

BØRSKLAGENEMNDEN – SAK 1/2013

Avgjørelse 16. april 2013 av klage fra Intex Resources ASA over Oslo Børs ASAs vedtak 30. januar 2013 om å ilegge Intex Resources ASA overtredelsesgebyr for brudd på plikten til å melde innsideinformasjon til markedet etter verdipapirhandelloven § 5-2 første ledd.

1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Oslo Børs ASA («**Oslo Børs**» eller «**børsen**») fattet 30. januar 2013 vedtak («**vedtaket**») med slik konklusjon:

For brudd på plikten til å melde innsideinformasjon til markedet etter verdipapirhandelloven § 5-2 (1), ilegges Intex Resources ASA et overtredelsesgebyr på 3 ganger årlig kursnoteringsavgift, dvs. 420 000 kroner, jf. verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd og § 15-1, jf. verdipapirforskriften § 13-1.

Intex Resources ASA («**klager**», «**Intex**» eller «**selskapet**») representert ved Advokatfirmaet Thommessen AS påklaget vedtaket i brev 13. februar 2013. Klagen er rettidig fremsatt. Oslo Børs utsatte vurdering av klagen til 20. mars 2013 med hjemmel i børsforskriften § 37 åttende ledd.

Styret i Oslo Børs behandlet klagen i møte 20. mars 2013 og fant ikke grunn til å omgjøre vedtaket. Saken ble ved brev 20. mars 2013 oversendt Børsklagenemnden for behandling, jf. børsforskriften § 37 sjette ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte 16. april 2013. Ved behandlingen deltok Bjørg Ven (leder), Knut Bergo (nestleder), Trygve Bergsåker, Espen Klitzing, og Jøril Mæland.

2. Kort om selskapet og Mindoro-prosjektet på Filippinene

Intex-konsernet driver letevirksomhet og utvikling av mineraler og metaller. Hovedkontoret er i Oslo. Selskapets strategi er å oppdage og utvikle mineralforekomster for kommersiell utnyttelse av gruveselskaper.

Selskapet ble notert på Oslo Børs som Mindex ASA i 1996. Selskapets viktigste eiendel er Mindoro Nickel – en nikkellaterittforekomst på øya Mindoro på Filippinene. I tillegg har selskapet leteprosjekter etter molybden i Hurdal (Norge). Styreleder er Jan Vestrum og daglig leder er Jon Steen Petersen.

3. Sakens bakgrunn

Før børsåpning 5. januar 2012 offentliggjorde Intex en børsmelding hvor det fremgikk at selskapet hadde inngått en «Memorandum of Understanding» (omtalt som «MoUen» eller «intensjonsavtalen») med det kinesiske selskapet MCC8 Group Co. Ltd. («MCC8») om utvikling av selskapets nikkelprosjekt på Mindoro.

Det følger av selskapets børsmelding 5. januar 2012 at «[u]nder the MOU, MCC8 will be granted a Project Management Contract (PMC) and will form a consortium to undertake project finance, identify a project operator, evaluate EPCM contract options, structure off-take, and complete the Definitive Feasibility Study (DFS) for staged project construction».

Som kompensasjon ville MCC8 og strategiske partnere få en opsjon på å kjøpe inntil 90 % av Mindoro Nickel, i en trinnvis prosess, for totalt USD 296 millioner dollar. Ifølge børsmeldingen ville Intex beholde 10 % selv og ha opsjon på å kjøpe tilbake ytterligere 10 % for inntil USD 60 millioner etter fullføring av prosjektet.

Børsmeldingen 5. januar 2012 førte til at aksjekursen i Intex steg 67,8 % i løpet av dagen.

Den 4. mai 2012, før børsåpning, meldte selskapet ved børsmelding at «the MOU signed with MCC8 Group Co Ltd (MCC8) on January 4th 2012 was converted to a Project Management Contract (PMC) during a ceremony in Beijing on May 3rd 2012». Aksjekursen steg 5,1% interdag som følge av meldingen.

Oslo Børs kontrollerte rutinemessig omstendighetene for kursutviklingen i forbindelse med meldingen fra selskapet 5. januar 2012 om signering av MoU med MCC8. Børsen var ikke underhånden informert om forhandlingene som ledet frem til avtalen, og børsen sendte derfor 10. januar 2012 en forespørsel til Intex og ba om en redegjørelse for prosessen og innsidelister. Selskapet ble også bedt om å vurdere på hvilket tidspunkt de mente informasjonen var å anse som innsideinformasjon. Intex svarte i e-post 12. januar 2012 at «13. desember 2011 anses som datoen hvor informasjonen ble så konkret at den kunne oppfattes som innsideinformasjon».

Børsen gikk etter dette videre i sine undersøkelser. ØKOKRIM startet etterforskning relatert til handel i forbindelse med meldingen fra selskapet om MoUen parallelt med Oslo Børs informasjonsppliktsundersøkelser i starten av 2012. På anmodning fra ØKOKRIM stilte børsen sine undersøkelser i bero frem til primo juni 2012.

6. juni 2012 rettet børsen en ny forespørsel til selskapet og ba bl.a. om en nærmere forklaring på hvorfor selskapet ikke hadde varslet børsen om prosessen når en selv oppga at det forelå innsideinformasjon i selskapet fra 13. desember 2011.

I svarbrev 14. juni 2012 fra selskapets advokat anføres bl.a. at Intex' egen umiddelbare vurdering av skjønsmessige lovbestemmelser om innsideinformasjon ikke kan vektlegges i børsens senere anvendelse av bestemmelsen, at det samlet sett var stor usikkerhet knyttet til om transaksjonen beskrevet i MoUen skulle gjennomføres, og at det ikke forelå innsideinformasjon i selskapet før signering av MoUen 4. januar 2012.

Børsen ba ved e-post 22. juni 2012 om ytterligere presiseringer fra selskapet og en mer detaljert kronologisk beskrivelse av samtaler med forskjellige parter i forbindelse med salg/utvikling av Mindoro Nickel. Børsen ba også om relevante styreprotokoller og annen dokumentasjon som var egnet til å belyse saken.

I svarbrev 13. juli 2012 fra selskapet representert ved Advokatfirmaet Thommessen ble det bl.a. redegjort nærmere for de faktiske forhold og bakgrunnen for at det etter selskapets oppfatning ikke forelå innsideinformasjon før 4. januar 2012.

Børsens foreløpige syn på saken ble oversendt selskapet 9. november 2012 for kontradiksjon, med forhåndsvarsel om mulig sanksjon. Selskapets advokat kommenterte forhåndsvarselet i svarbrev 26. november 2012.

4. Rettslig grunnlag

Det følger av vphl. § 5-2 første ledd at:

1) Utsteder skal uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder, jf. § 3-2 første til tredje ledd

Vphl. § 3-2 første til tredje ledd definerer «innsideinformasjon» og lyder som følger:

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

(2) 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.

(3) 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.

Oslo Børs kan ilegge overtredelsesgebyr etter vphl. § 17-4 tredje ledd ved forsettlig eller uaktsom overtredelse av vphl. § 5-2, jf. vphl. § 15-1 jf. verdipapirforskriften § 13-1.

5 Børsens vedtak

Børsen fattet 30. januar 2013 vedtak som referert under punkt 1.

5.1 Utgangspunkt

Børsen oppstiller følgende utgangspunkt for sin drøfting:

For å kunne konkludere i spørsmålet om Intex har brutt sin informasjonsplikt, jf. vphl. § 5-2, må det vurderes om prosessen relatert til selskapets inngåelse av en MoU med MCC8 utgjorde innsideinformasjon som definert i vphl. § 3-2, før dette ble offentliggjort ved børsmelding av 5. januar 2012. Spørsmålet er da om, og i så tilfelle på hvilket tidspunkt, informasjon om forhandlingene utgjorde presise opplysninger som var egnet til å påvirke kursen merkbart. At informasjonen når den ble meddelt markedet var innsideinformasjon er ikke bestridt.

5.2 Presise opplysninger

Børsen mener at forhandlinger om en intensjonsavtale *kan* være meldepliktig i seg selv, og at vurderingen av om informasjon om slike forhold er innsideinformasjon eller ikke, vil måtte vurderes konkret og i relasjon til selskapets situasjon og faktiske forhold.

Børsen omtaler bl.a. Daimler-saken, en avgjørelse fra EU-domstolen 28. juni 2012 (sak C-19/11) som klager viser til i sitt brev 13. juli 2012, og anfører bl.a. at «Børsen kan ikke se at avgjørelsen foranlediger en endring i børsens praksis og legger som tidligere til grunn at meldepliktig innsideinformasjon kan bygges over tid og trinnvis og at trinn i prosesser kan være presis informasjon der de skaper en realistisk forventning om at målet vil bli nådd. En slik forståelse er i tråd med børsens tidligere avgjørelser, rettspraksis og i overensstemmelse med europeisk rett. Normen er streng og det skal lite til der selskapet klart har gitt uttrykk for sine ambisjoner i kommunikasjon med markedet (guiding)».

Når det gjelder vurderingen av om det foreligger «presise opplysninger» i forliggende sak mener børsen at «spørsmålet er på hvilket tidspunkt det er en realistisk mulighet for at prosessen med MoUen ville medføre en inngåelse av en intensjonsavtale. Dette er en konkret vurdering».

Børsen omtaler korrespondansen mellom MCC8 og selskapet i perioden fra medio desember 2011 og frem til signering av MoU 4. januar 2012, samt selskapets initielle beskrivelse av forholdet, og anfører bl.a. at:

For børsen fremstår tiden før jul og romjulen 2011 som en periode der de forskjellige skritt i prosessen mot signering fremtrer stadig klarere. På dette tidspunkt var hovedlinjene i avtalen utarbeidet bl.a. kontakter MCC8 selskapet direkte og viser til at man har en omerindret forståelse. Partene bekrefter tidspunkt for signering og MCC8 foreslår ett program for besøket i Kina.

Etter børsens vurdering «må det senest den 23. desember 2011 fremstå som en realistisk mulighet for selskapet at avtalen ville kunne signeres. Man er kjent med hovedstrukturen i avtalen, motparten har uttrykket enighet, reisen er planlagt og ett foreløpig program for besøket er skissert» og børsen uttaler videre at:

Børsens vurdering må sees i lys av at selskapet i flere år forut regelmessig har kommunisert sin intensjon om kapitalisering av prosjektet, og med det bygget opp og gitt markedet en naturlig forventning om det samme. Man har i sine kvartalsrapporter klart kommunisert sin ambisjon og anstrengelser for å realisere planene. Når man den 23. desember 2011 kjenner motpartens ståsted er noe av risikoen for selskapet redusert.

Det at partene ønsker å inngå ett samarbeid er avgjørende. Samarbeidsønsket kan gi uttrykk for ett strategisk standpunkt. Det er heller ikke nødvendig at direkte konkrete konsekvenser av avtalen beskrives, intensjon og god vilje vil kunne være innsideinformasjon etter en konkret vurdering.

Sentralt i vurderingen er at man ikke lenger kun kan spekulere i en avtaleinngåelse mellom en eller flere generelt beskrevne partnere. Satt på spissen, dog noe teoretisk, ville vurderingen om selskapets brudd på meldeplikten til markedet i vår sak vært tilsvarende selv om man ikke hadde nådd enighet med MCC8 og signert avtalen den 4. januar 2012.

Det faktum at selskapet også hadde andre interessenter har etter børsen syn ikke betydning for vurderingen i relasjon til den konkrete avtaleprosessen med MCC8 og utelukker ikke at signering med MCC8 var en realistisk mulighet for Intex. Samtidig har selskapet selv på dette tidspunkt konkludert med at MCC8 er den foretrukne partneren.

