

INNSIDEHANDEL

INNSIDEHANDEL

etter markedsmisbruksforordningen

MORTEN KINANDER

MED BIDRAG AV JENS FRYDENLUND FINANGER

OG MARIUS EMBERLAND

III KARNOV
GROUP

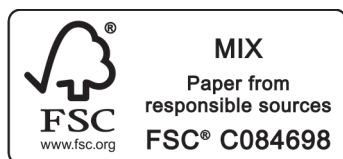
© Karnov Group Norway AS 2025
1. utgave, 1. opplag 2025
ISBN 978-82-93816-26-3

Omslagsdesign: Kristin Berg Johnsen
Sats og layout: Bøk Oslo AS
Brødtekst: Calisto MT Pro 10/14 pkt
Papir: 100 g Munken Elk
Trykk: ScanBook, Falun

Alle henvendelser om boken kan rettes til:
Karnov Group Norway
Pilestredet 27, 0164 Oslo
E-post: post@karnovgroup.no

www.karnovgroup.no

Det må ikke kopieres fra denne boka i strid med åndsverkloven eller avtaler om kopiering som er gjort med KOPINOR, interesseorgan for rettshavere til åndsverk. Kopiering i strid med lov eller avtale kan føre til erstatningsansvar og inndragning og kan straffes med bøter eller fengsel.



Forord

Innsidehandel er kanskje den mest myteomspunne formen for økonomisk kriminalitet. Ordet gir assosiasjoner til kriminell konspirasjon blant allerede velinformerte og bemidlede aktører som deler informasjon med hverandre som resten av den investerende befolkningen ikke har tilgang til. Mange av de sakene som har versert for domstolene, har vært av denne typen. Empirisk finansforskning viser at innsidehandel uten tvil er skadelig for markedene, fordi seriøse investorer blir mindre villige til å delta i markeder hvor de ikke kan stole på at informasjonen om de finansielle instrumentene er korrekt og fritt tilgjengelig. Og når seriøse investorer trekker seg ut av børsmarkedene blir vi alle skadelidte, ved at det blir vanskeligere for samfunnsøkonomisk ønskelige prosjekter å få finansiering. Velfungerende og effektive børsmarkeder er viktige for å finansiere velferd, selv om det innimellom kan være lett å få inntrykk av at disse markedene utelukkende er til for noen få, eksklusive investorer. Det er de ikke, og det er også derfor børsmarkedene er så tett regulert som de er. Vi som samfunn taper hvis innsidehandel får florere.

På den annen side er reguleringen av innsidehandel kompleks, med finskårne grenser mellom hva som utgjør innsideinformasjon, og hva som ikke utgjør det.

Hva som utgjør innsidehandel, beror også på vanskelige spørsmål om hva «innsideinformasjon» er: Hva det vil si å *besitte* slik informasjon og hva det vil si å *bruke* den, slik kravet er formulert i innsidehandelsforbudet? Grunnen til at denne boken er omfangsrik er nettopp at spørsmålene om hva innsideinformasjon og innsidehandel er, er uvanlig rettslig kompleks.

Konsekvensen av å trå feil er også svært dramatisk – det er få andre økonomiske rettsområder som har så strenge reaksjonsformer. Og akkurat som dårlig håndhevelse av innsidehandel fører til at seriøse investorer trekker seg ut, kan også for

streng og vilkårlig myndighetsreaksjon være en trussel mot det rettsgodet som et effektivt marked er.

Boken inneholder derfor en grundig gjennomgang av definisjonen av innsideinformasjon, en definisjon som er relevant i en rekke kontekster, slik som børsnoteerte foretaks informasjonsplikt, listeføringsplikter, rapportering og arkivføring av dialog med investorer.

Boken er ikke et enmannsarbeid. Deler av utlegningen av selve innsidehandelsforbudet hviler på en masteroppgave forfattet av advokat Jens Frydenlund Finanger, som jeg var veileder for. Oppgaven (og Jens) viste seg å være så god at det var naturlig at Jens bidro i dette prosjektet, uten at det betyr at ansvaret for eventuelle feil og mangler ikke er mitt.

Den strafferettslige relevansen av tematikken viser seg også i boken ved at professor Marius Emberland står for et betydelig bidrag om innsidehandelsforbudets forhold til menneskerettighetene. Skadesløsholdelsen som overfor Jens gis naturligvis også overfor Marius.

Angelo Barra og Oliver Doxrud-Holmqvist har vært uvanlig gode vitenskapelege assistenter underveis. Angelo gjorde i tillegg en uvurderlig innsats i ferdigstillelsesfasen, inkludert i arbeidet med oppsummeringer. Ikke bare ble manuset satt i stil og orden, men de faglige innspillene hans har gjort boken mye bedre enn den ellers ville ha vært. Takk også til professor Alf Petter Høgberg for gjennomlesning og kommentarer.

Boken dediseres til minnet om min gode venn Jon Hustad, som gikk bort så altfor tidlig.

Den største takken går til Gry, Kaja og Erik.

Mærrapanna, sen september 2024

Innhold

DEL I

Informasjon og handel	15
------------------------------------	-----------

KAPITTEL 1

Innledning: Temaets utgangspunkter	17
---	-----------

1.1 Bokens struktur og rettspolitiske utgangspunkter	21
1.2 Avgrensninger.....	24

KAPITTEL 2

Hvorfor er innsidehandel straffbart? Den internasjonale debatten	25
---	-----------

2.1 Hvorfor EU-rett?	33
----------------------------	----

KAPITTEL 3

Den europeiske reguleringen av innsidehandelsforbudet	35
---	-----------

3.1 Generelt	35
3.2 Lamfalussy-prosedyren og markedsmisbruksregimet	38
3.3 Utviklingen fra MAD til MAR.....	39
3.4 Virkeområdet til MAR: Både mørke og opplyste markeder	40
3.5 Markeds- og plattformdefinisjonene etter MiFID II / MiFIR.....	44
3.6 Varederivatene som omfattes av MAR.....	47

