Caroline Bang Stordrange

Aksjeutsteders løpende informasjonsplikt og erstatningsansvar

GYLDENDAL

AKSJEUTSTEDERS LØPENDE INFORMASJONSPLIKT OG ERSTATNINGSANSVAR

CAROLINE BANG STORDRANGE

AKSJEUTSTEDERS LØPENDE INFORMASJONSPLIKT OG ERSTATNINGSANSVAR

BEHOV OG POTENSIAL FOR EFFEKTIVISERING?

GYLDENDAL

© Gyldendal Norsk Forlag AS 2019
1. utgave, 1. opplag 2019

ISBN 978-82-05-52399-9

Omslagsdesign: HAVE A BOOK
Layout: Bøk Oslo AS
Sats: HAVE A BOOK
Brødtekst: Minion 10,5/15 pkt

Alle henvendelser om boken kan rettes til
Gyldendal Juridisk
Postboks 6730 St. Olavs plass
0130 Oslo

www.gyldendal.no/juridisk
juridisk@gyldendal.no

Det må ikke kopieres fra denne boken i strid med åndsverkloven
eller avtaler om kopiering inngått med KOPINOR,
interesseorgan for rettighetshavere til åndsverk. Kopiering i
strid med lov eller avtale kan medføre erstatningsansvar og inndragning,
og kan straffes med bøter eller fengsel.

Alle Gyldendals bøker er produsert i miljøsertifiserte trykkerier.
Se www.gyldendal.no/miljo

Forord

I denne boken oppstiller jeg to spørsmål relatert til utstederselskapets løpende informasjonsplikt, nemlig hvorvidt informasjonsplikten er tilstrekkelig effektiv, og om selskapet bør kunne holdes erstatningsrettslig ansvarlig ved brudd på denne plikten. Boken har således et rettspolitisk budskap, men inneholder også *de lege lata*-analyser av både plikt- og ansvarsnormen som bør være av praktisk relevans.

Denne boken er min avhandling som ble innlevert høsten 2017 og forsvart for graden *philosophiae doctor* (ph.d.) 12. april 2018. Jeg vil rette en stor takk til bedømmelseskomiteen – førsteamanuensis Margrethe Buskerud Christoffersen, professor Jesper Lau Hansen og professor Rune Sæbø – for verdifulle innspill og interessante diskusjoner. Tusen takk til Gyldendal, som ønsket å utgi avhandlingen min som bok.

Avhandlingen hadde ikke kommet i stand uten bistand fra mine veiledere. Professor Erling Hjelmeng har fungert som hovedveileder og har med sine treffsikre observasjoner og tydelige tilbakemeldinger ledet meg i havn. Advokat Knut Bergo har vært biveileder, og det har vært en stor trygghet å bli veiledet av en med så stor kunnskap på kapitalmarkedsrettens område – fra de store linjene og ned til den minste detalj.

Takk til fakultetet og til Institutt for privatrett, som har latt meg fordype meg i spennende juss – i et ualminnelig inspirerende miljø. Tusen takk til alle gode kollegaer som har bidratt til mye glede i arbeidshverdagen, i særdeleshet Marte Eidsand Kjørven, Marie Nesvik, Trude Myklebust, Irina Eidsvold-Tøien og Markus Jerkø.

Jeg vil også rette en takk til mine svigerforeldre, som har hjulpet til med barnepass og sørget for at jeg – i alle fall én dag i uken – har fått jobbe uforstyrret. En varm takk til mine foreldre, som på hver sin måte har bidratt og inspirert meg under

arbeidet – mamma med uvurderlig hjelp og oppmuntring i hverdagen, pappa med faglige innspill og motivasjon.

Den største takken går til min familie, Nils Christian, Nils Oscar og Nora Cornelia, som har levd tettest på avhandlingsprosessen. Mange ville nok lyttet med et halvt øre etter flere år med utlegninger over samme tema, men ikke Nils Christian, som alltid er like interessert og stiller gode og kritiske spørsmål. Det er alltid en sann glede å diskutere med deg. Sammen med Nils Oscar og Nora Cornelia har du også fått meg til å tenke på andre – og tross alt viktigere – ting enn avhandling og disputas. Boken tilegnes dere tre.