5.3 Kurspåvirkningspotensial

Børsens skriver innledningsvis at «[s]pørsmålet om, og i så tilfelle på hvilket tidspunkt, opplysningene om prosessen hadde et merkbart kurspåvirkningspotensial kan også formuleres som et spørsmål om og i så tilfelle på hvilket tidspunkt det var sannsynlig at en fornuftig investor ville benytte opplysningene som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning».

Børsen viser videre til Høyesteretts dom 23. april 2012 (Guldbransen-saken) og anfører at «[d]et er med andre ord tilstrekkelig med sannsynlighetsovervekt for at en fornuftig investor ville lagt vekt på informasjonen som del av sitt beslutningsgrunnlag».

Børsen redegjør for Mindoro-prosjektets betydning for selskapet, og anfører bl.a. at «[u]tviklingen av forhandlingene og nyheter knyttet til dette, positive eller negative, direkte eller indirekte, er generelt svært kurssensitivt for selskapet» og at «[i] vår sak, der MoUen relateres til selskapets viktigste prosjekt og til markedet klart kommuniserte ønske om kapitalisering, er børsen ikke i tvil om at en intensjonsavtale om samarbeid om utvikling av Mindoro prosjektet med ett villig kinesisk statskontrollert selskap er innsideinformasjon, selv om praktiske konsekvenser av intensjonen gjenstår. Dette vil etter børsens syn også kunne gjelde i de tilfeller intensjonsavtalen faller bort og ikke resulterer i en konkret avtale. Situasjonen skal vurderes slik den foreligger løpende i selskapet og ikke i ettertid».

Børsen gir uttrykk for at den, basert på de opplysninger selskapet har gitt om forhandlingene med ulike aktører, har funnet det vanskelig å tidfeste på hvilket tidspunkt selskapet tidligst hadde meldepliktig innsideinformasjon og skriver at:

Likevel, når det gjelder vurderingen av om selskapet har brutt plikten til umiddelbart å offentliggjøre innsideinformasjon, jf. vphl. § 5-2, legger børsen til grunn at det er tilstrekkelig å vise til det tidspunktet børsen senest anser at det forelå slik meldepliktig informasjon.

Etter børsens syn representer den 23. desember 2011 ett av flere mulige skjæringspunkt i vurderingen av om status i forhandlingene utgjorde innsideinformasjon i verdipapirlovens forstand. I denne vurderingen vektlegger børsen at detaljnivået i forhandlingene den 23. desember 2011 fremstår som så konkrete at:

- selskapet med rimelighet kunne forvente en avtaleinngåelse og at det er sannsynlig at en fornuftig investor ville ha vektlagt dette i sin investeringsbeslutning.
- en slik investor med kunnskap om status i forhandlingene den 23. desember 2011 ville ha ett klart informasjons fortrinn i forhold til andre aktører i markedet.

Samlet sett legger børsen derfor til grunn at selskapet senest den 23. desember 2011 hadde klare nok holdepunkter til å kunne forvente at MoUen skulle signeres før den faktisk ble det, den 4. januar 2012. Senest den 23. desember 2011 forelå det for selskapet meldepliktig innsideinformasjon og selskapet har overtrådt vphl. § 5-2 ved ikke å offentliggjøre innsideinformasjonen straks.

5.4 Utsatt offentliggjøring

Børsen viser til at selskapet mener det ikke har hatt en situasjon der utsatt offentliggjøring ville være relevant, men børsen bemerker likevel at «det for børsen synes klart at forhandlingene i den aktuelle slutfasen med MCC8 ville ha falt inn under unntaket om man i forkant av signeringen hadde iverksatt utsatt offentliggjøring, jfr. vphl. § 5-3». Børsen

opplyser at den bruker systemet med utsatt offentliggjøring med intensivert overvåkning av handel i instrumenter hvor utstederne er i kurssensitive prosesser som ikke er allment kjent, og der man av hensyn til selve forhandlingenes fremdrift eller utfall ikke kan melde informasjonen umiddelbart til markedet. Børsen viser til at handel knyttet til foreliggende sak har vært gjenstand for undersøkelser om markedsmissbruk fra politi og påtalemyndighet, og anfører at det «forebyggende aspektet ved å benytte regimet ved utsatt offentliggjøring derfor er relevant i vår sak», men at «slik forebyggende overvåkning var ikke mulig da forholdet ikke var underhånden meldt til markeds plassens overvåkningsavdeling».

5.5 Sanksjon

Børsen har ved utmåling av sanksjon sett hen til avgjørelser i liknende saker. Børsen bemerker at «det ved vurderingen av utmåling, i denne saken, særlig er sett hen til det som må betegnes som en kraftig kursutvikling ved meldingen og at perioden der markedet har vært uten informasjon må betegnes som relativ lang».

Børsen skriver at den ikke har hensyntatt at selskapet ville hatt grunnlag for utsatt offentliggjøring, og viser til at «[d]ette kan isolert sett vurderes som formildende, men også som skjerpene da intensivert overvåkning ikke var iverksatt da forholdet ikke var underhånden meldt til markeds plassens overvåkningsavdeling».

I formildende retning har børsen tatt hensyn til at «saken i faktum fremstår som omfattende».

Etter en totalvurdering kommer Oslo Børs til at overtredelsesgebyret passende settes til 3 ganger årlig kursnoteringsavgift (2012) lik 420 000 kroner.

6. Klagers anførsler

Selskapets anførsler i klagen 13. februar 2013 er i hovedtrekk som følger:

6.1 Utgangspunkt

Klager mener børsen har benyttet feil juridisk norm når den legger til grunn at selskapets løpende informasjonsplikt inntreer samtidig med forbudet mot å misbruke innsidoinformasjon, det vil si samtidig med at det oppstår innsidoinformasjon i selskapet. Klager mener selskapets informasjonsplikt ikke utløses før det faktisk ble signert en intensjonsavtale, og at dette følger av at EU-reglene, som norske regler om løpende informasjonsplikt bygger på, ikke pålegger slik informasjonsplikt om forhold og omstendigheter som *faktisk ikke har inntrådt*.

Subsidiært – selv om man legger til grunn at informasjonsplikten også omfatter *usikre og fremtidige begivenheter* («innsidoinformasjon») – anfører klager at det ikke forelå innsidoinformasjon i denne saken før intensjonsavtalen med MCC8 ble inngått på kvelden 4. januar 2012, og at selskapet derved oppfylte sin informasjonsplikt ved at avtalen ble offentliggjort før børsens åpningstid 5. januar 2012.

6.2 Løpende informasjonsplikt – angivelse av rettslig norm

Klager viser til at børsen i denne saken, og sin praksis for øvrig, har lagt til grunn at utstederselskapets løpende informasjonsplikt inntreer samtidig som det oppstår «innsideinformasjon» i selskapet, jf. vphl. § 5-2 som pålegger utsteder å «uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder». Klager skriver at «[d]e uheldige konsekvenser dette kan ha for utstedere med legitime grunner til å utsette offentliggjøring av innsideinformasjon, er søkt avhjulpet av en liberal tolking av reglene om utsatt offentliggjøring i vphl. § 5-3».

Klager anfører at «børsens innfallsvinkel bygger på en feil lovforståelse».

Klager viser til at de norske reglene gjennomfører EØS-regler som svarer til 2003/6/EF (markedsmisbruksdirektivet) og dets utfyllende rettsakter, og skriver at «[f]or å finne frem til riktig forståelse av norsk rett på dette punktet, er det derfor nødvendig å finne frem til riktig forståelse av EU/EØS-reglene som ligger bak de norske reglene».

Klager viser deretter til at markedsmisbruksdirektivet artikkel 1(1) definerer begrepet innsideinformasjon, og at begrepet er det samme i relasjon til både handleforbudet (artikkel 2(1)) og utsteders løpende informasjonsplikt (artikkel 6(1)), men at:

I rammedirektivet er det imidlertid en sentral forskjell i forhold til **det tidspunktet** hhv handleforbudet og informasjonsplikten inntreer. Mens handleforbudet er absolutt og forbyr enhver handel av personer med innsideinformasjon, inntreer utsteders informasjonsplikt kun "as soon as possible". Begrepet er noe feilaktig oversatt til "umiddelbart" i norsk rett, men det fremgår av forarbeidene at man ikke på dette punktet har ment å innføre en materiell innstramning i forhold til direktivet, jf. omtalen av Kredittilsynets høringsnotat i Ot.prp. nr. 12 (2004-05) side 51 venstre spalte.

Betydningen av denne tidsmessige forskjell i inntreden mellom hhv handleforbudet og informasjonsplikten, er nærmere presisert i første kommisjonsdirektiv artikkel 2. Bestemmelsen inneholder nærmere regler om metoder og tidsfrister for utsteders løpende informasjonsplikt ("Means and time-limits for public disclosure of inside information"), og innebærer bl.a. en presisering av hva det ligger i at informasjonsplikten inntreer "as soon as possible". Bestemmelsen lyder som følger:

"Member States shall ensure that issuers are deemed to have complied with the first subparagraph of Article 6(1) of Directive 2003/6/EC where, upon the coming into existence of a set of circumstances or the occurrence of an event, albeit not yet formalised, the issuers have promptly informed the public thereof" (understreket her).

Dette innebærer en særregulering av kravet til "presis" informasjon i forhold til utsteders informasjonsplikt. Ved anvendelsen av definisjonen i forhold til handleforbudet, er det tilstrekkelig at det er "rimelig grunn" til å forvente at visse begivenheter eller omstendigheter inntreer. Ved anvendelsen av definisjonen i forhold til utsteders informasjonsplikt, er det imidlertid et krav om at begivenhetene eller omstendighetene faktisk har inntrådt ("coming into existence") eller det kun gjenstår en formalisering av forholdet.

Klager skriver videre at vphl. § 5-2 må tolkes i samsvar med EØS-forpliktelsene «slik at informasjonsplikten først utløses når det aktuelle innholdet *faktisk inntreer* ("upon the coming into existence") ved tolkningen av vphl. § 5-2 og de tilsvarende bestemmelsene i løpende forpliktelser»

Klager anfører at en slik differensiert inntreden av hhv handleforbudet og utsteders informasjonsplikt støttes av reelle hensyn:

Handleforbudet skal ivareta tilliten til verdipapirmarkedet, ved å forby enkeltinvestorer å handle i noterte finansielle instrumenter mens de innehar prissensitiv informasjon som ikke er offentliggjort til andre aktører i markedet. Dette tilsier at innsideinformasjon også omfatter ikke-inntrådte begivenheter som kan danne grunnlag for misbruk av informasjonen. Utsteders løpende informasjonsplikt skal sørge for at investorer har et best mulig beslutningsgrunnlag for sine investeringsbeslutninger i tilknytning til utsteders noterte finansielle instrumenter. Dette hensynet tilsier at man ikke gir melding om enhver begivenhet eller omstendighet som eventuelt kan inntre en gang i fremtiden, men at informasjonen gis når begivenheten eller omstendigheten faktisk inntre (eller kun formaliteter gjenstår). En annen regel vil gi markedet misvisende informasjon, og en løpende informasjonsplikt om vage og potensielle begivenheter vil etter omstendighetene legge til rette for markedsmanipulasjon. Det er for eksempel ikke tvilsomt at utbredelse av opplysninger om forhandlinger på et tidlig stadium av en skrittvis prosess, etter omstendighetene kan være egnet til å "gi falske, uriktige eller villedende signaler om finansielle instrumenter", jf. vphl. § 3-8 annet ledd nr. 3. Det vises i den anledning til uttalelser fra ESME 6. juli 2007, hvor det bl.a. uttales følgende:

"When an issuer discloses inside information at an early stage in order to comply with MAD, it bears the risk of creating false market expectations and even manipulation in case the inside information does not develop into a real event".

