er identisk med MAR artikkel 7 nr. 2. Mer presist ble EU-domstolen spurt om å klargjøre presisjonskriteriet i daværende implementeringsdirektiv (direktiv 2003/124/EF, heretter *MAD*) artikkel 1 nr. 1 (som tilsvarer MAD artikkel 7 nr. 2, nemlig både eksistenskriteriet og spesifisitetskriteriet). Spørsmålet ble behandlet med utgangspunkt i bestemmelsens andre del, spesifisitetskriteriet.

EU-domstolen besvarte spørsmålet benektende og hevdet dermed at det ikke er nødvendig å angi en spesiell retning for den etterfølgende *mulige* kursutviklingen for at en begivenhet eller omstendighet skal kunne regnes som presis informasjon. Den umiddelbare begrunnelsen er at den økende kompleksiteten i finansmarkedene gjør det vanskelig å evaluere prisutviklingen, særlig siden investorer kan gjøre «widely differing assessments». Dette kan gjøre at innsideinformasjonsbegrepet bør omfatte informasjon om begivenheter og omstendigheter som gjør investorer i stand til å utnytte usikkerhet til skade for markedet og de formål som markedsmisbruksreguleringen søker å beskytte, jf. avsnitt 36.

På den andre siden mente det engelske Upper Tribunal i *Hannam* at en investor må vite hvilken retning kursen vil ta, selv om vedkommende ikke må vite dette «with confidence». Kravet i den saken var at investoren kun må vite at *dersom* kursen beveger seg, vil den bevege seg i en viss retning.

Som Lars Klöhn påviser, er spørsmålet i *Lafonta* spesielt stilt; den franske *Cour de cassation* spør ikke etter hva en fornuftig investor ville ha lagt vekt på, eller hva prisrelevansen av informasjonen er. Dette ville nettopp ha gitt problemstillingen en utforming i tråd med kurspåvirkningskriteriet i MAR artikkel 7 nr. 4. Den franske domstolen spør med andre ord ikke om hva en fornuftig investor ville ha lagt vekt på når vedkommende skal fastsette hva slags informasjon som vil ha en «significant effect on the prices of financial instruments». Det spørres isteden etter det nærmere innholdet i presisjonskriteriet. Dette er ikke et åpenbart valg av spørsmålsformulering, og det gir en snevrere innfallsvinkel til problemstillingen enn dersom spørsmålet hadde sortert under kurseffektsvilkåret i artikkel 7 nr. 4 og ikke under presisjonskriteriet i 7 nr. 2.

EU-domstolen synes også selv noe overrasket over spørsmålets formulering og presiserer i avsnitt 29 at den franske kassasjonsdomstolen bare spør om klargjøring av det første elementet av definisjonen, nemlig hva som skal til for at noe er presis informasjon. Under dette ligger nok muligens en antydning om at problemstillingen



naturlig også hører hjemme under kurspåvirkningsvilkåret, og at domstolens argumentasjon må ses i lys av den begrensede rekkevidden til spørsmålet.

Etter i avsnitt 24 å ha notert at innsideinformasjonsbegrepet består av fire vilkår ((i) presis, (ii) konfidensiell informasjon med (iii) kurseffekt som (iv) direkte eller indirekte angår finansielle instrumenter eller utstedere), fremhever domstolen at presisjonsvilkåret, inkludert spesifisitetskriteriet, og kurseffektvilkåret i *Geltl-saken* ble ansett som essensielle elementer i innsideinformasjonsbegrepet av EU-domstolen. Domstolen trekker også frem at disse elementene er «mutually independent», med en henvisning til avsnitt 52 og 53 i *Geltl*. Der sier EU-domstolen, i sin avvisning av sannsynlighet-størrelse-teorien, at denne ville gjøre de to elementene gjensidig avhengig av hverandre, noe som ikke kan være tilfelle, ifølge *Geltl*-dommens avsnitt 53. Domstolen ser ut til å mene at definisjonen ikke kan lede til et resultat som gjør vilkårene om presisjon og kurseffekt overlappende eller gjensidig avhengig av hverandre, noe som dermed ikke gjør vilkårene overlappende eller gjensidig avhengig av hverandre. I *Lafonta* gjentar domstolen at det er snakk om to tester, én om presisjon og én om hva betydningen er. Men dette er ikke et godt resonnement hvis det er snakk om to atskilte og trinnvise tester, siden forutsetningen hviler på at definisjonen ikke kan tolkes slik det er gode grunner for å tolke den.

