



NORGES HØYESTERETT

Den 23. april 2012 avsa Høyesterett dom i

HR-2012-00812-A, (sak nr. 2011/2045), straffesak, anke over dom,

I.

Thomas Gulbrandsen (advokat Tom Eivind Haug – til prøve)

mot

Den offentlige påtalemyndighet (førstestatsadvokat Hans Christian Koss)

II.

Hallvard Gulbrandsen (advokat Tom Eivind Haug – til prøve)

mot

Den offentlige påtalemyndighet (førstestatsadvokat Hans Christian Koss)

S T E M M E G I V N I N G :

- (1) Dommer **Normann**: Saken gjelder straffbar innsidehandel og reiser spørsmål om forståelsen av begrepet ”innsideinformasjon” i verdipapirhandelloven 1997 § 2-2, slik bestemmelsen lød etter lovendring 4. mars 2005 nr. 11. Loven er nå erstattet av verdipapirhandelloven 2007, men definisjonen av innsideinformasjon er videreført.
- (2) Tiltalte Thomas Gulbrandsen, født 29. mars 1974, er cand.mag. med utdanning fra Universitetet i Oslo – grunnfag i nordisk litteratur og historie – og fra Journalisthøyskolen. Han er journalist, og ble i 1999 ansatt i TV2 Nettavisen. Ved etableringen av Nettavisens nye kanal NA24 mot slutten av 2005 ble han engasjert som utgiveransvarlig. Fra april 2006 ble NA24 etablert som et økonominettsted med egen

ansvarlig redaktør og administrerende direktør, og redaksjonen ble sommeren 2006 utvidet til om lag 15 redaksjonsmedarbeidere. Thomas Gulbrandsen var på det tidspunktet tiltalen gjelder og frem til august 2006 utgiversjef (desksjef) under ansvarlig redaktørs ledelse.

- (3) Thomas Gulbrandsen hadde fra studietiden og frem til og med 2003 handlet aksjer i begrenset omfang. Han var en utpreget småinvestor som handlet enkeltaksjer basert på rykter og tips uten noen grunnleggende investeringsstrategi og uten særlig fagkunnskap og markedsinnsikt. Investeringene var basert på tips fra bekjente.
- (4) Tiltalte Hallvard Gulbrandsen, født 26. oktober 1952, er Thomas Gulbrandsens far. Hallvard Gulbrandsen er utdannet sivilingeniør, og har vært tilknyttet Forsvarets forskningsinstitutt, Norsk Data og Siemens. Høsten 2005 sluttet han i fast arbeid av helsemessige årsaker. Han var da nærmere 53 år, og i første rekke var hensikten å ta et sabbatsår hvor han konsentrerte seg om aksjeinvesteringer. Tiltalte hadde på dette tidspunktet investert i aksjer i nærmere 30 år, og hadde opparbeidet seg en betydelig innsikt i og kunnskap om aksjeinvesteringer og aksjemarkedet. Investeringene var delvis langsiktige, men også preget av kortsiktig spekulasjon og "daytrading". Porteføljevurderingene ble støttet av tekniske analyser, og han baserte sine investeringer på egne vurderinger og utnyttet diskusjonsfora, som Stocktalk, til informasjonsinnhenting. Hallvard Gulbrandsen handlet aksjer over internett uten nær kontakt med meglerhus. Ved inngangen til 2005 var verdien av porteføljen om lag 4 500 000 kroner. Han var på dette tidspunkt en erfaren investor med et aktivt forhold til markedet, men ikke en profesjonell eller betydelig investor.
- (5) Ved tiltalebeslutning utferdiget av ØKOKRIM 21. november 2008 ble Thomas Gulbrandsen satt under tiltale ved Oslo tingrett for overtredelse av:

"Verdipapirhandelloven av 19. juni 1997 nr 79 § 14-3 første ledd, jf § 2-3 første ledd, jf § 2-1 første ledd (Slik verdipapirhandelloven lød frem til 1. november 2007)

hvoretter kjøp eller salg av finansielle instrumenter notert på norsk børs eller tilskyndelse til slike disposisjoner ikke må foretas av noen som har innsideinformasjon.

Grunnlag er følgende forhold

Post I

Tirsdag 10. januar 2006 før kl. 09:28 ble han kjent med at Nettavisen senere samme dag ville publisere en negativ artikkel om det børsnoterte foretaket Det Norske Oljeselskap ASA (DNO).