Klager anfører videre at det i Norge har utviklet seg en markedspraksis med «utstrakt bruk av utsatt offentliggjøring for å unngå ovennevnte problem knyttet til "støy" og potensiell markedsmanipulasjon», og klager mener denne markedspraksisen ikke i samsvar med bestemmelsene i vphl. § 5-3 eller de korresponderende bestemmelsene i markedsmisbruksdirektivet artikkel 6(2). Klager anfører at reglene om utsatt offentliggjøring «er ment å gi en snever unntaksadgang fra umiddelbar informasjonsplikt i de tilfeller der informasjonsplikten faktisk er utløst» og viser til at reglene om utsatt offentliggjøring gir utsteder en adgang til å «velge» utsatt offentliggjøring i de tilfeller den løpende informasjonsplikten faktisk har inntrådt, jf. vphl. § 5-3. Klager hevder at dersom reglene om utsatt offentliggjøring var ment å avhjelpe negative konsekvenser av en for tidlig informasjonsplikt til markedet, ville terskelen for å bruke utsatt offentliggjøring (slik de fremgår av første kommisjonsdirektiv) vært vesentlig lavere og reglene ville vært uformet som en pliktregel, og en slik pliktregel vil være i strid med ordlyden i vphl. § 5-3 og en klar direktivbestemmelse.

Klager mener at å tolke informasjonsplikten slik at den utløses der det «foreligger faktisk inntrådte forhold (eller kun formaliteter gjenstår)», støttes både av reelle hensyn og direktivbestemmelsene som den norske bestemmelsen bygger på, og at en slik tolking «skaper også harmoni mellom reglene om løpende informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring».

Klager viser til at ovennevnte oppfatninger støttes av nyere juridisk teori, og redegjør for en artikkel publisert 26. desember 2012 av professor dr. juris Jesper Lau-Hansen («The Hammer and the Saw – A short critique of the disclosure regime in the recent compromise proposal for a market abuse regulation»).

Etter det klager har fått opplyst, er en tilsvarende forståelse av forholdet mellom markedsmisbruksdirektivet artikkel 6(1) og første kommisjonsdirektiv artikkel 2(2) lagt til grunn i flere andre EU/EØS-land, herunder Spania, Italia, Frankrike og Danmark.

Klager konkluderer med at «[f]or det tilfellet at Børsklagenemnden er enig i at utsteders informasjonsplikt utløses når en omstendighet eller begivenhet rent faktisk har inntrådt eller kun formaliteter gjenstår (undertegning av MOUen i vårt tilfelle), vil selskapet ikke ha noen informasjonsplikt overfor børsen før MOUen ble undertegnet 4. januar 2012, jf. første kommisjonsdirektiv artikkel 2(2). Dette gjelder selv om Børsklagenemnden skulle mene at det har oppstått innsideinformasjon i selskapet forut for dette».

6.3 Når oppsto «innsideinformasjon» i forhandlingene med MCC8

6.3.1 Presisering av problemstilling

Klager skriver at:

For det tilfellet at Børsklagenemnden mener at utsteders informasjonsplikt utløses med det samme det oppstår innsideinformasjon i selskapet – dvs allerede når det forelå "rimelig grunn" til å vente at en omstendighet eller begivenhet skulle inntre og ikke når den faktisk inntre - fastholdes vår anførsel om at det i foreliggende sak uansett ikke oppsto innsideinformasjon i selskapet før MOUen faktisk ble undertegnet 4. januar 2012.

Under nevnte forutsetning mener klager at det relevante rettslige spørsmålet er når det forelå en «rimelig grunn til å forvente» at det ville inngås en MoU med MCC8.

Klager anfører at «[e]tter klargjøringen av dette vurderingstemaet i Daimler-saken er spørsmålet mer konkret å avklare når det forelå en "realistisk mulighet" for at en MOU med MCC8 ville inngås før MOUen var signert, basert på blant annet tidligere erfaringer med tilsvarende prosesser».

Klager viser herunder til generaladvokatens uttalelse i EU-domstolens avgjørelse i Daimler-saken om at vurderingen beror på om «previous similar experiences» i slike situasjoner tilsier at man med rimelighet kan forvente at omstendigheten/begivenheten skal inntre denne gangen. Klager viser også til ovennevnte artikkel av dr. juris Jesper Lau-Hansen.

Klager erkjenner at enkeltskritt i en trinnvis prosess hver for seg kan anses som innsideinformasjon, men at spørsmålet om det foreligger «rimelig grunn til å forvente» må vurderes konkret i det enkelte tilfellet, og at det i en slik vurdering er relevant å legge vekt på at «forhandlinger om intensjonsavtaler av denne typen erfaringsmessig er gjenstand for omfattende og reelle diskusjoner frem til faktisk signering».

Klager nevner også at børsen i sitt vedtak «trekker en parallell til at reglene om utsteders informasjonsplikt er særlig streng i de tilfeller utsteder på forhånd har gitt uttrykk for sine ambisjoner i kommunikasjon med markedet (guiding)». Klager anfører at de ikke kan se at en parallell til reglene om guiding er relevant i denne saken, og viser herunder til at det i foreliggende sak ikke oppsto et avvik i forhold til tidligere opplysninger men at «(vert i mot var kontakten med MCC8 og de andre potensiell asiatiske partene full ut i samsvar med det selskapet hadde kommunisert i lengre tid til markedet gjennom presentasjoner og kvartalsrapporter».

6.3.2 Intex' tidligere erfaring med tilsvarende prosesser

Klager opplyser at Intex i 2010 iverksatte en strategisk prosess med sikte på salg av Mindoro-gruven og henvendte seg til 62 selskaper, men at salgsprosessen ikke ledet til konkrete avtaler/tilbud. Videre skriver selskapet at første halvår 2011 ble benyttet til å gjennomføre ny strategi for utviklingen av Mindoro-gruven, og at selskapet ønsket å få inn en tredjepart, dels fordi videreutvikling av Mindoro er teknisk krevende, og dels fordi det var nødvendig med ekstern finansiering for å løfte prosjektet videre. Selskapet opplyser videre at arbeidet overfor potensielle investorer og samarbeidspartnere fortsatte inn i annet halvår 2011, og at 21. november 2011 var selskapet konkret i kontakt med [redacted]

[redacted] Selskapet redegjør for prosessen overfor disse selskapene.

Klager gir følgende oppsummering:

For det første har selskapet per november 2011 opparbeidet betydelig erfaring med diskusjoner og forhandlinger med asiatiske gruveoperatører. Det har siden 2010 vært i kontakt med i underkant av hundre aktører i den internasjonale metallindustrien, og det kjenner de fleste aktørene i markedet relativt godt. Denne erfaringen er direkte relevant ved vurderingen av når det oppsto et "realistic prospect" for at det ble inngått en MOU med MCC8.

6.3.3 Gjennomgang av de enkelte skritt i prosessen overfor MCC8

Klager viser innledningsvis til en redegjørelse 12. februar 2013 utarbeidet av selskapets rådgiver Emerging Asia Capital («EAC») og vedlagt klagen, som beskriver prosessen frem mot signering av MoU med MCC8 4. januar 2012. Klager anfører at denne redegjørelsen «synes å bekrefte selskapets tidligere beskrivelse av prosessen, og tydeliggjør at det ikke forelå noen realistisk mulighet for at MOU skulle inngås før den faktisk ble underskrevet»

Klager viser videre til at det i perioden fra 13. desember til 23. desember 2011 pågikk «en del grunnleggende avklaringer om hva som eventuelt skal reguleres i en MOU, uten at det er oversendt utkast til en MOU fra selskapet til MCC», og at det herunder ble diskutert forhold som hvem som skal være parter i en eventuell avtale, hvorvidt avtalen skal regulere fremtidig finansiering, og Jinchuans rolle i MOUen mv.

[redacted] Klager viser til dokumentasjon av denne korrespondansen i sitt brev 13. juli 2012 og til redegjørelsen fra EAC. Klager mener også at enkelte deler av børsens faktumbeskrivelse for denne perioden krever presisering, herunder anfører klager at det er upresist når børsen under henvisning til e-post fra EAC til Jan Vestrum 13. desember 2011 uttaler at selskapet «tar sikte på å kunne undertegne MOU med MCC8» [redacted]

Klager påpeker for øvrig at børsen gjør et «poeng ut av at selskapet "fører innsidelister" fra 13. desember 2011», og klager anfører at det ikke ble ført innsidelister i selskapet fra 13. desember 2011 eller på noe annet tidspunkt i forkant av signering av MOU 4. januar 2012, og

viser til at børsen er kjent med at uttalelsen fra selskapet i e-post til Oslo Børs 13. januar 2012, der selskapets styreleder svarer at «13. desember 2012 anses som datoen hvor informasjonen ble så konkret at denne kunne oppfattes som innsideinformasjon», ble gitt uten at juridisk rådgiver ble konsultert, og klager «legger til grunn at børsen opprettholder sin tidligere vurdering av at denne uttalelsen derfor ikke skal tillegges vekt».

Klager refererer videre e-post 23. desember 2011 fra William He, «President of MCC8», og anfører at det ikke er riktig når børsen mener dette er stadiet det «senest» oppsto innsideinformasjon i selskapet, eller at man på dette tidspunkt «er kjent med hovedstrukturen i avtalen, partene har uttrykt enighet, reisen er planlagt og et foreløpig program for besøket er skissert». Klager beskriver innledningsvis at de reagerer på børsens uttalelse om at det «senest» oppsto innsideinformasjon på dette tidspunktet, og ber børsen grunngi og dokumentere dersom den mener det foreligger faktisk grunnlag for at det har foreligget innsideinformasjon på et tidligere tidspunkt. Klager anfører for det annet at det ikke er riktig at partene var kjent med hovedstrukturen i avtalen eller har uttrykt enighet, og viser herunder til at William He ikke hadde fullmakt til å opptre på vegne av MCC8, Intex hadde ikke gitt uttrykk for noen «enighet», og den 23. desember 2011 hadde ikke engang MCC8 oversendt sine første merknader til utkastet til MOU til EAC/Intex – disse ble først oversendt 26. desember 2011. Klager anfører videre at praktiske forberedelser og planlegging med tanke på at det vil kunne oppnås enighet ikke betyr det samme som at enighet er oppnådd, og for det fjerde-

For det femte mener klager det må legges vekt på at det i denne saken gjaldt inngåelse av en intensjonsavtale, og at «i slike preliminnære diskusjoner har partene en meget lav terskel for å gå fra hverandre, og dette bør påvirke vurdering av når det oppstår meldepliktig innsideinformasjon i saken». Klager mener også at de må være relevant at det var en intensjon om en fremtidig utviklingsavtale man forhandlet om, som ikke var noe annet enn en avansert «konsulentavtale» mellom selskapet og MCC8. For det sjette mener selskapet at børsen legger uriktig til grunn at MOUen i tiden etter 23. desember 2011 frem til signering 4. januar 2012 «kun er gjenstand for mindre endringer», og mener dette fremgår av den omfattende dokumentasjonen som er framlagt i saken.

Klager refererer hovedpunktene i forhandlingen om MOU fra 23. desember 2011 til 4. januar 2012, herunder at Styret i Intex ble orientert om utviklingen i diskusjonene ved en redegjørelse til styret fra Jan Vestrum i e-post 29. desember 2011 og at «[s]tyreleder gir osså selv uttrykk for betydelig usikkerhet.