Prisrelevanstematikken er viktig fordi det er den markedet tar sitt utgangspunkt i når det evaluerer informasjon. Som også MAR påpeker i fortalens punkt 14, må vurderingen av prisrelevans nødvendigvis være en *ex ante*-vurdering. Denne vurderingen skjer ut fra en betraktning om forventet verdi, i tillegg til en relevansbetraktning, i den forstand at informasjonen bare er relevant hvis den endrer på det eksisterende informasjonsbildet av det aktuelle finansielle instrumentet. Med andre ord: Forventningsverdien av et faktum fastsettes ut fra en sannsynlighetsanalyse basert på mulige utfalls relative sannsynlighet ganget med priseffekt. Slik sett oppstår det Klöhn kaller «Lafonta-usikkerhet», når tre vilkår er oppfylt: (i) Informasjonen må kunne føre til ulike markedsreaksjoner ved offentliggjøring. (ii) Blant disse er det minst to scenarier hvor prisen vil øke eller falle vesentlig. (iii) Uansett informasjonens markedsreaksjon er ikke informasjonen signifikant i markedsmissbruksforstand, siden de relevante markedsreaksjonene (50/50 sannsynlighet for opp eller ned) nøytraliserer hverandre. Den forventede verdien av informasjonen er altså null. Det går ikke an å gi et fornuftig råd om hvordan man skal handle aksjer basert utelukkende på den informasjonen.

Kravet til spesifisitet innebærer at informasjonen må være prisrelevant, jf. uttrykket «enable a conclusion to be drawn as to *the possible effect ... on the prices*» (min utheving). Dette betyr også at prisrelevansen må innebære en prisforventning, slik vi også så CESR utlegge på basis av en «fornuftig investor»-test eller en eller annen form for markedsforventning eller -relevans («immediately exploitable on the market»). På denne måten hevder Klöhn at det «egentlige» spørsmålet i *Lafonta*-saken kan formuleres på følgende måte: *Består informasjonen relevanstesten hvis det er mulig å trekke en entydig konklusjon med hensyn til priseffekten av informasjonen?* Med dette utgangspunktet blir spørsmålet om investorer vil kunne bruke informasjonen til å fastslå om prisen vil gå opp eller ned, jf. MAR artikkel 7 nr. 2, hvor priseffektkravet underlegges «fornuftig investor»-testen. Hvis den forventede verdien av informasjonen er null, i den forstand at det er umulig å dra nytte av informasjonen ved en investeringsbeslutning, er det lite en fornuftig investor kan gjøre med den. *Deler* av svaret til EU-domstolen kan derfor være misvisende, i den forstand at det er for unyansert. Sagt annerledes: Domstolen har både rett og feil. Den har rett i at det er mulig å utnytte informasjon om begivenheter med volatilitetseffekt, men den tar feil når den ikke baserer løsningen på kravet om spesifikk kursrelevans.

Grunnen til at svaret til EU-domstolen er for unyansert, er at problemstillingen dekker handel med ulike typer av finansielle instrumenter som ikke bør behandles likt i denne sammenhengen. Som det fremgår av diskusjonen ovenfor, har ikke aksjehandel på bakgrunn av denne informasjonen spesifikk kursrelevans. Men det følger ikke av dette at all handel med finansielle instrumenter dermed ikke har slik relevans. Som Klöhn også fremhever, bør det uten videre være forbudt å utnytte en eventuell volatilitet i aksjen ved å handle derivater for å dra fordel av en slik volatilitet med usikker retning. For eksempel ville en handel av både put- og call-opsjoner – såkalt *long straddle* – gitt en garantert (potensiell meget stor) avkastning i et slikt tilfelle. På denne bakgrunn burde altså det riktige svaret fra EU-domstolen ha vært at slik informasjon ikke er relevant informasjon for vanlig aksjehandel, men at den er relevant for handel med derivater. Situasjonen gir med andre ord grunnlag for en nyansert, eller gradert, posisjon, hvor man kan foreta, og anbefale, ordinært kjøp og salg av aksjer, men må overholde taushetsplikten for hvorfor man anbefaler eller handler hvis man ikke vet hva vedkommende skal gjøre med informasjonen, og avholde seg fra kjøp av derivater knyttet til aksjen. Det kan for øvrig være grunn til å spørre om ikke det var nettopp volatilitetstradings-elementet det franske finanstillstyret (AMF) reagerte på da det ila *Lafonta* en bot på den størrelsen det gjorde, og som dermed også lå til grunn for EU-domstolens innfallsvinkel.