Til tross for at han hadde informasjon som nevnt over, la han tirsdag 10. januar 2006 kl 09:28 inn ordre på salg av 600 DNO-aksjer. Salget av 600 DNO-aksjer ble utført umiddelbart til kurs kr 57,50 per aksje.

Tirsdag 10. januar 2006 ca kl 13:45 publiserte Nettavisen en artikkel hvor det bl.a. ble hevdet at DNOs kontrakt om utvinning av oljefunn i Irak var ugyldig og at selskapet ville bli svartelistet av sentrale myndigheter i Bagdad. Artikkelen viste til en kilde på 'høyeste politiske nivå i det irakiske oljedepartementet', professor i statsvitenskap Sadd Al-Haditheh ved Bagdad universitetet og professor i petroleumsøkonomi på BI, Øystein Noreng, som kilder til informasjonen. Etter at artikkelen ble publisert, falt kursen fra høyeste omsatte kurs 10. januar 2006 på kr 58,50 ned til laveste omsatte kurs 11. januar 2006 på kr 46,-, et fall på ca 21%.

Post II

Tirsdag 10. januar 2006 fra kl. 09:30, og til tross for at han hadde informasjon som nevnt i post I, oppfordret han eller ansjoret han på annen måte Hallvard Gulbrandsen til salg av DNO-aksjer. Samme dag kl. 10:43 og 11:29 solgte Hallvard Gullbranden totalt 400 000 DNO-aksjer, hvoretter publisering av Nettavisens artikkel som nevnt i post I ledet til kursfall som der beskrevet.

Post III

Tirsdag 10. januar 2006 fra kl 11:41, og til tross for at han hadde informasjon som nevnt i post I, oppfordret eller ansjoret han på annen måte aksjemegler Per Robert Jacobsen i Pareto Securities ASA til salg av av DNO-aksjer, hvoretter publisering av Nettavisens artikkel som nevnt i post I ledet til kursfall som der beskrevet.

Post IV

Onsdag 14. juni 2006 kl. 08:24 fikk han i en SMS fra Per Robert Jacobsen informasjon relatert til pågående forhandlinger om oppkjøp av hele eller deler av det børsnoterte selskapet Sinvest ASA (Sinvest).

Til tross for at han hadde informasjon som nevnt over, la han onsdag 14. juni 2006 kl. 09:03 inn ordre på kjøp av 800 Sinvest-aksjer. Kjøpet ble gjennomført umiddelbart til gjennomsnittspris på kr. 100,88.

I børsmelding 16. juni 2006 kl 07:36 ble det gjort kjent i markedet at Aban Singapore Pte Ltd hadde forhandlet om og kjøpt 33,76 % av Sinvest for kr. 135 pr aksje. Etter offentliggjøringen steg kursen fra sluttkurs 15. juni 2006 på kr. 110,75 til åpningskurs 16. juni 2006 på kr. 125, hvilke tilsvarende en kursøkning på 13,4 %."

- (6) Hallvard Gulbrandsen ble samme dag satt under tiltale ved Oslo tingrett for overtredelse av:

"Verdipapirhandelloven av 19. juni 1997 nr 79 § 14-3 første ledd, jf § 2-3 første ledd, jf § 2-1 første ledd (Slik verdipapirhandelloven lød frem til 1. november 2007)

hvoretter kjøp eller salg av finansielle instrumenter notert på norsk børs ikke må foretas av noen som har innsidemanninformasjon.

Grunnlag er følgende forhold:

I telekommunikasjon med Thomas Gulbrandsen tirsdag 10. januar 2006 fra kl. 09:30 fikk han informasjon relatert til en negativ artikkel om Det Norske Oljeselskap (DNO) som Nettavisen skulle publisere senere samme dag.

Til tross for at han hadde informasjon nevnt over, la han tirsdag 10. januar 2006 kl 10:43 inn ordre på salg av 200 000 DNO-aksjer og kl 11:29 la han inn ordre på salg av ytterligere 200 000 DNO-aksjer. Salgene ble utført umiddelbart til kurs 57,50.