Oslo, oktober 2018
Caroline Bang Stordrange

«Information is the lifeblood of our securities markets.»

(SEC, Proposed Rule: Selective Disclosure and Insider Trading)

Innhold

DEL I INTRODUKSJON 15

1 INNLEDNING 16
1.1 Bokens tema 16
1.2 Nærmere om problemstillingene 17
1.2.1 Overordnet 17
1.2.2 Utsteders løpende informasjonsplikt 19
1.2.3 Utsteders erstatningsansvar 20
1.3 Kort om forholdet til andre fremstillinger 21

2 METODE OG KILDER 23
2.1 Bokens metode 23
2.2 EU/EØS-rett 25
2.3 Bruk av andre lands rett 27
2.3.1 Generelt 27
2.3.2 Særlig om amerikansk føderal rett 28

3 DEN LØPENDE INFORMASJONSPLIKTENS UTVIKLING I EU 31
3.1 Segré-rapporten og opptaksdirektiv I og II 31
3.2 Financial Services Action Plan, Lamfalussy-prosessen og MAD 33
3.3 Larosière-rapporten og MAR 35

4 DEN LØPENDE INFORMASJONSPLIKTENS RETTSLIGE KONTEKST: DET KAPITALMARKEDSRETTSLIGE INFORMASJONSREGIMET 40
4.1 Innledning 40
4.2 Kapitalmarkedsrettslige informasjonsplikter 41

4.2.1 Utsteders informasjonsplikter 41
4.2.1.1 Prospektplikten 41
4.2.1.2 Periodiske informasjonsplikter 42
4.2.2 Investorenes informasjonsplikter 44
4.2.2.1 Meldeplikten 44
4.2.2.2 Flaggeplikten 45
4.3 Forbudet mot informasjonsbasert markedsmanipulasjon 46
4.4 Forbudet mot misbruk av innsideinformasjon og de aksessoriske bestemmelsene 47

5 INNDELING I MARKEDER OG INVESTORTYPER 49
5.1 Første- og annenhåndsmarkedet 49
5.2 Investortyper 50

DEL II ØKONOMISK BAKGRUNN OG LEGISLATIV BEGRUNNELSE 55

6 INTRODUKSJON 56

7 TEORIER OM EFFISIENS: NÆRMERE OM MÅLSETTINGEN FOR MARKEDSREGULERINGEN 57
7.1 Innledning 57
7.2 Den tradisjonelle teorien: fundamental effisiens 60
7.3 Kritikken mot den tradisjonelle teorien 66
7.4 Den modifiserte teorien: informasjonseffisiens 71
7.5 En pragmatisk tilnærming: relativ effisiens 74

8 HVORDAN BLIR PRISENE (RELATIVT) EFFISIENTE? 80
8.1 Innledning 80
8.2 Velfungerende markedsmekanismer 82
8.2.1 Hvordan bidrar markedsmekanismene til at informasjon innlemmes i aksjekursene? 82
8.2.2 Utfordringer og begrensninger knyttet til markedsmekanismene . . . 85
8.3 Lave informasjonskostnader 86
8.3.1 Hvilke kostnader er forbundet med (profesjonelt) informert handel? 86
8.3.2 Hvordan kan informasjonskostnadene reduseres? 88
8.4 Likvide annenhåndsmarkeder 94
8.4.1 Hva kjennetegner likvide markeder? 94
8.4.2 Investorenes tillit til markedets prisingsprosess som forutsetning for markedets likviditet 97

8.4.3 Investorenes tillit til informasjonstilgangen som forutsetning for markedets likviditet 98
8.4.4 Hvordan kan asymmetrier i informasjonstilgangen reduseres? 105

9 ER INFORMASJONSPLIKTENS LEGISLATIVE BEGRUNNELSE KONSISTENT MED DE ØKONOMISKE FORUTSETNINGENE FOR EFFISIENS? 107
9.1 Generelt 107
9.2 Hensynet til reduksjon av informasjonsasymmetrier: informasjonspliktens preventive funksjon 111
9.3 Hensynet til reduksjon av informasjonskostnader: informasjonspliktens prisfunksjon 114
9.4 Hensynet til investorenes behov for eksklusivitet 119
9.5 Hensynet til utsteders informasjonskostnader 120
9.6 Hvilket hensyn bør være styrende for at den løpende informasjonsplikten skal bli mest mulig effektiv? 123