Det var først etter at styret var blitt orientert om denne prosessen og blitt gitt anledning til å reagere at Vestrum hadde tilstrekkelige fullmakter til å inngå en MOU med MCC8». Videre skriver klager at det på et avgjørende kommersielt punkt – hvem som skulle stå for finansieringen av en oppdatert DFS («*Definitive Feasibility Study*») – ikke var enighet mellom partene før på ettermiddagen 4. januar 2012. Klager opplyser at det herunder ble utvekslet flere forskjellige utkast til MOUer mellom partene hvor blant ordlyden knyttet til DFSen ble endret flere ganger, og i Hong Kong 4. januar fikk Vestrum overlevert et revidert utkast til MoU fra MCC8 der det blant annet var gjort den endring at Intex skulle stå for finansieringen av den oppdaterte DFS og «Vestrum ga klart uttrykk for at det var uaktuelt å inngå MOUen i den formen som var presentert». Klager opplyser videre at avsnittet «...through the consortium members», dvs. en finansieringsplikt av DFS for konsortiet, ble tatt inn rett forut for signering 4. januar 2012. Klager skriver at «[i]

lys av ovennevnte må det være opplagt at det pågikk reelle diskusjoner mellom partene i hele perioden fra 23. desember 2011 til 4. januar 2012. Ingen av partene hadde nødvendige fullmakter, og på sentrale punkter var det ikke enighet om kommersielle forhold før ettermiddagen 4. januar 2012».

Klager mener «[d]et er også grunn til å løfte blikket og sammenligne sluttresultatet av forhandlingene med det utgangspunktet som ble skissert for Intex medio desember 2011» og redegjør for hvorfor sluttresultatet i følge klager var «rimelig langt unna utgangspunktet som ble skissert for Intex medio desember 2011».

Klager skriver at «[u]tviklingen i saken viser med all mulig tydelighet at en tidlig offentliggjøring av at det pågikk diskusjoner om en MOU ville gitt misvisende informasjon til markedet».

Klager oppsummerer med at «[s]amlet sett må det være klart at det ikke forelå noen "realistisk mulighet" for inngåelse av en MOU den 23. desember 2011. (...) Vi er av en oppfatning at en børs melding fra selskapet på dette tidspunkt ville gi uriktige signaler til markedet og faktisk kunne virke mot sin hensikt (markedsmanipulerende)».

Klager gir videre uttrykk for at dersom børsens strenge fortolkning av selskapets informasjonsplikt blir lagt til grunn, vil børsen «oversvømmes med underhånden meldinger, og vil med det påta seg et stort ansvar for selskapenes videre løpende informasjonshåndtering. Nyere erfaringer med andre aktører innen gruveindustrien gir illustrerende eksempler på at dette kan være et tungt ansvar å påta seg. På sikt vil trolig flere av selskapene i stedet ta børsen på ordet, og velge å offentliggjøre meldinger som åpenbart ikke er egnet for offentliggjøring. Flere eksempler fra den senere tid illustrerer dette».

Når det gjelder utviklingen i tiden etter signering av MOU erkjenner klager at vurderingen må skje ex ante, men mener det i denne saken likevel er interessant å notere at det tok ytterligere fire måneder fra signering av MOU før endelig PMC-avtale («Project Management Contract») med MCC8 ble inngått, og at selv en slik PMC-avtale kun gir MCC8 en opsjon /forkjøpsrett til å kjøpe gruen dersom nærmer definerte milepæler nås. Klager opplyser videre at PCM-avtalen som ble inngått i mai 2012 utløp uten resultater.

6.3.4 Særlig om kurspåvirkningspotensialet:

Klager har ingen særlige merknader til børsens redegjørelse for rettsreglene om kurspåvirkningspotensial. Klager «kan imidlertid ikke se at de er av særlig relevans i foreliggende sak, hvor poenget er at det ikke på noe tidspunkt før signering av MOU forelå "presis" informasjon i lovens forstand».

6.3.5 Særlig om utsatt offentlighet

Klager viser til børsens uttalelse om at børsen mener reglene for utsatt offentlighet ville kommet til anvendelse i foreliggende tilfelle og kommenterer at «[s]elskapet registrerer at de negative konsekvensene av børsens strenge tolking av når informasjonsplikten inntreffer, [...] søkes avhjulpet ved å henviser til reglene om utsatt offentliggjøring». Klager mener dette ikke er en riktig tolkning av reglene for utsatt offentliggjøring, og viser til tidligere redegjørelse om lovforståelse. Klager viser videre til at børsen skriver at handel knyttet til saken har hatt interesse for politi og påtalemyndighet og at det forebyggende aspektet ved å benytte regimet ved utsatt offentliggjøring derfor er relevant foreliggende sak. Til dette kommenterer klager at

ØKOKRIMs i sin siktelse av selskapets styreformann mener at han skal ha lekket innsideinformasjon om forhandlinger med MCC8 i september/oktober 2011, dvs. på et tidspunkt selskapet vanskelig kan se at det fantes innsideinformasjon – eller noen informasjon som helst – om selskapets samtaler med MCC8, og at de «derfor ikke se at den etterforskning ØKOKRIM hadde fokus på, ville blitt særlig påvirket av om børsen hadde vært informert om forhandlingene med MCC8 i perioden 23. desember 2011 til 4. januar 2012».

6.4 Sanksjon

Dersom Børsklagenemnden slutter seg til at selskapet har brutt sine løpende informasjonsplikter, mener klager at børsens foreslåtte overtredelsesgebyr er for høyt ut fra den foreliggende praksis.

7 Børsens merknader til klagen

Børsen behandlet klagen i børsstyremøte 20. mars 2013 og oversendte børsstyrevedtaket til Børsklagenemnden samme dag («oversendelsesbrevet»). Børsstyret har bl.a. følgende kommentarer til klagen:

7.1 Rettslig norm – differensiert inntreden

Børsen uttaler at den forstår markedsmisbruksdirektivet artikkel 6(1) sammenholdt med kommisjonsdirektivet artikkel 1(2) dit hen at det for informasjonsplikt og handleforbud gjelder sammenfallende tidspunkt, og at lovens bestemmelse om utsteders anledning til utsatt offentliggjøring av den samme informasjonen hensyntar uheldige konsekvenser av et stramt informasjonspliktregime. Børsen mener reglene om informasjonsplikten har tilsiktet nær sammenheng med forbudet mot innsidehandel, og at streng plikt for noterte selskaper til straks å informere markedet, ev. børsen ved utsatt offentliggjøring, bidrar til å hindre at det handles på ulikt informasjonsgrunnlag.

Børsen bemerker at adgangen til å utsette offentliggjøring av innsideinformasjon nødvendigvis må være uttømmende regulert i markedsmisbruksdirektivet artikkel 6 (2): «an issuer may under his own responsibility delay the public disclosure of inside information, as referred to in paragraph 1». Noe annet ville ifølge børsen være i strid med direktivets ordlyd «inform the public as soon as possible of inside information» og skape usikkerhet rundt når plikten til å vurdere utsatt offentliggjøring egentlig inntreer.

Børsen viser til eksemplene på utsatt offentliggjøring som er nevnt i første kommisjonsdirektiv artikkel 3, som også er inntatt i verdipapirhandelloven, og skriver at disse angir typetilfelle der utstedere vil kunne benytte utsatt offentliggjøring i situasjoner der en har meldepliktig innsideinformasjon i selskapet. Eksemplene, som ifølge børsen ikke er uttømmende, viser til at man som grunnlag for utsatt offentliggjøring kan vise til beslutninger eller kontrakter som krever godkjenning av internt organ «og mer aktuelt i vår sak, eksempelet med pågående forhandlinger». Eksemplifiseringen av dette illustrerer ifølge børsen at tidspunktet for å beslutte utsettelse av offentliggjøring inntreer før «the inside information has become certain», og tidspunktet for offentliggjøring må ifølge børsen nødvendigvis også inntre på et tidligere tidspunkt enn dette.

Etter børsens syn må eksemplene også omfatte situasjoner der slik godkjenning eller forhandling ikke er rene formaliteter.

Børsen bemerker at den sentrale EU-dommen for forståelsen av begrepet innsideinformasjon, Daimler-dommen fra sommeren 2012, bl.a. tar stilling til presisjonsnivå av innsideinformasjon i relasjon til selskapers informasjonsplikt, men at dommen ikke adresserer slik differensiering som beskrevet av Intex, noe som i seg selv, etter børsens syn, «klart indikerer rettstilstanden». Differensiering på dette området er derfor ikke, slik børsen ser det, gjeldende rett.

Børsen mener markedet som utgangspunkt selv vil kunne skille det vesentlige fra det uvesentlige, og at hensynet til symmetri i informasjon til markedet støtter en slik antagelse. Børsen viser til at utstedere har ett legitimt behov for at informasjonsplikt ikke blir for ressurskrevende, men børsen kan ikke se at dette hensynet kan tillegges vekt i foreliggende sak.

7.2 Spørsmålet om når det oppsto innsideinformasjon

Børsen uttaler at «selv om man legger til grunn en annen forretningskultur i de ulike verdensdeler, må faktum kunne underkastes en vurdering også der avtaler forhandles i Asia».

Børsen skriver videre at «[p]å ett tidspunkt vil en avtaleinngåelse være en realistisk mulighet og når tidspunktet for meldeplikt til markedet inntreer er en konkret vurdering i den faktiske prosessen selskapet er involvert i. Å legge til grunn at det absolutte tidspunkt er når pennen treffer papiret kan, etter børsens syn, ikke være riktig».

Børsen hevder at forhandlingene med MCC8 var «kommet lenger enn det man erfaringsmessig hadde oppnådd med andre mulige samarbeidspartnere», og at «selskapets og MCC8s anstrengelser og presisjonsnivå i planleggingen var tilstrekkelig for å konkludere med at en signering av avtale med MCC8 var en realistisk mulighet».

Børsen mener at egne erfaringer er ett viktig moment, men likevel kun ett av flere som vil kunne være gjenstand for en senere prøving. Børsen presiserer at «en realistisk mulighet ikke er det samme som sannsynlighetsovervekt, og at MCC8 rent faktisk også ble den foretrukne partneren».

For å fastslå om selskapets informasjonsplikt er overtrådt mener børsen man må operere med det seneste tidspunkt en mener selskapet burde ha meldt informasjonen til markedet. Avgjørende for børsens vurdering er om selskapet hadde rimelig grunn til å forvente at MoUen ville bli signert på avtalt tidspunkt forut for den 4. januar 2012. I foreliggende sak er det børsens vurdering at «en rimelig og realistisk forventning om signering av avtalen ville utløse informasjonsplikt til markedet, og at selskapet hadde en slik forventning før signeringen».

8. Klagers merknader

I brev 4. april 2013 fra Advokatfirmaet Thommessen på vegne av Intex kommenterer klager børsstyrets vedtak 20. mars 2013 («oversendelsesbrevet»).

8.1 Prinsipielt – børsen anvender ikke korrekt juridisk norm

Klager fastholder at utsteders informasjonsplikt utløses når en omstendighet eller begivenhet rent faktisk har inntrådt eller kun formaliteter gjenstår (undertegning av MOUen).

Til børsens uttalelser i oversendelsesbrevet kommenter klager at de for det første er uenig i børsens anførsel om at «utsteders anledning til utsatt offentliggjøring av den samme informasjonen hensyn tar uheldige konsekvenser av ett stramt informasjonsplikts regime». Klager viser til at «[u]lempene ved en streng praktisering av løpende informasjonsplikt er av offentligrettslig karakter – herunder en åpenbar risiko for villedende informasjon markedsmanipulasjon – og dersom disse ulempene skulle avhjelpes gjennom reglene om utsatt offentliggjøring, ville sistnevnte regler vært utformet som en plikt for utsteder til å utsette offentliggjøring i gitte situasjoner. En slik pliktregel er ikke gitt. Det er derfor børsens strenge praktisering av reglene om løpende informasjonsplikt som må vike for å oppnå konsekvens i regelverket».