Tirsdag 10. januar 2006 ca kl 13:45 publiserte Nettavisen en artikkel hvor det bl.a. ble hevdet at DNOs kontrakt om utvinning av oljefunn i Irak var ugyldig og at selskapet ville bli svartelistet av sentrale myndigheter i Bagdad. Artikkelen viste til en kilde på 'høyeste politiske nivå i det irakiske oljedepartementet', professor i statsvitenskap Sadd Al-Haditheh ved Bagdad universitetet og professor i petroleumsøkonomi på BI, Øystein Noreng, som kilder til informasjonen. Etter at artikkelen ble publisert, falt kursen fra høyeste omsatte kurs 10. januar 2006 på kr. 58,50 ned til laveste omsatte kurs 11. januar 2006 på kr. 46,-, et fall på ca 21 %."

- (7) De norske reglene om innsidehandel bygger på Europaparlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF av 28. januar 2003 om innsidehandel og kursmanipulasjon (markedsmissbruksdirektivet) og kommisjonsdirektiv 2003/124/EF av 22. desember 2003 om gjennomføring av Europaparlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til definisjon og offentliggjøring av intern viten og definisjon av kursmanipulasjon (første kommisjonsdirektiv).
- (8) Thomas Gulbrandsen ble ved Oslo tingretts dom 25. august 2009 dømt for tiltalebeslutningens post IV, men ble frifunnet for post I – III. Hallvard Gulbrandsen ble frifunnet. Begrunnelsen for frifinnelsene var at verdipapirhandellovens begrep ”merkbart” må tolkes i samsvar med markedsmissbruksdirektivet, og at dette oppstiller som vilkår for domfellelse for innsidehandel at informasjonen kan ha ”significant effect” på kursen. Tingretten fant det klart at artikkelens kurspåvirkningseffekt lå under den terskel som lovens begrep ”merkbart” oppstiller.
- (9) Tingrettens dom har denne domsslutning:

”Ad Thomas Gulbrandsen:

1. **Thomas Gulbrandsen, født 29.03.1974, dømmes for overtredelse av verdipapirhandelloven § 14-3 første ledd, jf. § 2-3 første ledd jf. § 2-1 første ledd til en straff av fengsel i 4 – fire – måneder. Ved soningen fragår 2 – to – dager for utholdt varetekt.**
2. **Thomas Gulbrandsen frifinnes for tiltalens poster I, II og III.**
3. **Thomas Gulbrandsen dømmes til å tåle inndragning til fordel for statskassen av et beløp stort kr 12 261,- – kronertolvtusentohundreogsekstien 0/100.**
4. **Saksomkostninger til det offentlige idømmes ikke.**

Ad Hallvard Gulbrandsen:

Hallvard Gulbrandsen frifinnes.”

- (10) Påtalemyndigheten påanket frifinnelsene til Borgarting lagmannsrett. Anken gjaldt lovanvendelsen. De domfelte anket også, men deres anker ble avvist for de punkter som gjelder vår sak.
- (11) Lagmannsretten kom i dom 29. august 2011 til at tingrettens frifinnelser måtte oppheves på grunn av feil lovtolkning. Lagmannsretten fant at kravet om ”significant effect” ikke har noe selvstendig innhold, og ikke utgjør noe vilkår i tillegg til kravet om at innsideinformasjon må være av en slik karakter at en fornuftig investor sannsynligvis ville ha tillagt den vekt. Lagmannsrettens dom har denne domsslutning:
- ”1. **Punkt 2 i Oslo tingretts dom med hovedforhandling i sak 08-184013 MED-OTIR/06 mot Thomas Gulbrandsen oppheves.**
 2. **Oslo tingretts dom med hovedforhandling i sak 08-184013 MED-OTIR/06 mot Hallvard Gulbrandsen oppheves.”**
- (12) De tiltalte har anket lagmannsrettens dom til Høyesterett.
- (13) Ankene gjelder lovanvendelsen.