DEL III BEHOVET OG POTENSIALET FOR EFFEKTIVISERING AV UTSTEDERS LØPENDE INFORMASJONSPLIKT 125

10 PROBLEMSTILLING OG OPPLEGG 126

11 EN FELLES DEFINISJON AV INNSIDEINFORMASJON SOM BEGRENSNING FOR INFORMASJONSPLIKTENS EFFEKTIVITET 128
11.1 Innledning 128
11.2 Overordnet om balanseringen av ulike hensyn 130
11.3 Erfaringer fra MAD: tilpasninger og forsøk på forbedringer 133
11.4 Nærmere om balanseringen av ulike hensyn i definisjonen av innsideinformasjon 137
11.4.1 Den generelle definisjonen 137
11.4.2 Utilgjengelighetsvilkåret 139
11.4.3 Presisjonsvilkåret 145
11.4.3.1 Legaldefinisjonen 145
11.4.3.2 Eksistenskravet 146
11.4.3.3 Spesifikasjonskravet 163
11.4.4 Kurspåvirkningsvilkåret 167
11.4.4.1 Legaldefinisjonen 167
11.4.4.2 «Den fornuftige investor»-testen 173
11.5 Avhjelpes utfordringene av den generelle unntaksregelen om utsatt offentliggjøring? 182

12 BØR UTSTEDER HA ADGANG TIL Å UTSETTE OFFENTLIGGJØRING AV INFORMASJON AV SYSTEMISK BETYDNING? 187
12.1 Innledning 187
12.2 Bakgrunn: «The run on the Rock» 188
12.3 Nærmere om utsettelsesadgangen 191
12.4 Anbefaling 198

13 HVORDAN KAN DEN LØPENDE INFORMASJONSPLIKTEN EFFEKTIVISERES? 199
13.1 Innledning 199
13.2 Alternative løsninger 200
13.2.1 Effektivisering innenfor rammene av MAR 200
13.2.2 Anvendelse av en realitetsgrunnsetning 202
13.2.3 Differensierte definisjoner av innsideinformasjon 204
13.2.4 Løpende informasjonsplikt utenfor markedsmisbruksregimet 205
13.2.5 Positivt avgrensede informasjonsplikter: amerikansk føderal rett som inspirasjon 207
13.2.5.1 Generelt 207
13.2.5.2 Spesielle informasjonsplikter: Form 8-K 210
13.2.5.3 Har utsteder på annet grunnlag en løpende informasjonsplikt? 212
13.3 Vurdering og anbefaling 217

DEL IV BEHOVET OG POTENSIALET FOR EFFEKTIVISERING AV DEN ERSTATNINGSRETTSLIGE HÅNDHEVELSEN AV UTSTEDERS BRUDD PÅ DEN LØPENDE INFORMASJONSPLIKTEN 223

14 PROBLEMSTILLING OG OPPLEGG 224

15 DEN SELSKAPSRETTSLIGE AVSKJÆRINGSREGEL SOM SKRANKE FOR UTSTEDERS ANSVAR 226

16 ERSTATNINGSANSVAR FOR UTSTEDERS INFORMASJONSSVIKT I ANDRE LANDS RETT 240
16.1 Innledning 240
16.2 Ansvar etter positivrettslige erstatningshjemler 242
16.2.1 Engelsk rett 242
16.2.2 Tysk rett 245
16.3 Ansvar på ulovfestet grunnlag 249

16.3.1 Dansk rett 249
16.3.2 Svensk rett 251
16.3.3 Amerikansk føderal rett 254

17 INVESTORENES ERSTATNINGSRETTSLIGE STILLING: NYTER INVESTORER I ANNENHÅNDSMARKEDET ET ERSTATNINGSRETTSLIG VERN VED BRUDD PÅ DEN LØPENDE INFORMASJONSPLIKTEN? 262
17.1 Innledning 262
17.2 Generelt om kravet til vernet interesse ved rene formuestap 263
17.3 Avgrensning av ansvaret: krav om interessenærhet 266
17.4 Interessevernvurderingen i relasjon til investorer i annenhåndsmarkedet . . 274

18 UTSTEDERS ERSTATNINGSRETTSLIGE STILLING: BØR DEN SELSKAPSRETTSLIGE AVSKJÆRINGSREGELEN OPPRETTHOLDES? 285
18.1 Innledning 285
18.2 Hensynet til beskyttelse av selskapsformuen 288
18.2.1 Generelt 288
18.2.2 Hensynet til kreditorenes dekningsinteresse 289
18.2.3 Hensynet til aksjonærenes selskapsinteresse 297
18.3 Hensynet til likebehandling av aksjonærene 302
18.4 Hensynet til investorbeskyttelse og reduksjon av informasjonskostnader . . 303
18.5 Hensynet til styrets medlemmer 308
18.6 Vurdering og anbefaling 309

19 BØR DE ALMINNELIGE ERSTATNINGSVILKÅRENE TILPASSES DEN SPESIELLE ERSTATNINGSSITUASJONEN? 313
19.1 Innledning 313
19.2 Kort om det prosessrettslige mulighetsrom: Kan investorer i annenhåndsmarkedet gjøre bruk av gruppesøksmålsinstituttet ved krav om erstatning for brudd på den løpende informasjonsplikten? 318
19.3 Ansvarsgrunnlag: Hvor strenge krav bør stilles til skadevolders aktsomhet? . . 326
19.3.1 Innledning 326
19.3.2 Utsteders ansvar på culpagrunnlag 328
19.3.2.1 Fastleggelse av aktsomhetsnormen: Vil enhver overtredelse av informasjonsplikten være tilstrekkelig for å etablere ansvarsgrunnlag? 328
19.3.2.2 Aktsomhetsbedømmelsen: Hva skal til for at utsteder har opptrådt uaktsomt ved brudd på den løpende informasjonsplikten? 337
19.3.3 Bør terskelen for ansvar heves til grov uaktsomhet? 341

19.4 Investorenes økonomiske tap: modellvalg 351
19.5 Årsakssammenheng: Hvilket årsakskrav bør legges til grunn? 364
19.5.1 Innledning 364
19.5.2 Transaksjonskausalitet 368
19.5.3 Transaksjonskausalitet basert på tillitspresumsjoner 378
19.5.3.1 Utgangspunkter om bevisbyrden 378
19.5.3.2 Bruk av faktiske tillitspresumsjoner på kapitalmarkedsrettens område 383
19.5.3.3 Bruk av legalpresumsjoner på kapitalmarkedsrettens område 388
19.5.3.3.1 Særlig om «fraud on the market»-teorien 388
19.5.3.3.2 Anvendelse av «fraud on the market»-teorien i skandinavisk sammenheng 396
19.5.4 Tapskausalitet 401
19.6 Anbefaling 409

DEL V AVSLUTNING 411

20 OPPSUMMERING OG VEIEN VIDERE 412

VEDLEGG 416

STIKKORD 474

DEL I

Introduksjon

1

Innledning

1.1 Bokens tema

Et effektivt kapitalmarked forutsetter at investorene har tilgang til informasjon av betydning for de finansielle instrumentenes verdi, og at informasjonen kan anvendes uten høye kostnader knyttet til prosessering og verifikasjon av den. Uten informasjon vil det være for risikabelt og kostnadskrevende for investorene å handle i markedet. For utstederselskapene vil det derimot være forbundet med kostnader å oppgi sin eksklusive tilgang til relevant informasjon. Et stykke på vei må utsteder akseptere at det påløper kostnader når selskapets instrumenter handles på regulerte markeder. Dersom kostnadene blir for høye, vil det imidlertid være en risiko for at utsteder velger alternative finansieringsformer og dermed unnlater å ta instrumentene opp til notering. Rettslige informasjonsplikter bør således søke å balansere markedets behov for informasjon og utsteders behov for konfidensialitet.

Selv om investorene har tilgang til informasjon av betydning for instrumentenes verdi, vil disposisjoner i kapitalmarkedene etter sin natur være assosiert med en viss risiko. Det klare utgangspunkt i norsk rett er at investoren selv bærer risikoen for tap forbundet med denne typen disposisjoner.[1] Det bør imidlertid sondres mellom tap som kan føres tilbake til den alminnelige markeds- og investeringsrisikoen, og tap som kan føres tilbake til andre markedsdeltakeres overtredelser av relevant lovgivning, herunder utsteders informasjonsplikter. Sistnevnte type tap bør kunne

1 Jf. bl.a. Rt. 1915 s. 265, Rt. 2012 s. 355, Borgarting lagmannsretts dom 4. april 2011 (DNO) (LB-2010-26261) og dom 26. april 2012 (LB-2011-7780).

kreves erstattet. Et effektivt erstatningsansvar vil bidra til å styrke investorenes tillit til markedet.

Denne boken omhandler aksjeutsteders løpende informasjonsplikt og (mulige) erstatningsansvar ved brudd på pliktnormen. Utsteders løpende informasjonsplikt følger av EUs markedsmisbruksforordning (MAR) artikkel 17, der det heter at «[a]n issuer shall inform the public as soon as possible of inside information which directly concerns that issuer». Når dette skrives, er MAR ikke gjennomført i norsk rett,[2] og analysen av informasjonsplikten vil derfor ta utgangspunkt i den EU-rettslige reguleringen. EU-retten regulerer imidlertid ikke utsteders erstatningsansvar ved brudd på informasjonsplikten,[3] slik at analysen av ansvaret vil ta utgangspunkt i norsk rett.

Arbeidet med temaet har avdekket flere utfordringer og begrensninger knyttet til både informasjonsplikten og utsteders erstatningsansvar. På denne bakgrunn er forskningsoppgaven å analysere hvorvidt utsteders løpende informasjonsplikt og den erstatningsrettslige håndhevelsen er tilstrekkelig effektiv, samt hvordan plikten og ansvaret eventuelt kan effektiviseres.

1.2 Nærmere om problemstillingene

1.2.1 Overordnet

Analysene av behovet og potensialet for effektivisering av utsteders løpende informasjonsplikt og erstatningsansvar for brudd på plikten krever et metodologisk rammeverk, det vil si en målestokk for reglenes effektivitet.[4] Jeg vil ta utgangspunkt i det kapitalmarkedsrettslige målet om effektiv ressursallokering og undersøke hvilke

2 Vphl. § 5-2 oppstiller en løpende informasjonsplikt som gjennomfører det tidligere markedsmisbruksdirektivet (MAD) artikkel 6 (1). I NOU 2017: 14 s. 53 har verdipapirlovutvalget foreslått å oppheve vphl. § 5-2 og erstatte bestemmelsen med MAR artikkel 17 ved inkorporasjon.

3 Etter MAR artikkel 30 (1) (a) skal medlemsstatene imidlertid sørge for at brudd på informasjonsplikten medfører administrative sanksjoner. Etter vphl. § 21-4 (3) kan utsteder ilegges overtredelsesgebyr ved forsettlig eller uaktsom overtredelse av den løpende informasjonsplikten. Etter § 21-3 (2) nr. 6 kan grove eller gjentatte overtredelser av den løpende informasjonsplikten medføre bøter eller fengsel inntil 1 år, forutsatt at overtredelsen er forsettlig eller uaktsom. I NOU 2017: 14 s. 108 foreslår verdipapirutvalget å videreføre det to-sporede system, men slik at kvalifikasjonskravet i § 21-3 (2) nr. 6 tas ut, jf. s. 118.

4 Se nærmere om bokens metode i punkt 2.1.

forutsetninger som må være til stede for at dette målet best kan nås.[5] Rettsreglene bør søke å støtte opp under disse forutsetningene, og målestokken for reglenes effektivitet vil være i hvilken grad de bidrar til dette. Målet om effektiv ressursallokering kan også uttrykkes som et mål om at prisene må være mest mulig *effisiente*. Dette vil jeg gjøre nærmere rede for i bokens del II.

I bokens del III vil jeg analysere den løpende informasjonsplikten og undersøke hvorvidt den er tilstrekkelig effektiv, samt hvordan pliktnormen kan effektiviseres. I bokens del IV vil jeg foreta tilsvarende analyser av utsteders erstatningsansvar for brudd på den løpende informasjonsplikten og behovet og potensialet for effektivisering av sanksjonsnormen. For å ivareta bokens forskningsoppgave vil de rettsdogmatiske analysene av pliktnormen og ansvaret ikke trekkes lenger enn det som er nødvendig for å besvare forskningsspørsmålene.

Boken vil utelukkende behandle utstedere av aksjer, altså allmennaksjeselskapers løpende informasjonsplikt og selskapets erstatningsansvar overfor kjøpere og selgere av aksjer.[6]

Andre finansielle instrumenter kan nødvendiggjøre særlige vurderinger. Eksempelvis vil obligasjonseieres erstatningsrettslige stilling være noe annerledes enn aksjeinvestorenes, jf. kapittel 15 om den selskapsrettslige avskjæringsregel. Vilkårene for informasjonsplikt er imidlertid de samme i relasjon til aksjer og obligasjoner. Bergan har foretatt en analyse av definisjonen av innsideinformasjon i lys av obligasjoners særtrekk og finner at særtrekkene ikke påvirker det materielle innholdet av definisjonens vilkår, mens subsumsjonen kan preges av hvilket instrument definisjonen vurderes i tilknytning til.[7] I Rt. 2013 s. 946 la Høyesterett til grunn at høyesterettspraksis vedrørende misbruk av innsideinformasjon ved handel i aksjer også vil være relevant ved handel i obligasjoner. Flere av analysene kan således ha overføringsverdi til andre finansielle instrumenter enn aksjer, selv om de ikke trekkes frem i denne boken.

---

5 Dette målet er langt på vei sammenfallende i alle markedsøkonomier, se blant annet Moloney, *EU Securities*, s. 2, som uttaler: «The traditional neoclassical economics based analysis of the rationale for regulatory invention (in financial or other markets) relates the justification for intervention to correction of market failures (failures in a market's self-regulatory mechanism which obstruct the efficient allocation of resources by an otherwise perfect market).» Se også Veil, «Concepts», s. 18, om den EU-rettslige kapitalmarkedsreguleringens mål. Målet kommer til uttrykk i bl.a. Financial Services Action Plan s. 1 og 12, *Kay Review*, s. 39, SOU 2006: 50 s. 138 og 152, NOU 1996: 2 s. 24 og Ot.prp. nr. 80 (2008–2009) s. 30.

6 Jeg vil likevel jevnlig omtale kapitalmarkedene som sådan og ikke bare aksjemarkedene. Jeg vil konsentrere meg om problemstillinger knyttet til ordinære kjøp og salg av aksjer og ikke særproblemstillinger knyttet til shortsalg.

7 Bergan, «Definisjonen av innsideinformasjon», s. 152.

1.2.2 Utsteders løpende informasjonsplikt

Den løpende informasjonsplikten i MAR artikkel 17 (1) påhviler utstedere[8] hvis finansielle instrumenter[9] er søkt eller tatt opp til handel på et regulert marked i en medlemsstat, jf. artikkel 17 (1) tredje ledd annet punktum.[10] For utstedere hvis finansielle instrumenter bare handles på en multilateral handelsfasilitet (MTF)[11] eller organisert handelsfasilitet (OTF),[12] oppstår informasjonsplikt fra det tidspunkt utsteder har fått tillatelse til at deres finansielle instrumenter tas opp til handel på en MTF eller en OTF, eller har søkt om at deres finansielle instrumenter tas opp til handel på en MTF i en medlemsstat, jf. artikkel 17 (1) tredje ledd annet punktum.[13]

Den løpende informasjonsplikten omfatter innsideinformasjon som direkte angår utsteder. Innsideinformasjon er i MAR artikkel 7 (1) (a) legaldefinert som

> «information of a precise nature, which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more issuers or to one or more financial instruments, and which if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments».[14]

«Innsideinformasjon» fungerer som koblingsbegrep for flere av MARs plikter og forbud, hvorav utsteders løpende informasjonsplikt i artikkel 17 og forbudet mot misbruk av innsideinformasjon i artikkel 14, jf. artikkel 8, er de mest sentrale.[15]

---

8 «Utsteder» er i MAR artikkel 3 (1) (21) definert som «a legal entity governed by private or public law, which issues or proposes to issue financial instruments». MAR artikkel 17 (2) oppstiller en egen informasjonsplikt for deltakere på markedet for utslippstillatelser, som ikke vil behandles i denne boken.

9 «Finansielle instrumenter» er definert i MAR artikkel 3 (1) (1) med videre henvisning til MiFID II artikkel 4 (1) (15), som igjen viser til Annex I Section C.

10 «Regulert marked» er definert i MAR artikkel 3 (1) (6) med videre henvisning til MiFID II artikkel 4 (1) (21).

11 «Multilateral handelsfasilitet» er definert i MAR artikkel 3 (1) (7), med videre henvisning til MiFID II artikkel 4 (1) (22).

12 «Organisert handelsfasilitet» er definert i MAR artikkel 3 (1) (8) med videre henvisning til MiFID II artikkel 4 (1) (23).

13 Anvendelsesområdet for den løpende informasjonsplikten etter MAR er således utvidet sammenlignet med MAD, som bare rettet seg mot utstedere hvis finansielle instrumenter er søkt eller tatt opp til handel på et regulert marked, jf. MAD artikkel 6 (1), jf. artikkel 9 annet ledd. I denne boken vil jeg konsentrere meg om aksjer som handles på regulerte markeder.

14 Kravet til presis informasjon og kurspåvirkningskritieriet er nærmere definert i artikkel 7 (2) og 7 (4). MAR artikkel 7 (1) (b) og (c) oppstiller egne definisjoner av «innsideinformasjon» for henholdsvis varederivater og utslippstillatelser samt auksjonsprodukter.

15 For andre bestemmelser som er knyttet til definisjonen av innsideinformasjon, se punkt 4.4.

Bestemmelsene skal til dels ivareta ulike hensyn, og bruken av en felles definisjon av innsideinformasjon kan dermed få uheldige konsekvenser for en av – eller begge – bestemmelsenes effektivitet. På denne bakgrunn stiller jeg spørsmål ved om den løpende informasjonsplikten etter gjeldende rett er tilstrekkelig effektiv, og hvordan plikten eventuelt kan effektiviseres.

Etter MAR artikkel 17 (1) inntrer informasjonsplikt så snart som mulig etter at den informasjonspliktige omstendighet eller begivenhet har oppstått. Utsteder har imidlertid adgang til å utsette offentliggjøring på nærmere bestemte vilkår. For det første kan utsteder utsette offentliggjøring etter artikkel 17 (4) for ikke å skade sine legitime interesser, forutsatt at allmennheten ikke villedes av utsettelsen, og informasjonen kan holdes konfidensiell. For det annet kan utstederselskaper som defineres som finans- og kredittinstitusjoner[16], på nærmere bestemte vilkår utsette offentliggjøring av informasjon som kan ha systemisk betydning, jf. artikkel 17 (5). Denne særregelen medfører en forhøyet risiko for at kritisk informasjon av betydning for bedømmelsen av aksjenes verdi ikke er offentlig tilgjengelig for investorene. Det kan således stilles spørsmål om hvorvidt særregelen om utsatt offentliggjøring bidrar til kapitalmarkedenes effektivitet, og om denne regelen bør videreføres.

1.2.3 Utsteders erstatningsansvar

Utsteders brudd på den løpende informasjonsplikten, enten i form av offentliggjøring av uriktig eller villedende informasjon eller i form av tilbakeholdelse / forsinket offentliggjøring av informasjon, kan føre til at investorer lider tap. Den løpende informasjonsplikten retter seg først og fremst mot investorer i annenhåndsmarkedene,[17] og i denne boken vil jeg derfor konsentrere meg om disse investorenes erstatningsrettslige stilling.[18] Selv om investorene lider økonomisk tap som følge av brudd på informasjonsplikten, og de øvrige vilkårene for erstatning er oppfylt, er det

16 «Kreditt- og finansinstitusjoner» er definert i MAR artikkel 3 første ledd (3) og (4), med videre henvisning til kapitaldekningsforordningen (CRR) artikkel 4 (1) punkt (1) og (26). Banker og andre finansieringsforetak er blant de mest sentrale institusjonene som omfattes av definisjonene.

17 Om sondringen mellom første- og annenhåndsmarkedene, se punkt 5.1.

18 Jeg vil altså ikke ta stilling til om tegnere i førstehåndsmarkedene kan gjøre erstatningskrav gjeldende for brudd på informasjonsplikten. Ei heller vil jeg vurdere den erstatningsrettslige stilling til investorer som har handlet noterte aksjer utenfor et regulert marked eller en handelsfasilitet. Det kan også tenkes andre markedsaktører som kan lide tap som følge av utsteders brudd på den løpende informasjonsplikten, eksempelvis rådgivere eller analytikere. Heller ikke disse tapssituasjonene vil behandles i denne boken.

ikke etter norsk rett adgang til å holde utstederselskapet erstatningsrettslig ansvarlig. Hensynet til vern av selskapsformuen er til hinder for at investorer kan holde selskapet ansvarlig etter at kapitalendringer er registrert i Foretaksregisteret. Norge er blant få sammenlignbare land som opererer med en slik avskjæringsregel. Jeg vil stille spørsmål ved om den selskapsrettslige avskjæringsregel bør opprettholdes, eller om det bør være mulig for skadelidte investorer å holde utstederselskapet erstatningsrettslig ansvarlig ved brudd på den løpende informasjonsplikten.

Etter gjeldende rett kan imidlertid selskapets styremedlemmer (og eventuelt daglig leder) holdes erstatningsansvarlig overfor selskapets investorer, jf. asal. § 17-1.[19] Det foreligger likevel svært begrenset praksis knyttet til styrets ansvar for brudd på den løpende informasjonsplikten. Dette skyldes trolig dels at den enkelte investors tap vil være så begrenset at vedkommende vil mangle incentiver til å gjøre krav gjeldende, og dels usikkerhet om hvordan de alminnelige erstatningsvilkårene skal tolkes, og dermed om vilkårene er oppfylt i den konkrete saken. På denne bakgrunn stiller jeg spørsmål ved behovet og potensialet for å effektivisere erstatningsvilkårene – gitt at utstederselskapet bør kunne holdes erstatningsansvarlig overfor skadelidte investorer.

1.3 Kort om forholdet til andre fremstillinger

Utsteders løpende informasjonsplikt og erstatningsansvar for brudd på denne plikten har i liten utstrekning vært gjenstand for analyse i norsk juridisk teori. Det foreligger imidlertid en rekke fremstillinger av definisjonen av innsideinformasjon.[20] Fremstillingene relaterer seg i all hovedsak til den norske bestemmelsen som tar utgangspunkt i MAD, og berører ikke pliktens effektivitet.[21]

Sæbø har i sin avhandling om innsidehandel med verdipapir fra 1995 også behandlet utsteders erstatningsansvar ved opplysningssvikt overfor annenhåndsmarkedet.[22] Det eksisterer også flere fremstillinger av andre former for informasjonsansvar

19 I denne boken behandler jeg bare utstederselskapets ansvar. Enkelte spørsmål vil likevel ha overføringsverdi til styrets ansvar. Jeg vil ikke behandle spørsmål knyttet til medkontrahentens eventuelle privatrettslige ansvar som følge av utsteders informasjonssvikt. For en analyse av disse spørsmålene, se Bergo, *Børs- og verdipapirrett*, s. 239 flg. og Sæbø, *Innsidehandel*, s. 354 flg.

20 Jf. bl.a. Bergan, «Definisjonen av innsideinformasjon», s. 152 flg., Bergo, *Børs- og verdipapirrett*, s. 277 flg., Svedberg, «Begrepet innsideinformasjon», s. 116 flg. og Sæbø, *Innsidehandel*, s. 128 flg.

21 Sæbø, *Innsidehandel* ble utgitt før vedtakelsen av MAD.

22 Sæbø, *Innsidehandel*, s. 564–593.