3.6.1	Det saklige virkeområdet til MAR: Overordnet om enkelte definisjoner i art. 3 med relevans for innsidehandel	48
3.7	Innsidehandel i MAR: Overordnet om definisjoner og forbud	50

DEL II

Definisjonen av innsideinformasjon.....	57
--	-----------

KAPITTEL 4

Innledning.....	59
------------------------	-----------

KAPITTEL 5

Presisjonskriteriet	63
5.1 Generelt	63
5.1.1 Begivenheter og omstendigheter	65
5.2 Eksistens og spesifisitet: To elementer av presisjonsdefinisjonen	66
5.3 Eksistenskravet.....	67
5.3.1 Forholdet mellom eksisterende og fremtidige omstendigheter og begivenheter, og mellom mellomliggende og endelige omstendigheter/begivenheter.....	67
5.3.2 Ad i): Forholdet mellom mellomliggende og endelige hendelser	69
5.3.3 Ad ii): Sannsynlighetsvurderingen ved fremtidige omstendigheter og begivenheter	71
5.3.4 Sannsynlighet/størrelse-testen	72
5.3.5 EU-domstolens innfallsvinkel	75
5.3.5.1 Sannsynlighetsvurderingen.....	76
5.3.5.2 Høyesteretts innfallsvinkel	88
5.4 Spesifisitetskriteriet	93
5.4.1 <i>Lafonta</i> -saken	97

KAPITTEL 6

Kurspåvirkningskriteriet.....	105
6.1 Innledning.....	105
6.2 Forholdet mellom sannsynlig kurseffekt og fornuftig investor-testen	109
6.3 Fornuftig investor-testen	117
6.3.1 Innledning.....	117
6.3.2 Den fornuftige investoren i amerikansk rett	118

INNHold

6.3.3	Fornuftig investor-testen etter MAR	121
6.4	Forholdet mellom fornuftig investor-testen og sannsynlighet/ innvirkning-testen	129
6.5	Oppsummering	131
KAPITTEL 7		
	Ikke-offentlig informasjon	133
7.1	Innledning	133
7.2	Det nærmere innholdet i <i>ikke-offentlig</i> informasjon	134
7.3	Oppsummering	141
KAPITTEL 8		
	Relasjonskriteriet og ordrebehandling	143
8.1	Relasjonskriteriet	143
8.2	Ordrebehandling («pending orders»)	146
KAPITTEL 9		
	Innsideinformasjon om finansielle derivater, varederivater og spotkontrakter	149
9.1	Innledning	149
9.1.1	Kort om derivater	150
9.2	Nærmere om varederivater	150
9.2.1	Informasjon som aktørene forventer å få, eller som er opplysningspliktige	152
9.2.2	Innsideinformasjon om utslippstillatelser	153
DEL III		
	Innsidehandelsforbudet og overordnet om innsidehandel ...	157
KAPITTEL 10		
	Innsidehandelsforbudet	159
10.1	Innledning	159
10.2	Innsidehandelsforbudets struktur: Sammenhengen mellom art. 14 og art. 8, og nærmere om handleforbudet	161

KAPITTEL 11

Innsidehandelsforbudets objektive side	167
11.1 Innledning.....	167
11.2 Nærmere om de objektive vilkårene «besittelse» og «bruk»	168
11.3 Subjekter for innsidehandelsforbudet	169
11.4 Transaksjoner som omfattes av innsidehandelsforbudet	171
11.4.1 Erverv og avhendelse av finansielle instrumenter	171
11.4.2 Handel for egen og for tredjeparts regning	172
11.4.3 Direkte og indirekte transaksjoner	172
11.4.4 Innsideinformasjonen må vedrøre de finansielle instru- mentene	173
11.5 Besittelse av innsideinformasjon. Besittelseskriteriet	174
11.5.1 Innledning.....	174
11.5.2 Kunnskapsvilkåret	174
11.5.3 Karaktervilkåret.....	176
11.6 Brukskriteriet.....	176
11.6.1 Innledning.....	176
11.6.2 EU-domstolens avgjørelse – Spector Photo Group og den objektive siden av forbudet.....	177
11.6.2.1 Sakens faktum og spørsmålene.....	177
11.6.2.2 Generaladvokatens tolkning av brukskriteriet....	179
11.6.2.3 EU-domstolens tolkning av brukskriteriet – utvikling av presumsjonen.....	180
11.6.2.4 EU-domstolens tolkning av brukskriteriet. Misbruksreservasjonen	182
11.7 Nærmere om Spector-dommen og kravet om at informasjonen må ha blitt «brukt». Presumsjon om årsakssammenheng	184
11.7.1 Innledning.....	184
11.7.1.1 Europeisk nasjonal rett	185
11.7.1.2 Juridisk teori	187
11.8 Årsakssammenheng mellom innsideinformasjon og handel? Tilbakevisningsadgangen	189
11.8.1 En kort oppsummering av årsakssammenhengskravet i MAR art. 8.1	191
11.8.1.1 Er Spector-presumsjonen videreført til MAR? ...	192
11.8.1.2 Utvides brukspresumsjonen av MAR?.....	194
11.8.1.3 Beviskravet for å tilbakevise presumsjonen om utnyttelse	195