For øvrig tilsier heller ikke hensynet til utstedernes informasjonsplikt at slik informasjon bør være noe som kvalifiserer til å meldes til markedet, med de konsekvenser det har for støy som måtte oppstå, uten at informasjonen kan brukes til noe annet enn nettopp å vedde på den støyen som oppstår. Dette er, med andre ord, informasjon som markedet ikke har bruk for. Som Klöhn spør: «If you cannot tell whether prices go up or down, why should you trade?». For at informasjon skal være presis, må den nettopp gi et incitament til å handle. Konsekvensen av en slik holdning er en reduksjon av informasjonseffisiensen i det europeiske markedet, siden analytikere må bruke ressurser på selv å finne ut hvorvidt informasjonen kan gi noen et incitament til å handle, for så til alt overmål å konkludere negativt.

Hvorvidt domstolen har valgt denne løsningen for å unngå ytterligere kompleksitet i en allerede kompleks og noe uklar definisjon, vites ikke. Men gitt at definisjonen både er forbundet med strengt straffeansvar, hvor behovet for klarhet og presisjon er stort, og allerede er beheftet med uklarheter, er dette i så fall etter min mening en feilaktig strategi. Vanskeligere grensedragnings enn dette finnes i mange rettslige sammenhenger, og en «fornuftig investor»-innfallsvinkel hadde gitt en mer fleksibel og fornuftig løsning.

EU-domstolen har muligens rett i at det i henhold til en vanlig fortolkning av spesifisitetstvilkåret ikke sies noe mer enn at informasjonen må være spesifikk nok til at man kan trekke en slutning om den mulige påvirkningen på kursen, og at dette ikke medfører at det også må sies noe om retningen på denne kurspåvirkningen. På den andre siden er det også mulig å tolke ordlyden «den mulige påvirkningen» som å si noe om den konkrete påvirkningen av informasjonen. For å ta stilling må man altså, som EU-domstolen i avsnitt 21 og 32 også sier at man må gjøre, se hen til formålene og til andre kilder. Og formålene slår altså ikke til for aksjers vedkommende. Når CESR engang har introdusert «den fornuftige investoren» også i dette bildet, er det uklart hvordan en slik investor skulle nyttiggjøre seg denne informasjonen ved klassiske aksjekjøp, noe som gjør at «the plain and ordinary meaning», jf. avsnitt 31, kanskje ikke er fullt ut tilstrekkelig som et fortolkningsprinsipp av presisjonskriteriet, siden informasjonen – for slike kjøps vedkommende – ikke tilfredsstillende CESRs kriterium nr. 2 nevnt ovenfor, om at det må være snakk om informasjon som er «immediately exploitable on the market». Informasjonen er med andre ord ikke spesifikk nok i ordlydens forstand, og dermed burde den heller ikke ukvalifisert bli ansett som presis informasjon.

Selv om CESRs/ESMAs uttalelser ikke har rettskildemessig verdi som lovgivers mening i seg selv, er de viktige fortolkningskilder. Opprinnelig hevdet også CESR, i sine rådgivende uttalelser til et utkast til MADs definisjonsdirektiv, at informasjonen var spesifikk når den kunne «allow a conclusion to be drawn about the direction of its impact on prices». I de endelige uttalelsene ble imidlertid vilkåret om retning strøket, slik at det bare gjaldt et krav om «its impact on prices», noe som tyder på at *Lafonta*-saken absolutt ble avgjort i tråd med sentrale EU-myndigheters oppfatning. Årsaken til slettingen av retningsvilkåret, forklarer CESR i en «Feedback Statement», var at respondenter i høringsrunden var bekymret over at et retningsvilkår ville gjøre definisjonen for snever. Selv om CESR fastholder viktigheten av et retningsvilkår, så de at dette vilkåret kunne ha blitt brukt som et alibi for ikke å melde viktig informasjon. Derfor modifiserte CESR formuleringen, slik at informasjonen må være spesifikk nok til å trekke en slutning om «its impact on prices». Selv om CESR ikke representerer lovgiverviljen, er det også et spørsmål om denne modifiseringen treffer *Lafonta*-tilfellene. Problemet i *Lafonta*-saken var ikke at det kun manglet en retningsangivelse, men at den usikkerheten som forelå grunnet 50/50-sannsynligheten for at prisen gikk enten opp eller ned, gjorde at den forventede kurspåvirkningen ikke var til stede. Det var med andre ord ingen forventet «impact on prices» *ex ante* som gjorde at hensynene bak markedsmissbruksreguleringen var til stede.