Klager viser for det andre til børsens henvisning til at innsideinformasjon etter markedsmissbruksdirektivet artikkel 6(1) skal offentligjøres «as soon as possible» og at børsen mener eventuelle unntak fra dette utgangspunktet finnes i reglene om utsatt offentliggjøring. Klager skriver at de ikke er uenig i dette, men at spørsmålet i denne saken ikke gjelder omfanget av et unntak, men innholdet av hovedregelen om løpende informasjonsplikt, og at innholdet i uttrykket «as soon as possible» er gitt i første kommisjonsdirektiv artikkel 2(2). Ifølge klager fremgår det av sistnevnte bestemmelse at «innsideinformasjon – i forholdet til reglen om løpende informasjonsplikt – først oppstår når de aktuelle begivenhetene eller omstendighetene faktisk har inntrådt».

Klager viser for det tredje til børsens anførsel om at et av eksemplene på mulig bruk av utsatt offentliggjøring i første kommisjonsdirektiv artikkel 3 («pågående forhandlinger»/«negotiations in course») forutsetter at informasjonsplikten kan inntre før begivenhetene eller omstendighetene faktisk inntre. Til dette skriver klager at «[d]ersom man leser bestemmelsen i sin helhet, illustreres imidlertid at utsatt offentliggjøring er en snever unntaksregel som det ikke skal være kurant å anvende», og klager viser at det som en «nærmere presisering av når “negotiations in course” kan kvalifisere for utsatt offentliggjøring» følger av artikkel 3 at dette «[i]n particular» gjelder pågående forhandlinger om refinansiering hvor det allerede foreligger betydelige finansielle problemer hos utsteder.

Klager viser for det fjerde til børsens anførsel om at EU-domstolens manglende drøftelse av første kommisjonsdirektiv artikkel 2(2) i Daimler-dommen «klart indikerer» at innsidehandelforbudet og utsteders informasjonsplikt utløses samtidig. Klager er uenig i dette, og skriver at ifølge professor Lau-Hansen er Tyskland et av de få medlemsland som tolker direktivet dit hen at utsteders informasjonsplikt inntre samtidig som det oppstår innsideinformasjon i foretaket, og at den manglende drøftingen av kommisjonsdirektivet artikkel 2(2) i Daimler-dommen skyldes at den refererende tyske domstol ikke problematiserte forholdet.

8.2 Subsidiært – innsideinformasjon oppsto ikke 23. desember 2011

Klager anfører subsidiært, under forutsetning av at Børsklagenemnden legger til grunn at utsteders informasjonsplikt utløses med det samme det oppstår innside informasjon i selskapet, at det ikke oppsto innsideinformasjon før det ble undertegnet en MoU med MCC8

på kvelden 4. januar 2012, og at det under enhver omstendighet ikke forelå innsideinformasjon i selskapet 23. desember 2011.

Klager viser til at de i klagen gikk nærmere inn på «en rekke faktafeil» som lå til grunn for børsens vedtak, herunder påstanden om i) at partene var kjent med hovedstrukturen i avtalen og at partene hadde uttrykt enighet 23. desember 2011, og ii) at MOUen kun var gjenstand for mindre endringer i tiden mellom 23. desember 2011 frem til signering. Klager er «overrasket over at børsen ikke kommenterer disse faktafeilene i sin oversendelse til Børsklagenemnden, siden de synes å være sentrale premisser for børsens vedtak 30. januar 2013», og at «[k]onsekvensen av disse faktafeilene bør være at Børsklagenemnden opphever børsens vedtak».

Klager skriver at:

Faktum er at Intex hadde omfattende erfaringer med forhandlinger i denne delen av verden, og disse erfaringene tilsa en betydelig skepsis til motpartens vilje til å kommitere seg for en avtale faktisk var underskrevet. [redacted]

og det pågikk reelle forhandlinger mellom partene helt frem til signering av MOUen 4. januar 2012. Dette er også bekreftet i redegjørelsen fra EAC. En børsmelding på et tidligere tidspunkt ville ikke gitt mening, og reglene om utsatt offentliggjøring kan ikke benyttes til å avhjelpe dette.

Klager kommenterer også enkelte utsagn i oversendelsesbrevet fra børsen: i) Klager mener det ikke er korrekt når børsen skriver at redegjørelsen fra EAC er «bestilt» fra Intex, eller at redegjørelsen fra EAC «gjentar» selskapets syn på saken, men at «den uavhengige redegjørelsen *bekrefter* selskapets syn», ii) klager er enig i at meldeplikten i mange tilfeller vil inntre på et tidligere tidspunkt enn når «pennen treffer papiret» if. børsens oversendelsesbrev, men at [redacted] og det faktum at det ble forhandlet om kritiske forhold helt frem til signering, tilsier at det i denne saken ikke forelå en slik realistisk forventning før avtale faktisk ble undertegnet, og at det i hvertfall ikke forelå en slik forventning allerede 23. desember 2011», iii) klager mener børsens anførsel om at forhandlingene med MCC8 var kommet lenger enn de man erfaringsmessig hadde oppnådd med andre mulige samarbeidspartnere ikke er korrekt, og iallfall at dette ikke var korrekt allerede 23. desember 2011, og iv) klager anfører at det forhold at MCC8 rent faktisk «ble den foretrukne partneren», jf. børsens oversendelsesbrev, ikke kan være relevant som argument for at Intex burde ha en realistisk forventning om dette allerede 23. desember 2011, og viser herunder til at «[d]et vil bli umulig for utstedere å håndtere sine løpende rapporteringsforpliktelser i trinnvise prosesser dersom det skal legges vekt på hva som rent faktisk blir utfallet av prosessen».

Klager anfører avslutningsvis at børsens påstand i vedtaket om at selskapet hadde en «rimelig og realistisk forventning» om at MOUen ville signeres før signeringen fant sted 4. januar 2012 bygger på flere faktiske feil, og at børsen i oversendelsesbrevet «gjentar denne påstanden i uten at den underbygges av relevante fakta». Klager skriver videre at «[u]nder enhver omstendighet godtgjør ikke børsen hvorfor de mener at en slik "rimelig og realistisk" forventning inntrådte allerede 23. desember 2011. Børsen viser til at avgjørelsen er skjønnsmessig, men det fritar ikke børsen fra deres forpliktelse til å legge korrekt faktum og jus til grunn for sin avgjørelse».

9. Børsklagenemndens vurdering

9.1 Innledning

Det rettslige utgangspunktet for avgjørelsen av denne saken fremgår i punkt 4 ovenfor. Det dreier seg først og fremst om vphl. § 5-2 første ledd som krever offentliggjøring «uoppfordret og umiddelbart» av innsideinformasjon som direkte angår utsteder. Innsideinformasjon defineres i vphl. § 3-2 som «presise opplysninger» om forhold som er egnet til å påvirke kursen «merkbart» og som ikke er kjent i markedet eller offentlig tilgjengelig.

9.2 Differensiert inntreden

Klager er for det første uenig med børsen i at tidspunktet for informasjonsplikten etter vphl. § 5-2, faller sammen med tidspunktet for at handleforbudet i vphl. § 3-3 inntreffer. Klager mener at det her er en tidsforskjell. For handleforbudet er det tilstrekkelig at det er rimelig grunn til å forvente at visse begivenheter eller omstendigheter inntreffer. For informasjonsplikten anføres at det foreligger en særregulering av kravet til presis informasjon, fordi markedsmisbruksdirektivet, hvor reglene er hentet fra og som de norske regler skal være i overensstemmelse med, opererer med at det skal informeres «as soon as possible». Dette, mener klager, er igjen presisert i første kommisjonsdirektiv art. 2, hvor det sies at informasjonsplikten inntreffer «upon the coming into existence of a set of circumstances or the occurrence of an event, albeit not yet formalised». Det må ifølge klager bety at begivenhetene eller omstendighetene faktisk har inntrådt, og at det kun gjenstår å formalisere forholdet.

Innsideinformasjon er gitt en felles definisjon i vphl. § 3-2 som i utgangspunktet vil gjelde alle plikt- og forbudsbestemmelser i verdipapirhandelloven som knytter seg til innsideinformasjon, og i vphl. § 3-2 annet ledd gis nærmere bestemmelser om tidspunktet for når innsideinformasjon må anses å foreligge. Her kreves at det må dreie seg om spesifikke opplysninger om omstendigheter eller begivenheter som «har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe». Norsk rett legger således ikke opp til en differensiert tilnærming.

Børsklagenemnden er enig med klager i at kommisjonsdirektivets artikkel 2(2) kan oppfattes som å gi grunnlag for en slik differensiert tilnærming, der en begivenhet eller rekke av begivenheter kan utgjøre innsideinformasjon i forhold til handleforbudet før det anses som innsideinformasjon i forhold til utsteders informasjonsplikt. Kommisjonsdirektivet og dets bakgrunn er imidlertid mer kompleks enn klager gir uttrykk for. En differensiert tilnærming fremstår – særlig i lys av Daimler-saken – ikke som en tilstrekkelig klar EØS-rettslig forpliktelse, til at den kan tilsidesette den klare ordlyden i den norske lovbestemmelsen.

Utgangspunktet for drøftelsen er markedsmisbruksdirektivet, der de relevante bestemmelser er som følger:

Article 1

For the purposes of this Directive:

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 price of related derivative financial instruments (...).

7. In order to take account of developments on financial markets and to ensure uniform application of this Directive in the Community, the Commission, acting in accordance with the procedure laid down in Article 17(2), shall adopt implementing measures concerning points 1, 2 and 3 of this Article.

Article 6

1. Member States shall ensure that issuers of financial instruments inform the public as soon as possible of inside information which directly concerns the said issuers (...).

2. An issuer may under his own responsibility delay the public disclosure of inside information, as referred to in paragraph 1, such as not to prejudice his legitimate interests provided that such omission would not be likely to mislead the public and provided that the issuer is able to ensure the confidentiality of that information. Member States may require that an issuer shall without delay inform the competent authority of the decision to delay the public disclosure of inside information (...).

7. With a view to ensuring compliance with paragraphs 1 to 5, the competent authority may take all necessary measures to ensure that the public is correctly informed (...).

10. In order to take account of technical developments on financial markets and to ensure uniform application of this Directive, the Commission shall adopt, in accordance with the procedure referred to in Article 17(2), implementing measures concerning:

- the technical modalities for appropriate public disclosure of inside information as referred to in paragraphs 1 and 3,
- the technical modalities for delaying the public disclosure of inside information as referred to in paragraph 2,
- the technical modalities designed to favour a common approach in the implementation of the second sentence of paragraph 2,
- the conditions under which issuers, or entities acting on their behalf, are to draw up a list of those persons working for them and having access to inside information, as referred to in paragraph 3, together with the conditions under which such lists are to be updated,
- the categories of persons who are subject to a duty of disclosure as referred to in paragraph 4 and the characteristics of a transaction, including its size, which trigger that duty, and the technical arrangements for disclosure to the competent authority,
- technical arrangements, for the various categories of person referred to in paragraph 5, for fair presentation of research and other information recommending investment strategy and for disclosure of particular interests or conflicts of interest as referred to in paragraph 5. Such arrangements shall take into account the rules, including self-regulation, governing the profession of journalist,
- technical arrangements governing notification to the competent authority by the persons referred to in paragraph 9.