- (14) De ankende parter, *Thomas Gulbrandsen og Hallvard Gulbrandsen*, har i korte trekk anført:
- (15) Kriteriet ”merkbar” i verdipapirhandelloven 1997 § 2-2 første jf. tredje ledd har selvstendig betydning som et kvalifikasjonskrav. Det er sammenheng mellom kravet til ”presise opplysninger” i § 2-2 første jf. annet ledd og kravet til at opplysningene er egnet til å påvirke kursen merkbar. Jo mindre presise opplysningene er, desto mer kreves av kurspåvirkningspotensial for at det skal foreligge innsideinformasjon i lovens forstand. Tingretten kom under tvil til at opplysningene i denne saken var tilstrekkelig presise. Det må derfor kreves mer av opplysningenes kurspåvirkningspotensial.
- (16) Lovgivningshistorikken bekrefter at kravet til merkbar kurspåvirkning har et selvstendig innhold. I perioden 2001 til 2005 inneholdt definisjonen av innsideinformasjon intet kvalifikasjonskrav. Når det ved lovendring i 2005 igjen ble innført et kvalifikasjonskrav, viser dette at kriteriet merkbar kurspåvirkning må ha selvstendig betydning.
- (17) En slik lovtolkning støttes av reelle hensyn. Effektivitetshensyn tilsier at innsidereguleringene ikke bør håndheves for strengt. Loven har en felles definisjon av innsideinformasjon, og en for streng håndhevelse av innsidereguleringene vil få en negativ effekt for de noterte selskapenes løpende informasjonsplikt og primærinnsideres mulighet til å handle.
- (18) Dersom den norske verdipapirhandelloven skal tolkes slik at den ikke inneholder et selvstendig krav om at innsideinformasjon må ha et merkbar kurspåvirkningspotensial, er loven i strid med markedsmisbruksdirektivet. Etter markedsmisbruksdirektivet artikkel 1 kreves at innsideinformasjon ”would be likely to have a significant effect” på aksjekursen. Kravet om ”significant effect” blir riktignok ikke gjentatt i første kommisjonsdirektiv artikkel 1 nr. 2. Her reduseres spørsmålet om ”significant effect” til et spørsmål om en fornuftig investor ville benytte en opplysning som del av sin investeringsbeslutning. Kommisjonen hadde imidlertid ikke hjemmel til å fjerne merkbarhetskravet, og at det ikke er tatt med i første kommisjonsdirektivs definisjon, kan derfor ikke tillegges betydning.
- (19) Påtalemyndigheten har vist til EU-domstolens dom 23. desember 2009 i saken *Spector Photo Group NV mfl. mot CBFA* (sak C-45/08). Denne saken gjaldt imidlertid et annet spørsmål, og uttalelsen i dommen om forståelsen av begrepet innsideinformasjon kan derfor ikke tillegges særlig vekt.
- (20) *Thomas Gulbrandsen og Hallvard Gulbrandsen* har nedlagt slik påstand:

”Ad. Thomas Gulbrandsen
Thomas Gulbrandsen frifinnes for tiltalens post I, II og III.

Ad Hallvard Gulbrandsen
Hallvard Gulbrandsen frifinnes.”

- (21) *Påtalemyndigheten* har i korte trekk anført:
- (22) Lagmannsrettens lovtolkning er korrekt. Definisjonen av innsideinformasjon i verdipapirhandelloven 1997 § 2-2 er uttømmende. Det følger av § 2-2 tredje ledd at det ikke kan oppstilles et merkbarhetskrav i tillegg til at opplysningen må være av en slik

karakter at en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte den som del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.

- (23) Lovhistorikken og lovens forarbeider bekrefter at lovens definisjon av innsidehandel ikke inneholder et kvantitativt tilleggskrav.
- (24) Den fornuftige investor-testen er internasjonalt anerkjent, og er tatt inn i første kommisjonsdirektiv artikkel 1 nr. 2. Det er ikke holdepunkter for at denne definisjonen fraviker markedsmissbruksdirektivet.
- (25) Definisjonen i første kommisjonsdirektiv er lagt til grunn i en evalueringsrapport fra EU-kommisjonen 20. april 2009, i et forslag til Market Abuse Regulations fra 2011 og av EU-domstolen i dommen 23. desember 2009 i saken Spector Photo Group NV mfl. mot CBFA (sak C-45/08). Norsk rett må etter dette anses å samsvare med EU-retten.
- (26) Et kvantitativt tilleggskrav er heller ikke praktikabelt, da det vil være umulig å forutse hvor mye kursen vil endre seg når innsideinformasjonen blir kjent. Verdipapirmarkedet har en viktig samfunnsmessige funksjon, og enhver legalisering av at de forhåndsinformerte kan misbruke informasjon til å berike seg på de øvrige markedsaktørenes bekostning, vil svekke tilliten til markedet.
- (27) Påtalemyndigheten har nedlagt slik påstand:

”Ankene forkastes.”