Med *Lafonta* vendte EU-domstolen seg også mot engelsk rett, som hadde tatt stilling til akkurat denne problemstillingen. I *Massey v. Financial Services Authority* konstaterte the Upper Tribunal at det nettopp var avgjørende å kunne forutse *retningen* på kursutviklingen for å konstatere at det var tale om presis informasjon. Selv om denne posisjonen under engelsk rett ikke kan opprettholdes i sin rene form etter *Lafonta*, er tribunalets uttalelser i forbindelse med spesifisitetetskriteriet interessante. Saken gjaldt en herr Massey, som hadde inngått shorthandler samtidig som han tegnet seg i en emisjon i Eicom plc., uten at det var offentlig kjent at selskapet skulle utstede aksjer. Som Upper Tribunal helt riktig påpekte, er formuleringen i spesifisitetetskriteriet uklar og «not easy to understand». Med dette sikter tribunalets til at den første delen av kriteriet – om at informasjonen må være spesifikk nok til at man kan trekke en slutning – trekker i retning av en sterk bestemthet. Dette utvannes eller elimineres imidlertid av halen i formuleringen – om at konklusjonen må angå *den mulige påvirkningen* på prisen av de finansielle instrumentene. Denne påvirkningen, mener Upper Tribunal, bør ikke etter ordlyden sannsynliggjøres på noen måte, siden det holder at påvirkningen er «mulig», noe som åpner opp for en mye vagere vurdering enn den bestemtheten som første del av formuleringen synes å gi anvisning på. Et

kriterium hvor det er tilstrekkelig at informasjonen *kan* endre prisen, er for uklart, mener Upper Tribunal. En slik risiko for endring av pris er en «mulig påvirkning», selv om det ikke er kjent hvorvidt endringen er mer sannsynlig enn ikke, eller, hvis den inntreffer, hvorvidt det er mer sannsynlig at endringen utgjør en *prisøkning* enn en *prisreduksjon*. Det interessante er at Upper Tribunal mener at siden siste ledd gjør første ledd overflødig, kan det neppe være meningen at det kun skal være muligheter for en ubestemt eller vilkårsløs påvirkning, og tribunalet lander med dette, under tvil – en tvil som kommer Massey til gode -, på at det i henhold til spesifisitetetskriteriet iallfall må kreves at det er klart i hvilken retning prisen kommer til å gå.

Det kan legges til at selv om domstolen i *Lafonta* har en intuitivt riktig innfallsvinkel, synes den å basere seg for sterkt på en oppfatning om hvordan finansielle markeder fungerer, uten å formulere dette med tilstrekkelig grad av presisjon. Det er riktig, slik domstolen sier, at det i moderne markeder er mulig å utnytte både *ex ante*-usikkerhet og volatilitet, men det er ut fra domstolens argumentasjon ikke helt enkelt å forstå hvordan man helt konkret skulle kunne gjøre dette, særlig hvis man legger den engelske forståelsen av MAD til grunn.

Selv om spørsmålene i *Geltl* ble stilt på en måte som kan gi opphav til spørsmål om sannsynlighetsprosenter i tråd med mer ordinær sannsynlighetstankegang innen andre rettsområder, er det også viktig å understreke at EU-domstolen ikke ga anvisning på en slik innfallsvinkel. Heller ikke i *Lafonta* er domstolen inne på slike tanker – tvert imot, kan det kanskje hevdes. For, som Hansen er inne på: Rett etter at domstolen i den saken påpekte at presisjonskriteriet («precise nature») og kurspåvirkningskriteriet («significant effect») i tråd med *Geltl* er to ulike tester, uttaler den også i avsnitt 28 at

it is enough that the information be sufficiently exact or specific to constitute a basis on which to assess whether the set of circumstances or the event in question is likely to have a significant effect on the price of the financial instruments to which it relates. Consequently, the only information excluded from the concept of 'inside information' by virtue of that provision 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.