Markedsmisbruksdirektivet ga med andre ord ikke grunnlag for en «differensiert tilnærming» til når det foreligger innsideinformasjon. Tvert imot var et sentralt grep i direktivet at definisjonen av innsideinformasjon i utgangspunktet er den samme for forbudet mot innsidehandel og informasjonsplikt. Det er heller ingen holdepunkter i direktivet for at

kriteriet «as soon as possible» i artikkel 6(1) var ment å danne grunnlag for en slik differensiert inntreden. Som vi kommer til nedenfor, er det prinsipielt mulig å informere om tidlige trinn i en begivenhetsrekke selv med meget korte tidsfrister. Det må her skilles mellom hva man skal fortelle markedet om, og hvor hurtig man rent praktisk kan fortelle dette til markedet.

Som det fremgår av markedsmisbruksdirektivet, var det forutsatt at Kommisjonen skulle vedta implementeringslovgivning (kalt «Level 2», der direktivet er «Level 1»). Dette følger bl.a. av direktivets artikkel 1(6) og artikkel 6(7) og (10). Det som derimot ikke synes å ha vært meningen, er at Kommisjonen skulle fravike direktivets definisjoner eller bestemmelser.

Det som imidlertid skjedde, var at Kommisjonen i kommisjonsdirektiv 2003/124/EC – bl.a. etter å ha fått «technical advice» fra CESR – til dels presiserte og til dels endret (utvidet/skjerpet) definisjonen av innsideinformasjon i relasjon til forbudet mot innsidehandel. De bestemmelser vi her har i tankene, er de følgende:

Article 1

Inside information

1. For the purposes of applying point 1 of Article 1 of Directive 2003/6/EC, information shall be deemed to be of a precise nature if it indicates 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 and if 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 financial instruments or related derivative financial instruments.

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.

Å definere i detalj i nr. 1 hva som menes med «information of a precise nature», kan kanskje sies å ligge innenfor kommisjonens mandat til å fastsette «implementing measures (...) to ensure uniform application». Derimot synes det vanskelig å forene dette med definisjonen i nr. 2, der direktivets kriterier «likely to have a significant effect» rett og slett ble erstattet av en referanse til hva en «reasonable investor would be likely to use as part of the basis for his investment decision». Det relevante i denne sammenheng, er imidlertid at det kan synes som om Kommisjonen med en så bred definisjon av «innsideinformasjon», ble bekymret for hvilke konsekvenser dette kunne få for informasjonsplikten, og på denne bakgrunn også ga følgende bestemmelser:

Article 2

Means and time-limits for public disclosure of inside information

1. For the purposes of applying Article 6(1) of Directive 2003/6/EC, Articles 102(1) and Article 103 of Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council(3) shall apply.

Furthermore, Member States shall ensure that the inside information is made public by the issuer in a manner which enables fast access and complete, correct and timely assessment of the information by the public.

In addition, Member States shall ensure that the issuer does not combine, in a manner likely to be misleading, the provision of inside information to the public with the marketing of its activities.

2. Member States shall ensure that issuers are deemed to have complied with the first subparagraph of Article 6(1) of Directive 2003/6/EC where, upon the coming into existence of a set of circumstances or the occurrence of an event, albeit not yet formalised, the issuers have promptly informed the public thereof (...).

Det sentrale her er, slik klager korrekt peker på, forskjellen mellom denne bestemmelsen og første del av definisjonen av innsideinformasjon – nærmere bestemt kriteriet «precise nature» – i artikkel 1(1) i samme direktiv. Forskjellen ligger i at de uthevede delene nedenfor er utelatt i artikkel 2(2):

Information shall be deemed to be of a precise nature if it indicates 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** (...).

Denne subtiliteten ble ikke fulgt opp (og neppe heller fullt ut forstått) av alle statene innenfor EU og EØS da de fastsatte nasjonal lovgivning til implementering av bestemmelsene. Dette er kanskje heller ikke så rart, all den stund denne avvikende definisjonen ikke er omtalt i innledningen til kommisjonsdirektivet, der fortalen (5) er eneste referanse til informasjonspliktbestemmelsen. Teksten ble heller ikke formulert slik Kommisjonen normalt definerer utfyllende definisjoner (det står eksempelvis ikke at dette er en utfylling av kriteriene «as soon as possible» i direktivets artikkel 6(1) om informasjonsplikt). Den videre utvikling ble at enkelte EU-land implementerte en differensiert tilnærming, i Spanias tilfelle bl.a. ved å utforme to ikke helt likelydende definisjoner av innsideinformasjon, en for innsidehandel i tråd med kommisjonsdirektivet artikkel (1) og en for informasjonsplikt i tråd med dets artikkel 2(2).

Andre land, herunder Tyskland, valgte imidlertid en annen vei med en felles definisjon i tråd med definisjonen i kommisjonsdirektivet artikkel 1(1). Som vi kommer til, ble dette også utfallet av den norske implementeringsprosessen.

I Storbritannia er de relevante bestemmelsene å finne i «*Disclosure Rules and Transparency Rules*», der «DTR 2.2 Disclosure of inside information» inneholder følgende bestemmelser om «Requirement to disclose inside information»:

DTR 2.2.1: An issuer must notify a RIS as soon as possible of any inside information which directly concerns the issuer unless DTR 2.5.1 R applies. [Note: Article 6(1) Market Abuse Directive]

DTR 2.2.2: An issuer will be deemed to have complied with DTR 2.2.1 R where, upon the coming into existence of a set of circumstances or the occurrence of an event, albeit not yet formalised, the issuer notified a RIS as soon as was possible. [Note: Article 2(2) 2003/124/EC]

Her har man med andre ord implementert kommisjonsdirektivet artikkel 2(2).

I juli 2007 avga den europeiske ekspertgruppen European Securities Markets Expert Group («ESME») en rapport om implementeringen av markedsmisbruksdirektivet. ESME rettet kritikk bl.a. mot en tilnærming der innsideinformasjon defineres på samme måte i relasjon til

innsidehandel og informasjonsplikt, med en argumentasjon som i stor grad er sammenfallende med den som fremkommer av Jesper Lau Hansens artikkel fra desember 2012, «The Hammer and the Saw – A Short Critique of the Recent Compromise Proposal for a Market Abuse Regulation», som det vises til og siteres fra i klagen. ESME ga bl.a. uttrykk for følgende:

The possible way forward should be to make a distinction between the two definitions of “inside information” by a focus upon when the information becomes a sufficiently “precise nature”. This work could be done in the Level 2 directive 2003/124/EC through a distinction between what is precise for an insider and what is precise for the whole market. Art. 2 of the Level 2 directive already seems to recognise a distinction between the two definitions of inside information in that it states, “Member States shall ensure that issuers are deemed to have complied with the first subparagraph of Article 6(1) of Directive 2003/6/EC where, upon the coming into existence of a set of circumstances or the occurrence of an event, albeit not yet formalised, the issuers have promptly informed the public thereof” (emphasis added). This rule has been used by some Member States to limit the duty of disclosure only to events that have reached a high level of precision. Given the importance of the topic, the meaning of the quoted Level 2 rule might be usefully clarified stating that “issuers comply with the first subparagraph of Article 6(1) of Directive 2003/6/EC when they inform the public of the coming into existence of a set of circumstances or the occurrence of an event, albeit not yet formalised”.

Kjernepunktet i Lau-Hansens artikkel er at Kommisjonen i sitt seneste forslag til nye europeiske bestemmelser om markedsmisbruk (denne gangen bl.a. i form av en forordning, Market Abuse Regulations («MAR»)) har gått bort fra en differensiert tilnærming, etter at man i et tidligere forslag åpnet for en slik tilnærming.

Lau-Hansen anfører (side 9) at det synes å være EU domstolens avgjørelse i den såkalte Daimler-saken (C-19/11 Daimler) som har foranlediget denne kursendringen. Det har ikke betydning for saken å ta stilling til dette, derimot synes det for Børsklagenemnden som Daimler-saken inneholder viktige rettsavklaringer av betydning for denne saken, herunder en konklusjon som synes å få den konsekvens at det ikke får avgjørende betydning om man bygger informasjonsplikten på den gjeldende norske bestemmelsen, eller direkte på kommisjonsdirektivet artikkel 2(2) slik klager legger opp til.

Daimler-saken gjaldt forståelsen av EU-retten i tilknytning til følgende definisjon i den tyske verdipapirhandelloven § 13(1):

Inside information shall mean specific information concerning circumstances not made public which relate to one or more issuers of insider securities or to the insider securities themselves and which, if made public, are likely to have a significant effect on the stock-market and market price of those securities. Such likelihood exists if a reasonable investor would take account of that information in making his investment decision. Circumstances whose future occurrence may be considered sufficiently probable shall also be deemed to be circumstances within the meaning of the first sentence. ...

De faktiske forhold var at Herr Schrempp, lederen av Daimlers Management Board begynte å vurdere fratreden før utløp av sin oppnevningssperiode (til 2008). Den 17. mai 2005 diskuterte han sine intensjoner med lederen av selskapets overordnede styre (Supervisory Board). Mellom 1. juni og 27. juli ble også andre medlemmer av de to styrene informert om planene. Fra og med 10. juli begynte Daimler å forberede pressemeldinger m.m., men intet ble sendt ut. Den 13. juli sendte selskapet ut en innkalling til den såkalte «Presidential Committee» i Supervisory Board samt til Supervisory Board til møter henholdsvis 27. og 28.

juli. Ingen av invitasjonene nevnte imidlertid slik mulig fratreden. 18. juli ble lederne av de to styrene enige om å foreslå for Supervisory Board den 28. juli, at Herr Schrempp skulle fratre og at Herr Zetsche skulle tiltre som ny styreleder. Da Presidential Committee møtes 27. juli kl 17 ble man enige om å foreslå dette lederskiftet i neste dags møte i Supervisory Board, og ca. kl 9.50 neste dag besluttet Daimlers Supervisory Board lederskiftet. Beslutningen ble straks offentliggjort, og aksjekursen i Daimler steg markert.

Den tyske underretten kom til at det ikke var ført bevis for at Herr Schrempp ensidig ville fratre uansett beslutningen i Supervisory Board. Retten mente videre at den avgjørende, kursrelevante begivenhet var at Presidential Committee 27. juli besluttet å foreslå lederskiftet. Ankeinstansen observerte at underretten ikke hadde vurdert betydningen av «whether the individual steps leading up to the decision of 28 July 2005 were such as to influence Daimler's share price». En annen underrett hadde imidlertid i en annen sak om samme sakskompleks kommet til at «the combining of a number of independent circumstances into a single overall decision is contrary to the wording of the first sentence of Paragraph 13(1) of the WpHG and of Directives 2003/6 and 2003/124 and that, therefore, the disclosure obligation exists as soon as the internal process has led to a definite fact and a decision-maker of the undertaking in question has been notified».

Første spørsmål for EU-domstolen var derfor som følger:

- 27 By its first question, the referring court asks, in essence, whether point 1 of Article 1 of Directive 2003/6 and Article 1(1) of Directive 2003/124 must be interpreted as meaning that, in the case of a protracted process intended to bring about a particular circumstance or to generate a particular event, not only may that future circumstance or future event be regarded as precise information within the meaning of those provisions, but also the intermediate steps of that process which already exist or have already occurred and which are connected with bringing about the future circumstance or event.

Om dette sa Domstolen følgende:

- 29 According to Article 1(1) of Directive 2003/124, information is to be deemed to be of a precise nature if two cumulative conditions are satisfied. Firstly, the information must refer to 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. Secondly, it must be 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 concerned or related derivative financial instruments.
- 30 Since the terms 'set of circumstances' and 'event' are not defined in that directive, it is appropriate to look at their ordinary meaning.
- 31 An intermediate step in a protracted process may in itself constitute a set of circumstances or an event in the meaning normally attributed to those terms.
- 32 That finding is supported by Article 3(1) of Directive 2003/124, which gives, by way of examples of inside information the disclosure of which may be delayed under Article 6(2) of Directive 2003/6, situations which are typical examples of intermediate steps in protracted processes, namely negotiations in course and decisions taken or contracts made by the management body of an issuer which need the approval of another body of the issuer in order to become effective.

- 33 Moreover, as is evident from recitals 2 and 12 in the preamble thereto, the purpose of Directive 2003/6 is to protect the integrity of the European Union financial markets and to enhance investor confidence in those markets. That confidence depends on, inter alia, investors being placed on an equal footing and protected against the improper use of insider information (see, to that effect, Case C-45/08 Spector Photo Group and Van Raemdonck [2009] ECR I-12073, paragraph 47, and Case C-445/09 IMC Securities [2011] ECR I-0000, paragraph 27).
- 34 In that regard, recital 24 in the preamble to that directive states that prompt and fair disclosure of information to the public enhances market integrity, whereas selective disclosure by issuers can lead to a loss of investor confidence in the integrity of financial markets.
- 35 An interpretation of the terms 'set of circumstances' and 'event' which disregards the intermediate steps in a protracted process risks undermining the objectives as referred to in the two preceding paragraphs of this judgment. To rule out the possibility that information relating to such a step in a protracted process may be of a precise nature for the purposes of point 1 of Article 1 of Directive 2003/6 would remove the obligation, provided for in the first subparagraph of Article 6(1), to disclose that information, even if it were quite specific and even though the other elements making up inside information, as listed in paragraph 25 of this judgment, were also present.
- 36 In such a situation, certain parties who possessed inside information could be in an advantageous position vis-à-vis other investors and be able to profit from that information, to the detriment of those who are unaware of it (see, to that effect, Spector Photo Group and Van Raemdonck, paragraph 48).
- 37 The risk of such a situation occurring is all the greater given that it would be possible, in certain circumstances, to regard the outcome of a specific process as an intermediate step in another, larger process.
- 38 Consequently, information relating to an intermediate step which is part of a protracted process may be precise information. It should be noted that this interpretation does not hold true only for those steps which have already come into existence or have already occurred, but also concerns, under Article 1(1) of Directive 2003/124, steps which may reasonably be expected to come into existence or occur.
- 39 As is apparent from paragraph 29 of this judgment, the categorisation of information as precise must also satisfy the second condition laid down in that provision, that is to say, the information must be specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of that set of circumstances or event in question on the prices of the financial instruments concerned.
- 40 The answer to the first question is therefore that point 1 of Article 1 of Directive 2003/6 and Article 1(1) of Directive 2003/124 must be interpreted as meaning that, in the case of a protracted process intended to bring about a particular circumstance or to generate a particular event, not only may that future circumstance or future event be regarded as precise information within the meaning of those provisions, but also the intermediate steps of that process which are connected with bringing about that future circumstance or event.

På denne bakgrunn konkluderte Domstolen som følger:

1. Point 1 of Article 1 of Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) and Article

1(1) of Commission Directive 2003/124/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6 as regards the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation must be interpreted as meaning that, in the case of a protracted process intended to bring about a particular circumstance or to generate a particular event, not only may that future circumstance or future event be regarded as precise information within the meaning of those provisions, but also the intermediate steps of that process which are connected with bringing about that future circumstance or event.

Definisjonen krever med andre ord at det må foretas en bedømmelse av den kursmessige relevans knyttet til de enkelte begivenheter/forhold (event/circumstance) som foreligger eller som med rimelighet kan forventes å inntre, uten hensyn til om disse begivenheter/forhold er «mellomliggende steg» på veien mot en mer definitiv begivenhet i selskapet. Mer konkret – det må foretas en vurdering av kursrelevansen for hver enkelt steg i en begivenhetsrekke som er tenkt å lede frem til eksempelvis et skifte av styreformann eller inngåelse av en viktig avtale for selskapet.

Domstolens avgjørelse knytter seg som det fremgår til kommisjonsdirektivets artikkel 1(1) og ikke til dets artikkel 2(2) der den «særlige definisjonen» for informasjonsplikt fremgår. Dommen er blitt kritisert av bl.a. Lau Hansen nettopp fordi den ikke også omhandler denne definisjonen; et forhold han forklarer med at Tyskland ikke har implementert en differensiert tilnærming og at det derfor ikke ble prosedert på de grensedragninger Kommisjonen gjorde i artiklene 1(1) og 2(2).

Det synes imidlertid vanskelig, slik konklusjonen i Daimler-saken er utformet, ikke å anvende den samme ordlydsmessige fortolkning også ved tolking av kommisjonsdirektivets artikkel 2(2). Konsekvensen er i så fall at det tar bort den «subtile» grensedragning Kommisjonen la opp til, mellom begivenheter som er inntruffet («a set of circumstances which exists or an event which have occurred») der det foreligger både informasjonsplikt og forbud mot innsidehandel, og begivenheter som med rimelighet kan forventes å inntre («circumstances which may reasonably be expected to come into existence or an event which may reasonably be expected to occur»). Mer konkret – dersom en «event/circumstance» kan knytte seg til et mellomliggende steg på veien mot en selskapsbeslutning eller avtaleinngåelse eller annen «definitiv» begivenhet, så gir ikke kommisjonsdirektivets artikkel 2(2) noen meningsfull differensiering av innsideinformasjon i forhold til informasjonsplikten.

Markedsmisbruksdirektivet ble innført i norsk rett i 2005, med bakgrunn i Ot.prp.nr.12 (2004-2005). I denne proposisjonen er kommisjonsdirektivets artikkel 2 gjengitt, men dens artikkel 2(2) er i motsetning til de øvrige deler av artikkel 2 ikke kommentert. Det synes nærliggende å konkludere med at Finansdepartementet overså at artikkel 2(2) tok sikte på å innføre en differensiert tilnærming til definisjonen av innsideinformasjon, og at det ikke her var snakk om en utforming av den norske teksten i direkte opposisjon til direktivet eller kommisjonsdirektivets (slik tilfellet bl.a. var da departementet i tråd med Kredittilsynets anbefaling valgte å videreføre kravet til at informasjonen skal gis «uoppfordret og umiddelbart» fremfor «så snart som mulig», ettersom Kredittilsynet fant at dette var «mer hensiktsmessig enn Direktivets “as soon as possible”»).

Generelt sluttet Finansdepartementet seg til Kredittilsynets forslag om at ordlyden i børsloven § 5-7 om utsteders informasjonsplikt ble videreført som en ren hjemmelsbestemmelse, mens de materielle kravene til informasjonsplikten innhold skulle fremgå av børsforskriften. Børsforskriften ble deretter endret, til å kreve at utsteder uoppfordret og umiddelbart skulle

offentliggjøre innsideinformasjon som nevnt i lov om verdipapirhandel § 2-2 som direkte angår utsteder.

Ved vedtakelsen av ny lov om verdipapirhandel og ny lov om regulerte markeder i 2007 ble dette endret, ved at kravene til informasjonsplikten ble innført i § 5-2, som har følgende innhold.

(1) Utsteder skal uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder, jf. § 3-2 første til tredje ledd.

(2) Opplysninger som nevnt i første ledd skal offentliggjøres etter § 5-12. Opplysningene skal i tillegg gjøres tilgjengelige på utsteders internettside etter at offentliggjøring har funnet sted.

(3) Utsteder må ikke kombinere offentliggjøring av opplysninger som nevnt i første ledd med sin markedsføring på en måte som er egnet til å villed.

Deler av kommisjonsdirektivets artikkel 2 ble dermed hensyntatt, bl.a. reflekterer (3) kravet i kommisjonsdirektivets artikkel 2(1) tredje ledd. Kommisjonsdirektivets artikkel 2(2) ble derimot ikke nærmere kommentert, og er ikke å gjenfinne i den norske teksten.

Dersom det hadde vært en klar og etablert konklusjon innenfor EU-retten, at kommisjonsdirektivets artikkel 2(2) var å forstå slik at det foreligger en differensiert tilnærming til innsidehandelsbegrepet, med det innhold at det for informasjonsplikten inntreden må kreves at «sluttbegivenheten» i en kursrelevant begivenhetsrekke må foreligge/ha inntruffet, ville det oppstått spørsmål ved om norsk rett på dette punktet måtte tolkes innskrenkende i lys av presumsjonsprinsippet. Legalitetsprinsippet ville ikke vært til hinder for en slik tolking.

Børsklagenemndens vurdering er imidlertid at det ikke kan være grunnlag for å fravike den norske lovbestemmelsen på dette på punktet, spesielt i lys av Daimler-saken, der foreleggelsen gjaldt den nokså parallelle tyske lovbestemmelsen. Domstolens konklusjon er at også «mellomliggende begivenheter» vil utløse informasjonsplikt såfremt disse er kursrelevante. Den norske lovbestemmelsen lar seg forene med en slik forståelse.

Nemnden mener således at det etter lovendringen i 2005 ikke er grunnlag for å operere med forskjellige tidspunkter for når det inntre innsideinformasjon i forhold til de to regelsett. Heller ikke reelle hensyn taler sterkt for en slik forskjellsbehandling. Et effektivt verdipapirmarked er avhengig av korrekt prisfastsettelse, noe som forutsetter at investorene har hurtig og lik tilgang på kursrelevant informasjon. Dette tilsier en streng informasjonsplikt, der omfanget av innsideinformasjon begrenses. Det er utvilsomt situasjoner der en for tidlig offentliggjøring av pågående prosesser vil kunne være uheldig for selskapet og eventuelt også markedet. Etter Børsklagenemndens vurdering vil imidlertid bestemmelsene om utsatt offentliggjøring kunne fungere hensiktsmessig i de aller fleste tilfeller. Det vil etter nemndens syn typisk foreligge legitime interesser for selskapene til å tilbakeholde informasjon, i de forhandlingsprosesser og øvrige tilfeller hvor man – slik klager anfører – er bekymret for at informasjon vil virke villedende. Det kan kanskje ikke utelukkes at det oppstår situasjoner der selskapet ikke har legitime interesser i tilbakehold, men der man ikke makter å utforme en adekvat melding til markedet, men dette antas ikke å være noe stort problem.

9.3 Når oppsto innsideinformasjonen

Bestemmelsen om informasjonsplikt ble endret ved implementeringen av EUs markedsmisbruksdirektiv. Tidligere var det avgjørende for informasjonsplikten at det forelå opplysninger som måtte «antas å være av en ikke-uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer». Nå er det altså tilstrekkelig at det foreligger innsideinformasjon. Tidspunktet for informasjonsplikten etter vphl. § 5-2 faller nå sammen med tidspunktet for når det inntreer handleforbud etter vphl. § 2-3, hvilket medfører at terskelen for opplysningspliktens inntreden er blitt lavere enn den var før.

Slik klager presenterer dette er det et spørsmål om det på et tidligere tidspunkt var «rimelig grunn» til å forvente at MoU'en ville bli signert. Dette hevdes å være sammenfallende med kommisjonsdirektivets artikkel 1(1) hvor den tilsvarende formulering er «may reasonably be expected», som av EU-domstolen i Daimler-saken er utlagt som en «realistic probability», «en realistisk mulighet».

Klager anfører videre – med henvisning til Lau Hansen – at det også under en «felles» definisjon av hva som utgjør innsideinformasjon, må stilles strenge krav til sikkerheten av fremtidige begivenheter, for at disse skal ha relevans. Domstolens kriterium oppfattes å referere til et forhold som ikke bare må ha sannsynlighetsovervekt for seg, men også må være nærmest sikkert («This would indicate that a realistic prospect test not only means that the outcome is more likely than not but probably also that the outcome is near certain. A protracted process that might be derailed or is subject to somebody else's decision or approval is hardly a realistic prospect until these uncertainties have been resolved»).

Etter hva Børsklagenemnden kan se, er vurderingen av «realistiske muligheter» generelt mindre betydningsfull i lys av det svar Domstolen ga på det første spørsmålet, jf. ovenfor. Det er eksempelvis ikke avgjørende om en endelig begivenhet er en realistisk mulighet eller ikke, dersom en mellomliggende begivenhet allerede har inntruffet, og denne i seg selv er et kursrelevant forhold.

Videre synes utledningen av «realistic prospect» testen ikke å samsvare med Domstolens svar på spørsmål nr. 2 i Daimler-saken, som nettopp knyttet seg til dette kriteriet:

- 45 In order to determine whether it is reasonable to think that a set of circumstances will come into existence or that an event will occur, an assessment must be made on a case-by-case basis of the factors existing at the relevant time.
- 46 Consequently, Article 1(1) of Directive 2003/124, in using the terms 'may reasonably be expected', cannot be interpreted as requiring that proof be made out of a high probability of the circumstances or events in question coming into existence or occurring.
- 47 To restrict the scope of point 1 of Article 1 of Directive 2003/6 and Article 1(1) of Directive 2003/124 in respect of future circumstances and events to such a degree of probability would undermine the objectives referred to in paragraph 33 of this judgment, namely to protect the integrity of the European Union financial markets and to enhance investor confidence in those markets. In such a scenario, insiders would be able to derive undue benefit from certain information which, under such a restrictive interpretation, would be held not to be precise, to the detriment of others who are unaware of it.

- 48 However, in order to ensure legal certainty for market participants, including issuers, as referred to in recital 3 in the preamble to Directive 2003/124, precise information is not to be considered as including information concerning circumstances and events the occurrence of which is implausible. Otherwise, issuers could believe that they are obliged to disclose information which is not specific or is unlikely to influence the prices of their financial instruments.

Det er med andre ord ikke et krav til «høy sannsynlighet», men motsatt heller ikke informasjonsplikt om de «implausible» (usannsynlige) forhold. Hva den eksakte vurdering skal gå ut på, er derimot ikke klart ut fra Daimler-saken:

- 49 It follows that, in using the terms ‘may reasonably be expected’, Article 1(1) of Directive 2003/124 refers to future circumstances or events from which it appears, on the basis of an overall assessment of the factors existing at the relevant time, that there is a realistic prospect that they will come into existence or occur.
- 50 The question whether the required probability of occurrence of a set of circumstances or an event may vary depending on the magnitude of their effect on the prices of the financial instruments concerned must be answered in the negative.
- 51 In the first place, there is nothing to infer such an interpretation of the meaning of the terms ‘may reasonably be expected’ from any of the language versions referred to in paragraph 42 of this judgment.
- 52 Secondly, an interpretation to the effect that, the greater the magnitude of the possible effect of a future event on the prices of the financial instruments concerned may be, the lower the degree of probability required in order for the information in question to be held to be precise, would imply that the two elements required for information to be inside information, set out in Article 1(1) and (2) of Directive 2003/124 respectively, namely that the information must be precise and must be likely to have a significant effect on the prices of the financial instruments concerned, are co-dependent.
- 53 The specific criteria set out in those two paragraphs are minimum conditions which must each be satisfied in order for information to be held to be ‘inside’ information within the meaning of point 1 of Article 1 of Directive 2003/6.
- 54 As observed by the United Kingdom Government in its observations submitted to the Court, the possibility cannot be ruled out that information relating to an event which is unlikely to occur may have a significant effect on the price of the relevant issuer’s securities in that the consequences of that event might have particularly strong consequences for the issuer. That does not necessarily mean that the event will occur.
- 55 It is true that, as is apparent from recital 1 in the preamble to Directive 2003/124, reasonable investors base their investment decisions on all ex ante available information. They must therefore take into consideration not only the ‘anticipated impact’ of an event on the issuer, but also the degree of probability that the event will occur. Such considerations, however, go to determining whether information is liable to have a significant effect on the prices of the issuer’s financial instruments.
- 56 In the light of the foregoing considerations, the answer to the second question is that 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 to future circumstances or events from which it appears, on the basis of an overall assessment of the

factors existing at the relevant time, that there is a realistic prospect that they will come into existence or occur. However, that notion should not be interpreted as meaning 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.

[...]

2. 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 to future circumstances or events from which it appears, on the basis of an overall assessment of the factors existing at the relevant time, that there is a realistic prospect that they will come into existence or occur. However, that notion should not be interpreted as meaning 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.

Det dreier seg i denne saken om en trinnvis prosess, og det vil i slike situasjoner alltid være vanskelig å fastslå når innsideinformasjon oppstår. Det har både i rettspraksis og i børspraksis vært et komplisert og uklart tema, og selv om terskelen nå er senket, blir grensedragningen for når innsideinformasjonen forelå fremdeles vanskelig. Lovendringen som fant sted i 2005 medfører at tidligere praksis fra børsen og Børsklagenemnden med hensyn til når informasjonsplikten inntre, ikke lenger er relevant.

For ordens skyld presiseres at Børsklagenemnden ikke legger noen vekt på Intex' egen meddelelse til børsen om føring av innsidelister, som kan bero på en misforståelse.

Hva som er innsideinformasjon må baseres på en vurdering av kursrelevansen knyttet til hvert enkelt identifiserbart steg i forhandlingsprosessen, herunder om det på et stadium før offentliggjøring var en realistisk mulighet for å nå frem til en avtale, og om dette i seg selv kunne antas å ha kursmessig relevans i lys av den aktuelle avtalens betydning for selskapet og markedets forventninger.

Hvilket sannsynlighetskrav som ligger i kravet til «realistisk mulighet» er som sagt ikke klart. Tradisjonell norsk forståelse av dette begrepet har vært at det kreves mindre enn sannsynlighetsovervekt. Daimler-saken antyder at kravet til sannsynlighet må stilles noe høyere enn det.

I lys av at det uansett må foretas en bedømmelse av kursrelevansen for de mellomliggende (inntrufne) forhold i en begivenhetsrekke (det være seg en avtaleinngåelse eller annen beslutning), er det fristende å stille strengere krav til sannsynligheten og primært spørre seg om de mellomliggende forhold i seg selv kan antas å ha kurseffekt, dersom de blir kjent. Dette er den tolkning som best synes å harmonere med det reviderte forslaget til MAR, og som harmonerer godt med den norske lovteksten. Det synes – sagt med andre ord – lite tilfredsstillende å konkludere med at informasjonsplikt skal inntre utfra en analyse i ettertid av hvor sannsynlig det fremsto at det ville blitt inngått en avtale, dersom en offentliggjøring av de konkrete omstendigheter/forhold som faktisk forelå, ikke ville hatt en slik effekt. En annen sak er at man ved bedømmelsen av kursrelevansen av de «mellomliggende forhold» vil legge stor vekt på sannsynligheten for at den endelige (og for selskapet rettsetablerende) begivenhet vil inntre. Men ved denne bedømmelsen vil det – slik Domstolen skriver i Daimler-saken – ikke kun være sannsynligheten som er viktig, men også den mulige kurseffekten.

En slik praktisering gir også selskapene et, etter nemndens syn, bedre og mer forutsigbart vurderingstema. Selskapene må foreta en vurdering av kursrelevansen av de fremtidige begivenheter som fremstår å ha sannsynlighetsovervekt, samtidig som man må vurdere kursrelevansen av de fakta som til enhver tid foreligger. Mulighetene for et selskap vil alltid være mange, mens de mulighetsutfallene som har sannsynlighetsovervekt for seg, vil være færre.

Når det gjelder Intex' situasjon i desember 2011 fremstår det for Børsklagenemnden vanskelig å fastslå med sannsynlighetsovervekt at de ville komme til å inngå avtale med MCC8. Nemnden viser i denne forbindelse til klagers redegjørelse for den usikkerhet som forelå, samt redegjørelsen fra Emerging Asia Capital («EAC») av 12. februar 2013.

Nemnden har herunder også lagt vekt på at Intex og deres innleide hjelpere siden 2010 hadde vært i kontakt med svært mange mulige kjøpere/investorer/partnere uten å lykkes og hadde også andre alternativer på det tidspunkt de startet samtalen med MCC8 i november 2011. Det var f. eks. enighet om at et mulig prosjekt med Samsung ikke skulle droppes før intensjonsavtalen med MCC8 faktisk var blitt signert.

Intex hadde på dette tidspunkt bred erfaring med diskusjoner og forhandlinger med asiatiske gruveoperatører, der man de siste par år hadde vært i kontakt med i underkant av 100 aktører, og ennå ikke hadde lyktes med slutføring av en avtale. Ledelsen i Intex var derfor av den oppfatning at det også i dette tilfellet kunne komme opp nye forhold som ville vanskeliggjøre en avtaleinngåelse.

Det faktiske forholdet per 23. desember 2011 var, slik nemnden oppfatter det, at William He, administrerende direktør i MCC8, og rådgiverne i EAC hadde blitt enige om at det var en god ide å få plass en MoU som et første seg på veien for å få med den kinesiske nikkelproduzenten Jinchuan som partner i prosjektet. William He hadde fått oversendt utkast til en MoU fra selskapets rådgiver, EAC, og gitt uttrykk for en overordnet felles forståelse.

Samme dag, den 23. desember 2011, svarer styreleder Jan Vestrum at dersom MoUen kan ferdigstilles i løpet av noen dager, er han villig til å dra til Hong Kong den 2. eller 3. januar. William He kommer med forslag om et detaljert program for besøket som legger opp til signering av intensjonsavtalen den 4. januar 2012.

På dette tidspunkt hadde MCC8 ikke oversendt sine første merknader til MoU, disse ble oversendt 26. desember 2011. Klager opplyser at det deretter ble utvekslet flere utkast til MoU mellom partene, der blant annet ordlyden knyttet til *Definitive Feasibility Study* ble endret flere ganger, og i Hong Kong 4. januar fikk Vestrum overlevert et revidert utkast til MoU fra MCC8 der det blant annet var gjort den endring at Intex skulle stå for finansieringen av den oppdaterte *Definitive Feasibility Study*.

Fra norsk side ble MoUen i romjulen gjennomgått og kommentert av Advokatfirmaet Thommessen AS og Jon Steen Petersen, administrerende direktør i Intex. Styreleder Vestrum la frem forslaget for sitt styre 29. desember og fikk da fullmakt til å sluttforhandle.

Parallelt med dette ble MoUen bedt oversatt til mandarin med sikte på fremleggelse og godkjenning i MCC8s styre. Endelig godkjenning i MCC8s styre kom 4. januar 2012 etter at

man var blitt enige om en kompromissløsning om finansieringen av *Definitive Feasibility Study* på grunnlag av det reviderte utkastet som ble presentert den 4. januar.

Børsklagenemnden har under tvil kommet til at de ovennevnte forhold ikke er av en slik karakter at det er naturlig å anse dette som innsideinformasjon med virkning for informasjonsplikten, og at informasjonsplikt først forelå i nær tilknytning til signeringstidspunktet.

Børsklagenemnden finner grunn til å legge til at de vanskelige grensdragningene disse bestemmelsene innebærer, tilsier at selskapene har en god dialog med børsen og på et tidlig tidspunkt konsulterer børsen om prosesser som kan utvikle seg til innsideinformasjon.

Børsklagenemnden fattet deretter slikt enstemmig

vedtak:


Børsstyrets vedtak av 30. januar 2013 om å ilegge Intex Resources ASA overtredelsesgebyr for overtredelse av løpende informasjonsplikt oppheves.


Knut Berge


Bjørg Ven


Trygve Bergsåker


Jøril Mæland


Espen Klitzing