- (28) *Mitt syn på saken*
- (29) Verdipapirhandelloven 1997 § 2-2 første til tredje ledd fikk ved lovendring 4. mars 2005 nr. 11 følgende ordlyd:

”§ 2-2 Definisjon av innsideinformasjon

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

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

Med opplysninger som er egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, menes opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.”

- (30) Spørsmålet er om det i definisjonen av innsideinformasjon i tillegg til eller som ledd i den fornuftige investor-testen, skal kreves en kvantifiserbar kurspåvirkningseffekt.
- (31) Jeg kan ikke se at loven kan forstås på denne måten. Begrepet ”innsideinformasjon” er definert i første ledd, og definisjonen av ”presise opplysninger” og ”egnet til å påvirke

kursen merkbart”, er utdypet i henholdsvis annet og tredje ledd. Etter tredje ledd er altså det avgjørende om en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte opplysningene som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning. Dette omtales gjerne som ”den fornuftige investor-testen”. Det kan kanskje hevdes at bestemmelsen har fått en noe uheldig utforming, men lest i sammenheng må den etter mitt syn mest naturlig forstås slik at det ikke skal foretas en merkbarhetsvurdering som ledd i eller i tillegg til den fornuftige investor-testen.

- (32) Forarbeidene og lovens forhistorie underbygger denne oppfatningen.
- (33) I perioden 1985 til 2001 inneholdt verdipapirhandelloven et vesentlighetskrav som innebar et kvantitativt kurspåvirkningskrav, se verdipapirhandelloven 1985 § 6 og verdipapirhandelloven 1997 § 2-1 slik den opprinnelig lød.
- (34) Ved en endring av verdipapirhandelloven 1997 § 2-1 i juni 2001 ble imidlertid vesentlighetskravet fjernet. Bakgrunnen var et ønske om å gjøre regelverket mot misbruk av innsideinformasjon mer effektivt ved at ”kvalifikasjonskravene til opplysningenes karakter og kurspåvirkning reduseres”, jf. Ot.prp. nr. 80 (2000–2001) side 20–21. Departementet uttalte i denne sammenheng ”at man ... med uttrykket ’er egnet til å påvirke’ må se hen til hvorvidt den alminnelige fornuftige investor ville tillagt opplysningen vekt dersom den inngikk i vedkommendes beslutningsgrunnlag”, jf. Ot.prp. nr. 80 (2000–2001) side 22.
- (35) Verdipapirhandelloven ble endret i 2005 som ledd i gjennomføringen av markedsmisbruksdirektivet i norsk rett, jf. Ot.prp. nr. 12 (2004–2005). Ved denne lovendringen ble kravet om merkbar kurspåvirkningseffekt innført i § 2-2 første ledd. Det fremgår imidlertid klart av forarbeidene at det ikke var tilsiktet noen realitetsendring, og at norsk rett etter departementets oppfatning før lovendringen ”i all hovedsak” var i samsvar med markedsmisbruksdirektivets materielle krav om merkbar kurspåvirkning, jf. Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) side 27–28.
- (36) Under forberedelsen til lovendringen hadde Kredittilsynet reist spørsmål om den foreslåtte endring av innsidehandelforbudet ville bli tolket som en reversering av de endringene som skjedde i 2001. Til dette svarte departementet at ”endringene som nå foreslås ... ikke skal tolkes på denne måten”, jf. Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) side 28. Når man likevel fant det hensiktsmessig å gjennomføre direktivets ordlyd, var det for å unngå at det i fremtidige straffesaker skulle reises spørsmål om norsk rett er i samsvar med direktivets utfyllende bestemmelser.
- (37) De ankende parter har vist til at det i Ot.prp. nr. 80 (2000–2001), som lå til grunn for lovendringen i 2001, er uttalt at ved at vesentlighetskravet ble fjernet, ville ”kvalifikasjonskravene til opplysningenes karakter og kurspåvirkning reduseres”, og at dette viser at det også før lovendringen i 2005 i tillegg til et kvalitativt krav gjaldt et kvantitativt kurspåvirkningskrav. Når denne rettstilstanden ble videreført i 2005, må det samme etter de ankende parters syn gjelde i dag.
- (38) Jeg er enig i at bruken av uttrykkene ”reduseres” og ”kurspåvirkning” isolert sett kan være egnet til å skape uklarhet. Når odelstingsproposisjonen blir lest i sammenheng, fremgår det imidlertid klart at det før lovendringen i 2005 ikke gjaldt noe kvantitativt kurspåvirkningskrav.