Domstolen ser altså ut til å mene at det er tilstrekkelig for å oppfylle presisjonskriteriet («that provision») at informasjonen har en kurseffekt. Hvis *Lafonta* er en fortolkning også av *Geltl*, kan vi dermed slå fast at spørsmålet om hvorvidt en omstendighet er presis, ikke kan avgjøres ved en isolert sannsynlighetstest, men ved en helhetlig bedømmelse av informasjonens betydning.

Er *Lafonta* en god dom? Både ja og nei. Det som taler imot er utvidelsen av innsideinformasjonsbegrepet med utgangspunkt i presisjonskriteriet og ikke i kurspåvirkningskriteriet og «fornuftig investor»-testen i nåværende artikkel 7 nr. 4.

Dommen har likevel sine kvaliteter. Sammen med *Geltl* gir den beskjed om at selv om presisjonskriteriet og kurspåvirkningskriteriet er to ulike kriterier, som gir anvisning på to ulike vurderinger, er hovedessensen at det i bunn og grunn er snakk om hva slags *betydning* informasjonen har. Dette medfører at det er liten grunn til å operere med klare skiller mellom disse ulike aspektene. Dette betyr først og fremst at det blir meningsløst å gjøre det som EU-domstolen ikke gjorde, nemlig å bruke mye energi på å fastslå hvorvidt det er mer eller mindre 50 prosent sannsynlighet for at en omstendighet kommer til å inntreffe, når det ikke engang er et vilkår å vite retningen på innvirkningen til en hendelse.

Domstolens resonnement for at det ikke er nødvendig å vite retningen, synes, til tross for dets uheldige sider, å være basert nettopp på den tanken at man ikke kan utelukke at en slik *Lafonta*-usikkerhet aldri kan ha betydning for investorer. Dette betyr at samlet sett er det spørsmålet som skal stilles når tematikken er hvorvidt en omstendighet utgjør innsideinformasjon, et hermeneutisk spørsmål: *Hva betyr dette?* Først når spørsmålet har et slikt utgangspunkt, gir det mening ikke å kreve at man må vite retningen.

Hvis det ikke engang er et vilkår å vite retningen på en hendelse, er det neppe av stor interesse å bruke mye energi på å fastsette hvorvidt det er mer enn 50 prosent sannsynlighet for at hendelsen kommer til å inntreffe.

## 4 Avslutning

Vi har sett at *Lafonta* like gjerne kunne – eller heller *burde* – blitt subsumert under kurspåvirkningskriteriet. Vi har også sett at EU-domstolen ikke har sagt noe om sannsynlighetsvurderingen, og at det etter *Lafonta* er uklart hva det selvstendige innholdet i spesifisitetetskriteriet er, hvis det skal bety noe annet enn innholdet i kurspåvirkningskriteriet.

Hva «innsideinformasjon» fastlegges etter fire tester, presis og ikke-offentlig informasjon, som har kurspåvirkningspotensial og som vedrører utsteder. De mest krevende testene, både analytisk og praktisk, er presisjonskriteriet og kurspåvirkningskriteriet. Etter *Gelll* og *Lafonta* er et av de springende punktene det nærmere forholdet mellom disse to kriteriene. Oppsummeringsvis kan man si at den kurseffektsbedømmelsen som kreves i presisjonskriteriet, må avgrenses til hva en fornuftig investor vil anse som relevant, og det er dette som er funksjonen til neste ledd i definisjonen. Det er slik sett fint mulig å opprettholde EU-domstolens påstand om at det er snakk om to ulike tester. Presisjonskriteriets funksjon er altså å avgrense mot vag og upresis informasjon gjennom en kurseffektstest, og kurspåvirkningskriteriets funksjon er å avgrense mot informasjon som vil kunne ha kurseffekt, men som ikke er relevant for en fornuftig investor.

Det overordnede spørsmålet etter dette er om ikke definisjonen slik den er i dag, kunne og burde forenkles, all den tid det i realiteten er spørsmålet om informasjonens betydning for kursen som er omdreiningspunktet. Omfanget av de problemstillinger som er behandlet i denne artikkelen, gir en indikasjon på svaret. Et fullgodt svar er imidlertid bare mulig etter en tilsvarende analyse av kurspåvirkningskriteriet i MAR artikkel 7.4. Det får bli gjenstand for behandling i en egen artikkel.

Det som imidlertid kan sies allerede nå, er at definisjonen av innsideinformasjon er i ferd med å bli så kompleks at den står i fare for å sprengte rammene for hva som rimeligvis kan forventes av en objektiv gjerningsbeskrivelse i en strafferettslig kontekst.

## Noter