11.9	Begrensninger i anvendelsen av brukspresumsjonen, og lovlig adgang til å bruke og dele innsideinformasjon	198
11.9.1	Innledning.....	198
11.9.2	Legitim atferd. Art. 9	198
11.9.2.1	Unntak eller presisering? Rekkeviddediskusjonen	199
11.9.3	Det materielle innholdet i art. 9	200
11.9.3.1	Foretak og Chinese walls	200
11.9.3.2	Market makers og ordreutførere	201
11.9.3.3	Tidligere inngåtte forpliktelser (opsjoner o.l.)	201
11.9.3.4	Oppkjøp og due diligence	202
11.9.3.5	Egne planer	204
11.9.3.6	Unntak for illegitime hensyn. Er art. 9 heldig utformet?	205
11.10	Andre begrensninger av forbudets objektive side. Misbruksreservasjonen	208
11.11	MARs særlige beskyttelser mot anvendelsen av forbudet	209
11.11.1	MAR art. 5. Tilbakekjøps- og stabiliseringsprogrammer....	209
11.11.1.1	Tilbakekjøpsunntaket	210
11.11.1.2	Stabiliseringsunntaket	213
11.11.2	Markedssonderinger	216
11.11.2.1	Reguleringen av DMPs rolle	218
11.11.2.2	Reguleringen av MSRs rolle.....	220
11.12	Kansellering og endring av ordre.....	221
11.13	Tipsing.....	224
11.14	Sammendrag av innsidehandelsforbudets objektive side.....	226
11.14.1	Overordnet	226
11.14.2	Hvem kan straffes for overtredelse av innsidehandelsforbudet? Forbudets rettssubjekter.....	227
11.14.3	Hvilke disposisjoner kan utgjøre innsidehandel? Erverv og handel	227
11.14.4	Hva innebærer det å «besitte» innsideinformasjon? Kunnskap og karakter	228
11.14.5	Hva skal til for at innsideinformasjon anses «brukt» i en handel? Presumsjon og tilbakevisning	229
11.14.6	Hvilke tilgrensende handlinger rammes av forbudet? Tipsing, endring og kansellering	230

KAPITTEL 12

Innsidehandelsforbudet subjektive side. Skyldkravet.....	231
12.1 Innledning.....	231
12.2 Besittelseskriteriet.....	231
12.2.1 Kunnskapskriteriet.....	232
12.2.2 Karaktervilkåret.....	233
12.3 <i>Spector</i> og det subjektive kravet om utnyttelse	236
12.4 Sammendrag av innsidehandelsforbudets subjektive side.....	238
12.4.1 Overordnet	238
12.4.2 Besittelseskriteriet.....	238
12.4.2.1 Kunnskapsvilkåret	238
12.4.2.2 Karaktervilkåret.....	239
12.4.3 Brukskriteriet.....	239
12.5 Innsidehandelsforbudet, presumsjoner og menneskerettighetene ...	239

KAPITTEL 13

Sanksjonering av innsidehandel	241
---	------------

KAPITTEL 14

Er det norske systemet riktig kalibrert?.....	247
--	------------

DEL IV

Straffebudet om innsidehandel og EMK-rettslige krav	251
--	------------

KAPITTEL 15

Uskyldspresumsjon og innsidehandelsretten	253
--	------------

KAPITTEL 16

Uskyldspresumsjonen og forholdet til presumsjonen om utnyttelse etter MAR art. 8.1.....	255
16.1 Innledning.....	255
16.2 Lovgivers tilnærming til presumsjonen om utnyttelse	256
16.3 Er <i>Spectors</i> henvisning til EMDs praksis dekkende for gjeldende EMK-rett?	262
16.4 Står uskyldspresumsjonen sterkere i tilfeller av ordinære straffereaksjoner?	265

16.4.1	Elementene i forholdsmessighetsbegrensningen.....	267
16.4.2	Er straffebudet mot innsidehandel, for så vidt det dreier seg om presumsjon om utnyttelse, i samsvar med EMK art. 6.2?	272
16.4.3	Uskyldspresumsjonen og MAR art. 8.4 bokstav d (besittelse av innsideinformasjon som følge av deltakelse i «kriminell virksomhet»)	273
16.4.4	Kravet om tilgjengelig og forutberegnelig rettsgrunnlag. EMK art. 7 og lovteknikken i vphl. § 21-15.....	275
16.4.4.1	Innledning.....	275
16.4.4.2	Oppfyller lovteknikken i vphl. § 21-15 første ledd kravet om tilgjengelighet?	276
16.4.4.3	Er straffebudet forutberegnelig?	280
16.4.5	Et EMK-rettslig krav om forholdsmessighet på sanksjonssiden?	287
16.4.6	Forholdet til EMK dersom Finanstilsynet gis kompetanse til å ilegge overtredelsesgebyr	289
 DEL V		
Praktikum og avslutning		293
 KAPITTEL 17		
Praktikumsbesvarelse		295
Innsideinformasjonsdefinisjon		295
Brukskriteriet og kansellering av ordre		296
Kurspåvirkning		297
<i>Pending orders</i> og markedssonderinger		298
Tilbakekjøp		299
<i>Market maker</i> -unntaket		300
 KAPITTEL 18		
Avslutning		303
 Kilder		
Litteratur		305
Lovgivning		310

INNHold

Norge	310
EU	310
Forarbeider.....	312
Norge	312
Sverige	313
Danmark	313
CESR/ESMA.....	313
Rettsavgjørelser	314
Høyesterett	314
Lagmannsretten.....	315
Dansk rett	315
EU-domstolen.....	315
Den europeiske menneskerettsdomstolen	315
USAs høyesterett.....	317
UK Upper Tribunal.....	317

Kilder

Litteratur

- Akerlof, George A., «The Market for 'Lemons'. Quality Uncertainty and the Market Mechanism». *Quarterly Journal of Economics*, 1970 s. 488–500
- Alibrandi, Antonella Sciarone og Ugo Malvagna, «SREP Exercise and Resolution Planning Outcomes as Inside Information under MAR». *European Banking Institute Working Paper Series* – no. 61
- Axelsen, Nils Kristian, *Mellommenn og markedsmisbruk: om den strafferettslige regulering av mellommenn i verdipapirhandel og de reelle handlingsmønstre – en analyse i skjæringspunktet mellom rettsdogmatikk og kriminologi*. Disputasutgave. Oslo, 2007
- Bainbridge, Stephen M., *Insider trading law and policy*, 1. utg., Foundation Press, 2014
- Beny, Laura Nyantung, «Do Insider Trading Laws Matter? Some Preliminary Evidence». *American Law and Economics Review*, 2005 s. 144–183
- Beny, Laura Nyantung, «Insider Trading Laws and Stock Markets Around the World: An Empirical Contribution to the Theoretical Law and Economics Debate». *Journal of Corporation Law*, 2007 s. 237–301
- Beny, Laura Nyantung, «The Political Economy of Insider Trading Law and Enforcement: Law vs. Politics? International Evidence». I: Stephen M. Bainbridge (red.), *Research Handbook on Insider Trading*. Edward Elgar Publishing, 2013
- Bergan, Morten Emil Eriksrud, «Definisjonen av innsideinformasjon i lys av obligasjoners særtrekk». *Tidsskrift for forretningsjus*, 2016 s. 152–249
- Bergo, Knut, «Selskapenes handel med egne aksjer – børs- og aksjerettslige aspekter». Foredrag på De nordiske juristdagene, Lund, 2002. <http://jura.ku.dk/njm/36/143bergo.pdf>
- Bergo, Knut, *Børs- og verdipapirrett*, 4. utg. Cappelen Damm Akademisk, 2014
- Bergo, Knut, *Børs- og verdipapirrett*. 5. utg. Cappelen Damm Akademisk, 2021

- Bergo, Knut, «Sannsynlighet, forventning og mulighet – kommentarer til HR-2022-695-A». *Tidsskrift for forretningsjus*, 2022 s. 36–46
- Bergo, Knut, «Dronesaken – metodekravene som ble borte i luften». *Lov og Rett*, 2024 www.idunn.no/doi/10.18261/lor.63.2.3
- Bhattacharya, Utpal og Hazem Daouk, «The World Price of Insider Trading». *The Journal of Finance*, 2002 s. 75–108
- Black, Barbara, «Behavioral Economics and Investor Protection: Reasonable Investors, Efficient Markets». *Loyola University Chicago Law Journal*, 2013 s. 1493–1508
- Busch, Danny, «MiFID II and MiFIR: Stricter Rules for the EU Financial Markets». *Law and Financial Markets Review*, 2017 s. 126–142
- Böse, Martin, 2011, «Case C-45/08, *Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck v. Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA)*, Judgment of the European Court of Justice», *Common Market Law Review*, 2011, s. 189–201
- Choi, Stephen J. og A.C. Pritchard, «Behavioral Economics and the SEC». *Stanford Law Review*, 2003 s. 1–73
- Chordia, Tarun, Richard Roll og Avanidhar Subrahmanyam, «Liquidity and market efficiency». *Journal of Financial Economics*, 2008 s. 249–268
- Coleman, Michelle, *The Presumption of Innocence in International Human Rights and Criminal Law*. Routledge, 2021
- Cools, Sofie, «Article 30: Administrative sanctions and other administrative measures», i Marco Ventrone og Sebastian Mock, *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide* (side 477–492), 1. utg, Oxford University Press, 2017
- Davies, Paul J., «The European Community's Directive on Insider Dealing: From Company Law to Securities Markets Regulation?» *Oxford Journal of Legal Studies*, 1991
- Di Noia, Carmine og Matteo Gargantini, «Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime». *European Company and Financial Law Review*, 9, nr. 4, 2012 s. 484–529
- Ferrarini, Guido A., «The European Market Abuse Directive». *Common Market Law Review*, 2004 s. 711–741
- Gerner-Beuerle, Carsten, «Art. 7 MAR». I: Matthias Lehmann og Christoph Kumpan (red.), *European Financial Services Law. Article-by-Article Commentary* (s. 686). Nomos, 2019
- Goshen, Zohar og Gideon Parchomovsky, «The Essential Role of Securities Regulation». *Duke Law Journal*, 2006 s. 711–782
- Grønland, Karl-Anders, *Selskapers handel med egne aksjer*. Cappelen Damm Akademisk, 2007
- Hansen, Jesper Lau, «Coping with Emerging Federalism: Working with Securities Trading in the European Union». *Nordic Journal of International Law*, 2011 s. 351–367

- Hansen, Jesper Lau, «The Hammer and the Saw – A Short Critique of the Recent Compromise Proposal for a Market Abuse Regulation». *Nordic & European Company Law Working Paper*, nr. 10-35, 2013
- Hansen, Jesper Lau, «Den kvalitative karakter af intern viden – en analyse af Gelt [sic] og Lafonta». *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, 2015 s. 61–74
- Hansen, Jesper Lau, «Say When: When Must an Issuer Disclose Inside Information?». *Nordic & European Company Law Working Paper*, 28, 2016
- Hansen, Jesper Lau, «Market Abuse Case Law. Where Do We Stand with MAD?», *European Company and Financial Law Review*, 2017, s. 367–390
- Hansen, Jesper Lau, «Article 8». I: Marco Ventoruzzo og Sebastian Mock (red.), *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide*. 2. utg. Oxford University Press, 2022
- Hazen, Thomas Lee, «Defining Illegal Insider Trading: Lessons from the European Community Directive on Insider Trading». *Law and Contemporary Problems*, 1990 s. 231–239
- Heide, Ola Rambjør, «Den europeiske menneskerettighetsdomstol – vår øverste straffutmålingsinstans?». *Lov og Rett*, 2007 s. 515 flg.
- Hellgardt, Alexander, «The notion of inside information in the Market Abuse Directive: Geltl». 2013
- Heminway, Joan MacLeod, «Female Investors and Securities Fraud: Is the Reasonable Investor a Woman?». *William and Mary Journal of Women and the Law*, 2009 s. 291–336
- Hopt, Klaus J., «The European Insider Dealing Directive». *Common Market Law Review*, 1990 s. 51–82
- Jackson, Robert J., jr. og Joshua Mitts, «Trading on Terror?», 6. desember 2023, tilgjengelig her: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4652027
- Kahneman, Daniel, *Thinking, Fast and Slow*. Penguin Books Ltd, 2012
- Kahneman, Daniel og Amos Tversky, *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*. 1. utg. Cambridge University Press, 1982
- Kinander, Morten, «Straffens begrep og begrunnelse i norsk rett – En kritikk». *Jussens venner*, 2013 s. 155–192
- Kinander, Morten, «Bruk og misbruk. Særlig om ordrebehandling og misbruksreservasjonen i innsidehandelsretten». *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, 2016 s. 53–65
- Kinander, Morten, «Bokanmeldelse: Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide». *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, 2018
- Kinander, Morten, «Conflicts of interest in finance: Does regulation of them reduce moral judgment, and is disclosure harmful?». *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 2018 s. 334–350
- Kinander, Morten, «Fra direktiv til forordning. Endringer i norsk innsiderrett ved overgang fra MAD til MAR». *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, 2018 s. 48–55

- Kinander, Morten, «Reform av norsk markedsmisbruksrett – en tapt mulighet». *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, 2018 s. 23–35
- Kinander, Morten, «Ten years after: the *Spector* presumption in MAD, MAR and MAD II». *Capital Markets Law Journal*, Oxford University Press, 2019
- Kinander, Morten, «Article 11: Market Soundings». I: Marco Ventoruzzo og Sebastian Mock (red.), *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide* (s. 381–400). 2. utg. Oxford University Press, 2022
- Kinander, Morten, «Presisjonskriteriet i innsidehandelsdefinisjonen i markedsmisbruksforordningen», *Karnovs skriftserier*, 2022, s. 1–20
- Kinander, Morten, «‘Den fornuftige investor’ i verdipapirretten», *Et selskapsliv. Festskrift til Tore Bråthen*, Gyldendal, 2024, s. 369–393
- Kjølbrot, Jon Fridrik, *Den europeiske menneskerettighedskonvention. For praktikere*. 6. utg. Djøf Forlag, 2023
- Klöhn, Lars, «Das deutsche und europäische Insiderrecht nach dem *Geltl*-Urteil des EuGH», *ZIP: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 2012, 1884–1895
- Klöhn, Lars, «Inside information without an incentive to trade? What’s at STAKE in ‘*Lafonta v. AMF*’». *Capital Markets Law Journal*, nr. 2, 2015 s. 162–180
- Knuts, Mårten, «Insiderhandelsförbudet i Norden – efter Spectoravgörandet», *Juridisk tidskrift vid Stockholms universitet*, 2010
- Krause, Hartmut og Michael Brellochs, «Insider trading and the disclosure of inside information after *Geltl v Daimler* – A comparative analysis of the ECJ decision in the *Geltl v Daimler* case with a view to the future European Market Abuse Regulation». *Capital Markets Law Journal*, nr. 3, 2013 s. 283–299
- Kyle, Albert S., «Continuous Auctions and Insider Trading». *Econometrica* 53, 1985 s. 1315–1336
- Langenbacher, Katja, «The «use or possession»-debate revisited – Spector Photo Group and insider trading in Europe», *Capital Markets Law Journal*, 2010, s. 452–470
- Langenbacher, Katja, «Der ‘vernünftige Anleger’ vor dem EuGH – Zu den Schlussanträgen des GA Mengozzi in der Sache ‘Schrempp’». *BKR*, 2012 s. 145
- Lin, Tom C.W., «Reasonable Investor(s)». *Boston University Law Review*, 2014 s. 461–518
- Lombardo, Stefano, «The Stabilisation of the Share Price of IPOs in the United States and the European Union». *European Business Organization Review*, 2007 s. 521–565
- Macey, Jonathan R., *Insider Trading: Economics, Politics, and Policy*. Aei Press, 1991
- Manne, Henry G., *Insider Trading and the Stock Market*. The Free Press, 1966
- Manne, Henry G., «Options? Nah, Try Insider Trading». *Wall Street Journal*, 2. august 2002 www.wsj.com/articles/SB1028247929353087480
- McCrank, John, «Dark markets may be more harmful than high-frequency trading». Reuters, 7. april 2014
www.reuters.com/article/us-markets-darkpools-analysis/dark-markets-may-be-more-harmful-than-high-frequency-trading-idUSBREA3605M20140407

- McVea, Harry, «Supporting Market Integrity». I: Niamh Moloney, Eilís Ferran og Jennifer Payne (red.), *The Oxford Handbook of Financial Regulation* (s. 631–659). Oxford, 2015
- Mendelson, Morris, «The Economics of Insider Trading Reconsidered». *University of Pennsylvania Law Review*, 1969 s. 470–492
- Mickonytė, Aistė, *Presumption of Innocence in EU Anti-cartel Enforcement*. Brill, 2019
- Mitsilegas, Valsamis, «Article 49». I: Steve Peers mfl. (red.), *The EU Charter of Fundamental Rights. A Commentary* (s. 1498 flg.). 2. utg. Bloomsbury Publishing, 2021
- Moloney, Niamh, *EU Securities and Financial Markets Regulation*. 3. utg. Oxford University Press, 2014
- Neumeier, Christian, Arie Gozluclu, Peter Hoffmann, Peter O'Neill og Felix Suntheim, «Banning dark pools: Venue selection and investor trading costs». *Journal for Financial Markets*, 2023 s. 1–18
- Oehler, Andreas, Andreas Höfer og Stefan Wendt, «Do key investor documents enhance retail investors' understanding of financial products? Empirical evidence». *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 2014 s. 115–127
- Paiusco, Sara, *Nullum Crimen Sine Lege: the European Convention on Human Rights and the Foreseeability of the Law*. Nomos, 2021
- Reed, Gabriel, *Straffbar innsidehandel*. Ad Notam Gyldendal, 1996
- Rider, Barry, Kern Alxeander, Stuart Bazley og Jeffrey Bryant, *Market Abuse and Insider Dealing*, 4^e. utg., 2022
- Rose, Amanda M., «The 'Reasonable Investor' of Federal Securities Law: Insights from Tort Law's 'Reasonable Person' & Suggested Reforms». *The Journal of Corporation Law*, 2017 s. 77–118
- Rui, Jon Petter, «Forholdsmessighetsprinsippet ved bruk av straff». *Lov og Rett*, 2020 s. 323–324
- Ruiz, Lynida M., «European Community Directive on Insider Dealing: A Model for Effective Enforcement of Prohibitions on Insider Trading in International Securities Markets». *Columbia Journal of Transnational Law*, 1995 s. 217–247
- Schall, Alexander, «Anmerkung», *ZIP: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 2012, 1286–1288
- Scheppelle, Kim Lane, «It's Just Not Right: The Ethics of Insider Trading». *Law and Contemporary Problems*, 1993 s. 123–173
- Staikouras, Panagiotis K., «Four Years of MADness? – The New Market Abuse Prohibition Revisited: Integrated Implementation Through the Lens of a Critical, Comparative Analysis». *European Business Law Review*, 2008 s. 775–809
- Stordrange, Caroline Bang, *Aksjeutsteders løpende informasjonsplikt og erstatningsansvar. Behov og potensial for effektivisering?* Gyldendal, 2019
- Sæbø, Rune, *Innsidehandel med verdipapirer*. Fagbokforlaget, 1996
- Tetlock, Paul C., «Does Liquidity affect Market Efficiency?» Working paper, 2007
www.columbia.edu/~pt2238/papers/Tetlock_Liquidity_and_Efficiency_03_07.pdf

- Timmerman, Mikhel, *Legality in Europe – On the Principle nullum crimen, nulla poena sine lege in EU Law and under the ECHR*. Intersentia, 2018
- Veil, Rüdiger, (red.) *European Capital Markets Law*, 2. utg, Hart, 2017
- Veil, Rüdiger, (red.) *European Capital Markets Law*, 3. utg., Hart, 2022
- Ventoruzzo, Marco og Chiara Picciau, «Article 7: Inside Information». I: Marco Ventoruzzo og Sebastian Mock (red.), *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide* (s. 252–292). Oxford University Press, 2022
- Wasenden, Odd-Harald, *Energimarkedsrett. Om informasjonsplikt og markedsatferd i det finansielle kraftmarkedet*. Cappelen Damm Akademisk, 2007
- Wasenden, Odd-Harald, *EU Market Abuse Regulation in Energy Markets*. Cappelen Damm Akademisk, 2008
- Aall, Jørgen, «Straff og forholdsmessighet». *Lov og Rett*, 2023 s. 325 flg.

Lovgivning

Norge

- Lov 10. februar 1967 om behandlingsmåten i forvaltningssaker (forvaltningsloven)
- Lov 19. juni 1969 nr. 53 om Norsk Lovtidend m.v.
- Lov 26. juni 1992 nr. 86 om tvangsfullbyrdelse (tvangsfullbyrdelsesloven)
- Lov 27. november 1992 nr. 109 om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) m.v. (EØS-loven)
- Lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven)
- Lov 20. mai 2005 nr. 28 om straff (straffeloven)
- Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven)
- Lov 19. juni 2009 nr. 100 om forvaltning av naturens mangfold (naturmangfoldloven)

EU

- Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing
- Commission of the European Communities, Proposal for a Directive of the European Parliament and the of the Council on Insider Dealing and Market Manipulation (market abuse), Brussels, 20.05.2001 (COM 2001) 281 Final, 2001/0118 (COD)
- Directive 2003/6/EC of the European Parliament and the European Council of 28 February 2003
- Directive 2003/87/EC of The European Parliament and of The Council of 13 October 2003 establishing a scheme for greenhouse gas emission allowance trading within the Community and amending Council Directive 96/61/EC

Commission Directive 2003/124/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation

Directive 2003/125/EC implementing Directive 2003/6/EC as regards the fair presentation of investment recommendations and the disclosure of conflicts of interest

Regulation (EC) No. 2273/2003 implementing Directive 2003/6/EC as regards exemptions for buy-back programmes and stabilisation of financial instruments

Directive 2004/109/EC

COMMISSION REGULATION (EC) No 1287/2006 of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards record-keeping obligations for investment firms, transaction reporting, market transparency, admission of financial instruments to trading, and defined terms for the purposes of that Directive

Regulation 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on Credit Rating Agencies

Commission Regulation (EU) No 1031/2010 of 12 November 2010 on the timing, administration and other aspects of auctioning of greenhouse gas emission allowances pursuant to Directive 2003/87/EC of the European Parliament and of the Council establishing a scheme for greenhouse gas emission allowances trading within the Community

Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC (ESMA-forordningen)

Regulation No 1227/2011 on the integrity and transparency of the wholesale energy markets

Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories

Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug

Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse

Directive (EU) 2016/97 of the European Parliament and of the Council of 20 January 2016 on insurance distribution

Parlaments- og rådsdirektiv (EU) 2016/343 af 9. marts 2016 om styrkelse af visse aspekter af uskyldsformodningen og retten til at være til stede under retssagen i straffesager

Commission Delegated Regulation (EU) 2016/960 of 17 May 2016 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council with

regard to regulatory technical standards for the appropriate arrangements, systems and procedures for disclosing market participants conducting market soundings (RTS MS)

Commission Implementing Regulation (EU) 2016/959 of 17 May 2016 laying down implementing technical standards for market soundings with regard to the systems and notification templates to be used by disclosing market participants and the format of the records in accordance with Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council (ITS MS)

Commission Delegated Regulation (EU) 2016/1052 of 8 March 2016 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the conditions applicable to buy-back programmes and stabilisation measures Delegated Regulation EU 2016/1052

COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) 2017/565 of 25 April 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive

Commission Implementing Regulation (EU) 2022/1210 of 13 July 2022 laying down implementing technical standards for the application of Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to the format of insider lists and their updates

Forarbeider

Norge

Ot.prp. nr. 72 (1990–91) Om lov om endringer i lov 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel samt endringer i enkelte andre lover. (Innsideregler og emisjonskontroll mv.)

Ot.prp. nr. 29 (1996–97) Om lov om verdipapirhandel

Ot.prp. nr. 80 (2000–2001) Om lov om endringer i lov 9. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (tiltak mot ulovlig innsidehandel mv.)

Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.)

Prop. 62 LS (2018–2019) Endringer i apotekloven, legemiddeloven og folketrygdloven (overtredelsesgebyr)

Prop. 62 L (2015–2016) Endringer i forvaltningsloven mv. (administrative sanksjoner mv.)

Prop. 60 L (2017–2018) Endringer i alkoholoven, atomenergiloven, folkehelseloven, legemiddeloven, lov om medisinsk utstyr, strålevernoven, tobakksskadeloven mv. (overtredelsesgebyr mv.)

- Prop. 96 LS (2018–2019) Endringer i verdipapirhandelloven mv. (prospekt, markedsmisbruk, tilsyn og sanksjoner) og samtykke til deltakelse i en beslutning i EØS-komiteen om innlemmelse av forordning (EU) nr. 596/2014 og (EU) 2017/1129
- NOU 1996: 2 Verdipapirhandel
- NOU 2017: 14 Nye regler om markedsmisbruk – sanksjoner og straff – Gjennomføring av markedsmisbruksforordningen og gjennomgang av verdipapirhandellovens regler om sanksjoner og straff
- NOU 2018: 14 IKT-sikkerhet i alle ledd — Organisering og regulering av nasjonal IKT-sikkerhet
- Innst. 186 S (2013–2014) Innstilling fra kontroll- og konstitusjonskomiteen om grunnlovsforslag fra Per-Kristian Foss, Martin Kolberg, Marit Nybakk, Jette F. Christensen, Anders Anundsen, Hallgeir H. Langeland, Per Olaf Lundteigen, Geir Jørgen Bekkevold og Trine Skei Grande om grunnlovfesting av sivile og politiske menneskerettigheter, med unntak av romertall X og romertall XXIV
- Dok. nr. 16 (2011–2012) Rapport til Stortingets presidentskap fra Menneskerettighetsutvalget om menneskerettigheter i Grunnloven

Sverige

Proposition 2016/17:22

Danmark

Betænkning 1521/2010

CESR/ESMA

- CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, Dec 2002, Ref: CESR/02-089d
- CESR/06-562b, Market Abuse Directive. Level 3 – Second Set of CESR Guidance and Information on the Common Operation of the Directive to the Market, July 2007
- CESR, An evaluation of equivalence of supervisory powers in the EU under the Market Abuse Directive and the Prospectus Directive A report to the Financial Services Committee (FSC) www.esma.europa.eu/document/evaluation-equivalence-supervisory-powers-in-eu-under-market-abuse-directive-and-prospectus
- ESMA, Final Report. Draft Technical Standard on the Market Abuse Regulation, ESMA/2015/1455, 28 September 2015. www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1455_-_final_report_mar_ts.pdf
- ESMA, Final Report. Guidelines on the Market Abuse Regulation – Market Soundings and delay of inside information, ESMA/2016/1130, 13 July 2016. www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1130_final_report_on_mar_guidelines.pdf

- ESMA, Final Report, Guidelines on MAR – information relating to commodity derivatives markets or related spot markets for the purpose of the definition of inside information on commodity markets, 30 September 2016, ESMA/2016/1412
- ESMA, MAR Guidelines Information relating to commodity derivatives markets or related spot markets for the purpose of the definition of inside information on commodity derivatives, ESMA/2016/1480, 17 January 2017
- ESMA, Consultation Paper. MAR Review Report, 3 October 2019, ESMA70-449-673
- ESMA, Report. Administrative and criminal sanctions and other administrative measures under the Market Abuse Regulation in 2021, 18 November 2022, ESMA70-156-2005
- ESMA, Questions and Answers on the Market Abuse Regulation (MAR), ESM70-145-111, Version 17, last updated 25 nov 2022
- ESMA, Report: Administrative and Criminal Sanctions imposed under the Market Abuse Regulation in 2022, 13 December 2023, ESMA81-168987738-671. www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-12/ESMA81-168987738-671_BMR_Sanctions_Report_2022.pdf

Rettsavgjørelser

Høyesterett

- Rt-1992-64 (P-pilledom II)
- Rt-2006-333 (X eiendom)
- Rt-2006-593 (Eksportfinans)
- Rt-2006-1049 (Sense-dommen)
- Rt-2006-1573 (Fornebuklinikken)
- Rt-2007-1217
- Rt-2009-780 (derivat)
- Rt-2012-629 (NA24)
- Rt-2012-752 (helikopterlanding)
- Rt-2012-1051
- Rt-2012-1556 (Gran & Ekran)
- Rt-2013-946
- Rt-2014-452 (Nera)
- Rt-2014-620 (Selsøyvik)
- HR-2019-440-A
- HR-2019-900-A (eksportkontroll)
- HR-2020-955-A (settefisk)
- HR-2020-2019-A (mobiltelefon under kjøring)
- HR-2020-2078-U HR-2021-580-A (sovemedisin til barn)
- HR-2021-987-A (grov selvvasking)

HR-2021-2580-A
HR-2022-695-A (Reno Norden)
HR-2023-1246-A (dronesaken)
HR-2023-1638-A (uriktig forklaring)

Lagmannsretten

LB-2016-19016 (Vestum)
LB-2018-26726 (Next)
LB-2019-130220 (Reno Norden)
LB-2019-121248, UTV-2020-901 (HFN Group AS mot staten v/Skatteetaten)

Dansk rett

Ufr 2005.984 H
U.2005.984H (Midtbank)
UfR 2014.3464V (Bioporto)

EU-domstolen

Spector Photo Group NV og Chris Van Raemdonck mot Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA), C-45/08, dom 23. desember 2009
Elf Aquitaine SA mot Kommisjonene, C-521/09, dom 29. september 2011
Schindler Holding Ltd mfl. mot Kommisjonene, C-501/11, dom 18. juli 2013
Straffesak mot AH mfl., C-377/18, dom 5. september 2019
Adler Real Estate mfl. mot Übernahmekommission, C-546/18, dom 9. september 2021
Straffesak mot Delta Stroy 2003, C-203/21, dom 10. november 2022
Geltl vs Daimler, C-19/11, dom 28. juni 2012
Lafonta v. AMF, C-628/13 2015, dom 11. mars 2015
Grøngaard & Bang, C-384/02, dom 22. november 2005
Oikonomikon and Amfissas v Georgakis, C-391/04, dom 10. mai 2007

Den europeiske menneskerettsdomstolen

Pham Hoang mot Frankrike, 13191/87, dom 25. september 1992
Kokkinakis mot Hellas, 14307/88, dom 25. mai 1993
Allenet de Ribemont mot Frankrike, 15175/89, dom 10. februar 1995
G. mot Frankrike, 15312/89, dom 27. september 1995
S.W. mot Storbritannia, 20166/92, dom 22. november 1995
Cantoni mot Frankrike, 17862/91, storkammerdom 15. november 1996
Daktaras mot Litauen, 42095/98, dom 10. oktober 2000

K.-H. W. mot Tyskland, 37201/97, storkammerdom 22. mars 2001
Janosevic mot Sverige, 34619/97, dom 23. juli 2002
Västberga Taxi AB og Vulic mot Sverige, 36985/97, dom 23. juli 2002
Radio France mfl. mot Frankrike, 53984/00, dom 30. mars 2005
Pandy mot Belgia, 13583/02, dom 21. september 2006
Pessino mot Frankrike, 40403/02, dom 10. oktober 2006
Jussila mot Finland, 73053/01, storkammerdom 23. november 2006
Garycki mot Polen, 14348/02, dom 6. februar 2007
Jorgic mot Tyskland, 74613/01, dom 12. juli 2007
Kafkaris mot Kypros, 21906/04, storkammerdom 12. februar 2008
Korbely mot Ungarn, 9147/02, storkammerdom 19. september 2008
Grayson og Barnham mot Storbritannia, 19955/05 og 15085/06, dom 23. september 2008
Zolotukhin mot Russland, 14939/03, storkammerdom 10. februar 2009
Liivik mot Estland, 12157/05, dom 25. juni 2009
Kononov mot Latvia, 36376/04, storkammerdom 17. mai 2010
Klouvi mot Frankrike, 30754/03, dom 30. juni 2011
A. Menarini Diagnostics S.r.l. mot Italia, 43509/08, dom 27. september 2011
Soros mot Frankrike, 50425/06, dom 6. oktober 2011
Segame SA mot Frankrike, 4837/06, dom 7. juni 2012
Camilleri mot Malta, 42931/10, dom 22. januar 2013
Kasymakhunov og Saybatalov mot Russland, 26261/05 og 26377/06, dom 14. mars 2013
Khodorkovskiy og Lebedev mot Russland, 11082/06 og 13772/05, dom 25. juli 2013
Del Río Prada mot Spania, 42750/09, storkammerdom 21. oktober 2013
Grande Stevens mfl. mot Italia, 18640/10 mfl., dom 4. mars 2014
Vasilauskas mot Litauen, 35343/05, storkammerdom 20. oktober 2015
Žaja mot Kroatia, 37462/09, dom 4. oktober 2016
A og B mot Norge, 24130/11 og 29758/11, storkammerdom 15. november 2016
Sofia mot San Marino, 38977/15, avvisningsavgjørelse 2. mai 2017
Haarde mot Island, 66847/12, dom 23. november 2017
Bikas v. Germany (76607/13), dom 25. januar 2018
G.I.E.M. S.r.l. mfl. mot Italia, 1828/06 mfl., storkammerdom 28. juni 2018
Seychell mot Malta, 43328/14, dom 28. august 2018
Georgouleas og Nestoras mot Hellas, 44612/13 og 45831/13, dom 28. mai 2020
Baldassi mfl. mot Frankrike, 15271/16 mfl., dom 11. juni 2020
Antia og Khupenia mot Georgia, 7523/10, dom 18. juni 2020
Pantolon mot Kroatia, 2953/14, dom 19. november 2020
Gestur Jónsson og Ragnar Halldór Hall mot Island, 68273/14 og 682781/14, storkammerdom 22. desember 2020
Busuttil mot Malta, 48431/18, dom 3. juni 2021
Grosam mot Tsjekkia, 19750/13, storkammerdom 1. juni 2023

Japaridze mot Georgia, 59385/18, avvisningsavgjørelse 8. juni 2023

Total S.A. og Vitol S.A. mot Frankrike, 34634/18 og 43546/18, dom 12. oktober 2023

Nadir Yıldırım mfl. mot Tyrkia, 39712/16, dom 28. november 2023

Jasuitis og Šimaitis mot Litauen, 28186/19 og 29092/19, dom 12. desember 2023

USAs høyesterett

Herpich v. Wallace, 430 F.2d 792, 1970, 804

TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1976)

Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1998)

Ian Charles Hannam v. The Financial Conduct Authority: [2014] UKUT 0233 (TCC)

Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988)

SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833; 2 A.L.R. Fed. 190, 54

Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980)

UK Upper Tribunal

Hannam v. Financial Conduct Authority [2014] UKUT 233 (TCC) [2014] Lloyd's Rep FC 704

Mohammed v. The Financial Services Authority, [2005] UKFSM FSM 012

Massey v. The Financial Services Authority: [2011] UKUT 49 (TCC) [2011] Lloyd's Rep FC 459

R v. Sanders and others, (unreported), 20 June 2012