- (39) På bakgrunn av lovens ordlyd, dens forhistorie og forarbeider finner jeg det klart at det avgjørende kriterium for om en opplysning er egnet til å påvirke kursen, blir om ”en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte [den] som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning”, jf. verdipapirhandelloven 1997 § 2-2 tredje ledd. Det kan ikke innfortolkes et særlig kvantitetskrav i tillegg til denne testen.
- (40) Loven oppstiller heller ikke som vilkår at kursen til de finansielle instrumentene faktisk påvirkes. Vurderingen skal skje *ex ante*, dvs. i forkant av den aktuelle handlingen. Dette utelukker imidlertid ikke at den effekt opplysningen faktisk får når den blir kjent for markedet, kan tillegges vekt som et etterprøvningsmoment i en samlet vurdering.
- (41) De ankende parter har anført at en slik lovtolkning vil være i strid med markedsmisbruksdirektivet artikkel 1, som krever en ”significant effect”. De har vist til at markedsmisbruksdirektivet er et fullharmoniseringsdirektiv, og at det er ikke er plass for strengere nasjonale regler.
- (42) Jeg kan imidlertid ikke se at den tolking av verdipapirhandelloven § 2-2 første jf. tredje ledd jeg har lagt til grunn, er i strid med EU-retten.
- (43) Som det er redegjort for i Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) side 8–9, har EU på verdipapirområdet besluttet en regelstruktur basert på ulike nivåer. Rammedirektivet, som er vedtatt av Europaparlamentet og Rådet, fastlegger hovedregler og prinsipper, mens kommisjonsdirektivene fastsetter detaljregler på et lavere nivå som kan sammenlignes med forskrifter i norsk rett.
- (44) Markedsmisbruksdirektivet artikkel 1 nr. 1 har denne ordlyd:
- ”1. ‘Inside information’ shall mean information of a precise nature which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more issuers of financial instruments 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 prices of related derivative financial instruments.”**
- (45) Direktivet ble implementert ved første kommisjonsdirektiv som definerer innsideinformasjon i artikkel 1 nr. 2:
- ”For the purposes of applying point 1 of article 1 of Directive 2003/6/EC, ‘information which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of financial instruments or related derivative financial instruments’ shall mean information a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decisions.”**
- (46) I denne bestemmelsen fremstår den fornuftige investor-testen klart som en *definisjon* av hva som menes med informasjon som har ”significant effect”. Etter mitt syn må kommisjonsdirektivets definisjon oppfattes som en presisering av rammedirektivets definisjon som kommisjonen hadde fullmakt til å foreta.
- (47) Denne forståelsen er fulgt opp av EU-kommisjonen i en evalueringsrapport 20. april 2009, og i forslag til Market Abuse Regulation 20. oktober 2011 (COM (2011) 651 Final) artikkel 6 nr. 1 a jf. nr. 3.

- (48) Også EU-domstolen har oppfattet definisjonen i første kommisjonsdirektiv artikkel 1 nr. 2 som en definisjon av begrepet innsideinformasjon i markedsmisbruksdirektivet artikkel 1 nr. 1. Jeg viser her til følgende uttalelse i EU-domstolens dom 23. desember 2009 i Spectorsaken (sak C-45/08) avsnitt 68:

”As stated in paragraph 51 above, the expression ‘inside information’ as defined of Article 1 (1) of Directive 2003/6, is characterised, in particular, by the fact that, if that information were made public, it ‘would be likely to have a significant effect on the price of [the] financial instruments [concerned] or on the price of related derivative financial instruments’, that concept having itself been defined in Article 1 (2) of Directive 2003/124 as being ‘information which a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decisions’.”

- (49) Som det fremgår, blir kravet til ”significant effect” også her definert ved en henvisning til den fornuftige investor-testen i første kommisjonsdirektiv.
- (50) De ankende parter har anført at det svekker betydningen av uttalelsen at definisjonen av innsideinformasjon ikke var tvistetema i saken. Dette er i og for seg riktig. Jeg ser det likevel slik at uttalelsen viser hvordan EU-domstolen oppfatter definisjonen i første kommisjonsdirektiv artikkel 1 nr. 2.
- (51) Min konklusjon er på denne bakgrunn at innsidedefinisjonen i norsk rett samsvarer med definisjonen i EU-retten, og at det således ikke kan innfortolkes et særlig krav om en kvantifiserbar kurspåvirkningseffekt.
- (52) Jeg går så over til å vurdere tingrettens og lagmannsrettens lovanvendelse.
- (53) Tingretten fant under tvil at artikkelen i Nettavisen falt under begrepet ”presise opplysninger”. Selv om artikkelen ”i sitt innhold ikke inneholdt noe grunnleggende nytt”, fant tingretten at den inneholdt opplysninger som ikke hadde vært offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.
- (54) Derimot fant tingretten at opplysningene i artikkelen ikke hadde noen merkbar kurspåvirkningseffekt. Om forståelsen av dette kriteriet uttalte tingretten blant annet at ”[d]et synes enighet om at en kursendring på mindre enn 2 prosent vil falle utenfor”, og at ”[s]vensk rett synes å legge til grunn 10 % som et utgangspunkt for sikker overskridelse”. Når det gjelder subsumsjonen, uttalte tingretten:

”Som retten har bemerket ovenfor, burde artikkelens innhold ut fra allment tilgjengelig informasjon ikke gi noe rasjonelt grunnlag for en revurdering av selskapet og dermed aksjens verdi. Retten utelukker ikke en markedspsykologisk effekt forårsaket av artikkelen, men finner det ikke mulig å tallfeste denne. Retten finner det imidlertid uansett klart at effekten har ligget under den terskel som lovens begrep ’merkbart’ måtte sette og at Gulbrandsens salg av sine aksjer, tross kunnskap om artikkelen, således var lovlig (mine uthevninger).”

- (55) Tingretten synes her å bygge sin avgjørelse på to selvstendige grunnlag; den fornuftige investor-testen og et krav til en kvantifiserbar kurspåvirkningseffekt. Uttalelsen om at det ikke var mulig å *tallfeste en kurspåvirkningseffekt* må imidlertid etter min mening forstås slik at tingretten som ledd i den fornuftige investor-testen har oppstilt et krav om at kurspåvirkningen må være kvantifiserbar. Etter det jeg tidligere har konkludert med, gir dette uttrykk for en uriktig lovtolkning.

- (56) Lagmannsretten har opphevet tingrettens dom ”på grunn av feil rettsanvendelse”, men fant det ikke nødvendig ”å ta stilling til den konkrete anvendelsen av investortesten i denne saken”. Det ligger i denne uttalelsen at lagmannsretten har ment at tingretten hadde lagt til grunn en uriktig tolkning av verdipapirhandelloven 1997 § 2-2 første jf. tredje ledd.
- (57) Om legaldefinisjonen i verdipapirhandelloven 1997 § 2-2 første jf. tredje ledd uttaler lagmannsretten følgende:

”Definisjonen utgjør en objektivisert rettslig standard, hvor det er tilstrekkelig med sannsynlighetsovervekt. Anvendelsen skal skje uavhengig av hvilken virkning opplysningen faktisk får når innsideopplysningen blir offentlig kjent, selv om dette kan være ett etterprøvingsmoment i en samlet vurdering. Denne vurderingen vil måtte baseres på innholdet i de opplysningene som retten har funnet bevis for i den enkelte sak. Opplysningen må bare utgjøre en del av beslutningsgrunnlaget for å handle. Det vil si at retten skal foreta en prøving av om en gitt og presis innsideopplysning er sensitiv eller viktig nok til at den får den alminnelige fornuftige investor til å reagere på den. Som aktor har anført er det nok at investoren sannsynligvis vil bruke opplysningene som en del av sitt beslutningsgrunnlag, dersom han ser at den sannsynligvis vil utløse en gevinst. Noen virkning utover dette krever definisjonen ikke. Merkbarhetskriteriet har etter dette ikke et selvstendig innhold og utgjør ikke noe tilleggsvilkår i forhold til definisjonen” (min utheving).

- (58) Dette gir etter min mening uttrykk for en riktig lovforståelse. Ankene må etter dette forkastes.
- (59) Jeg stemmer for denne

D O M :

Ankene forkastes.

- (60) Dommer **Øie:** Jeg er i det vesentlige og i resultatet enig med førstvoterende.
- (61) Dommer **Bårdsen:** Likeså.
- (62) Dommer **Bergsjø:** Likeså.
- (63) Dommer **Skoghøy:** Likeså.
- (64) Etter stemmegivningen avsa Høyesterett denne

D O M :

Ankene forkastes.

Riktig utskrift bekrefte: