PROSPEKTANSVARET

Caveat emptor eller caveat venditor?

Catarina af Sandeberg

DETTA ÄR ETT OTYPOGRAFERAT 0-KORREKTUR

Till Richard, Christian och Fredrik

Juridikbok.se

Denna digitala version av verket är nedladdad från juridikbok.se.

Den licens som tillämpas för de verk som finns på juridikbok.se är **Creative Commons CC BY-NC 4.0**. Licensvillkoren måste följas i sin helhet och dessa finner du här https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/legalcode.sv

Sammanfattningsvis innebär licensen följande:

Tillstånd för användaren att:

• Kopiera och vidaredistribuera materialet oavsett medium eller format

• Bearbeta och bygga vidare på materialet

Villkoren för tillståndet är:

• Att användaren ger ett korrekt erkännande, anger en hyperlänk till licensen och anger om bearbetningar är gjorda av verket. Detta ska göras enligt god sed.

• Att användaren inte använder materialet för kommersiella ändamål.

• Att användaren inte tillämpar rättsliga begränsningar eller teknik som begränsar andras rätt att gör något som licensen tillåter.

Se även information på
https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/deed.sv

http://urn.kb.se/resolve?urn=urn:nbn:se:juridikbokse-f43d9

1 INTRODUKTION OCH ÖVERGRIPANDE FRÅGESTÄLLNINGAR. 13

1.1 AKTIEMARKNADENS INFORMATIONSBEHOV 15
1.2 ÖVERGRIPANDE FRÅGESTÄLLNINGAR OCH UNDERSÖKNINGENS SYFTE 19
1.3 METODFRÅGOR 22
1.3.1 Allmänt 22
1.3.2 Komparativa studier 23
1.4 RÄTTSPOLITISKT PERSPEKTIV 25
1.5 AVGRÄNSNINGSFRÅGOR 27
1.6 DISPOSITION AV AVHANDLINGEN 30

2 AKTIEMARKNADENS FUNKTION 32

2.1 INLEDNING 32
2.2 VÄRDEPAPPERSMARKNADENS INSTRUMENT 34
2.3 EMISSION AV AKTIER 35
2.3.1 Inledning 35
2.3.2 Prissättning av aktier 36
2.3.2.1 Teoribildning 38
2.3.2.2 Värdering och prissättning 39
2.4 AKTIEMARKNADENS AKTÖRER 44
2.4.1 Marknadens tillsynsorgan 45
2.4.1.1 Finansinspektionens tillsyn och övervakning 45
2.4.1.2 Värdepapperscentralens funktion 46
2.4.1.3 Börsens övervakning 46
2.4.2 De emitterande bolagen 48
2.4.3 Medverkande emissionsinstitut 50
2.4.4 Prospektens adressatkrets 52
2.4.4.1 Den segmenterade kretsen 53

3 PROSPEKT 55

3.1 INLEDNING 55
3.2 SYFTET MED PROSPEKT 55
3.3 SKYLDIGHETEN ATT UPPRÄTTA OCH OFFENTLIGGÖRA PROSPEKT 56
3.3.1 Inledning 56
3.3.2 Lagar och förordningar 57
3.3.2.1 EG:s prospektregler 57
3.3.2.1.1 Börsdirektivet 80/390/EEG 57
3.3.2.1.2 Prospektdirektivet 89/298/EEG 58
3.3.2.2 ABL - emissionsprospekt och prospekt vid erbjudande om försäljning av aktier 60
3.3.2.3 LBC - börsprospekt 62
3.3.2.4 LHF - noteringsprospekt, emissionsprospekt och prospekt vid erbjudande om försäljning respektive köp av aktier 63
3.3.3 Föreskrifter och rekommendationer 65
3.3.3.1 Finansinspektionens föreskrifter 65
3.3.3.1.1 Prospektförklaringen 66
3.3.3.1.2 Innehållskraven 67
3.3.3.1.2.1 Kravet på framtidsinriktad information 67
3.3.3.2 Börsens regelverk 68
3.3.3.2.1 Noteringsavtalet 69
3.3.3.2.2 Stockholmsbörsens listningskrav 70
3.3.3.2.2.1 Noteringskrav A-listan 71
3.3.3.2.2.2 Noteringskrav O-listan 72
3.3.3.2.2.3 Kravet på börsmässighet 72

3.3.3.3 NBK:s rekommendationer ... 73
3.3.3.4 Aktiemarknadsnämndens uttalanden ... 74
3.3.3.5 Svenska fondhandlareföreningen ... 75
3.3.4 Sammanfattande slutsatser ... 76
3.4 OFFENTLIGA ERBJUDANDEN VIA INTERNET ... 76
3.4.1 Inledning ... 76
3.4.2 Svenska regler för utländskt bolag som lämnar ett erbjudande över Internet 77
3.4.3 En internationell utblick ... 79
3.5 FEL ELLER BRIST I PROSPEKT ... 79
3.5.1 Formella fel ... 80
3.5.2 Felaktig eller bristfällig sakuppgift ... 81
3.5.3 Utelämnande av väsentlig uppgift ... 85
3.5.4 Felaktiga prognoser och ”soft information” ... 86
3.5.4.1 Krav på framtidsinriktad information i prospekt ... 86

4 SKADESTÅNDSANSVAR ... 90

4.1 INLEDNING ... 90
4.1.1 Ansvarssituationerna ... 91
4.1.2 De skadelidande rättssubjekten ... 91
4.1.3 Potentiella ansvarssubjekt ... 92
4.2 SKADESTÅNDSLAGENS REGLER ... 93
4.2.1 Inledning ... 93
4.2.2 Ansvarssubjekten enligt SkL ... 93
4.2.3 Ersättning för förmögenhetsskada ... 93
4.3 DET AKTIEBOLAGSRÄTTSLIGA ANSVARET ... 96
4.3.1 Inledning ... 96
4.3.2 Det aktiebolagsrättsliga ansvarets struktur ... 97
4.3.2.1 Internt ansvar - ansvar mot bolaget ... 98
4.3.2.2 Ansvar för aktieägares indirekta skada ... 98
4.3.2.3 Ansvar för extern direkt skada ... 99
4.3.3 Lokutionen denna lag, tillämplig lag om årsredovisning och bolagsordningen ... 100
4.3.3.1 Omfattningen av uttrycket ”denna lag” ... 100
4.3.3.2 Årsredovisningslagens omfattning ... 102
4.3.3.3 Regler om prospekt i bolagsordningen ... 102
4.3.4 Ansvarssubjekt enligt aktiebolagslagens ansvarssystem ... 102
4.4 REKVISIT FÖR ANSVAR ... 103
4.4.1 Inledning ... 103
4.4.2 Skadebegreppet ... 103
4.4.3 Oaktsamhetstandarden ... 104
4.4.3.1 Inledning ... 104
4.4.3.2 Objektivisering av culpabedömningen ... 105
4.4.3.3 Det subjektiva inslaget ... 106
4.4.3.4 Culpabedömningen vid prospektansvar ... 107
4.4.3.5 Ansvarslindrande omständigheter ... 109
4.4.3.5.1 Lindring av ansvaret på grund av samtycke till risk ... 111
4.4.3.5.2 Nyttomaximeringsprincipen inverkan på aktsamheten ... 113
4.4.3.5.3 Sammanfattande slutsatser ... 114
4.4.3.6 Utvidgning av culpaansvaret i rättspraxis ... 114
4.4.4 Kravet på orsakssamband och adekvans ... 116
4.4.4.1 Inledning ... 116
4.4.4.2 Inställningen till adekvanskravet i doktrinen ... 119
4.4.4.3 Rekvisiten i begränsningslärorna ... 120
4.4.4.3.1 Inledning ... 120

4.4.4.3.2 Riskspridningsargumentet ... 121
4.4.4.3.3 Kravet på närhet ... 122
4.4.4.3.4 Kravet på tillit ... 124
4.4.4.4 Adekvanskrav vid bedömning av prospektansvar ... 126
4.4.4.4.1 Presumerad tillit ... 127
4.4.4.4.1.1 Inledning ... 127
4.4.4.4.1.2 Orsakssamband och teorin om marknadsbedrägeri ... 128
4.4.4.4.1.3 Sammanfattande slutsatser ... 132
4.4.4.4.2 Beloppsbegränsning av ansvaret ... 132
4.5 NORMSKYDDSLÄRANS BETYDELSE FÖR ANSVARET ... 133
4.5.1 LHF:s och LBC:s konstitutionella karaktär ... 139
4.5.2 Sammanfattande slutsatser ... 140

5 SJÄLVREGLERING PÅ VÄRDEPAPPERSMARKNADEN ... 141

5.1 FÖR- RESPEKTIVE NACKDELAR MED SJÄLVREGLERING ... 141
5.1.1 Sammanfattande slutsatser ... 144
5.2 ANSVAR VID ÖVERTRÄDELSE AV ICKE-BINDANDE REGLER OCH NORMER ... 145
5.2.1 Sammanfattande slutsatser ... 148

6 INLEDNING ... 151

7 DANMARK ... 153

7.1 BÖRSBOLAGENS ORGANISATION ... 153
7.2 VÄRDEPAPPERSMARKNADEN OCH DESS TILLSYN OCH ÖVERVAKNING ... 153
7.3 PROSPEKTREGLER ... 154
7.3.1 Verifikationskravet ... 157
7.4 SKADESTÅND ... 157
7.4.1 Aktiebolagsrättsligt skadestånd ... 157
7.4.2 Skadeståndslagen ... 158
7.4.3 Rekvisit för ansvar ... 159
7.5 BOLAGETS ANSVAR ... 160
7.5.1 Ogiltighet av aktieteckningen ... 160
7.5.2 Bolagets skadeståndsansvar ... 163
7.6 ORGANLEDAMÖTERNAS ANSVAR ... 164
7.7 EMISSIONSINSTITUTETS ANSVAR ... 166
7.8 REVISORS ANSVAR ... 167
7.9 STRAFFANSVAR ... 169

8 NORGE ... 173

8.1 BÖRSBOLAGENS ORGANISATION ... 173
8.2 VÄRDEPAPPERSMARKNADEN OCH DESS TILLSYN OCH ÖVERVAKNING ... 173
8.3 PROSPEKTREGLER ... 174
8.4 SKADESTÅND ... 177
8.5 REKVISIT FÖR ANSVAR ... 178
8.6 BOLAGETS ANSVAR ... 179
8.6.1 Ogiltighet av aktieteckning ... 179
8.6.2 Bolagets skadeståndsansvar ... 181
8.7 ORGANLEDAMÖTERNAS ANSVAR ... 182
8.8 EMISSIONSINSTITUTETS ANSVAR ... 185
8.9 REVISORS ANSVAR ... 187
8.10 STRAFFANSVAR ... 188

9 STORBRITANNIEN ... 190

9.1 BÖRSBOLAGENS ORGANISATION ... 190

9.2 VÄRDEPAPPERSMARKNADEN OCH DESS TILLSYN OCH ÖVERVAKNING 190
9.3 PROSPEKTREGLER 191
9.3.1 Rekvisit för ansvar 194
9.3.2 Ansvarslindrande omständigheter 194
9.4 SKADESTÅND 195
9.4.1 Common law 197
9.4.1.1 Misrepresentation Act 197
9.4.1.2 Tort of deciet 197
9.4.1.3 Negligent misstatement 198
9.5 BOLAGETS ANSVAR 199
9.5.1 Ogiltighet av aktieteckningen 199
9.5.2 Bolagets skadeståndsansvar 200
9.6 ORGANLEDAMÖTERNAS ANSVAR 200
9.7 EMISSIONSINSTITUTETS ANSVAR 202
9.8 ANSVAR FÖR REVISORER, ADVOKATER, EXPERTER OCH ANDRA RÅDGIVARE 203
9.9 STRAFFANSVAR 204

10 TYSKLAND 206

10.1 BÖRSBOLAGENS ORGANISATION 206
10.2 VÄRDEPAPPERSMARKNADEN OCH DESS TILLSYN OCH ÖVERVAKNING 206
10.3 PROSPEKTREGLER 207
10.3.1 Rekvist för ansvar 210
10.3.2 Ansvarslindrande omständigheter 211
10.3.3 Särskilt om ogiltighet av friskrivningsklausuler 211
10.4 SKADESTÅND 212
10.5 BOLAGETS ANSVAR 214
10.5.1 Ogiltighet av aktieteckningen 214
10.5.2 Bolagets skadeståndsansvar 215
10.6 OGANLEDAMÖTERNAS ANSVAR 217
10.7 EMISSIONSINSTITUTETS ANSVAR 217
10.8 REVISORS ANSVAR 219
10.9 PRESKRIPTION 219
10.10 STRAFFANSVAR 220

11 USA 221

11.1 BÖRSBOLAGENS ORGANISATION 221
11.2 VÄRDEPAPPERSMARKNADEN OCH DESS TILLSYN OCH ÖVERVAKNING 221
11.3 VÄRDEPAPPERSMARKNADSRÄTTSLIG REGLERING 223
11.3.1 Inledning 223
11.4 DE FEDERALA ANSVARSREGLERNA 223
11.4.1 The Securities Acts 223
11.4.1.1 Private Litigation Reform Act 225
11.4.1.1.1 Inledning 225
11.4.1.1.2 Bakgrund till reformen 225
11.4.1.1.3 Reformens innehåll 226
11.4.1.1.4 Utvecklingen efter reformen 229
11.4.1.2 Securities Act of 1933 229
11.4.1.2.1 Ansvar enligt SA section 11 230
11.4.1.2.1.1 Rekvisit för ansvar 234
11.4.1.2.2 Ansvar enligt SA section 12 234
11.4.1.2.2.1 Rekvisit för ansvar 236
11.4.1.2.3 Ansvar enligt SA section 17 237
11.4.1.3 Securities Exchange Act of 1934 237
11.4.1.3.1 Ansvar enligt SEA Rule 10b-5 237

11.4.1.3.1.1 Rekvisit för ansvar ... 239
11.4.1.4 Ansvaret för prognoser och uttalanden om framtiden ... 241
11.4.1.4.1 Ansvar enligt SEA section 18 ... 241
11.5 SKADESTÅND ... 242
11.6 BOLAGETS ANSVAR ... 244
11.6.1 Ogiltigförklaring av aktieteckningen ... 244
11.6.2 Bolagets respektive organledamöternas skadeståndsansvar ... 245
11.7 EMISSIONSINSTITUTETS ANSVAR ... 246
11.8 REVISORS ANSVAR ... 247
11.9 PRESKRIPTION ... 248
11.10 STRAFFANSVAR ... 249

12 BOLAGETS ANSVAR ... 251

12.1 OLIKA MÖJLIGA ANSVARSGRUNDER ... 251
12.1.1 Ansvar enligt den s k organmodellen ... 251
12.1.2 Avtalsförhållande som grund för hävning och ersättning ... 255
12.2 MÖJLIGHET TILL OGILTIGFÖRKLARING AV AKTIETECKNINGEN ... 259
12.2.1 Inledning ... 259
12.2.2 Gällande rätt ... 260
12.2.2.1 Rättspraxis som grund för gällande rätt ... 263
12.2.2.2 Inställningen i doktrin ... 266
12.2.2.2.1 Registreringen som tidpunkt för hinder mot ogiltigförklaring ... 267
12.2.2.2.2 Motiv för att göra åtskillnad mellan starka och svaga ogiltighetsgrunder ... 268
12.2.2.3 Senare tids diskussion ... 268
12.2.3 Möjlighet till ogiltighetsförklaring av aktieteckningen i vissa andra länders rättssystem ... 269
12.2.4 Skyddet för aktiebolagets kapital ... 271
12.2.5 Inverkan av att en handling sker i strid med legala förbud ... 272
12.3 BOLAGETS SKADESTÅNDSANSVAR ... 274
12.3.1 Gällande rätt ... 274
12.3.2 Den amerikanska modellen ... 275
12.4 RÄTTSPOLITISK DISKUSSION RÖRANDE MÖJLIGHET TILL OGILTIGFÖRKLARING AV AKTIETECKNINGEN RESPEKTIVE BOLAGETS ERSÄTTNINGSANSVAR ... 276
12.4.1 Inledning och avgränsning av frågeställningar ... 276
12.4.2 En avvägning av skyddsvärda intressen ... 278
12.4.3 En jämförelse med bolagets nedsättning av aktiekapitalet vid utebliven betalning av aktier ... 281
12.4.4 En jämförelse med bolagets förvärv av egna aktier ... 282
12.4.5 1935 års dom jämfört med HD:s resonemang på senare tid ... 283
12.4.6 Frågan om rättvisehänsyn ... 284
12.4.7 Skadeståndssanktionens inverkan på den svenska riskkapitalmarknaden ... 285
12.4.8 Skillnaden mellan primär- och sekundärmarknadstransaktion ... 286
12.4.9 Sammanfattande slutsatser rörande ogiltighet av aktieteckning samt bolagets skadeståndsansvar ... 287
12.4.10 Bolagets ansvar för ställda villkor, garantier och ersättningsklausuler ... 289
12.4.10.1 Inställningen i amerikansk rätt ... 291
12.4.10.2 Sammanfattande slutsatser ... 292
12.5 BOLAGETS ADMINISTRATIVA ANSVAR ... 293
12.5.1 Finansinspektionens övervakning ... 293
12.5.2 Börsens regler ... 293

13 ANSVAR FÖR BOLAGSORGAN SAMT FÖRETRÄDARE FÖR BOLAGET 296

13.1 STYRELSENS ANSVAR 296
13.1.1 Inledning 296
13.1.1.1 Ansvarsfördelningen inom styrelsen 297
13.1.1.1.1 Inledning 297
13.1.1.1.2 Ansvarsfördelning enligt 8 kap ABL 299
13.1.1.1.2.1 Inledning 299
13.1.1.1.2.2 Det reformerade ansvaret 300
13.1.1.1.2.3 Styrelseordförandens ansvar 304
13.1.2 Styrelsens ansvar för standardiserade ansvarsförklaringar 305
13.1.2.1 Inledning 305
13.1.2.2 En jämförelse med förvärv av bolag 306
13.1.2.3 Inställningen i norsk doktrin 306
13.1.3 Styrelsens ansvar för experts/konsults uppgifter 308
13.1.4 Styrelsens ansvar för värdet på apportegendom 308
13.1.5 Betydelsen av beviljad ansvarsfrihet 310
13.1.6 Delegation och ansvar 311
13.1.7 Culpabedömningen vid styrelseansvar 313
13.1.8 Sammanfattning 314
13.2 ANSVAR FÖR VERKSTÄLLANDE DIREKTÖR 315
13.3 ANSVAR FÖR KONCERNCHEF, DIREKTION OCH ÖVRIGA ANSTÄLLDA 319
13.4 PRESKRIPTION AV ANSVAR 320

14 REVISORS ANSVAR ENLIGT ABL 321

14.1 INLEDNING 321
14.2 REVISORSUPPDRAGET 323
14.3 CULPABEDÖMNINGEN VID REVISORS ANSVAR 329
14.3.1 Regler rörande revisors bedömning 329
14.3.2 Aktsamhetsbedömningen 330
14.4 KRAVET PÅ ORSAKSSAMBAND 331
14.5 ANSVARSUPPDELNINGEN MELLAN STYRELSEN OCH REVISORN 332
14.6 REVISORS ADMINISTRATIVA ANSVAR 332
14.7 SAMMANFATTANDE SLUTSATSER 333

15 EMISSIONSINSTITUTETS ANSVAR 334

15.1 INLEDNING 334
15.2 ANSVARET MOT BOLAGET OCH DESS AKTIEÄGARE 336
15.3 ANSVARET GENTEMOT INVESTORERNA 336
15.3.1 Emissionsinstitutet ansvarar för emissionen utan att förvärva aktier 337
15.3.2 Stand by underwriting 342
15.3.3 Firm-commitment underwriting 343
15.3.3.1 Underwriters ansvar enligt köplagen 343
15.3.3.1.1 Fel i lämnade uppgifter 345
15.3.3.1.2 Säljarens upplysningsplikt 346
15.3.3.1.3 Säljarens undersökningsplikt 346
15.3.3.1.4 Ansvarsfrågan 347
15.3.4 Förmedling av köporder 347
15.3.5 Problemet med sammanblandning 348
15.4 EMISSIONSINSTITUTET SOM KOMMISSIONÄR 351
15.4.1 Inledning 351
15.4.2 Kommissionärsansvaret 351
15.4.3 Slutsats 354

15.5 EMISSIONSINSTITUTETS ADMINISTRATIVA ANSVAR 354
15.6 REGRESSRÄTTEN 354
15.7 SAMMANFATTANDE SLUTSATSER 355

16 ANSVAR FÖR SÄLJARE RESPEKTIVE KÖPARE AV BLOCK AV AKTIER 355

16.1 INLEDNING 356
16.2 ANSVAR VID ERBJUDANDE OM FÖRSÄLJNING AV BLOCK AV AKTIER 357
16.3 ANSVAR VID ERBJUDANDE OM KÖP AV BLOCK AV AKTIE 358
16.4 SAMMANFATTANDE SLUTSATSER 359

17 KONSULTANSVARET 360

17.1 INLEDNING 360
17.2 ANSVARET MOT MEDKONTRAHENTS MEDKONTRAHENT 361
17.2.1 Det utvidgade ansvaret 362
17.2.1.1 Förutsättningar för ansvar 363
17.2.2 Bankers rådgivaransvar 366
17.2.2.1 Inledning 366
17.2.2.2 Banks rådgivaransvar i praxis och doktrin 367
17.2.2.3 Förutsättningar för ansvar 369
17.3 CULPABEDÖMNINGEN VID KONSULTANSVAR 371
17.4 ANSVARET FÖR MEDKONTRAHENTS MEDKONTRAHENTS MEDKONTRAHENT 372
17.5 SAMMANFATTANDE SLUTSATSER 373

18 ANSVAR FÖR GRANSKANDE MYNDIGHET 374

18.1 INLEDNING 374
18.2 BÖRSENS MYNDIGHETSPRÄGEL 376
18.3 INSTÄLLNINGEN I PRAXIS OCH DOKTRIN 377
18.4 EN RÄTTSPOLITISK DISKUSSION 379
18.5 SAMMANFATTANDE SLUTSATSER 381

19 VISSA SÄRSKILDA FRÅGESTÄLLNINGAR 381

19.1 ANSVARET FÖR PROGNOSER, FRAMTIDSINRIKTAD INFORMATION OCH SOFT INFORMATION 381
19.1.1 Inledning 381
19.1.2 Den affärsmässiga bedömningen 383
19.1.3 Kunskapskravet 385
19.1.4 Inställningen i nordisk doktrin 385
19.1.5 Sammanfattande slutsatser 386
19.2 ANSVAR FÖR MASSMEDIALT SPRIDD INFORMATION 387
19.3 ANSVAR ENLIGT MARKNADSFÖRINGSLAGEN 389
19.4 ANSVAR FÖR MARKNADSFÖRING AV AKTIEFÖRSÄLJNINGEN 390
19.4.1 Sammanfattande slutsatser 392
19.4.2 Exkurs - konsumentskydd vid förvärv av aktie 393
19.5 BERÄKNING AV EKONOMISK FÖRLUST OCH SKADESTÅND 396
19.5.1 Inledning 396
19.5.2 Beräkning av beloppet genom en s k event study 400
19.5.3 Skadeberäkning med stöd av finansiell teori 401
19.5.3.1 Beräkning med stöd av aktiens betavärde 401
19.6 MÖJLIGHETEN TILL JÄMKNING AV SKADESTÅNDET 402
19.7 ANSVARSFÖRSÄKRINGARS INVERKAN 403
19.8 GRUPPTALAN 406
19.8.1 Inledning – access to justice 406

19.8.2 Grupptalaninstitutets tillämpning i Sverige ... 407

20 DET PERSONLIGA STRAFFANSVARET ... 410

20.1 INTRODUKTION ... 410
20.2 REKVISIT FÖR ANSVAR VID BROTT ... 411
20.2.1 Uppsåtsbegreppet ... 411
20.3 FÖRMÖGENHETSBROTTEN ... 412
20.3.1 Svindleri ... 412
20.3.1.1 Ansvarssubjekt ... 413
20.3.1.2 Rekvisit för ansvar ... 414
20.3.1.2.1 Brottets objektiva sida ... 414
20.3.1.2.1.1 Vilseledande ... 414
20.3.1.2.1.2 Spridningskravet ... 415
20.3.1.2.1.3 De subjektiva rekvisiten ... 415
20.3.2 Svindleriansvaret i praxis ... 416
20.3.3 Bedrägeri ... 417
20.3.3.1 Rekvisit för ansvar ... 418
20.3.3.1.1 De objektiva rekvisiten ... 418
20.3.3.1.1.1 Vilseledande ... 418
20.3.3.1.1.2 Kravet på förmögenhetsöverföring ... 418
20.3.3.1.2 De subjektiva rekvisiten ... 419
20.3.4 Osann försäkran och vårdslös försäkran ... 419
20.3.5 Osant intygande ... 420
20.3.6 Bokföringsbrottet ... 420
20.3.7 Insiderbrottet ... 421
20.3.8 Kursmanipulation och otillbörlig kurspåverkan ... 422
20.3.8.1 Bakgrund till bestämmelsen ... 422
20.3.8.2 Regelns tillämpningsområde ... 423
20.3.9 Rådgivningslagen ... 426
20.4 TRYCKFRIHETSRÄTTSLIGA FRÅGOR ... 426

21 STRAFFANSVAR FÖR JURIDISKA PERSONER ... 427

21.1 INLEDNING ... 427
21.1.1 Regler om företagsbot ... 430
21.1.1.1 Företagsbotsutredningen ... 431
21.2 DEN JURIDISKA PERSONENS STRAFFANSVAR I ANDRA LÄNDER ... 432
21.2.1 Inledning ... 432
21.2.2 Danmark ... 432
21.2.3 Norge ... 433
21.2.4 Storbritannien ... 433
21.2.5 Tyskland ... 435
21.2.6 USA ... 435
21.3 SAMMANFATTANDE SLUTSATSER RÖRANDE STRAFFANSVAR FÖR JURIDISKA PERSONER ... 437

22 SAMMANFATTANDE DISKUSSION OCH SLUTSATSER ... 439

22.1 GÄLLANDE RÄTT ... 439
22.2 AKTIEBOLAGSKOMMITTÉNS FÖRSLAG ... 441
22.3 NÅGRA ANSATSER DE LEGE FERENDA ... 443
22.3.1 Den ersättningsberättigade kretsen ... 443
22.3.2 Rekvisit för ersättning ... 444
22.3.3 Bolagets ansvar ... 445
22.3.3.1 Ogiltigförklaring av förvärvet vid bolagsbildning ... 447
22.3.3.2 Ogiltigförklaring av köpet vid nyemission ... 447
22.3.3.3 Skadestånd ur bolagets medel till aktietecknare ... 448

22.3.3.4 Skadestånd ur bolagets medel vid skada på sekundärmarknaden.... 448
22.3.3.5 Skyldighet för bolaget att återköpa aktierna till förvärvspris 448
22.3.4 Organledamöternas ansvar 449
22.3.5 Emissionsinstitutets ansvar 449
22.3.6 Revisors och övriga konsulters ansvar 450
22.3.7 Grupptalan 450
22.3.8 Det personliga straffansvaret 450
22.3.9 Straffansvar för den juridiska personen 451
22.3.10 Slutsatser 451

23 SUMMARY IN ENGLISH 453

23.1 INTRODUCTION 453
23.1.1 Analytical objective and disposition of the dissertation 453
23.2 THE LEGAL GROUND 454
23.2.1 The Companies Act (ABL) 454
23.2.2 The Tort Liability Act (SkL) 455
23.2.3 Penal Sanctions 456
23.2.4 Liability under stock exchange rules and regulations 457
23.3 SUMMARY OF THE DISSERTATION'S CONCLUSIONS 457
23.3.1 The circle entitled to compensation 459
23.3.2 Conditions for compensation 459
23.3.3 Liability of the company itself 460
23.3.3.1 Rescission of the subscription of the shares when forming a company 462
23.3.3.2 Rescission of subscribed shares in a new issue 462
23.3.3.3 Compensation of damages that have occured on the 462
23.3.3.3 primary market 462
23.3.3.4 Compensation of damages that have occurred on the secondary market 462
23.3.3.5 Obligation for the Company to Repurchase the Shares at the Acquisition Price 463
23.3.4 Liability of the board members 464
23.3.5 Liability of the investment bank 464
23.3.6 Liability of the accountant 465
23.3.7 The impact of limitation clauses 465
23.3.8 The class action institute 465
23.3.9 The question of penalty 465

”Imagine, if you will, a world in which the remedy against fraud is too weak: companies will be able to say anything they want about themselves or their expectations, but investors do not want to risk their capital. Imagine, on the other hand, a world in which the remedy against fraud is too strong: any mistake in any company statement will risk huge lawsuits alleging fraud, so no company will be able to raise capital. Either way, our capitalist system is the loser. What we need is a balance between caveat emptor and caveat venditor – between ”buyer beware” and ”seller beware”.Lewitt, Arthur, chairman U.S. Securities and Exchange Commission, ”Between caveat emptor and caveat venditor: The middle ground of litigation reform”, s 306.

Det civil- och straffrättsliga ansvaret för innehållet i prospekt

1 Introduktion och övergripande frågeställningar

Denna avhandling rör det civil- och straffrättsliga ansvar som kan uppkomma i anledning av att bristfälliga uppgifter lämnats i ett prospekt i samband med handel i aktier. Köp av aktier kan ske på en rad olika sätt, såsom köp över börs eller auktoriserad marknadsplats, köp i anledning av ett lämnat offentligt erbjudande om aktieförvärv och privata köp utanför de etablerade marknadssystemen. Offentlig handel med aktier sker genom att aktierna inregistreras på OM Stockholmsbörsens A-lista eller noteras på annan börslista eller marknadsplats. Detta kan ske i samband med emission av aktier, men så är inte alltid fallet. Börsintroduktion av ett bolag kan även ske utan att aktier emitteras i samband därmed. Det är då förutvarande ägare av bolaget som är säljare av aktierna. Är aktierna redan före introduktionen spridda på ett tillräckligt stort antal ägare kan börsintroduktion även ske utan att försäljning av aktier över huvud taget äger rum. Vanligast är dock att i samband med en börsintroduktion en nyemission genomförs parallellt. Vid offentligt erbjudande om köp av aktier vid emission äger transaktionen rum på den s k primärmarknaden. Den handel med aktierna som därefter äger rum benämns sekundärmarknadshandel.

Vid börsintroduktion åvilar det enligt svensk lag det agerande bolagets styrelse att utforma ett prospekt vari en presentation och en värdering av bolaget skall göras. De uppgifter som skall presenteras i prospektet samlas in och sammanställs genom ett eller flera emissionsinstituts försorg med hjälp av bolagets organ och anställda. Uppgifter inhämtas från olika underavdelningar inom bolaget, från bolagets revisorer och advokater samt från för ändamålet engagerade värderingsinstitut. På grundval av de på detta sätt inhämtade uppgifterna sker en sammanställning, bearbetning och utformning av prospektet i samarbete med den eller de rådgivare som åtagit sig ansvar för

introduktion av bolaget. Traditionellt har synen på investering i värdepapper på primärmarknaden varit positiv, och investering i värdepapper på primärmarknaden har ofta inneburit vinst för investerare.[1] Detta är dock inte alltid fallet. Och om det efter det att börsintroduktion skett uppdagas att i prospektet offentliggjorts uppgifter som inte är helt i överensstämmelse med verkliga förhållanden och detta lett till att aktieteckning skett under felaktiga förutsättningar, kan aktiekursen komma att påverkas så att investor i stället lider avsevärd förlust. Typfallet är att investor på grund av felaktiga uppgifter i ett prospekt tecknar eller köper aktier till överpris och därigenom lider ekonomisk skada. Ämnet omfattar även den förlust som åsakmas aktiesäljare som sålt sitt innehav av aktier till ett för lågt pris på grund av att värdet på aktierna varit påverkat av bristfällig information. Avhandlingsämnet rör vilken skada som kan uppkomma om innehållet i ett prospekt är oriktigt, i vilka fall ersättning för skada skall utges, samt vilket civil- och straffrättsligt ansvar som åvilar respektive ansvarssubjekt.

Under de tjugofem år som gått sedan aktiebolagslagens tillkomst har aktiviteten på värdepappersmarknaden genomgått en avsevärd förändring. Den ökade globaliseringen och framför allt den nya tekniken tillåter en ökad omsättning på börserna, och antalet börsnoterade bolag har mångdubblats under de senaste tjugofem åren. Genom pågående ändringar i aktiebolagslagen sker en anpassning av svensk rätt till de nya marknadsförhållandena. Dessutom har det skett en anpassning till EG:s regelverk. Vi har under 1990-talet fått flera nya lagar på värdepappersmarknadsområdet vilka till stor del syftar till en harmonisering med motsvarande EG-direktiv. Lagarna kompletterar delvis varandra, men reglerna överlappar även varandra i en rad fall. Lagstiftningen på detta område är än så länge trots allt fragmentiserad och liknar fortfarande mest "en utskärgård med öar av lagstiftning och hav av vatten däremellan."[2] I avvaktan på lagstiftning har värdepappersmarknadens aktörer kompletterat befintlig lagstiftning med regler och rekommendationer inom respektive verksamhetsområde. Denna självreglering har välkomnats av lagstiftaren. Exempelvis har i propositionen om handel och tjänster på värdepappersmarknaden uttalats att lagstiftningen bör innehålla vissa grundläggande regler, vilka bör utgöra en ram inom vilken olika slag av självreglering kan förekomma.[3] Följaktligen skall hänsyn tas till en

[1] Se s x ang fenomenet underprissättning vid nyintroduktioner.

[2] Pehrson, L, Lagstiftning och forskning inom den centrala förmögenhetsrätten - Aktiebolagsrätt och börsrätt, s 362. Dock skall sägas att avståndet mellan skären minskat sedan 1988.

[3] Prop 1990/91:142 s 82.

kombination av å ena sidan lagstiftning, liksom annan myndighetsreglering som grundar sig på lagstiftning, och å andra sidan olika former för självreglering. En emission eller utförsäljning kan sålunda samtidigt vara underkastad flera regelverk, och aktörerna på värdepappersmarknaden måste utöver aktiebolagslagens regler beakta reglerna i en rad lagar, föreskrifter och rekommendationer.

1.1 Aktiemarknadens informationsbehov

Värdepappersmarknaden fullgör i princip samma samhällsekonomiska funktion som andra delar av det finansiella systemet, nämligen att omfördela sparande och risk.[4] Allmänhetens förtroende för marknaden har genom denna allokeringsfunktion stor betydelse för samhällsekonomin, och framtonar som det dominerande motivet för lagstiftning på den svenska aktiemarknaden.[5] Allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden har dock inget egenvärde i sig, utan syftar till att garantera marknadernas funktioner som riskkapitalgeneratorer och platser för handel med risker.[6] Ett aktiebolags verksamhet berör inte endast personer med vilket det står i en direkt relation, utan står i sin egenskap av form för social samverkan i ständig växelverkan även med sin yttre omgivning. På grund av detta förhållande, samt aktiebolagens stora sociala betydelse som arbetsgivare och för samhället, har många personer och grupper utanför bolagets organisation behov av information om bolaget och dess verksamhet.[7] Syftet med lagstiftningen på värdepappersmarknaden är sålunda utöver att garantera allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden, även att åstadkomma ett effektivt investerarskydd. I 1 kap 2 § lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument anges att handel med finansiella instrument skall bedrivas så, att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras.

En förutsättning för att allmänheten skall hysa förtroende för värdepappersmarknaden är att prissättningen av de emitterade aktierna är korrekt, i den mening att priset på ett rationellt sätt återspeglar all relevant tillgänglig information. I finansiell teori talar man om att

[4] Prop 1991/92:113 s 56.

[5] Se bl a prop 1990/91:142 s 84.

[6] Se prop 1990/91:142 s 78; prop 1991/92:113 s 56 f; Johansson, S, Options- och terminsavtal, s 65.

[7] Se beträffande aktiebolagens sociala ansvar Toivanen, H, Kontroll av aktiebolag i Finland – juridik och verklighet, i Selskabers organisation, Krüger Andersen, P, ed, samt Normann Aarum, K, Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper, s 369 ff.

marknaden skall vara effektiv, genomlyst och likvid,[8] och den börsrättsliga regleringen skall skapa de rättsliga ramarna för marknadens effektivitet, genomlysning och likviditet. Syftet skulle svårligen kunna uppnås utan omfattande regler om informationsplikt. Den obligatoriska informationsgivningen från börsföretagen till allmänheten har dock i Sverige haft en betydligt svagare ställning som regleringsmetod än i andra länder, vilket har medfört att marknadens aktörer själva har utfärdat regler och rekommendationer. Reglering genom lagstiftning har i princip skett först i och med implementeringen av EG:s regelverk, och marknaden för handel med aktier och finansiella instrument regleras idag av en stor mängd normer som står att finna i olika källor av olika dignitet. Den officiella kvalitetsstämpeln av börsen som marknadsplats för kapitalförmedling innebär dessutom att regleringen skall medverka till att handeln och prissättningen på börsmarknaden sker på ett sätt som i största möjliga utsträckning kan anses vara förutsebart och riktigt. Att säkra tilliten till och kvalitén på börsmarknaden genom en realistisk prissättning på de noterade värdepappren är utifrån en marknadsorienterad synvinkel den börsrättsliga regleringens viktigaste ändamål.

Handeln på värdepappersmarknaden sker till priser som bestäms av utbud och efterfrågan. För att priset skall bli "rätt" måste all relevant information om bolagets tillgångar och ekonomiska ställning vara känd för aktörerna på marknaden. Om informationen är felaktig eller bristfällig finns dels risk för att investerarnas förtroende för marknaden minskar, dels risk för att aktörer kan komma att åsamkas ekonomisk skada. Vidare minskar även möjligheten att maximera allokeringsfunktionen. Brister eller fel i informationen kan således skada såväl kapitalanskaffare som investerare. Den grundläggande strävan bakom utformandet av ett prospekt skall följaktligen vara att alla uppgifter och bedömningar som kan antas väsentligt påverka marknadens värdering av erbjudandet skall tas med i prospektet. Prospektet är det försäljningsdokument bolaget eller säljande aktieägare har att upprätta vid inbjudan till investerare att teckna aktier i bolaget, och prospektet utgör ett viktigt instrument för att tillhandahålla kapitalmarknaden information i samband med utgivande eller försäljning av aktier eller olika slag av skuldebrev.

Skyddet för aktieägarna i samband med offentliga erbjudanden baseras således i betydande utsträckning på informationsplikten. Att reglerna utformats på detta sätt bygger på det faktum att endast den som är välinformerad kan fatta ett välgrundat beslut. Traditionellt har reglerna om emission av och handel med värdepapper betraktats som

[8] Se t ex Fama, E, Efficient capital markets, s 383.

en del av bolagsrätten. En marknadsorienterad synvikel tar sin utgångspunkt i att fondbörsen intar en central roll på värdepappersmarknaden. Emellertid finns vissa särdrag som åtskiljer handel med värdepapper från vanlig handel med varor, som kan påverka möjligheten att använda allmänna förmögenhetsrättsliga regler i samband med handel med börsnoterade värdepapper. Vanligen är en förmedlare av värdepappren mellanman i transaktionen. Denne mellanmans roll utgör ofta en kombination av kommissionär och rådgivare. På sekundärmarknaden sker dessutom handeln via ett handelssystem. Härmed är handeln vanligtvis anonym, och det är inte alltid möjligt att fastställa köpares och säljares identitet vid en bestämd transaktion. En annan viktig omständighet är att köparen inte har möjlighet att undersöka det underliggande objektet, dvs bolaget.

Genom 1975 års aktiebolagslag infördes i Sverige ett ansvar för styrelsen för ett bolag att i vissa situationer upprätta emissionsprospekt. Det civil- och straffrättsliga ansvaret för prospektinnehållet finns dock ej särreglerat i svensk lagstiftning. Vid införandet av prospektreglerna avstod man från att införa särskilda sanktionsregler med avseende på prospekt, med hänvisning till straffstadganden i brottsbalken som tog sikte på de följder fel eller brist i prospekt skulle kunna medföra.[9] I aktiebolagslagen 15 kap 1 § anges ett generellt skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör i ett aktiebolag i de fall styrelseledamot eller verkställande direktör culpöst orsakar bolaget skada. I andra punkten stadgas att detsamma gäller om aktieägare eller tredje man orsakats skada vid överträdelse av någon regel i "denna lag, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen." Det aktiebolagsrättliga skadeståndsstadgandet reglerar emellertid inte uttömmande styrelseledamots och verkställande direktörs ansvar. Inte heller regleras ansvaret för det emitterande bolaget eller övriga aktörer inblandade i en introduktion. Stadgandet måste således ses i samband med reglerna i den allmänna skadeståndslagen.

Att köplagens regler är tillämpliga vid handel med aktier torde numera vara mindre kontroversiellt än för endast några år sedan.[10] Då ägare av aktier i ett bolag vid börsintroduktion säljer ut sitt innehav blir följaktligen köplagens regler tillämpliga.[11] Detsamma gäller vid andra erbjudanden om köp respektive försäljning av aktier. Förvärv av aktier vid emission anses dock enligt nu gällande rätt inte utan vidare kunna

[9] Prop 1975:103 s 571.

[10] Se Hulmark, C, Kontraktsbrott vid köp av aktie. Se även Lindskog, S, En avhandling om aktieöverlåtelser

[11] Se avsnitt x

klassificeras som ett förvärv genom köp eller byte,[12] och ett kontraktsrättsligt synsätt på aktieteckning är heller inte alldeles självklart. Transaktionen passar följaktligen inte in i den etablerade förmögenhetsrättsliga systematiken, utan nyteckning av aktier utgör en särskild form av förvärv som visserligen innehåller avtalsrättsliga komponenter, men som i doktrinen snarast betraktats som kontraktsliknande.[13] Att prospektet skulle kunna grunda ett köp- eller avtalsrättsligt säljaransvar framgår inte av vare sig lagtext eller motiv, vilket gör att en bedömning måste göras med ledning av generella skadeståndsrättsliga principer och synpunkter.

Skyldigheten för ett bolag att ställa samman uppgifter om bolaget i ett prospekt aktualiseras i ett par sins emellan olika situationer vilka har det gemensamt att syftet med prospektet är att ge en samlad beskrivning av det bolag erbjudandet avser, samt att ange villkoren för att teckna aktier i bolaget. Ett *emissionsprospekt* skall alltid upprättas då ett bolag emitterar fondpapper av viss omfattning oavsett om bolaget skall börsnoteras eller ej. *Börsprospekt* kallas det prospekt som skall upprättas i samband med inregistrering av aktier vid OM Stockholmsbörsens A-lista. Som nämnts ovan kan inregistrering ske i samband med emission av aktier, men det förekommer även att ett bolag inregistreras utan att aktier emitteras i samband därmed. Inregistrering används som beteckning endast för OM Stokholmsbörsens A-lista. Skall aktierna i stället noteras vid O-listan skall aktierna noteras i stället för inregistreras, och prospektet benämns *noteringsprospekt*. Görs ett erbjudande om köp eller försäljning av tidigare emitterade aktier upprättas i stället ett *erbjudandeprospekt*. Som samlingsbeteckning för emissionsprospekt som samtidigt är börs- eller noteringsprospekt används ofta termen *introduktionsprospekt*.

Aktiebolagslagen ger regler om prospektinnehåll vad gäller erbjudande att teckna nya aktier samt när erbjudandet riktas till en "vidare krets", vilket enligt förarbetena innebär i det fall fler än 200 personer kan beräknas acceptera erbjudandet.[14] Lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet, LBC, föreskriver börsprospekt vid inregistrering av fondpapper, dvs på OM Stockholmsbörsens A-lista. Lagen (1991:1980) om handel med finansiella instrument, LHF, föreskriver prospekt i samband med utgivande av finansiella instrument som inte skall inregistreras vid börs, dvs aktierna skall noteras på O-listan eller annan auktoriserad marknadsplats, men även i de fall notering inte är aktuell.

[12] Se avsnitt x.

[13] Se sidx

[14] SOU 1971:9 s 80 f.

När ett emissionsprospekt skall upprättas på grundval av här angivna regler är enligt aktiebolagslagen det emitterande bolagets styrelse skyldig att utforma prospektet. Ansvaret för utformning av prospektet åvilar emellertid enligt 5 kap 5 § LBC och 2 kap 2 § LHF ”utgivaren av fondpappren”, och inte styrelsen, som till en ansökan om inregistrering skall foga en ”särskild redogörelse för sina förhållanden.” ”Utgivaren” kan här tolkas som bolaget självt, vilket aktualiserar frågan om bolaget självt bär det civilrättsliga ansvaret och därmed blir skadeståndsskyldigt vid skada. Vid offentliga erbjudanden om försäljning av aktier, och även i det fall ett bolag uppvaktas av ett annat bolag med ett uppköpserbjudande, är det enligt 2 kap 3 § LHF den som lämnar erbjudandet som har att ansvara för att prospekt utformas. Frågan om hur ansvaret för innehållet i prospektet skall bäras regleras dock inte i något av fallen.

Rättsläget rörande prospektansvar är dock oklart. Delvis beror detta på att ingen direkt lagstiftning rörande prospektansvar finns. En annan orsak är bristen på svensk rättspraxis. Rättsläget är även oklart beroende på att den befintiga lagstiftningen kan tolkas på flera olika sätt. I avhandlingen undersöks hur de olika reglerna förhåller sig till varandra, vilka regler som har företräde i olika situationer, om det finns några allmänna rättsprinciper som är tillämpliga samt i vilken mån det vid behov är möjligt att dra analogier från regler i närliggande lagstiftning.

1.2 Övergripande frågeställningar och undersökningens syfte

Det övergripande syftet med avhandlingen är att undersöka hur regelverket på bästa möjliga sätt skulle kunna utformas för att garantera allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden, och samtidigt åstadkomma ett tillfredsställande investerarskydd.

I avsikt att uppnå denna övergripande målsättning har jag dels sökt systematisera och analysera det ansvar som såväl civilrättsligt som straffrättsligt enligt gällande rätt åvilar respektive ansvarssubjekt vid upprättande av ett prospekt, dels sökt analysera vilket ansvar som lämpligen bör åvila respektive part de lege ferenda. Slutligen har jag med stöd av aktiebolagsrättsliga och generella skadeståndsrättsliga principer sökt åstadkomma ett förslag till riktlinjer för hur ett sanktionssystem lämpligen skulle kunna utformas för att på bästa sätt åstadkomma ett skydd för investerare och övriga aktörer på värdepappersmarknaden. Min avsikt har således varit att om möjligt söka finna stöd för hur man lämpligen bör gå tillväga för att undanröja luckor och brister i den svenska lagstiftningen.

Att fastställa relevanta fakta, rekonstruera skadeförlopp, bestämma partsförhållanden och orsakssamband rörande skador på aktiemarknaden medför en rad praktiska svårigheter. Enligt svensk rätt kan ansvar aktualiseras, kumulativt eller alternativt, på följande grunder:

- Aktiebolagsrättsligt ansvar, dvs det ansvar som vid överträdelse av i lagen angivna regler kan drabba i ABL uppräknade ansvarsubjekt
- Skadeståndsrättsligt ansvar, dvs det ansvar som kan drabba skadevållare enligt SkL samt allmänna skadeståndsrättsliga regler
- Straffrättsligt ansvar, vilket innebär det ansvar som kan åläggas skadevållare med stöd av BrB, samt
- Börsrättsligt ansvar, innebärande ansvar i enlighet med det värdepappersmarknadsrättsliga regelverket

I avhandlingen beskrivs och analyseras olika ansvarsgrunder, samt även de principiella svårigheter som möjligen är förbundna med att medge ersättning för de olika skadetyperna. Eftersom den presentation av ett bolag som ett prospekt utgör inte minst redovisar bolagets värde i siffror berörs i avhandlingen även den ekonomiska teori som aktualiseras vid prissättning och värdering av aktier, samt vid beräkning av ett eventuellt skadestånds storlek.

Avhandlingens centrala frågeställning är ansvaret för de ansvarssubjekt som är delaktiga i utformningen av ett prospekt. Ansvarig är traditionellt den person som enligt rättsliga normer och överväganden skall stå för följderna av en handling eller underlåtenhet. Vid en emission eller introduktion är en rad aktörer delaktiga i olika hög grad. Utöver styrelse, verkställande direktör, ekonomi- eller finansdirektör och revisor deltar ett eller fler emissionsinstitut. Vidare engageras advokater, experter och konsulter av bolaget respektive av emissionsinstitutet, och OM Stockholmsbörsen eller Finansinspektionen gör en genomgång av bolaget och granskar prospektet. Därefter skall prospektet registreras hos Värdepapperscentralen AB, VPC. Alla dessa aktörer medverkar vid utformning av prospektinnehållet. Vid erbjudande om blockutförsäljning och uppköpserbjudanden utgör även säljare respektive köpare av block av aktier ansvarsubjekt.[15]

En inom ramen för undersökningen central delfråga är ansvaret för det emitterande bolaget, dvs i vilken mån bolaget självt skall bära ansvaret för den skada aktietecknare åsamkats. Här aktualiseras två frågeställningar, dvs dels möjligheten för aktietecknare att söka få

[15] Termen kommer från det franska uttrycket ”en bloc”.

aktieteckningen ogiltigförklarad och sålunda återfå den erlagda köpeskillingen, dels möjligheten att ålägga bolaget per se skadeståndsansvar. ABL berör inte frågan om bolagets ansvar, utan ansvarsituationen måste utredas med beaktande av praxis samt allmänna regler och principer rörande skadeståndsansvar. Liksom varje annat rättssubjekt kan dock ett bolag, som är en juridisk person, bli ersättningsskyldigt gentemot den som bolaget tillfogat skada.[16] Regler om ogiltighet och hävningsregler är centrala styrnings- och sanktionsregler i avtals- och andra rättsförhållanden, men vid aktieteckning aktualiseras risken för skadeverkningar för tredjeman. Aktieteckning står i en särställning jämfört med andra avtalsförhållanden, på så sätt att särskilda regler gäller i fråga om ogiltighet av aktieteckning. Enligt svensk rättspraxis och doktrin anses ett aktiebolag inte kunna bli skadeståndsskyldigt mot sina aktieägare när dessa personers anspråk hänför sig till teckning eller förvärv av aktier som utgivits av bolaget. Detta avsteg från allmänna rättsgrundsatser har i doktrinen motiverats av hänsyn till skyddet för bolagets kapital, och med understrykande av att utbetalning till aktieägare endast kan ske enligt aktiebolagslagens regler.

Enligt svensk rättspraxis och doktrin anses ett aktiebolag inte heller ens på kontraktsrättslig grund kunna åläggas skadeståndsskyldighet gentemot sina aktieägare när dessa personers anspråk hänför sig till teckning eller förvärv av aktier som utgivits av bolaget. Aktiebolagskommittén konstaterar i SOU 1997:22 att ett aktiebolag inte på kontraktsrättslig grund kan bli skadeståndsskyldigt mot sina aktieägare, ”när dessa personers anspråk hänför sig till teckning eller förvärv av aktier eller andra fondpapper som utgivits av bolaget. Detta avsteg från allmänna rättsgrundsatser har i doktrinen motiverats av hänsynen till skydd för aktiebolagets kapital och med understrykande av att utbetalning till aktieägarna kan ske endast enligt aktiebolagslagens regler om vinstutdelning, nedsättning av aktiekapitlaet eller reservfond samt utskiftning vid likvidation.”[17] Borgenärsskyddet i aktiebolagsrätten har tillkommit som ett resultat av lagstiftarens prioritering av bolagsborgenärernas intressen framför delägarnas. Det aktiebolagsrättsliga regelsystemet är uppbyggt av två typer av normer med var för sig en primär skyddsgrupp: dels normer uppställda i tredje mans intresse, såsom bolagets fordringsägare och de anställda, dels normer uppställda i aktieägarnas intresse, exempelvis minoritetens. Såsom framgått ovan anses bolaget enligt gällande rätt inte kunna åläggas ersättingsansvar gentemot dess aktieägare. Argumentet för detta är det aktiebolagsrättsliga borgenärsskyddet, dvs

[16] Jfr t ex. Nial, H, - Johansson, S, Svensk associationsrätt i huvuddrag, s 348.

[17] T ex i SOU 1997:22 s 227.

bolagets medel inte skall kunna delas ut till skadelidande aktieägare eftersom detta skulle kunna leda till att bolagets kapital urholkas, varvid bolagets borgenärer skulle kunna komma att bli skadelidande. Argument kan framföras såväl för som emot detta prioriteringssätt. Vid aktieteckning måste vid lagstiftning hänsynen till tredjemansintresset väga tungt. Om allmänna regler om ogiltighet på grund av bristande förutsättningar skulle gälla fullt ut skulle osäkerhet råda långt utöver vad som är vanligt vid exempelvis köp. Å andra sidan kan det, i ljuset av ett allt starkare fokus på investerarskydd och krav på information i prospekt, diskuteras om det är riktigt att borgenärerna prioriteras, i vart fall i så hög grad om sker, framför en vilseledd aktietecknare.

Ett delsyfte med framställningen är att undersöka huruvida hittills framförda argument mot möjligheten att få aktieteckningen ogiltigförklarad samt mot bolagets ersättningsskyldighet överensstämmer med lagstiftarens syfte med lagstiftningen på värdepappersmarknaden, dvs att värna allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden samt skyddet för marknadens investorer. En fråga som aktualiseras härvid är huruvida endast aktietecknare som förlitat sig på i prospektet offentliggjord bristfällig uppgift skall erhålla ersättning eller om även köpare på sekundärmarknaden skall ha möjlighet att utkräva ersättning för den skada som åsamkats dem av av att aktiekursen förändrats.

I den svenska doktrinen råder oenighet rörande behovet av tvingande lagstiftning och sanktioner på kapitalmarknaden. Jag har med ledning av ställningstaganden i doktrinensålunda även sökt redogöra för de olika argument som kan framföras för respektive emot en lagreglering av ansvarsfrågorna.

1.3 Metodfrågor

1.3.1 Allmänt

Den metod jag använt mig av är vad som med stöd av Agells terminologi möjligen skulle kunna betecknas som kreativ eller konstruktiv.[18] Till den del avhandlingen omfattat en kartläggning av gällande regelverk har jag använt mig av den metod som brukar betecknas som traditionell juridisk, eller rättsdogmatisk, metod. Detta innebär att jag sökt klargöra gällande rätt genom en kartläggning av för rättsområdet gällande regelverk. Som ett komplement till den traditionellt juridiska undersökningsmetodiken har jag inte kunnat undgå ett tillvägagångssätt som inneburit ett försök att analysera behovet av rättsregler ur ett teleologiskt perspektiv, dvs en föreslagen

[18] Se Agell, A, Rättsdogmatik eller konstruktiv rättsvetenskap.

lösning på ett problem tolkas så att ändamålet med regeln eller regelns samhällsfunktion får genomslag vid tillämpningen av den aktuella regeln.[19] Särskilt närliggande torde en teleologiskt inriktad metod vara när rättsläget som i föreliggande fall är oklart. En svårighet med bolagsrätten är att reglerna utgör en kompromiss av hänsyn till och försök att förverkliga en mängd olika politiska och ekonomiska önskemål. Regelverket är starkt ekonomiskt politiskt präglat vilket inte underlättar juristers möjlighet att tolka reglerna. Visserigen kan diskuteras huruvida lagstiftningen rörande prospektansvar är teoretiskt koherent. Reglernas skyddsändamål framstår ändå som relativt klara. I vissa lagar fastställs vilka intressen normerna avser att skydda, och lagförarbetena innehåller ofta en diskussion om det avsedda normskyddet. De i lag och förarbeten sålunda framträdande ändamålen, dvs kapitalmarknadens allokeringsfunktion samt skyddet för investerare, antages i avhandlingen vara de övergripande ändamålen med normsystemet.[20] Underliggande ändamål aktualiseras i vissa fall, och får betydelse förutsatt att de ej kommer i konflikt med de övergripande ändamålen. Exempel på underliggande ändamål är att tillgodose behovet av information på värdepappersmarknaden.

Vad gäller aktiebolagsrättslig forskning är ekonomisk analys ett betydelsefullt komplement till rättsdogmatiken, och jag har därför i viss mån använt argument från ekonomisk teoribildning i avsikt att belysa inom ramen för avhandlingsarbetet aktuella problem.

1.3.2 Komparativa studier

Det är med stor respekt man tar itu med uppgiften att utforska andra länders rättssystem. Faktorer som bidrar till att försvåra uppgiften är skillnader i kultur och tradition i det rättsliga systemet, tillgången till material samt, även om kunskapen i språket är god, de begränsningar en tolkning av ett annat lands språk ändå innebär. Ovan påtalade brister i den svenska lagstiftningen, den begränsade doktrinen och avsaknade av svensk praxis leder, oaktat därmed förbundna svårigheter, till att en komparativ studie av andra länders motsvarande förhållanden trots allt är motiverad. Även om utländskt material traditionellt tillmäts ett relativt begränsat värde som rättskälla hämtar jag i stor utsträckning stöd för mina ställningstaganden genom hänvisningar till i första hand nordisk men även andra länders praxis och doktrin. Undersökningen av rättssystemen i de nordiska länderna har här begränsats till dansk och norsk rätt. Tyvärr har en redogörelse

[19] Peczenic, A, Juridikens metodproblem, s 363; Strömholm, S, Rätt, rättskällor och rättstillämpning, en lärobok i allmän rättslära, s 492; Klami, H T, Sanningen om rätten, s 12.

[20] Se exempelvis prop 1990/91:142 s 78 f samt avsnitt x.

av det finska rättssystemet ej kunnat göras inom ramen för avhandlingsarbetet på grund av att endast lagtext, och endast i mycket begränsad omfattning rättsfall och doktrin, finns att tillgå på svenska. Eftersom den finska Värdepappersmarknadslagen[21] innehåller särskilda regler om konsumentskydd och marknadsföring av aktier återfinns emellertid en redogörelse för ifrågavarande regler under avsnitt x respektive x. Användningen av nordiskt material kan även motiveras med den rättsgemenskap som råder mellan de skandinaviska länderna. Jag har dock även valt att hänvisa till såväl tysk som anglo-amerikansk rätt.

I svensk rätt har, som ovan betonats, i princip inte prövats i vad mån det föreligger ett ansvar för oriktiga eller utelämnade uppgifter i emissionsprospekt. Det är därför av stort intresse att i syfte att ge konkreta exemel på hur olika problem kan lösas relativt detaljerat redovisa hur andra länder behandlar liknande problem. Därigenom blir det möjligt att undersöka hur ett annat rättssystem lyckats lösa de juridisk-tekniska problem som är förknippade med den aktuella skadetypen.

Sverige är en del av den kontinentaleuropeiska rättsliga traditionen. De europeiska kapitalmarknaderna skiljer sig dock generellt sett såväl tekniskt som strukturellt från den svenska, vilket utgör en komplikation vid en komparation. Gemensamt för den kontinentaleuropeiska rättsliga traditionen är att man utgår från skriven lag som den centrala rättskällan, vilket gäller för Sverige allt sedan medeltiden. Detta förhållande har utgjort ett hinder för en reception av engelsk rätt, då denna i första hand utgått från domstolsavgöranden (case-made law). Det är först i mitten av 1900-talet, som engelsk och amerikansk rätt har blivit en viktig påverkanskälla för svensk rättsutveckling. Mot bakgrund av att denna påverkan skett inte minst på det kapitalmarknadsrättsliga området har engelsk och amerikansk rätt haft stor betydelse för avhandlingsarbetet. Dokumenterade erfarenheter inom dessa rättsordningar ger nämligen stöd för att behandling av de rättsliga frågor som rör ansvar gentemot aktieplacerare är betydelsefulla, kanske till och med avgörande för marknadens funktionsförmåga.[22]

I Sverige har bolagsrätten hittills varit den naturliga utgångspunkten när behovet av reformer gjort sig gällande till följd av handeln med värdepapper. I amerikansk rätt är situationen annorlunda. Värdepappersrätten separerades från bolagsrätten redan på 1930-talet, då man från federalt håll ingrep genom införandet av Securities Act

[21] Lag 26.5.1989/495.

[22] Se avsnitt x.

1933 respektive 1934. Rättsområdet benämns i USA "securities law," och här finns en rikhaltig mängd såväl praxis som doktrin. Inom det finansmarknadsrättsliga området är det inte minst de anglo-amerikanska principerna som påverkat vår regelbildning. I det engelska regelverket finns numera ett i princip strikt ansvar för förmögenhetsskada på värdepappersmarknaden. Även det amerikanska systemet ålägger värdepappersmarknadens aktörer ett långtgående ansvar, vilket bygger dels på ett rikhaltigt regelverk, dels på en stor mängd vägledande rättsfall. Trots att det amerikanska sättet att tillämpa regler om skadeståndsansvar känns främmande för den svenska rättstraditionen är inslaget av amerikansk rättstillämpning i avhandlingen relativt omfattande. Detta beror främst på det stora antalet rättsfall rörande prospektansvar, vilket jag bedömt vara av erfarenhetsmässigt värde. Vidare har ansvarsfrågor på marknaden för värdepapper prövats under en lång rad år, vilket även lett till ombildning och anpassning av regelverket i amerikansk lagstiftning. Att göra en grundläggande analys bl a av det amerikanska normsystemet och tillämpningen av detsamma blev därför en naturlig väg att söka finna några konsekvenser för det svenska normsystemet.

Tysk rätt har historiskt haft ett betydande inflytande på den svenska rättsordningen, och det tyska regelverket har varit av stor betydelse vid komparationen. Den tyska skadeståndsrätten som kodifierats i Bürgerliches Gesetzbuch utgår liksom den svenska från en spärregel mot förmögenhetsskador som orsakats oaktsamt. Inom ramen för den tyska börsrätten finns numera ett lagstadgat prospektansvar för såväl emittenten/bolaget, organledamöterna som medverkande emissionsinstitut.

Avsikten med den komparativa översikten är att fastställa vad som gäller för prospektansvar i respektive land, och jag har sökt kartlägga respektive lands rättssystem inom den för avhandlingsarbetet centrala frågan om prospektansvar för ansvarssubjekten bolaget, organledamöter, emissionsinstitut samt i viss mån även revisor. Beträffande övriga frågor har hänvisning ibland gjorts till olika länders rättstillämpning, beroende på att ett specifikt lands sätt att hantera en fråga kan vara av intresse.

Syftet med komparationen har varit att söka vidga erfarenhetsunderlaget vid bedömning av prospektansvaret i svensk rätt de lege ferenda.

1.4 Rättspolitiskt perspektiv

Då som ovan nämnts den svenska lagstiftningen rörande prospektansvar är under utveckling, och det svenska rättsläget är oklart, har jag sökt kartlägga och analysera såväl svenska som

utländska rättskällor och ändamålsöverväganden i avsikt att kunna de lege ferenda ange förslag till förändring av regelverket. En fördjupad insikt om gällande rätt kan erhållas om man studerar närliggande problemområden vilka kan belysa vilka hänsyn man bör ta där situationerna möjligtvis är jämförbara. I avhandlingen exemplifieras därför med rättspraxis rörande ämnet närliggande rättsfrågor, såsom rådgivaransvar och ersättning för förmögenhetsskada på andra områden än de finansiella marknaderna.

Min avsikt har varit att de förslag till ändringar och rekommendationer som jag kommit fram till skall vara grundade på en systematisk analys och argumentation. Ett rättspolitiskt ställningstagande är dock oundviklig. Detta beror dels på att inga klara regler rörande prospektansvar finns, dels på att i praxis fastslagen gällande rätt rörande den för avhandlingen centrala frågan om bolagets ansvar är från 1930-talet. Slutligen är ett ställningstagande rörande för- respektive nackdelar med självreglering oundvikligt i en undersökning av förevarande slag.

Motiven till tidigare samt nu gällande aktiebolagslag och kapitalmarknadslagstiftning har varit av stor vikt för mitt arbete. Vidare har de direktiv som utfärdats av EG haft central betydelse för arbetet, eftersom dessa regler successivt implementerats i det svenska regelverket. Aktiebolagskommittén har i SOU 1997:22 s 227 ff. föreslagit att aktiebolagslagens regler om emissionsprospekt upphävs, samt att tillägg om ansvar vid överträdelse av LHF och LBC görs i ABL 15 kap 1 §. Ändringen skulle komma att innebära att styrelseledamöter i publika bolag även i utomobligatoriska förhållanden blir skyldiga att ersätta ren förmögenhetsskada som de vållar genom att överträda de för publika aktiebolag gällande prospektreglerna i LHF och LBC. På grund av hänvisningen till denna paragraf i 15 kap 2 § ABL skulle skadeståndsansvaret komma att gälla även för bolagets revisor. Frågan om huruvida en överträdelse skall sanktioneras genom en komplettering av ABL:s regelverk eller genom ett införande av sanktioner i de värdepappersmarknadsrättsliga lagarna diskuteras i det avslutande avsnittet av avhandlingen. En central följdfråga blir härvid huruvida en överträdelse skall sanktioneras med endast en civilrättslig sanktion, eller om överträdelsen även skall föanleda att ett straff utdöms för vederbörande lagöverträdare. I avvaktan på Kommitténs belut har jag i görligaste mån sökt finna olika ansvarsmodeller vilka kan tänkas ha övervägts av kommittén, men naturligtvis kan kommittén ha gjort överväganden vilka jag ej beaktat.

1.5 Avgränsningsfrågor

Ur ett juridiskt perspektiv är det inte svårt att skilja mellan handel med värdepapper på primär- respektive sekundärmarknaden. Avgörande är om det är bolaget självt som emitterar nya värdepapper, eller om det är tidigare emitterade värdepapper som omsätts. Avhandlingen koncentreras till prospektansvar vid teckning av aktie i börsnoterat bolag, dvs primärmarknadstransaktioner. Ansvar vid handel på sekundärmarknaden behandlas endast översiktligt. Regelverket för inregisterade aktier respektive aktier noterade på annan officiell lista är inte helt överensstämmande, och i avhandlingen redogörs för de skillnader vid bedömning av ansvar som i anledning härav uppkommer. Däremot behandlas ej de regler som gäller för aktier som är noterade vid inofficiella listor.

Prospektansvar uppkommer enligt LHF även vid handel med finansiella instrument vilkas syfte inte är kapitalanskaffning. Emellertid avgränsas detta arbete till att huvudsakligen undersöka ansvaret för innehållet i prospekt vid emission av aktier i bolag som är noterade eller skall introduceras vid börs, och övriga prospektsituationer berörs endast i anslutning härtill.

Av avhandlingen framgår att prospektansvar kan aktualiseras av såväl utelämnad, felaktig som vilseledande uppgift. Som sammanfattande begrepp används genomgående termen bristfällig, utom i de fall skillnad i ansvaret föranleder användning av särskiljande beteckning för ansvarsorsaken.

I princip kan även placerare som på grund av missvisande information i prospektet avhållit sig från att investera i en aktie på grund av att aktien varit undervärderad i prospektet anses ha lidit skada. Ingenting i regelverkets ordalydelse tyder på att person som avhållit sig från köp eller försäljning skulle vara utesluten från de ersättningsberättigades krets. Den som avhållit sig från köp av en aktie på grund av den oriktiga informationen anses dock såväl i svensk och utländsk doktrin som i utländsk praxis inte vara berättigad till ersättning.[23] Denne antas falla utanför den ersättningsberättigade kretsen, oavsett om underlåtenhet att investera varit en direkt följd av att de bristfälliga uppgifter bolaget lämnat utmålat bolagets ställning som sämre än de i realiteten var eller ej. Ersättning till denna krets har i doktrinen ansetts medföra ett orimligt utvidgande av ansvaret, och anses inte vara förenligt med den gängse uppfattningen inom svensk rätt om krav på konkret skada.[24] I det mycket omskrivna rättsfallet *Blue Chip Stamps*

[23] Regeln benämns i USA Birnbaum Rule, efter rättsfallet Birnbaum v Newport Steel Corp., 193 F.2d 461 (C.A.-2 N.Y. 1952).

[24] Kleineman, J, Ren förmögenehetsskada, s 314, jfr även bl.a. Dotevall, R,

v Manor Drug Store [25] yrkade aktieägare skadeståndsansvar från bl a ett bolags directors för att ett prospekt som utgivits av bolaget varit överdrivet pessimistiskt beträffande bolagets framtida utvecklingsmöjligheter. Kärandena yrkade ersättning för att de på grund av uppgifterna avhållit sig från att teckna ytterligare aktier i bolaget. I fallet var svarandesidan ålagd under antitrust decreex att erbjuda käranden aktier i ett nystartat bolag. Aktieägarna fick emellertid inte bifall till yrkandet med motiveringen att den åberopade åtgärden inte företagits ”in connection with the purchase or sale of any security.” Domstolen menade att endast köpare eller säljare av aktien kunde vara part på den grund att man annars befarade ”vextious litigation which may have settlement value out of any proportion to its prospect of success and trial and which may raise many rather hazy issues off historical fact the proof of which depends almost entirely on oral testimony.” [26]

En ingående diskussion i denna fråga skulle naturligtvis kunna föras, men eftersom diskussionen huvudsakligen skulle komma att röra bevistekniska frågor har jag valt att lämna frågan utan vidare ställningstagande.

Ett skäl som ibland framförs mot att tillerkänna aktieägare ersättning ur bolagets medel är problemet med dubbelkompensation. Då skadelidande aktieägare erhåller ersättning från bolaget minskar bolagsförmögenheten. Om bolaget därefter regressvis erhåller ersättning för samma skada från det ansvarssubjekt som orsakat skadan har bolagets förmögenhet återställts. Såväl aktieägarna som bolaget har sålunda erhållit ersättning, varvid dubbel kompensation föreligger. En regresstalan gentemot ansvarssubjektet antas vidare påverka aktiekursen positivt, varvid aktieägarna erhåller ytterligare kompensation.[27] Frågan om dubbelkompensation är på aktiemarknaden ett synnerligen komplicerat problem, och diskuteras ej vidare inom ramen för avhandlingen.

För aktieägare i ett bolag är det väsentligt att alla aktieägare i samma bolag har samma rättigheter och skyldigheter, oavsett var aktien förvärvats.[28] Det är även rimligt att bolagets organföreträdare har samma ansvar i förhållande till alla aktieägare. Sedan 1982 tillåts försäljning av utländska aktier i Sverige, och gränsöverskridande

---

Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör, s 491 f.

[25] Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723 (1975), 44 L. Ed. 2d 539, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 95,200.

[26] Det s k ”purchaser-seller-requirement”.

[27] Se Dotevall, R, Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör, s 454 ff; Samuelsson, P, Information och ansvar, s 259.

[28] Jfr likhetsprincipen i 3 kap 1 § ABL.

handel med värdepapper är numera mycket vanlig. Frågan om enligt vilket lands regelverk ansvar för brist i prospekt utfärdat av utländskt bolag skall bedömas behandlas dock ej inom ramen för denna avhandling. Vid korsnotering vid flera börser uppkommer olika krav på informationsgivning, och de internationellt privat- och straffrättsliga frågor vilka kan uppkomma i anledning härav behandlas sålunda ej heller.

Ytterligare med ansvaret sammanhängande problemkomplex är de frågor som uppkommer då flera ansvarssubjekt gemensamt har vållat en skada. Av utrymmesskäl har jag valt att inte behandla frågan om flera skadeståndsskyldiga inom ramen för denna undersökning.[29]

Att den prospektansvarige har ett betydande intresse av att söka begränsa sitt ansvar genom friskrivning är tämligen självklart; eftersom skadeståndsskyldighet kan åsamka vållande part betydande kostnader innehåller prospekten ofta friskrivningar från ansvar som lämnats av olika uppgiftslämnare. Friskrivningsklausuler kan vara av olika slag och avse avser olika typer av villkor. Friskrivningarna kan innebära förbehåll beträffande fullständigheten och riktigheten av uppgifterna i prospektet, s k ansvarsfriskrivning. Friskrivningen avser då själva ansvarsgrunden, vilket innebär friskrivning från oaktsamhet eller vårdslöshet rörande innehållet i prospektet. Denna friskrivning kan avse prospektinnehållet generellt eller vissa konkreta uppgifter. Ett konkret förbehåll kan exempelvis omfatta en särskild uppgift medan ett generellt avser hela prospektets innehåll. Bedöms friskrivningen vara giltig åläggs inte skadevållande part ersättningsansvar även om villkoren för skadestånd är uppfyllda. En annan typ av friskrivning är ansvarsbegränsning avseende ersättningens omfattning, till exempel ansvar för skadeståndsskyldighet. Begränsningen kan ske till visst belopp, eller avse ansvar för all skadeståndsskyldighet. Ett tredje alternativ är förlustbegränsning där ersättningen begränsas till viss fast belopp, eller viss procent av förlusten.[30]

Giltigheten av de friskrivningar utövare av olika professioner gör är en svår och i Sverige outredd fråga. Jag har därför valt att inte söka lösa frågan inom ramen för denna avhandling, men avser återkomma i ämnet.

Slutligen skall anmärkas att förarbeten eller förändringar i regelverket som skett efter den 1 november år 2000 har ej kunnat beaktas.

---

[29] De problem som uppkommer i flerhetsfallen har undersökts av Dufwa, B, Flera skadeståndsskyldiga.

[30] Lundmark, T, Friskrivningsklausulers giltighet och räckvidd, s 34 ff.

1.6 Disposition av avhandlingen

Avhandlingen inleds med en deskriptiv del A innehållande en beskrivning av hur marknaden för värdepapper fungerar, en ingående beskrivning av de olika typer av prospekt som skall offentliggöras i olika sammanhang, samt en kartläggning av det svenska regelverket härför. I Avdelning B redogörs för det skadeståndsrättliga sanktionssystemet, dvs dels skadeståndslagens tillämpning, dels aktiebolagslagens specialregler i ABL 15 kap. Denna avdelning innehåller en ingående undersökning av i vilken mån de traditionella skadeståndsrättsliga rekvisiten culpa och adekvat kausalitet lämpar sig vid fråga om ersättning för skada på värdepappersmarknaden. En utförlig argumentation förs vidare rörande för- respektive nackdelar med att på det aktuella området tillämpa de olika begränsningsteorier som ibland förordas i avsikt att avgränsa den ersättningsberättigade kretsen, vilken normalt sett vid denna typ av skada kan komma att bli mycket stor. Avdelning C innehåller en komparativ del, omfattande en regogörelse för vissa andra länders rättssystem. Här ges en redovisning dels av ifrågavarande lands prospektregler, dels för på vilka grunder ansvar kan åläggas respektive för undersökningen aktuella ansvarssubjekt i respektive land. I avdelning D behandlas ansvaret ur svenskt civilrättsligt perspektiv för respektive ansvarssubjekt, samt även de sanktioner av administrativ karaktär som kan drabba respektive ansvarssubjekt vid överträdelse av olika regler. Avdelningen innehåller sålunda en genomgång av med stöd av vilka regler och normer ansvar kan åläggas respektive ansvarssubjekt, dvs emittenten/bolaget, bolagets organföreträdare och övriga anställda, emissionsinstitutet samt övriga för prospektutformningen engagerade konsulter. Här förs även en diskussion rörande möjligheten att ålägga den myndighet som granskar prospekten ansvar. Eftersom revisor särskilt ålagts ansvar i ABL behandlas revisorsansvaret i ett eget avsnitt. I avdelning D behandlas även ett par till det civilrättsliga ansvaret hörande frågor såsom för- respektive nackdelar med självreglering på värdepappersmarknaden, frågan om grupptalaninstitutets tillämpning samt beräkning av skadans storlek. I avdelning E ges en översiktlig beskrivning av ansvaret ur ett straffrättsligt perspektiv. Dels redogörs här för de olika regler i brottsbalken som är tillämpliga vid bristfällig information i prospekt, dels diskuteras vilka andra lagöverträdelser som kan komma att aktualisera ett straffrättsligt ansvar, främst förbudet mot otillbörligt kurspåverkande åtgärder i 7 kap lagen om handel med finansiella instrument. Avdelning F innehåller en sammanfattning av de slutsatser jag kunnat dra med stöd av undersökningen, Aktiebolagskommitténs förslag till förändring av prospektreglerna, samt mina egna förslag till

de förändringar av regelverket som skulle kunna vidtas i avsikt att tydliggöra ansvaret.

AVDELNING A
Prospekten och aktiemarknaden

2 Aktiemarknadens funktion

2.1 Inledning

En viktig del av företagens finansiering äger rum på värdepappersmarknaden där företagen emitterar omsättningsbara värdepapper. Som ovan nämnts omfattar primärmarknaden den första offentliga transaktionen i ett bolags aktier, och det emitterande bolaget är säljare av aktierna och part i transaktionen. Till sekundärmarknaden hänförs alla transaktioner i ett bolags aktier som sker därefter. Kännetecknande för sekundärmarknadstransaktioner över börs är att de sker på en anonym marknad och att partsställningen ofta är oklar. Har handeln skett över börs är det inte ovanligt att mäklaren samlar ihop mindre order varefter det är omöjligt att identifiera parterna i efterhand. Möjligheten att spåra ett köp är liten, eftersom aktierna är generiskt bestämda vid ett och samma värdepappersnummer. Vissa regler är gemensamma för primär- respektive sekundärmarknaden, men långtifrån alla. Dessa skillnader i regelverken är inte relevanta i fråga om derivatmarknaden, som ofta kallas tertiärmarknaden.[31]

I en avhandling om prospektansvar aktualiseras det börs- och värdepappersrättsliga regelverket, men de civilrättsliga ansvarsfrågorna regleras inom ramen för bolagsrätten och skadeståndsrätten. Aktiebolagslagen innehåller de mest grundläggande reglerna rörande bolagsbildning, kapital, struktur och relationen till ägare och borgenärer, men inom ramen för regelverket rörande bolagets kapital finns även regler rörande emission av och handel med aktier vilka faller inom börs- och värdepappersrätten. Aktiebolagslagen reglerar även de civilrättsliga sanktionsmöjligheter som står till buds vid överträdelse av aktiebolagslagen, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordning.

Värdepappersmarknaden är en av våra mest reglerade marknader och det offentliga inflytandet är stort. Offentliga myndigheter har

[31] Ett särdrag vid derivathandel är att den normalt är organiserad som en primärmarknad, varvid varje transaktion föregås av att optionsutställaren och – innehavaren, eller terminsläggaren och köparen, vid varje enskilt tillfälle ingår ett nytt derivatkontrakt. Kontraktet utställs således alltid första gången, varför det inte finns en andra marknad för kontrakten.

inflytande genom en omfattande reglerings- och kontrollverksamhet. Ett stort antal lagar och förordningar styr marknaden, såsom kraven på att ha tillstånd för att få bedriva handel med värdepapper och för att få bedriva börsverksamhet, och myndigheter ges rollen som övervakningsorgan över marknadens aktörer. Vidare är stat, kommun, stats- och kommunalägda bolag samt institutioner viktiga aktörer på värdepappersmarknaden. Statligt kontrollerade verksamheter ansvarar för förvaltningen av pensioner och innehar poster i börsnoterade bolag som mer eller mindre kortfristig kapitalplacering. En del av dessa institutioners verksamhet har en stark offentlig prägel, såsom börsens kontrollfunktion vid emission och introduktion och VPC:s registrerande verksamhet, medan andra ”funktioner” är av mer privat natur.[32] Vissa myndigheter eller institutioner befinner sig i ett gränsland mellan offentligt organ och privat rättssubjekt, vilket aktualiserar en rad frågeställningar bl a rörande användningen av offentligrättsliga regler. Regelverket på värdepappersmarknaden är i hög grad riktat mot de myndigheter och institutioner som agerar på marknaden, dvs börsen, värdepappersbolagen, VPC och Finansinspektionen. Inom ramen för regelverket ges dessa institutioner speciella uppgifter och det interna kompetens- och ansvarsförhållandet institutionerna emellan läggs fast. Regelverket innehåller en rad bestämmelser rörande respektive institutions organisation, medan man överlåtit till institutionerna själva att att genom egna avtal och föreskrifter bestämma omfattningen och innehållet i sin verksamhet inom ramen för vad som föreskrivs i lagstiftningen. De egentliga marknadsaktörernas rättigheter och skyldigheter är därefter i stor utsträckning definierade i förhållande till institutionerna. Emittenten och investorn har exempelvis skyldigheter gentemot börsen och rättigheter i förhållande till värdepappersbolaget, i stället för i förhållande till sin motpart i en transaktion, eller till andra investorer. En del skyldigheter gäller dock direkt mellan emittent och investor, exempelvis de olika avtalsliknande förhållandena som aktualiseras mellan emittenten och investorn, och mellan köpare och säljare av aktier på sekundärmarknaden. Gränsen mellan börsrättsliga och bolagsrättsliga regler är som ovan nämnts inte knivskarp, och därmed inte heller uppdelningen mellan de olika myndigheternas uppgifter. Särskilt tydligt blir detta ifråga om bolagets revision och redovisning. Allmänna krav på bolag återfinns i årsredovisningslagen. De strängare kraven rörande börsnoterade bolags redovisningsplikt finns däremot i Finansinspektionens föreskrifter. Vid granskning av prospekt inför börsnotering är börsen inte skyldig att ta ställning till bolagsrättsliga förhållanden i bolaget. Men börsens administration av

[32] Såsom affärsdrivande verksamheter.

börsrättsliga frågor kan inte ses utifrån endast ett börsrättsligt perspektiv, utan ställning måste även tas till den bolagsrättsliga situationen. Hänsyn måste tas till en kombination av å ena sidan lagstiftning, liksom annan myndighetsreglering som grundar sig på lagstiftning, och å andra sidan olika former för självreglering. Regelverket består av lagar, förordningar, myndighetsföreskrifter, regler uppställda av marknadsplatserna samt självreglering. En emission kan alltså samtidigt vara underkastad flera regelverk, och aktörerna på värdepappersmarknaden måste utöver aktiebolagslagens regler beakta reglerna i en rad andra lagar, föreskrifter och rekommendationer.

2.2 Värdepappersmarknadens instrument

Det sammanfattande begrepp som i lagstiftningssammanhang används vid reglering av värdepappersmarknaden är finansiella instrument.[33] Av lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument, LHF, 1 kap 1 § framgår att ett finansiellt instrument utgörs av fondpapper och annan rättighet eller förpliktelse avsedd för handel på värdepappersmarknaden. Finansiella instrument kan delas upp i fyra huvudgrupper bestående av omsättningsbara värdepapper, rena penningmarknadsinstrument, värdepappersfondandelar och derivatkontrakt. Med fondpapper förstås enligt paragrafen aktie och obligation samt sådana andra delägarrätter eller fordringsrätter som är utgivna för allmän omsättning, andel i värdepappersfond och aktieägares rätt gentemot den som för hans räkning förvarar aktiebrev i ett utländskt bolag (depåbevis). Enligt motiven till paragrafen räknas till fondpapper även mellanformer mellan delägarrätt och fordringsrätt såsom konvertibla skuldebrev, skuldebrev förenade med optionsrätt och vinstandelsbevis samt även emissionbevis och interimsbevis.[34] Skyldighet att offentliggöra prospekt uppkommer i samband med utgivande av flera av dessa instrument. De rättsförhållanden som uppstår i samband med aktieägande uppvisar dock skillnader jämfört med de rättigheter ett framtida eventuellt aktieinnehav som ett innehav av optioner och konvertibler innebär. Finansiella instrument som inte utgör fondpapper karaktäriseras av att rättigheten eller förpliktelsen att köpa eller sälja instrumentet inte riktar sig mot den som traditionellt betraktas som emittent av fondpapper på värdepappersmarknaden. En köpoption avseende aktier riktar sig exempelvis mot den som innehar aktierna, inte mot utgivaren av dessa.[35]

Optioner som en enskild aktieägare utfärdar på sitt eget aktieinnehav

[33] Se t ex prop 1990/91:142 s 86.

[34] Id. s 141 ff.

[35] Id. s 86.

är enligt förarbetena till LHF inte att betrakta som fondpapper.[36] De utgör däremot finansiella instrument. Dessa optioner påverkar varken det enskilda bolagets finansiella ställning eller aktieägarens ställning i förhållande till bolaget. Fondpapper utmärks av att de ges ut för kapitalanskaffning av ett bolag eller annan juridisk person och att de kan komma att inregistreras vid börs.

Till skillnad från andra värdepapper medför aktieinnehav framför allt rösträtt.

Under begreppet fondpapper faller alla de slag av löpande värdepapper som kan ges ut av ett aktiebolag. Aktiebolagskommittén uttalar i fråga om ansvar för fel eller brist i prospekt att vad gäller frågan om vilka andra fondpapper som kan vara att jämställa med aktier, man i första hand skall utgå ifrån om de ifrågavarande pappren ger rätt till betalning efter bolagets vanliga borgenärer. Avgörande blir härvid vad som bestäms i emissionsvillkoren. I allmänhet torde därvid föreskrivas att konvertibla skuldebrev och skuldebrev förenade med optionsrätt till teckning samt vinstandelsbevis skall vara efterställda bolagets övriga förpliktelser.[37] Prospektansvar uppkommer således i anslutning till emission av aktier, obligationer, konvertibla skuldebrev och vinstandelsbevis.

2.3 Emission av aktier

2.3.1 Inledning

Ett bolags aktiekapital ökas genom att nya aktier tecknas mot betalning, nyemission, eller genom att nya aktier emitteras utan tillskott av nya pengar genom att bolaget överför bolagets bundna eller fria egna kapital till aktiekapital, fondemission.[38] Vid fondemission tillförs inte emittenten av värdepappren nytt kapital utan ökar endast sitt aktiekapital. Vid fondemission sker ingen teckning av nya aktier och bestämmelserna om emissionsprospekt blir inte tillämpliga.

Nya aktier kan tecknas mot betalning i kontanta pengar eller genom att annan egendom apporteras till bolaget. Denna apportegendom utgörs vid erbjudande om köp av aktier ofta av aktier i det köpande bolaget eller koncernen. Apportegendomen kan följaktligen i de flesta

[36] Id. s 142.

[37] SOU 1997:22 s 228.

[38] I det senare fallet innebär kapitalhöjningen en ren bokföringsåtgärd och innebär att utan betalning nya aktier ges ut eller att aktiens nominella belopp höjs. Fondemissionen finansieras genom överföring till aktiekapitalet av disponibla vinstmedel eller fonderade medel eller genom uppskrivning av anläggningstillgångs värde. Ändamålet kan vara att visa bolagets soliditet eller minska bolagets skyldighet att avsätta medel till reservfonden.

fall tillhandahållas endast av en särskild part där de nyemitterade aktierna kan vara likvid för aktier i ett annat bolag. De speciella frågor som aktualiseras i anslutning till en apportemission behandlas under avsnitt x.

Emissionsförfarandet sker i flera led. Sedan beslut om emission fattats skall teckning av aktierna ske. Därefter sker tilldelning av aktier till de investorer som anmält sitt intresse att teckna aktier. Nästa steg är betalning av aktierna, varefter emittentbolaget skall ombesörja registrering av aktieinnehav hos VPC.

2.3.2 Prissättning av aktier

En av de viktigaste frågorna för ett bolag som skall börsintroduceras är vilket marknadsvärde bolagets aktier kan uppfattas ha, och till vilket pris aktien skall erbjudas marknaden.[39] När ett onoterat bolag vänder sig till allmänheten för att anskaffa kapital saknar placerare den referenspunkt för bedömningen av erbjudandets värde som aktiekursen utgör för redan noterade företag. Vid emissioner i sedan tidigare noterade bolag har marknaden bestämt värdet på aktien, medan vid handel på primärmarknaden teckningskursen är fastställd av emittent och emissionsinstitut. Enligt den sk marknadsmodellen, eller teorin om effektiva marknader, återspeglar aktiekursen för ett noterat bolag alla tillgängliga data om bolaget, och resonemanget går ut på att det i princip är irrelevant om enskild placerare har möjlighet att tillgodogöra sig den information som offentliggörs om bolaget eller ej.[40]

I praktiken sker prissättningen ofta på basis av råd från det arrangerande emissionsinstitutet samt ett anbudsförfarande. I t ex Teliaprospektet anges att ”faktorer som kommer att beaktas vid värderingen är bl a:

- Order från institutionella investerare;
- Rådande marknadsläge;
- Bolagets historiska utveckling;
- Bedömning av bolagets affärsmässiga potential och förväntade avkastningsförmåga; och

[39] Ett felaktigt pris på en introducerad aktie visar sig i synnerhet vid en konjunktursvänging. Så längre marknaden är villig att betala kan man inte påstå att aktierna är felvärderade vid en tillämpning av den klassiska efterfrågemetoden. Man kan dock inte bortse från utvecklingen på finansmarknaden vid en bedömning av hur aktiekurserna på nyintroduktioner fluktuerar, se avsnitt x.

[40] Se resonemang infra

- Marknadsvärde av börsnoterade aktier i jämförbara bolag."[41]

Finanstidningen har uppgivit att de svenska investmentbanker och fondkommissionärer som var inblandade i introduktionen, med Näringsdepartementets goda minne, gjorde allt för att maximera utförsäljningspriset, och därmed sin egen provision. Tekniken för att få upp priset var att först sälja aktierna till ett antal utländska hedgefonder som var villiga att betala bra för Teliaaktierna, eftersom de visste att de snabbt skulle kunna sälja dem vidare till svenska institutioner. Riksdagsledamotern Per Westerberg har anmält förfarandet till Konstitutionsutskottet.[42] I anmälan påpekas att placering av Telias aktier i kortsiktiga hedgefonder i avsikt att hålla upp priset vid introduktionen på bekostnad av bl a hundratusentals svenska småsparare är anmärkningsvärt. I anmälan krävs att förhållandena måste klarläggas av KU liksom statsrådets (Björn Rosengren, min anm) inblandning i detsamma.

Prissättningen kan vid introduktion av ett bolags aktier inte anses utgöra en i lika grad tillförlitlig uppskattning av aktiens värde som börskursen för en redan noterad aktie. Priset kan inte heller förväntas beakta all tillbuds stående information på samma sätt som börskursen. Vidare påverkas listningskursen även av taktiska och marknadsföringsmässiga faktorer som syftar till att trygga sekundärmarknadens intresse för den introducerade aktien.[43] Placeraren saknar då det stöd vid värderingen som aktiekursen utgör, och är på ett helt annat sätt beroende av den information bolaget offentliggör i prospektet.

Aktiepriset vid nyintroduktioner är även relaterat till ägarnas kvarhållna andel i bolaget. McBain och Krause har med hjälp av den s k agentteorin visat att en högre andel sålda aktier ger ökade kostnader för information och kontroll. Dessa kostnader diskonteras i introduktionspriset.[44]

Korrekt prissättning på aktien vid nyintroduktioner medför stora svårigheter. Detta beror dels på att det inte finns något observerbart marknadspris på aktien före introduktionen, och dels i vissa fall på att det bolag som skall introduceras inte funnits så länge och därmed int har någon operationell historia, ingen sk prishistoria. Vid emissioner i sedan tidigare noterade bolag har marknaden bestämt värdet på aktien, och har därför ett jämförelsepris, medan vid handel på primärmarknaden är teckningskursen fastställd av emittent och emissionsinstitut.[45] När ett onoterat bolag vänder sig till allmänheten

[41] Telias svenska prospekt, s 138.

[42] Dnr 300-77-2000/01.

[43] Brealy, R, -Myers, S C, Principles of Corporate Finance, s 388 f.

[44] McBain, M L, - Krause, D S, Going Public: The impact of insider´s holdings on the price of initial public offerings.

[45] Se resonemang infrax Ett noterat bolag som avser rikta ett erbjudande om att köpa nyemitterade aktier till sina aktieägare och till marknaden kan i och för sig välja att

för att anskaffa kapital saknar placerare den referenspunkt för bedömningen av erbjudandets värde som aktiekursen utgör för redan noterade företag, och är på ett helt annat sätt beroende av den information bolaget offentliggör i prospektet. En av de viktigaste frågorna för ett bolag som skall börsintroduceras är följaktligen vilket marknadsvärde bolagets aktier kan uppfattas ha, och till vilket pris aktien skall erbjudas marknaden. Aktiemarknadsnämnden har i två uttalanden givit generella riktliner för prissättningsfrågor samt frågor om prospektinnehåll vid marknadsintroduktion av aktier m. fl. värdepapper. Enligt uttalandena bör priset sättas så nära marknadspriset som möjligt utan att äventyra introduktionen.[46]

2.3.2.1 Teoribildning

I avsnitt xx redogörs för den ovan nämnda Teorin om effektiva marknader.[47] Innebörden i resonemanget är att fel prissatta aktier inte är lönsamma i relation till det risktagande investering i dem medför. Av detta följer att rådgivning som utlovar högre avkastning än som vad som normalt motiveras av risktagandet grundas på antingen förmedling av insiderkunskap, eller på bristfällig rådgivning.[48] I den mån bolaget är felvärderat skall denna information snabbt nå ut till marknaden och priset på aktien anpassas därefter. Marknadens aktörer utnyttjar all tillgänglig information, och dessa förväntningar ligger till grund för priset på aktien. På en effektiv marknad återspeglar priset all relevant information, eftersom investorer och kurser snabbt anpassas till ny information.[49] En rad vetenskapliga studier påvisar att aktiemarkanden är effektiv, dvs ny information på marknaden återspeglas omedelbart i kursen.[50] På en effektiv marknad finns det sålunda inte någon systematisk skillnad mellan aktiers förväntade och effektiva avkastning.[51] Detta leder till att en akties kursutveckling enbart beror på aktiens risknivå, att aktier med samma risk skall ha samma avkastning och om avkastningen ex ante avviker i förhållande till den faktiska avkastningen är marknaden behäftad med imperfektioner och därmed inte effektiv.

åsätta de nyemitterade aktierna ett pris som inte överensstämmer med börskursen.

[46] 1990:1, 1996:2.

[47] S x.

[48] Samuelsson, P, - Paulsson, A-M, Banks ansvar för ekonomisk rådgivning, xs 549.

[49] På senare tid har kapitalmarknadsforskningen visat på nya förklaringsmodeller som främst går ut på att en rad aktörer är mer välinformerade än andra. Se ex Rock, K, Why New Issues are underpriced; Seyhun, H N, Insiders´ Profits, Cost of Trading and Market Efficiency, samt avsnitt x

[50] T ex Patell, J M, - Wolfson, M A, The Intraday Speed of Adjustment of Stock Prices to Earnings and Dividend Announcements.

[51] De Ridder, A, Börsstopp och kursutveckling på Stockholmsbörsen.

Att marknaden är behäftad med imperfektioner är dock numera ett välkänt fenomen, och en av dessa är fenomenet underprissättning vid nyintroduktioner. Denna imperfektion utgör tillsammans med det s k ”hot issue”-fenomenet, dvs avkastnngen påverkas av om marknaden är ”hot” eller ”cold”, och fenomenet långsiktig relativ underavkastning marknadens s k anomalier[52] Underprissättningen i samband med en börsintroduktion mäts som den procentuella skillnaden mellan sista betalkurs för aktien under första dagen och teckningspriset, och är ett mått på den rabatt som externa investerare får vid en börsintroduktion av bolagets existerande aktieägare.

2.3.2.2 Värdering och prissättning

Vid en emission måste först och främst beslut fattas om hur stort bolagets kapital skall komma att vara, dvs hur stort belopp bolaget önskar erhålla genom emissionen. Priset påverkas även beroende på vilken typ av investorer emissionen skall riktas till; oftast ges en viss rabatt till småinvestorer i syfte att uppnå kravet på spridning av aktien.[53] En viktig faktor är dessutom huruvida kapitalet tillfaller bolaget eller tidigare ägare. Vill säljaren maximera förtjänsten i avsikt att erhålla maximal utdelning vid introduktionen sätts kursen så högt som möjligt, med hänsyn dels till den egna risken att aktierna ej blir försålda, dels till den risk till kursförlust en potentiell aktietecknare kan stå. I andra fall söker säljaren nå långsiktiga investorer och söker begränsa risken för kursfall genom att sätta kursen relativt lågt eller till och med genom att ge tecknarna en favör. Fastställande av kursen görs därefter i flera steg.

[52] Se t ex Ibbotson, R J, - Jaffe, J F, Hot Issue Markets. Man kan således inte bortse från utvecklingen på finansmarknaden samt konjunkturfrågor i övrigt vid en bedömning av hur aktiekurserna på nyintroduktioner fluktuerar. Det är dock inte konjunkturutvecklingen och därmed bolagens kortsiktiga investeringsbehov som styr antalet introduktioner utan i första hand börsens allmänna utveckling. Vid en stark och uthållig allmän börsuppgång ökar antalet introduktioner signifikant och accelererar, se Högfeldt, P, Vad vet vi om svenska börsintroduktioner?, s 37 f.

[53] Sk hybrid offer. Se angående spridningskraven avsnitt x.

Värdebestämningen görs delvis med stöd av teoretiska modeller. Oavsett vilken roll emissionsinstitutet har vid emissionen finns det två principiella sätt att bestämma teckningspriset på. I ett s k fixed price offer fastställs priset med hjälp av emissionsinstitutet, och placerare inbjuds att lämna in bud om hur många aktier de önskar köpa till detta pris, vilket gäller under hela teckningsperioden. Vid s k offer by tender bestäms priset i stället genom ett auktionsliknande förfarande där främst institutionella investerare bjuds in att ge bud som anger priser och och hur mycket de är beredda att köpa till dessa priser, s k book building. I praktiken fungerar book building processen som en börs på en avgränsad marknad, vilket begränsar risken för att det skall bli stor skillnad mellan introduktionspris och senare kurs vid sekundär handel. Systemet har kritiserats på grund av att minimibeloppet för teckning ofta är så högt att småinvestorer inte har möjlighet att teckna sig för en post.[54]

Värdering kan ske på en rad sätt, och ofta anförs att värdering bör göras av flera oberoende värderingskonsulter. Värdering av en aktie kräver dels en uppfattning om hur företagets verksamhet kommer att utvecklas i framtiden, dels en bedömning av vilket avkastningskrav som bör riktas mot företaget. Själva värderingen sker därför i två etapper bestående av dels en prognosbedömning, dels en värdering av bolaget. Vid värdering av bolaget tas bl a hänsyn till en rad nyckeltal och bolagets intjäningsförmåga.[55] Även faktorer som organisation och konjunktur spelar in. Bolagets värde kan beräknas antingen direkt eller indirekt. Vid direkt beräkning används nuvärdet av förväntade utdelningar, med hänsyn till den procentuella förräntning aktieägarna kan få på annat håll. Detta nuvärde brukar kallas avkastningsvärde. Den indirekta metoden innebär att realtillgångarna värderas med hänsyn till att de ingår i företagets rörelse. Här ingår även bolagets goodwill. Goodwill-beloppet är det värde företagets verksamhet tillför utöver nettosubstansvärdet, och goodwill-beloppet adderas till realtillgångarnas marknadsvärde, varefter företagets skulder och latenta skatteskuld dras ifrån (dvs bruttosubstansvärdet).[56] På grund av

---

[54] Werlauff, E, Pengeinstitutets emissionsansvar s 4 f.

[55] Ett vanligt nyckeltal är det sk P/e-talet som anger vad en investor betalar för en krona av den senaste vinsten efter skatt i bolaget. Det P/e tal som bolaget prissätts till skall ha ett samband med bolagets totala värde. Formeln för uträkning av P/e tal lyder:

Aktiekapitalet x kurs ./. resultat efter skatt x 100.

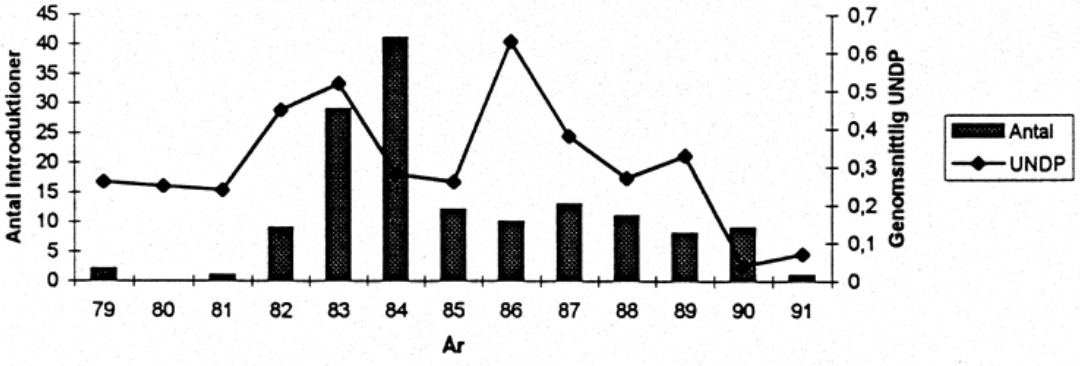
Efter fastställande av P/e talet och resultat efter skatt kan beräkning av markndsvärde göras. Kursen på aktien kan beräknas utifrån nuvarande aktiekapital eller utifrån andra storlekar på aktiekapitalet. Utifrån detta fastställs en rimlig relation mellan nominellt kapital och emissionspris.

[56] I nyare ekonomisk litteratur spelar inte substansvärdet någon betydande roll, men det används i årsredovisningar av börsbolagen och utgör därför en viktig informationskälla

att vinstmått inte är enhetliga försvåras dock värderingen genom den begränsade möjligheten att genomlysa det verkliga värdet på bolagets tillgångar. Detta medför att mer synliga faktorer som tillväxt och kassaflöde får allt större betydelse vid värderingen. En bedömning görs härvid av rörelsekapitalets förändringar, tillsammans med en prognosticering av investeringar och skatter.

Vid nyemission i tidigare noterat bolag utgår man vid värderingen från börskursen på aktierna. Jämviktspriset för samtliga aktier på en effektiv marknad utgör företagets börsvärde, men börsvärdet är ofta större än företagets nettosubstansvärde på grund av bolagets good will.[57] Börsvärdet, avkastningsvärdet samt netto- och bruttovärdet skiljer sig i allmänhet från det pris köparen i själva verket betalar för företaget. I en rad studier har undersökts prissättningen på nyintroduktioner. Internationellt är förekomsten av en stor genomsnittlig underprissättning ett väletablerat empiriskt fenomen. En studie av kursutvecklingen efter börsintroduktion i 25 länder visar att den genomsnittliga underprissättningen är 30,1 procent.[58] Ibbotson presenterar i ett klassiskt verk resultatet att nyintroduktionernas teckningspris var rabatterade med 11.4 procent i jämförelse med priset vid första dagens handel. [59] I en undersökning av de 144 bolag som introducerades på Stockholmsbörsen mellan 1984 och 1991 blev resultatet att den genomsnittliga initiala underprissättningen var 36 procent.

Figuren nedan visar antalet börsintruduktioner på Stockholmsbörsen samt den genomsnittliga underprissättningen under åren 1979-1991:



Studien omfattar 144 företag. Den genomsnittliga initiala underprissättningen är 36

i prospekten.

[57] Här avses det högsta pris bolagets samtliga aktier kan anskaffas till utan att detta pris blir större än det netto som erhålls vid en omedelbar likvidation av företaget.

[58] Loughran, T, Ritter, J R, Rydkvist, K, International Public Offerings: International Insights.

[59] Ibbotson RJ, - Jaffe, JF, Hot Issue Markets.

procent. Källa: Bång, M, Hånell, C, En empirisk studie av sambandet mellan initital underprissättning, emissioner och long-run underperformance för svenka börsintroduktioner 1979 – 1992, s 9.

Underprissättningen har på 1990-talet enligt en annan undersökning sjunkit till 16,5 procent för mindre bolag, och 9 procent för bolag med professionella ägare som säljer ut huvuddelen av aktierna i ett dotterbolag. 75 procent av bolagen anger att de medvetet planerat underprissättningen.[60] Vidare har rapporterats att underprissättningen är högre ju större risken är vid introduktionen.[61]

Fenomenet med underprissättning har många förklaringar i ekonomsk litteratur. En förklaring är den informationsassymetri som råder mellan de som känner till bolagets verkliga värde, de välinformerade, och övriga, de icke välinformerade. Introduktioner av bra bolag kommer att bli mest övertecknade, och proportionellt sett kommer de informerade investerarna att få en större andel av aktierna än vid introduktion av sämre bolag, eftersom de väljer att inte delta i dessa. De mindre informerade investerarna kommer därför att få en större andel av aktierna vid introduktionen av sämre bolag, dvs de drabbas av vad som kallas winner´s curse. För att över huvud taget deltaga vid börsintroduktioner kräver de kompensation i form av en genomsnittlig underprissättning för detta. För att investerare skall vara kvar på marknaden krävs sålunda att den genomsnittliga underprissättningen kompenserar dem för de olönsamma introduktionerna. Detta medför att emittenterna åsätter aktierna en lägre kurs än marknadsvärdet. [62]

En annan förklaring till underprissättning är s k signaleringsteorier, enligt vilka bolaget medvetet väljer att sätta ett lågt pris på aktien i avsikt att ”leave a good taste in the investors´ mouth.” [63] Dessa teorier är direkt knutna till de fall där bolagen kort efter introduktionen riktar ett erbjudande om att teckna aktier i en nyemission av aktier i bolaget.

Det har även framförts att såväl bolaget som skall börsintroduceras som emissionsinstitutet accepterar en underprissättning av aktierna på grund av att kostnaden för en överprissatt och därmed ofta misslyckad introduktion är så mycket högre i termer av badwill.[64]

---

[60] Eriksson, A, Runnquist, L, Why do companies go public? – Results from a Qualitative Study of Swedish IPOs in the 1990s.

[61] Hansson, P, Larsson, E, Assymetrisk information och underprissättning vid nyintroduktioner. Risken är mätt som standrdavvikelsen i börskursen under första månaden efter introduktionsdagen.

[62] Teorin utvecklades av Rock, K, i Why new issues are underpriced.

[63] Welch, I, Seasoned offerings, Imitation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings.

[64] Fredriksson, J, Lind, D, A Test of Hypothesis on Underpricing of Initial Public Offerings: Results from a Qualitative Study of Swedish Investment Banks.

Börsintroduktion har ett högt värde ur marknadsföringssynpunkt, och ett misslyckande innebär att hela den goodwill bolaget vill skapa äventyras, varvid de ekonomiska skadorna för bolaget kan vara omöjliga att reparera. Stämplas introduktionen som misslyckad undviker investerarna aktien vilket leder till låg likviditet och försvårade möjligheter att senare återkomma med ett erbjudande om att teckna aktier i en nyemission. Även emissionsinstitutet riskerar att drabbas av badwill om introduktionen misslyckas.

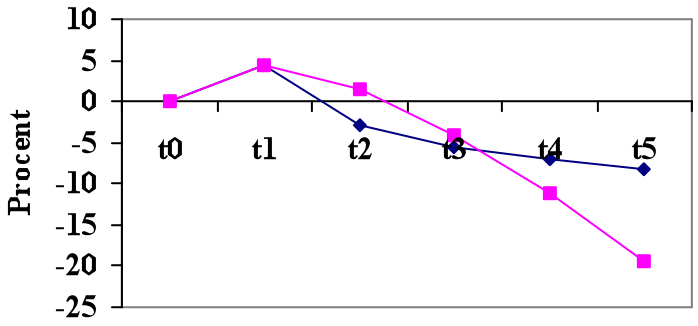
Under 1990-talet har emellertid undersökningarna i stället visat att nyintroducerade aktier i ett längre perspektiv haft ett för högt introduktionspris. Studierna visar att det inte är teckningspriset som varit lågt, utan att priset på eftermarknaden, dvs tiden efter introduktionen, varit för högt. Slutsatsen i dessa undersökningar är att de introducerade bolagen uppvisar en signifikant prisnedgång på lite längre sikt, s k long-run underperformance.[65] Företag med stor underprissättning har genomgående haft den sämsta långsiktiga avkastningen. I en svensk studie har visats att vid mätning av den kumulerade avkastningen från teckningspriset ingen underavkastning kunde visas.[66] En placerare som köper aktier första handelsdagen och behåller sina aktier i fem år skulle däremot förlora 7 procent relativt börsindex. Långsiktig underavkastning gäller sålunda i Sverige endast mätt från första dagens slutkurs, och den trendmässiga nedgången relativt index blir först markant ett och ett halvt år efter introduktionsdagen.

En jämförselse mellan generalindex och prisutvecklingen för de 47 bolag som noterades på Stockholmsbörsens O-lista 1990-1995 visar följande:[67]

[65] Long run innebär här 3-5 år. Se t ex Ritter, J, The Long-Run Performance of Initial Public Offerings; Levis, M, The Long-Run Performance of Initial Public Offerings; Keloharju, M, The winner´s curse, legal liability, and the long-run price performance of initial public offerings in Finland.

[66] Attefall, F, Fagerlund, A, Ringqvist, E, Long Run Underperformance of Initial Public offerings in Sweden 1980-1994. I t ex USA har visats på en genomsnittlig underavkastning på 15, 8 procent, Ritter, J, The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings.

[67] Avsiktligt har valts att inte göra en jämförelse för åren 1999 eller 2000 på grund av att kursutveklingen under dessa två år inte kan anses vara signifikativ.



T0=teckningsdagen, t1=första noteringsdag, t2=sju arbetsdagar efter noteringsdagen, t3=en månad efter noteringsdagen, t4= ett halvår efter noteringsdagen, t5=ett år efter första noteringsdagen. Rektangellinje anger kursutveklingen för generalindex, romblinje anger kursutveklingen för de nytillkomna bolagen. Källa: Prissättning på svenska nyintroduktioner; underpricing? – en empirisk analys av IPO´s under 90-talets första hälft, Wikare, Karin.

Under 90-talets första år visar de undersökta bolagen en överavkastning på 4,3 procent, efter en vecka ligger den genomsnittliga kursen på de nya bolagen –2,8 procent under generalindex, en månad efter notering –5,6 procent, ett halvår efter notering – 7 procent och ett år efter noteringstillfället är den genomsnittliga avvikaelsen –8,3 procent. Ca tre veckor efter noteringstillfället hade kursen sjunkit tillbaka till introduktionskurs, för att därefter fortsätta nedåt.

Slutsatsen blir att det genomsnittligt kan vara lönsamt att deltaga i nyintroduktion av ett bolag, men för att erhålla högsta avkastning skall aktien säljas en tid därefter.

Ansvarig för prissättningen är vanligen i första hand emissionsbanken, och såväl investor som emittent måste kunna lita på att emissionsinstitutet gjort en relevant prissättning. Emissionsinstitutet måste således kunna förväntas ha en hög grad av kunskap om marknadens funktionssätt, och vara väl förtrogen med de ekonomiska teorier som används vid prissättning.[68]

2.4 Aktiemarknadens aktörer

Aktiemarknadens aktörer brukar delas in i tre huvudgrupper, nämligen emittenter, investerare och börsmedlemmar. Utöver dessa aktörer spelar börser, bransch- och intresseorganisationer samt övervakningsorgan viktiga roller. Här kan nämnas Näringslivets börskommitté, Nämnden för aktiemarknadsfrågor, Aktiespararnas Riksförbund, Sveriges Finansanalytikers Förening, Sveriges Fondhandlares Förening, Redovisningsrådet och Föreningen Auktoriserade Revisorer. De bolag som är noterade på någon av

[68] Se rådgivaransvaret infra

börsens listor har en egen intresseorganisation, Aktiemarknadsbolagens Förening, som bl a samråder med börsen i för bolagen gemensamma angelägenheter.

Med emittent avses det företag som ger ut och söker ägare till sina aktier och andra värdepapper. Investerare är de personer, institutioner och företag som har placerat eller överväger att placera eller omplacera kapital i aktier och andra värdepapper. Börsmedlemmar är de företag som förmedlar handel i aktier över börs.[69]

2.4.1 Marknadens tillsynsorgan

2.4.1.1 Finansinspektionens tillsyn och övervakning

Finansinspektionen, FI, är den statliga myndighet som har att utöva tillsyn över aktiemarknaden. FI:s övergripande mål är att bidra till finanssektorns stabilitet och effektivitet, samt att verka för ett gott konsumentskydd.[70] FI har dels till uppgift att övervaka värdepappersbolagens verksamhet, dels en allmän tillsynsuppgift avseende börsen. Inspektionen granskar risker och kontrollsystem i de finansiella företagen samt övervakar att företagen följer lagar, förordningar och andra regler. För att driva en verksamhet som erbjuder finansiella tjänster krävs tillstånd av FI. Inspektionen utfärdar föreskrifter och allmänna råd, samt undersöker i vad mån förändring av lagstiftningen krävs. Prospekt offentliggjorda i anslutning till köp eller försäljning av aktier som inte skall inregistreras vid börsens A-lista skall registreras hos Finansinspektionen. Finansinspektionen har enligt LHF 2 kap 4 § att pröva prospektet innan det registreras.

I 1 kap 7 § lagen (1991:980) om värdepappersrörelse har de s k uppföranderegelrna i EG:s investeringstjänstedirektiv, 93/22/EEG, intagits. I regeln anges bl a att ”värdeppersrörelse skall bedrivas så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och den enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras samt i övrigt så att rörelsen kan anses sund.” Enligt 8 § kan Finansinspektionen

[69] Fondkommissionär användes tidigare som ett samlingsnamn för fondkommissionsbolag, dvs bolag som utan att vara bank hade fått Finansinspektionens auktorisation att driva yrkesmässig handel med värdepapper för kundens räkning, och banker med särskilt fondkommissionstillstånd. Numera är den legala beteckningen värdepappersbolag/värdepappersinstitut, 2 § lag 1991:981 om värdepappersrörelse. Med värdepappersbolag avses svenskt aktiebolag som fått tillstånd att driva värdepappersrörelse och med värdepappersintitut avses värdepappersbolag, banker och utländska företag som får driva värdepappersrörelse här i landet.

[70] 2 § Förordning (1996:596) med instruktion för Finansinspektionen.

förelägga ett värdepappersinstitut att upphöra med sin verksamhet om det är uppenbart olämpligt att institutet bedriver handel.

2.4.1.2 Värdepapperscentralens funktion

Varje köp- och säljtransaktion registreras centralt av VPC, vilket garanterar en säker utväxling av vaärdepapper och likvid för dessa. VPC står under tillsyn av Finansinspektionen, och verksamheten är reglerad i lag (1998:1479) om kontoföring av finansiella instrument.

VPC tillkom 1921 i samband med att lagen om förenklad aktiehantering trädde i kraft. Ägare av VPC är staten, banker och värdepappersbolag samt emittenterna företrädda av Industriförbundet och Stockholms Handelskammare. VPC tar som central administratör aktiv del i varje transaktion på värdepappersmarknaden. Registrering av en emission av värdepapper föregås av en noggrann genomgång av de uppgifter som lämnats av det emitterande bolaget i enlighet med därför gällande regelverk. VPC har inte någon sanktionsmöjlighet utöver den makt som vid utebliven komplettering av uppgifterna kommer utav möjligheten att underlåta att registrera en emission.

2.4.1.3 Börsens övervakning

Vår nuvarande börslagstiftning, som trädde i kraft den 1 januari 1993, i och med införandet av LBC och LHF, innebar flera förändringar. Det legala monopol som dåvarande Stockholms fondbörs haft i fråga om handel med fondpapper, främst aktier och obligationer, avskaffades. Börslagstiftningen utvidgades samtidigt till att inbegripa handel med alla slag av finansiella instrument. Därigenom kom bl.a. derivatinstrument såsom optioner och terminer att omfattas.

Fri etableringsrätt och fri konkurrens mellan börser utgör två grundprinciper i det nya regelverket. Kännetecknande är också att det är fritt att söka börsauktorisation. I propositionen förordar departementschefen "en ordning där flera marknadsplatser tillåts att organisera handel med fondpapper och andra finansiella instrument. Därigenom får aktörerna en möjlighet att välja vilka alternativ som bäst främjar en effektiv marknad, vilket anses kunna bidra till en mer dynamisk utveckling inom börsområdet. Förutsatt att marknadsunderlag finns kan marknadsplatser av varierande storlek och med olika inriktning bildas. Bl.a. kan man tänka sig mindre marknadsplatser med regional anknytning och särskilda marknadsplatser för aktier m.m. i mindre och medelstora företag."[71]

[71] Prop. 1991/92:113 s. 64.

Genom den nya börslagstiftningen infördes auktoriserad marknadsplats som en alternativ auktorisationsform till börs. Kraven på en sådan auktoriserad marknadsplats är i vissa avseenden lägre än vad som gäller för en auktoriserad börs. Den främsta skillnaden mellan börser och auktoriserade marknadsplatser är det krav på medlemskap för att få handla som uppställs gällande börser.[72] Därtill gäller strängare regler för prospektinnehåll och information vid notering eller inregistrering vid börs. Enligt LBC 1 kap 1 § kan företag som driver verksamhet i syfte att åstadkomma regelbunden handel med finansiella instrument hos Finansinspektionen begära auktorisation som börs eller marknadsplats. I 1 kap 4 § samma lag anges att med börs förstås företag som fått auktorisation att driva verksamhet som syftar till att åstadkomma regelbunden handel med finansiella instrument mellan till verksamheten anslutna medlemmar. Kravet på börsverksamhet överensstämmer med EG:s investeringstjänstedirektivs 93/22/EEG definition på ”reglerad marknad”.

I LBC anges vissa sundhets- och förtroendeprinciper vilka skall upprätthållas av den som bedriver börsverksamhet, i avsikt att upprätthålla allmänhetens förtroende för markanden. Enligt 2 kap 1 § LBC skall en börs driva sin verksamhet så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras samt i övrigt så att verksamheten kan anses vara sund. Börsen skall därmed tillämpa principerna om fritt tillträde, neutralitet och god genomlysning. Fritt tillträde innebär att var och en som uppfyller de krav som ställs i LBC och av börsen får bli börsmedlem. Neutralitet innebär att börsens regler tillämpas på samma sätt gentemot alla börsmedlemmar, och god genomlysning innebär att börsmedelmmarna får snabb, samtidig och korrekt inforamtion om handeln och att allmänheten får tillfälle att ta del av denna information. Börser och auktoriserade marknadsplatser står enligt 11 kap LBC under tillsyn av Finansinspektionen. De sanktionsmöjligheter som står till buds i det fall eglerna i LBC överträds är varning eller återkallande av auktorisation. I vissa fall kan Finansinspektionen förelägga ansvarssubjekt att vid vite lämna begärd information.

År 1999 gick OM Stockholm AB ihop med Stockholms Fondbörs AB och bildade gemensamt OM Stockholmsbörsen AB. Marknadsvärdet på vid OM Stockholmsbörsen noterade bolag var 1999 ca 3,7 miljarder kronor fördelat på 300 bolag.[73] I Sverige finns utöver OM

[72] Jfr 1 kap 4 § p 1-3 LBC, prop 1991/92:113 s 113.

[73] OM Stockholmsbörsens faktabok 1999 s 45.

Stockholmsbörsen endast en börs, Pmi Penningmarknaden AB, som hanterar handel med pengar. Dess verksamhet kommer inte att vidare beröras i detta arbete. Därutöver har Finansinspektionen under 1998 beviljat två bolag tillstånd som auktoriserade marknadsplatser enligt LBC 7 kap; Aktietorget i Norden AB samt SBI Marknadsplats AB. Härutöver bedrivs organiserad handel även vid Nya Marknaden, med OM Stockholmsbörsen som huvudman, och Göteborgslistan, vilken drivs av Thenberg & Kinde Fondkommission AB. De auktoriserade marknadsplatserna utfärdar själva de regler som skall gälla för företag som noteras vid marknadsplatsen.

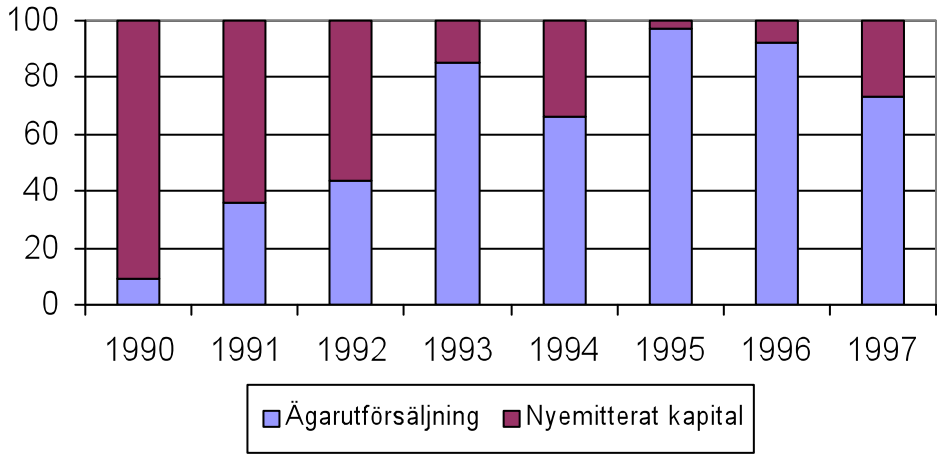
OM Stockholmsbörsen har en central roll i organisationen av den svenska aktiemarknaden. Huvuduppgiften för en fondbörs är att sammanföra utställare eller innehavare av värdepapper som genom börsnotering söker täcka sitt kapitalbehov, och investorer, professionella och ickeprofessionella, vilka genom handel med värdepapper önskar erhålla bästa möjliga avkastning på investerat kapital. En fondbörs fyller därvid en viktig samhällsekonomisk funktion, och en central funktion som marknadsplats för köp och försäljning av aktier.

Vidare noterar börsen kursen för de värdepapper som är noterade genom att samla in, registrera och offentliggöra kurser för köp- och säljorder, och börsen kontrollerar den handel som sker med värdepapper på sekundärmarknaden. Börsen har även en viktig funktion som kontrollorgan vid börsintroduktioner och vid emissioner av omsättningsbara värdepapper.

2.4.2 De emitterande bolagen

Beslut om börsnotering av ett bolag fattas av varierande orsaker mot bakgrund av bolagets finansiella situation samt önskemål från ägare och ledning. I princip kan dock de huvudsakliga skälen till börsnotering koncentreras till två, nämligen ägarnas vilja att erhålla kompensation och ägarnas vilja att tillföra kapital till bolaget. Det argument som vanligen framhålls är bolagets behov av kapitaltillskott för investeringsändamål. Likväl är anledningen till börsnotering oftare att ägare av ett företag väljer att kapitalisera sin tillgång genom att sälja en del av sitt aktieinnehav i företaget. Av de 90 miljarder kronor som investerats vid 130 nyintroduktioner på Stockholmsbörsen 1990-1997 har 79 procent tillfallit tidigare aktieägare. Endast en femtedel av riskkapitalet har genom nyemissioner tillförts de bolag som börsintroducerats. Totalt noterades 130 bolag på Stockholmsbörsens - på den tiden - tre listor under perioden 90 01 01 - 97 12 31, och emissionsbeloppet uppgick totalt för perioden till 90 033 miljoner kronor. 70 739 miljoner kronor, dvs 79 procent av kapitalet, tillföll

tidigare aktieägare. Resterande 19 294 miljoner kronor, 21 procent, är det belopp som tillfallit bolagen. 1995 tillfördes hela 97 procent av kapitalet de tidigare ägarna. Börsen fungerar helt enkelt som en marknadsplats där ägare i stor utsträckning realiserar upparbetade vinster.[74] Av 130 företag som introducerades på Stockholmsbörsen under 8-årsperioden noterades 90 företag på O-listan. 63 procent av det kapital som tillförts vid nyintroduktioner på O-listan har tillfallit de tidigare ägarna. Vid noteringar på OTC-listan har lika delar av de investerade pengarna gått till företagen och de tidigare aktieägarna.[75] Introduktioner på A-listan har till 98 procent utgjort försäljningar från tidigare ägare. De företag som noterats på A-listan har generellt varit mycket stora. Att företagen till så liten del tillförts riskkapital kan förklaras av att de redan vid introduktionen varit väl kapitaliserade och således inte i behov av ytterligare finansiering.



Källa: Studie över börsintroduktioner på Stockholms fondbörs under perioden 1990-1997, Företagsekonomiska institutionen, Stockholms universitet Magisteruppsats HT 97 av Sjögren, F, - Wall, J.

45 procent av de mindre företagen gjorde vidare en uppföljande nyemission relativt kort tid efter börsintroduktionen.[76] Börsnotering föranleds således ofta av förutvarande ägares önskan att erhålla maximal kompensation för sitt innehav.[77] Vid försäljning söker man då

74 Pengarna investeras dock ofta i nya projekt.

75 Källa: Studie över börsintroduktioner på Stockholms fondbörs under perioden 1990-1997, Företagsekonomiska institutionen, Stockholms universitet Magisteruppsats HT 97 av Sjögren, F, - Wall, J. Undersökningen innefattar endast introduktioner där kapital tillförts genom nyemissioner eller genom att tidigare aktieägare sålt aktier. Företagsavknoppningar eller så kallade spin offs ingår således inte.

76 Högfeldt, P, Vad vet vi om svenska börsintroduktioner?, s 37.

77 Exempelvis som ett led i generationsskifte för stora bolag där avsikten är att lösa problem som finansiering av gåvo- eller arvsskatt. För avkastning till kommande

finna en balans i maktförhållandet mellan nuvarande ägare och tillkommande investorer. Stundom genomförs emissionen dock på grund av att bolaget behöver tillskott av kapital. Anledningen kan vara att man vill öka soliditeten eller likviditeten i företaget.[78] Kapitalet kan även avse att finansiera ett förvärv, en expansion eller ett särskilt projekt. Genom börsnotering ökar spridningen på aktien och möjligheten till handel med aktierna. Är ett bolags aktier offentligt noterade är de mer tillgängliga och har ett uppskattningsbart marknadsvärde, vilket ger många fördelar. Vidare ökar kännedomen om bolaget i omvärlden, vilket i allmänhet ökar bolagets värde. Anställda, kunder och leverantörer har möjlighet att köpa värdepapper och bli delaktiga i bolagets eventuella framgång. Genom den ökade marknadskännedomen om bolaget ökar även bolagets möjlighet att attrahera kvalificerad personal.

Den stora fördelen för aktieägare med börsnotering är utöver förväntad avkastning på investeringen aktiernas likviditet. En stor skillnad mellan innehav av aktier i ett börsnoterat repektive ett inte börsnoterat bolag är att aktierna i det börsnoterade bolaget är lättare omsättningsbara. Enligt aktiebolagslagens regler, 3 kap 2 §, skall aktier alltid vara fritt överlåtbara, men det är oftast enklare att finna köpare till en aktiepost i ett bolag som är börsnoterat än i ett icke-noterat bolag.

De konsekvenser av en börsnotering som bolagets ägare kan uppleva som negativa är först och främst utspädningen av röstvärdet på aktierna. Försäljningen innebär en spridning av kapitalet på fler aktier och fler händer. Detta innebär att hittillsvarande aktieägare får lämna ifrån sig en del av makten i och kontrollen av bolaget. Oftast söker säljaren begränsa utspädningen och i görligaste mån behålla så stor röstandel som möjligt genom att emittera röstsvaga aktier. Med noteringen följer även krav på offentliggörande av finansiella rapporter och annan information, vilket är tidsödande och kostnadskrävande. En nackdel är även att kostnaderna för själva börsintroduktionen är avsevärda.[79]

2.4.3 Medverkande emissionsinstitut

Handel med noterade värdepapper kan ske genom börsens handelssystem, men någon skyldighet att köpa eller sälja börsnoterade

---

generationer kan t ex etableras en fond som ägs av en viss krets personer, kombinerat med olika former för begränsningar i handeln med aktierna i bolagsordning eller aktieägaravtal.

[78] Vid hög tillväxttakt kan företaget bli lidande av vad som brukar kallas "växtvärk", och eventuellt inte tro sig kunna växa med hjälp av egna medel.

[79] Se s x

aktier via börsen finns inte. En stor del av handeln på sekundärmarknaden sker utanför börsens handelssystem, och värdepappersbolagen spelar här en viktig roll, även om handel kan ske direkt mellan investorerna utan mellanhand. Värdepappersbolagen spelar en central roll även vid handel med aktier över börs, eftersom handeln endast kan ske genom sådana värdepappersbolag som erhållit auktorisation för detta. Auktorisation att bedriva handel med värdepapper lämnas av Finansinspektionen. I lagen (1991:981) om värdepappersrörelse, 1 kap 3 §, anges att värdepappersrörelse efter tillstånd av Finansinspektionen får drivas av bankinstitut samt svenska aktiebolag och utländska företag som inte är bankinstitut. För emissionsmedverkan krävs vidare tillstånd enligt lagen om handel med finansiella instrument, 3 kap §1, där emissionsmedverkan uttrycks som ”garantigivning eller annan medverkan vid emissioner av fondpapper eller erbjudande om köp eller försäljning av finansiella instrument som är riktade till en öppen krets.”

Tillstånd enligt denna punkt krävs för alla former av medverkan vid emissioner som är riktade till en öppen krets,[80] samt för att handla med och handha värdepapper. Handel över börs får således endast utföras av börsens medlemmar.[81] Börsintroduktion kan teoretiskt sett ske utan medverkan av något värdepappersbolag, men i praktiken fungerar oftast ett eller flera värdepappersbolag som ”lots” vid bolagets introduktion. Ett erbjudande till allmänheten om teckning av aktier är en komplicerad och tidsödande uppgift, och som regel medverkar flera emissionsinstitut med bl a rådgivning i ekonomiska och juridiska frågor kring erbjudandet. I en överenskommelse mellan emittenten och emissionsinstitutet regleras villkoren för utförsäljningen och emissionsinstitutens ersättning därför. Bolaget och emissionsinstituten reglerar gemensamt på vilket sätt och till vem aktierna kan försäljas inom aktuella länder.

Emissionsinstitutet kan i avtalet åta sig att ta olika stor del av ansvaret för emissionen:

a) Vid såväl emission som försäljning av aktier kan emissionsinstitutet genom uppdraget få det praktiska ansvaret att samla in information, ombesörja sammanställning av den beskrivning av företaget som prospektet skall utgöra, samt ombesörja genomförandet av försäljningen. Emissionsinstitutet

[80] Den medverkan som lämnas av advokater respektive revisorer omfattas normalt inte av tillståndsplikt. Om däremot deras medverkan framhålls i prospektet eller om de undertecknar prospektet så bör de enligt föredragande statsrådet omfattas av tillståndsplikten. Denna fråga har utvecklats särskilt i prop. 1991/92:113, s. 165 f.

[81] Som ett led i anpassningen till EG:s regler kan utländska värdepappersbolag erhålla koncession och bli medlemmar i börsen.

tecknar då ett s k best effort eller placeringsavtal med det emitterande bolaget. Emissionsinstitutet åtar sig härigenom att på vissa villkor sälja vissa eller samtliga aktier. Emissionsinstitutet kan även i emissionsavtalet med det emitterande bolaget åtaga sig att överta de aktier som inte tecknas av andra investorer.

b) I synnerhet vid internationella emissioner är det vanligt att emissionsinstitutet ikäder sig rollen av s k underwriter och säljer aktierna i fast räkning, s k firm committment underwriting. Underwriting innebär att emissionsinstitutet vid emission förvärvar aktierna från bolaget genom teckning, för att sedan själv sälja ut dem. Typiskt sett är det en grupp emissionsinstitut som åtar sig att sälja aktierna, av vilka ett eller par emissionsinstitut, s k lead managers" undertecknar emissionsavtalet. Dessa engagerar sedan ytterligare emissionsinstitut för försäljningen av aktierna, vilka endast agerar säljare av aktierna.

c) Emissionsinstitutet kan åtaga sig att endast ansvara för försäljningen av aktierna.

Vid en blockutförsäljning kan emissionsinstitutet även uppträda som kommissionär.

Vid utförsäljning av aktier i dotterbolag med professionella ägare är det vanligt att emissionsinstituten är underwriter. I 91 procent av introduktion av mindre bolag under 1990-1996 tecknades best effort kontrakt mellan bolaget och emissionsinstituten.[82]

Emissionsinstitutet svara vidare normalt för den praktiska hanteringen av anmälningssedlar och värdepapper, samt betalningen för dessa. Emissionsinstitutets ersättning utgörs av en provision uppgående till viss procent av det totala försäljningspriset för aktierna i erbjudandet.[83]

2.4.4 Prospektens adressatkrets

Den krets av rättssubjekt emittenten riktar sig till vid offentliggörande av ett prospekt utgörs dels av teckningsberättigade tidigare aktieägare eller optionsinnehavare, dels övriga investerare som använder informationen som placeringsunderlag. Bolagets information riktar sig vidare till en krets av rättssubjekt som inte investerar i aktier, men som på annat sätt är beroende av det emitterande bolagets ekonomi. Kretsen består dels av alla som fattar beslut om investering på

[82] Högfeldt, P, Vad vet vi om svenska börsintroduktioner? s 38.

[83] Den genomsnittliga kostnaden för att genomföra en nyemission var under perioden 1 januari 1999 – 19 maj 2000 6,2 procent av emissionsbeloppet. Källa: Dagens industri 22 maj 2000 s 32.

värdepappersmarknaden, men även av leverantörer och borgenärer, samt av anställda i bolaget.[84] Är informationen felaktig, med påföljd att bolagets aktier förlorar i värde, kan även denna krets tredje män i vissa situationer komma att lida skada direkt eller indirekt.

2.4.4.1 Den segmenterade kretsen

Värdepappersmarknaden är segmenterad, och möjligheten att värdera ett erbjudande om att köpa eller sälja en aktie varierar mellan olika grupper av placerare, eftersom aktörerna har olika förutsättningar att tolka tillgänglig information. Huvudsakligen identifieras i första hand två typer av investerare vilka brukar betecknas institutionella placerare respektive privata investerare.[85] Investerare kan vidare indelas efter hur kort- respektive långsiktigt de ser på sin placering. En kortsiktig investerare hyser föväntningen att värdet på aktien inom kort skall öka varvid han kan göra en kursvinst, medan en långsiktig investerare snarare eftersträvar en trygg investering i ett vinstgivande bolag som regelbundet ger utdelning till sina aktieägare. För den långsiktige investorn är utdelningen investeringens avkastning till skillnad från den kortsiktige som har förväntningar på en uppgång av bolagets aktiekurs.

Svenska privatpersoner har i allt större utsräckning sitt sparande i aktier, dock till stor del genom fondandel, och räknas därmed i normalfallet till långsiktiga investerare. Vid utgången av 1999 ägde ca 5,6 miljoner svenskar aktier direkt eller genom andelar i fonder. Av dessa är ca 2,6 miljoner direkta ägare av börsnoterade aktier.[86] De svenska hushållens direktägande uppgår till ca 15 procent av börsvärdet, medan ca 50 procent av börsvärdet förvaltas av institutionella investerare.[87]

Bolagens ekonomiska redovisning är inte främst utformad för att tillgodose de privata placerarnas behov, och analytiker har mot den bakgrunden till uppgift att tolka och bearbeta den information bolagen offentliggör. Mycket få privata aktieägare använder sig av bolagets direkta information vid placeringsbeslut. I en undersökning rörande grunden för privata investerares investeringsbeslut svarade 45 procent att de skulle grunda sina investeringsbeslut på information i dags- eller fackpress, och 43 procent svarade att de förlitar sig på bankernas

[84] Se vidare argument för börsnotering infra.

[85] Vid introduktion av småbolag genom best effort avtal bjuds vanligtvis hälften av aktierna ut till institutionella placerare respektive privata investerare. Vid utförsäljning av aktier i dotterbolag med professionella ägare genom underwriting allokeras vanligen 75 procent till institutionella placerare och 25 procent till privata investerare, Högfeldt, P, Vad vet vi om svenska börsintroduktioner? s 38.

[86] Källa: Aktiefrämjandet/Temo: Aktieägandet i Sverige, december 1999. I undersökningen ingår endast personer över 15 år.

[87] OM Stockholmsbörsen Faktabok 1999, s 17.

placeringsråd.[88]

Att experter har en helt annan möjlighet att bedöma ett erbjudande än privata investorer leder till olikheter i köp- och säljbeteende. Eftersom professionella placerare genom större kompetens och resurser har bättre möjligheter att anskaffa, tolka och använda relevant information än den typiske private investeraren, kan ifrågasättas om inte informationen bör anpassas till den investerare som har minst expertkunskap. Bolagen skulle således iordningställa ett informationsmaterial, ett prospekt, för experter, och ett annat för övriga investorer, eftersom respektive krets har så olika förutsättningar att tillgodogöra sig ekonomisk information. En möjlighet att söka anpassa informationen efter såväl experters som lekmäns behov är att parallellt med prospektet utarbeta en mindre omfattande informationsbroschyr, innehållande de uppgifter som är mest relevanta och svarar på de frågor lekmän kan förväntas ställa. Det har under år 1999 blivit allt vanligare att vid större emissioner ett informationsmaterial utöver prospektet offentliggörs, just i syfte att nå en bredare icke-professionell målgrupp.[89] Å andra sidan kan konstateras att lekmän inte heller är en homogen grupp, utan har olika kunskapsnivå och olika intresse för ekonomi. Experter är normalt intresserade av omfattande och detaljerad, sk analysorienterad, information. Lekmän, däremot, har lättare att tillgodogöra sig information som är kortfattad och beslutsorienterad. Vid en bedömning av huruvuda det skulle vara relevant att utforma marknadsinformation för lekmän, vilka har sämre förutsättningar att bedöma och värdera informationen som målgrupp, brukar dock anföras att detta i så fall skulle ske på bekostnad av kvalitén på informationen.[90] Upplysningar som är utformade med tanke på att de skall analyseras av experter ger oftast en sakligare och mer exakt bild av ifrågavarande objekt än mindre kunskapskrävande allmänna ordalag. En anpassning av informationen till lekmän skulle kunna leda till minskad användbarhet för professionella aktörer. Är informationen i prospektet anpassad till marknadens professionella investerare har en lekman i stället möjlighet att välja att vända sig till en professionell aktör för att få hjälp att tolka informationen.

Sveriges storföretagsamhet har traditionellt haft starka ägare och maktgrupperingar, och parallellt med detta nätverk av traditionella storägare har det institutionella ägandet vuxit och blivit allt starkare.

[88] Bohlin, H, Aktieägarna och årsredovisningen, s 48 ff.

[89] Informationsbroschyr har distribuerats till svenska hushåll i samband med introduktion av bl a TV4 och Telia.

[90] Gundersen, F, - Bernitz, U, Norsk og internasjonal markedsrett. En samlet oversikt over naeringslivets rett og rammebetingelser, s 365, ang ”kvalificerad” resp. ”resurssvag” målgrupp för reklam.

Ägarstrukturen närmar sig i Sverige den som formats i andra länder med ett spritt aktieägande, exempelvis USA och Storbritannien.

Utlandsägandet utgör år 2000 ca 35 procent av börsvärdet, och vid en introduktion tilldelas utländska institutioner en icke obetydlig andel aktier - från såväl statens som privata ägares sida. De bolag vars akter främst ägs av utländska investorer är de stora exportinriktade företagen, däribland Ericsson. De utländska placerarna består dock till större delen av institutioner.

3 Prospekt

3.1 Inledning

Prospektet utgör ett viktigt instrument för att tillhandahålla kapitalmarknaderna information i samband med utgivande eller försäljning av aktier eller olika slag av skuldebrev. I aktiebolagsrättslig mening är prospektet en särskild sammanställning och redovisning av ett aktiebolags förhållanden vid en viss tidpunkt. Prospektet beskrivs i 2 kap 1 § LHF som ett dokument innehållande "de upplysningar som, med hänsyn till de finansiella instrument som avses, behövs för en välgrundad bedömning av emissionen eller erbjudandet."

Regler om emissionsprospekt lagfästes för första gången i svensk rätt genom bestämmelser i 1975 års aktiebolagslag. Aktörerna var tidigare mer angelägna om att förenkla bolagens kapitalanskaffning än att skapa ett ökat investerarskydd, och med emissionsprospekt avsågs helt enkelt ett meddelande om emission innehållande viss grundläggande information om vederbörande företag. Under 1970-talets första hälft började behovet av skyddsregler vid bildande av bolag och kapitalökningar dock att identifieras, och investerarskyddet tillvaratogs först av fondbörs- och samarbetsutredningen som i början av 1970-talet i sina förslag intog regler om emissionsprospekt samt bolags informationsgivning.[91]

3.2 Syftet med prospekt

Skyddet för aktieägarna i samband med offentliga erbjudanden baseras i betydande utsträckning på informationsplikten - endast den som är välinformerad kan fatta ett korrekt beslut. Uppgifterna i prospektet skall möjliggöra för befintlig eller potentiell aktieägare samt för utomstående att bilda sig en uppfattning om värdet på de emitterade aktierna. Prospektet kan dock vara ett adekvat medel för att underlätta ett ställningstagande till investeringar i större företag som varken finns

[91]SOU 1970:41-42, SOU 1971:9.

introducerade på börsen eller fondhandlarlistan.[92]

Det huvudsakliga syftet med regler om prospekt är som ovan nämnts enligt förarbetena att garantera allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden och att åstadskomma ett tillfredsställande investerarskydd. Detta syfte skall uppnås bl a genom att behovet av information på aktiemarknaden tillgodoses.[93] Av preamblarna till såväl det andra börsdirektivet som prospektdirektivet från EU framgår att direktiven är avsedda att bereda ett likformigt minimiskydd åt investerare i medlemsstaterna.[94] Bestämmelserna om prospekt i LHF och LBC uppbärs av samma övergripande syfte, och är tillkomna som ett led i anpassningen av den svenska lagstiftningen till EGs krav.[95] I förarbetena anges att syftet med ett prospekt bl a är att ”ge marknaden och presumtiva köpare och säljare ett underlag för bedömning av erbjudandet och den risk som är förknippad med en investering i de finansiella instrument som prospektet avser."[96]

3.3 Skyldigheten att upprätta och offentliggöra prospekt

3.3.1 Inledning

Såväl ett publikt aktiebolag som en aktieägare som skall genomföra en emission eller lämna ett erbjudande till en vidare krets att förvärva av bolaget utgivna aktier eller skuldebrev av vissa slag har att beakta prospektreglerna i aktiebolagslagen och, allt efter omständigheterna, bestämmelserna om prospekt i LBC och LHF. Situationer kan uppstå då skyldighet att tillhandahålla flera av ovan nämnda prospekt kan föreligga. I praktiken blir det dock sällan fråga om mer än en handling, delvis beroende på att kraven i vissa fall överensstämmer.

Den lagstiftningsteknik som använts vid utformningen av bestämmelserna om prospektskyldighet innebär att endast de grundläggande kraven har angivits i lag. Lagstiftaren har valt att överlåta till Finansinspektionen och marknadens självreglering att närmare ange kraven för prospekts innehåll i enlighet med vad som krävs för att tillfredsställa behovet av information på värdepappersmarknaden.[97] De uppgifter som lämnas i prospekt kan

[92] Kedner, G - Roos, CM, Aktiebolagslagen, del I, s 119.

[93] Se bl a prop 1990/91:142 s 78 f.; prop 1991/92:113 s 149; SOU 1997:22 s 222.

[94] 80/390 EEG st 4; 89/298 EEG st 4.

[95] SOU 1997:22 s 217, 222.

[96] Prop 1991/92:113 s 217.

[97] Prop 1991/92:113 s 155.

delas upp i fyra kategorier:[98]

a) obligatoriska uppgifter enligt tvingande lag eller förordning
b) obligatoriska uppgifter enligt bindande avtal såsom noteringsavtalets hänvisning till NBK:s rekommentationer
c) uppgifter som lämnas på grund av ej bindande rekommendationer såsom prospektrekommendationen eller AMN:s uttalanden
d) helt frivilligt lämnade uppgifter

Av de i lag reglerade uppgifterna är endast överträdelse av aktiebolagslagens regler är sanktionerad. Vid överträdelse av noteringsavtalet med bilagor blir avtalslagens regler tillämpliga.

3.3.2 Lagar och förordningar

3.3.2.1 EG:s prospektregler

EG har sedan 1968 utfärdat ett tjugotal direktiv på börs- och bolagsrättens område. I första börsdirektivet, Rådets direktiv 79/279/EEG, återfinns EG:s regler om inregistrering av fondpapper samt rörande börsbolagens informationsskyldighet. Direktivet ställer upp de minimikrav som skall vara uppfyllda för att fondpapper skall få officiellt noteras vid en fondbörs. Officiell notering motsvarar därvid den svenska termen inregistrering. Beträffande innehållet i prospekt avseende teckning eller förvärv av värdepapper har EG utfärdat bestämmelser om två slag av prospekt; dels börsprospekt som skall upprättas vid inregistrering av värdepapper vid fondbörs, 80/390/EEG, det sk börsdirektivet, dels emissionsprospekt som skall upprättas vid övriga erbjudande till allmänheten, inklusive notering av bolag, direktiv 89/298/EEG, det s k prospektdirektivet.

3.3.2.1.1 Börsdirektivet 80/390/EEG

I portalbestämmelsen i börsdirektivets artikel 4 anges att ett börsprospekt skall innefatta den information som, allt efter slaget av emittent och arten av de värdepapper för vilka upptagande söks, behövs för att investerare och deras rådgivare skall kunna göra en välgrundad bedömning av emittentens tillgångar och skulder, finansiella situation, vinster och förluster och framtidsutsikter samt av de rättigheter som är förenade med värdepapperen. En viktig regel i direktivet är den kontroll berörd myndighet skall utföra innan prospektet offentligörs. Denna kontroll kan sägas utövas även å andra staters och myndigheters vägnar, eftersom staterna ömsesidigt skall godkänna prospekt som offentliggjorts i annan medlemsstat. Således stadgas i art 18 (2) att

[98] Jfr Lüning, W, Prospektansvaret, s 16.

börsprospekt skall godkännas av berörd myndighet innan det offentliggörs. Annonser och informationsmaterial om den förestående emissionen skall enligt art 22 sändas in till myndigheten vilken kan välja att underkasta materialet kontroll.

Innehållet i börsdirektivet har ändrats genom tre senare antagna direktiv, 87/345/EEG och 90/211/EEG och 94/18/EEG. Ändringarna reglerar ömsesidigt godtagande av prospekt för erbjudande till allmänheten och prospekt för notering av värdepapper vid fondbörs. Syftet med ändringarna är att underlätta godkännandet av publicerat prospekt i övriga medlemsländer, samt att prospekt som skall upprättas vid vissa erbjudanden till allmänheten enligt det s.k. prospektdirektivet skall kunna godtas som prospekt vid ansökan om inregistrering vid fondbörs.

Enligt artikel 24b (1) har numera en medlemsstat skyldighet att godkänna prospekt som godkänts i annan medlemsstat om bolaget söker börsnotering i staten inom tre månader från godkännande i den första staten. Medlemsländerna har alltid rätt att kräva översättning till det aktuella språket, utom i de fall prospektet är på engelska. Direktiv 94/18/EEG kallas vanligen "Eurolist-direktivet" och utsträcker möjligheterna att i vissa fall göra undantag från kravet på att upprätta och publicera prospekt vid en börsintroduktion. Ändringarna innebär bl. a. lättnader för befintliga börsbolag som vill registrera sig på annan börs för att skapa förutsättningar för Europeiska Börsfederationens Eurolist-projekt. Detta projekt går ut på att skapa en gemensam börslista för stora europeiska bolag. Någon skyldighet för medlemsländerna att införliva Eurolist-direktivet föreligger emellertid inte.

3.3.2.1.2 Prospektdirektivet 89/298/EEG

Prospektdirektivet behandlar som ovan nämnts kraven på innehåll, kontroll och offentliggörande av emissionsprospekt när ett erbjudande om aktieteckning riktas till allmänheten, dvs emissionsfallet. Direktivet innehåller bestämmelser om minimikrav för prospekt rörande värdepapper som i ett eller flera EG-länder bjuds ut till allmänheten och som inte redan är noterade vid en fondbörs. Enligt direktivets preambel är syftet med prospektdirektivet att bereda möjlighet för investerare att göra en korrekt bedömning av riskerna med en investering i ett värdepapper. Här betonas att en investerare skall kunna fatta ett beslut om investering i ett värdepapper med full kännedom om aktuella sakförhållanden, eftersom tillhandahållandet av fullständig och relevant information befrämjar skyddet för investerare.[99] Enligt direktivet skall prospektet innehålla den information som allt efter slaget av emittent

[99] 89/298 EEG st 1-2.

och arten av de värdepapper för vilka inregistrering söks fordras för att investerare och deras rådgivare skall kunna bilda sig en välgrundad uppfattning om emittentens tillgångar och skulder, finansiella ställning, vinster och förluster samt framtidsutsikter. Generellt gäller att prospektets innehåll skall vara lätt analyserbart och så utförligt som möjligt. Direktivet innehåller en detaljerad uppräkning av de uppgifter som skall ingå i prospektet, och dessa uppgifter har implementerats i det svenska regelverket genom Finansinspektionens föreskrifter 1995:21 om prospekt.[100] I art 14 anges att prospektet skall ges in till det organ som av medlemsstat har utsetts för detta ändamål. Bestämmelsen skiljer sig från bestämmelsen i börsdirketivet på så sätt att här inte föreskrivs att organet skall ge sitt godkännande till prospektet. Regler rörande ömsesidigt erkännande av prospekt finns i art 20 och 21.

Ansvaret för prospekt är inte sanktionerat i EG:s direktiv.[101] I börsdirektivet anges dock att namn och befattning på de fysiska personer samt namn och säte på de juridiska personer som är ansvariga för prospektet skall anges i detsamma. Vidare skall prospektet innehålla en försäkran avgiven av ansvariga fysiska personer att uppgifterna i prospektet är riktiga och att ingenting av betydelse har utelämnats.[102] Denna formulering har för aktier intagits i Finansinspektionens föreskrifter 1995:21, 3 kap 5 § respektive 17 kap 5 §.

1998 presenterade Kommissionen en aktionsplan för att underlätta implementeringen av regler rörande värdepappersmarknaden.[103] The Forum of European Securities Commissions, FESCO, har offentliggjort en rapport i anslutning till aktionsplanen, vilken innehåller en rad förslag till förenkling av reglerna i prospektdirektiven. I rapporten konstateras att ömsesidigt erkännande av prospekt ställer stora krav på harmonisering av såväl regler rörande innehåll i prospekt som granskning av desamma.[104]

EG har även avgivit ett förslag till femte bolagsdirektiv, EFT 1972 C131/49 ff. vari regleras bolagsledningens interna skadeståndsansvar, dvs ansvaret gentemot bolaget. Förslaget är mycket omdebatterat, och osäkerhet råder om huruvida direktivet kommer att antas av Rådet.[105] Enligt art 19 överlåts till medlemsstaterna att reglera

[100] Något ändrad genom FFFS 1997:16.

[101] De aktiebolagsrättsliga ansvarsfrågorna har reglerats i det förslag till femte bolagsdirektiv som blivit starkt kritiserat och ej antagits, se infra.

[102] Lista A och B kap 1.

[103] Financial Services: Implementing the Framework for FinanscialMarkets: Action plan, COM (1999) 232.

[104] FESCO, 1999, s 8.

[105] För en utförlig redogörelse av direktivförslaget samt vilka konsekvenser ett genomförande av förslaget en aktie-en röst skulle komma att få för svenskt näringsliv se Olrog, C, - Rickhamre, K-G, Företagsköp i det framtida Europa.

bolagsledningens ansvar gentemot aktieägare och tredje man. Ansvar åläggs enligt art 14 bolagets organledamöter kollektivt vid culpa. Bevisbördan är dock omvänd på så vis att styrelseledamöternas culpa presumeras, om de inte kan visa att de ej förfarit oaktsamt.[106] Ansvaret är obegränsat, och åvilar solidariskt varje ledamot av bolagsorganet. Ledamoten kan dock undgå ansvar om han visar att någon försummelse ej kan tillräknas honom personligen. Bestämmelserna om kollektivt ansvar och omvänd bevisbörda gäller även när bolagsorganets uppgifter har fördelats på dess enskilda ledamöter. Enligt art 14 i förslaget skall samtliga personer i bolagets ledning sålunda ha samma befogenheter och plikter, och ansvaret skall fördelas lika mellan ledamöter i styrelsen och verkställande direktör oavsett uppgiftsfördelning mellan organen.

3.3.2.2 ABL - emissionsprospekt och prospekt vid erbjudande om försäljning av aktier

Aktiebolagslagens prospektregler återfinns i 4 kap, där i 18 § stadgas att styrelsen skall upprätta prospekt ”när ett publikt bolag eller en aktieägare i ett sådant bolag offentliggör eller på annat sätt till en vidare krets riktar inbjudan att förvärva aktier eller teckningsrätter i bolaget.”

Krav på prospekt föreligger om summan av de belopp som till följd av inbjudan kan komma att erläggas uppgår till minst 300.000 kronor. De åtgärder som kan utlösa skyldighet att upprätta prospekt enligt aktiebolagslagen är kontantemissioner, försäljning av ett stort antal aktier på en gång, dvs s k blockutförsäljningar, samt introduktion på marknaden av aktier som tidigare inte haft någon större spridning. Reglerna omfattar även utbyteserbjudanden, dvs erbjudanden där betalning för aktierna sker med aktier i annat bolag.[107] Aktiebolagslagens regler omfattar däremot, till skillnad från LHF, inte erbjudanden om köp av aktier. Prospektkravet i ABL omfattar även överlåtelse av egna aktier som sker efter erbjudande till aktieägarkretsen.[108]

ABL uppställer tre rekvisit för när prospekt skall upprättas:

- En beloppsgräns
- Att bolaget är publikt
- Krav på spridning av aktien

Enligt ABL behöver prospekt endast upprättas om det totala beloppet som kan komma att bli erlagt till följd av erbjudandet uppgår till minst 300.000 kronor. Vid fastställandet av huruvida marknadseffekten kommer att överstiga 300.000 kronor skall hänsyn tas till det

[106] Att införa regler om omvänd bevisbörda i förevarande fall har tidigare avvisats såsom främmande för svensk rättsuppfattning, se SOU 1941:9 s. 650. Modellen i förslaget till ett femte bolagsrättsligt direktiv har också nyligen avvisats i Danmark.

[107] Även benämnt ”papperserbjudande”.

[108] Prop 1999/2000:34 s 74 f.

sammanlagda värdet av de kontantbelopp och/eller den apportegendom som köparna respektive tecknarna har att erlägga.[109]

ABL gäller enligt 1 kap 2 § samtliga bolag, men vissa regler i ABL gäller endast för publika respektive privata bolag. Ett publikt bolag skall ha ett aktiekapital om lägst 500.000 SEK, ett privat bolag 100.000 SEK.

För att prospektskyldighet skall föreligga krävs slutligen att erbjudandet riktats till en vidare krets. Spridningskravet syftar till att säkerställa en rimlig omfattning av aktiehandeln, d.v.s. likviditeten i aktien. Av motiven framgår att begreppet vidare krets inte kan definieras entydigt, utan avgörande är om allmänheten eller en större krets av personer berörs av erbjudandet. Antalet i denna krets har i förarbetena angivts till ca 200 personer, av vilket följer att i de fall erbjudandet utformas så att antalet tecknare eller köpare kan beräknas överstiga cirka 200 prospekt skall utges.[110]

ABL:s krav på prospektinnehåll anges i 4 kap 19-26 §, och är relativt kortfattade. Ett emissionsprospekt skall innehålla bolagets redovisningshandlingar avseende de tre senaste räkenskapsåren. Vidare skall lämnas upplysning om för bedömning av bolagets verksamhetsresultat och ställning viktiga förhållanden, och om händelser i övrigt av väsentlig betydelse för bolaget vilka hänför sig till tiden efter utgången av de tre senaste räkenskapsåren. Prospektet skall även innehålla en kortfattad historik över bolaget och dess verksamhet, en redogörelse för bolagets och, om dotterbolag finns, koncernens verksamhet, råvarutillgångar, produkter och driftställen, samt för dessas respektive ställning inom branschen. I prospektet skall även lämnas uppgifter om bolagets styrelseledamöter, revisorer och ledande befattningshavare, samt en redogörelse för ägar- och rösträttsförhållanden i bolaget. Prospektet skall granskas av bolagets revisorer, vilka i prospektet skall avge en särskild granskningsberättelse.

Vid erbjudande om blockutförsäljning av aktier ansvarar styrelsen för upprättandet av ett emissionsprospekt oavsett om det är bolaget eller en aktieägare som lämnar erbjudandet. I avsikt att styrelsen skall ges tillräckligt med tid att sammanställa en sådan redogörelse för bolagets förhållanden föreskrivs i 4 kap 19 § att aktieägare som ämnar sälja aktier eller teckningsrätter under sådana former att emissionsprospekt skall upprättas, skall underrätta styrelsen om sina planer senast sex

[109] Prop 1975:103 s 345.

[109]Paragrafen gäller inte bolag under bildande och inte heller vid fondemissioner, se SOU 1971:9 s 80 f. och 101 f.; prop. 1975:103 s 345 f, jfr prop. 1993/94:196 s 158.

[110] SOU 1971:9 s 79 f f. Jfr dock börsens spridningskrav infra x.

veckor innan den dag inköp för första gången kan ske.

3.3.2.3 *LBC - börsprospekt*

Lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet, LBC, reglerar i första hand marknadsplatserna. Lagen reglerar möjligheten att få auktorisation som börs eller marknadsplats för handel med finansiella instrument. Lagen innehåller emellertid inregistrerings- och prospektkrav. I 5 kap § 5 LBC regleras situationen där ett prospekt skall upprättas vid börsintroduktion, dvs i samband med inregistrering av aktier vid Stockholmsbörsens A-lista. I paragrafen stadgas att prospektet skall innehålla ”de upplysningar som behövs för att en investerare skall kunna göra en välgrundad bedömning av utgivarens verksamhet och ekonomiska ställning samt av de rättigheter som är förenade med fondpapperen.”

Enligt lagrummet är det ”utgivaren av fondpappren” som ålagts skyldighet att upprätta prospektet. Börsprospekt skall upprättas i samtliga fall när aktier skall inregistreras, dvs även vid senare inregistrering av nyemitterade fondpapper.[111] Även när ett bolag som varit noterat vid O-listan i understigande två år ansöker om inregistrering skall börsprospekt upprättas. Detta är fallet även om någon nyemission inte sker i samband härmed.

Av motiven till 5 kap 5 § framgår att stadgandet utgör en anpassning av reglerna om börsprospekt till bestämmelserna i EG:s andra börsdirektiv, börsdirektivet.[112] Lagrummet innehåller enbart den grundläggande ramen för skyldigheten att upprätta prospekt vid inregistrering och för innehållet i prospektet. Finansinspektionen har med stöd av förordningen (1992:561) om börs- och clearingverksamhet fått i uppgift att närmare utforma föreskrifter rörande kravet på innehåll.

Enligt ordalydelsen i LBC är det utgivaren av fondpappren, dvs bolaget, och inte styrelsen som har att upprätta prospektet. Det förefaller inte sannolikt att man här avsett göra någon saklig skillnad mot vad som föreskrivs i ABL. I EG:s direktiv 80/390EEG art 4 anges att medlemsstaterna skall se till att de skyldigheter rörande prospektinnehållet som följer av direktivet åvilar dem som enligt direktivets bilagda lista A p 1.1 och B p 1.1[113] ansvarar för prospektet. Av direktivet framgår inte någon skillnad vad beträffar för respektive prospekttyp ansvariga subjekt.

---

[111] SOU 1977:22 s 222.

[112] Prop. 1991/92:113 s 191.

[113] Lista A reglerar inregistrering och emission av aktier, Lista B reglerar skuldebrev.

I 5 kap 6 § LBC berörs kortfattat notering vid en börs av fondpapper som inte är föremål för inregistering. Notering skall enligt stadgandet ske efter ansökan av den som har gett ut fondpapperen, och ”notering får ske endast om det med hänsyn till marknadsförhållandena för de fondpapper som avses och omständigheterna i övrigt föreligger förutsättningar för en ändamålsenlig börshandel med fondpapperen.”

En rad undantag från prospektskyldigheten ges i 5 kap 5 § st 2 LBC, i FFFS 1995:21 kap 2 samt FFFS 1997:16.

Även när det gäller införlivandet av det tredje börsdirektivet, 82/121/EEG, om information som regelbundet skall offentliggöras av bolag vars aktier har upptagits till officiell notering vid fondbörs, har använts samma lagstiftningsteknik som beträffande bestämmelserna om inregistrering och börsprospekt. Den grundläggande regeln framgår av 5 kap 6 § LBC enligt vilken ett aktiebolag vars aktier är inregistrerade vid en börs, under varje räkenskapsår som omfattar mer än tio månader skall offentliggöra en redogörelse för räkenskapsårets första sex månader, dvs. en halvårsrapport. Finansinspektionen har utfärdat föreskrifter om innehållet i halvårsrapporten i FFFS 1995:43.

3.3.2.4 LHF - noteringsprospekt, emissionsprospekt och prospekt vid erbjudande om försäljning respektive köp av aktier

Bestämmelser om hur handeln på värdepappersmarknaden skall bedrivas finns i Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument, LHF. Lagen innehåller också regler om prospekt.[114] Vid emission av fondpapper som inte är inregistrerade eller föremål för ansökan om *inregistrering* vid börs eller auktoriserad marknadsplats, skall skyldigheten att upprätta prospekt således bedömas enligt LHF. Reglerna blir således tillämpliga vid notering på annan lista än A-listan, vid emission utan samband med notering, samt vid erbjudande om köp samt försäljning av block av aktier.

Även prospektreglerna i 2 kap LHF har tillkommit som ett led i den svenska anpassningen till EG:s prospektdirektiv. I lagstiftningsarbetet övervägdes att genomföra denna anpassning genom ändring av prospektreglerna i aktiebolagslagen. Med hänsyn till att dessa regler endast gäller aktiebolag och vissa slag av fondpapper valdes i stället en lagreglering i LHF.[115] Härigenom samlades bestämmelser om prospekt för alla typer av finansiella instrument på ett ställe. LHF omfattar således till skillnad från aktiebolagslagen alla typer av finansiella instrument.

[114] LHF innehåller även regler rörande skyldighet till s k flaggning av innehav.

[115] Prop. 1991/92:113 s 217 f.

På samma sätt som i LBC anges i LHF endast de grundläggande bestämmelserna om skyldighet att upprätta prospekt vid emissioner och andra erbjudanden, och detaljerade regler ges i FFFS 1995:21, 17 kap. Skyldighet att upprätta prospekt föreligger enligt 2 kap 2 § LHF vid alla erbjudanden till en öppen krets att förvärva eller sälja fondpapper, under förutsättning att det sammanlagda vederlaget för dem uppgår till minst 300.000 kronor, och att det inte är fråga om fondpapper som är inregistrerade eller avsedda att inregistreras vid börs. Lagen omfattar således erbjudanden om såväl köp som försäljning av aktier, till skillnad från ABL.

Erbjudandeprospekt skall enligt 2 kap 3 § upprättas vid erbjudande om köp eller försäljning av finansiella instrument. Liksom i ABL har beloppsgränsen 300.000 kronor valts, dvs prospekt skall upprättas om summan av de belopp som till följd av emissionen eller erbjudandet kan komma att erläggas uppgår till minst 300.000 kronor. En skillnad mellan prospektreglerna i aktiebolagslagen och LHF ligger dock i spridningskravet. Båda lagarna avser erbjudanden till allmänheten. Enligt aktiebolagslagen inträder emellertid prospektskyldighet så snart erbjudandet riktas till en krets som överstiger omkring 200 personer, under det att LHF gör prospektskyldighetens inträde beroende av att erbjudandet riktas till ett obestämt antal personer, en ”öppen krets,” liksom i 1 kap. 3 § 5 p lagen (1991:981) om värdepappersrörelse. Med öppen krets avses ett obestämt antal personer. Om ett erbjudande riktas till samtliga eller i vart fall flertalet av aktieägarna i ett aktiebolag är erbjudandet riktat till en öppen krets, eftersom antalet aktieägare kan skifta när som helst.[116] I motiven till lagrummet anges att med detta avses ett obestämt antal personer, och att bestämmelsen inte omfattar emissioner eller erbjudanden som riktas till vissa bestämda mottagare.

Begreppet ”öppen krets” är förenligt med EG:s prospektdirektiv, men skiljer sig från det i aktiebolagslagen använda begreppet ”vidare krets” som, liksom ovan behandlats, i stället tar sikte på antalet mottagare av erbjudandet. En öppen krets kan alltså omfatta såväl fler som färre mottagare av erbjudandet än 200 personer. Å andra sidan utesluter LHF från prospektskyldigheten varje bestämd krets, dvs emissioner som riktas till en bestämd krets, oavsett antalet personer som ingår i kretsen.

[116] Prop. 1991/92:113 s 216. Som exempel nämns i förarbetena vidare kunderna hos ett eller flera värdepappersinstitut, prop. 1991/92:142 s 154. Erbjudanden som riktas till vissa bestämda mottagare, t.ex. anställda eller styrelsen i ett företag, anses inte riktade till en öppen krets, prop. 1991/92:142 s 154. Se även Finansinspektionens instruktion 2001-01-25 ”Att registrera ett prospekt”. Aktiebolagskommittén har föreslagit att lokutionen ”öppen krets” ändras till ”vidare krets”, SOU 1997:22 s 226.

Användningen av begreppet öppen krets i LHF syftar till att anpassa prospektreglerna till EG:s prospektdirektiv.[117] Enligt direktivets preambel har det visat sig omöjligt att fastställa en gemensam definition av begreppet ”erbjudande till allmänheten” och av allt som ingår i detta begrepp.[118] Någon närmare bestämning av begränsad krets återfinns inte i direktivet, utan art 2 i direktivet anger endast just att erbjudanden av överlåtbara värdepapper till personer inom en begränsad krets inte omfattas av begreppet.

I 2 kap 4 § anges att prospektet skall lämnas till Finansinspektionen med en ansökan om registrering. Finansinspektionen skall godkänna prospektet, men detta godkännande innebär endast att en formell granskning av innehållet har gjorts, och Finansinspektionen ansvarar inte för att uppgifterna i prospektet är sakligt riktiga.[119]

3.3.3 Föreskrifter och rekommendationer

3.3.3.1 Finansinspektionens föreskrifter

Med stöd av förordningen (1992:561) om börs- och clearingverksamhet samt förordningen (1991:1007) om handel och tjänster på värdepappersmarknaden har Finansinspektionen meddelat föreskrifter om inregistrering av fondpapper i FFFS 1995:43 och om börs- och emissionsprospekt i FFFS 1995:21 med vissa ändringar genom FFFS 1997:16. Enligt förordning (1992:561) om börs- och clearingverksamhet skall Finansinspektionen meddela närmare villkor för inregistrering av fondpapper vid börs, innehållet i börsprospekt samt om offentliggörande av dessa och bl.a. vissa utländska prospekt. Enligt samma förordning 1 kap 5 § får Finansinspektionen även meddela undantag från skyldigheten att upprätta prospekt enligt LBC.

Bemyndigandet har resulterat i FFFS 1995:21. Enligt förordning (1991:1007) om handel och tjänster på värdepappersmarknaden får Finansinspektionen meddela föreskrifter om ytterligare undantag från kravet att upprätta prospekt enligt LHF och om innehållet i erbjudandeprospekt. Därutöver skall närmare föreskrifter meddelas om innehållet i emissionsprospekt samt om offentliggörande av prospekt. Med stöd av denna förordning har Finansinspektionen utfärdat föreskrifter beträffande börs- respektive emissionsprospekt samt om offentliggörande av desamma. På samma sätt som ovan beskrivits beträffande prospekt har Finansinspektionen genom föreskrifter i FFFS 1995:43 reglerat villkoren för inregistrering samt bestämmelser om informationsplikt för utgivare av fondpapper. Krav

[117] Prop. 1991/92:113 s 216.

[118] 89/298/EEG st 7.

[119] Prop 1992/93:90 s 55.

på innehåll i noteringsprospekt regleras ej i FFFS, utan lagstiftaren har valt att överlämna till respektive börs att ange vilka krav som skall vara uppfyllda för sådan notering.

Huvudpunkterna i de uppgifter som skall ingå i prospektet enligt FFFS 1995:21 är snarlika för börsprospekt, som regleras i 3 kap, och emissionsprospekt, som regleras i 17 kap. En skillnad består i att enligt föreskrifterna rörande börsprospekt det är ”bolaget” som är uppgiftslämnare, men i emissionsprospekten i övrigt subjektet benämns ”utgivaren”. Kraven på information är något mer omfattande för börsprospekten än emissionsprospekten. Endast ifråga om börsprospekt krävs exempelvis att bolagets ledning lämnar information om tendenser och framtidsutsikter för bolaget.

3.3.3.1.1 Prospektförklaringen

Ansvaret för framtagandet av prospektet åvilar i första hand bolagets styrelse enligt ABL och LHF. Styrelsen har ett övergripande ansvar för börsintroduktionen, men kan av praktiska skäl inte vara delaktig i varje fas av prospektets utformning. Prospektet tillkommer således i ett samarbetet mellan ledningen och en rad rådgivare. I avsikt att precisera ansvarsförhållandena krävs i FFFS att i prospektet skall namnges de personer som är ansvariga för prospektet. Enligt föreskrifterna i 3 kap 5 § respektive 17 kap 5 § skall prospektet innehålla uppgifter om de personer som är ansvariga för prospektet och för revision av räkenskaperna. Dessa personer skall vidare enligt 3 kap 6 § respektive 17 kap 6 § i prospektet avge en försäkran, ofta benämnd ”prospektförklaring”. Denna försäkran skall innebära att, såvitt dessa personer känner till, uppgifterna för hela eller delar av börsprospektet för vilket de är ansvariga "överensstämmer med de faktiska förhållandena och att ingenting av väsentlig betydelse är utelämnat som skulle påverka den bild av bolaget som skapas av prospektet." Enligt 7 §§ i ifrågavarande respektive kapitel skall namn och titel eller annan kvalifikation avseende de revisorer som i enlighet med lag granskat årsredovisningen för de tre senaste räkenskapsåren anges. Vidare skall i prospektet intagas revisorernas försäkran att årsredovisningarna blivit föremål för revision, att förekommande uppgifter ur årsredovisningarna blivit korrekt återgivna i prospektet, samt även uppgifter om eventuella anmärkningar som intagits i revisionsberättelse för de tre senaste räkenskapsåren. Även uppgift om huruvida andra delar av prospektet har granskats av revisorerna skall upptagas i prospektet, samt slutligen revisorernas granskningsberättelse.

3.3.3.1.2 Innehållskraven

Krav på de uppgifter prospektet skall innehålla rörande de aktier som skall säljas ställs i 3 kap 8-71 §§ respektive 17 kap 8-35 §§. I prospektet skall anledningen för att erbjudandet om att teckna eller köpa aktier anges. Vidare skall villkor och anvisningar för deltagande i erbjudandet lämnas tillsammans med uppgift om bolagets aktiekapital samt bolagets totala antal aktier fördelat på aktieslag. Uppgift skall lämnas huruvida fråga är om emission eller ej, om emissionen sker i samband med börsintroduktion eller om fråga är om nyemission, samt i vilken ordning beslut om emissionen eller introduktionen skett eller avses ske.

En kortfattad beskrivning skall lämnas rörande de rättigheter aktierna representerar fördelat på aktieslag, särskilt vad gäller rösträttens omfattning, samt rätt till andel i bolagets tillgångar och vinst. Vidare skall redogöras för de rättigheter som ett aktieägande medför enligt det berörda bolagets bolagsordning. Mer betydande aktieinnehav skall redovisas tillsammans med det antal aktier som kan tillkomma genom utnyttjande av utelöpande konvertibler och optionsbevis.

Prospektet skall innehålla en beskrivning av bolagets verksamhet, affärsidé och organisatoriska uppbyggnad, samt uppgift om nyckeltal och data per aktie. Uppgifterna skall kunna bilda underlag för en värdering av erbjudandet. Uppgift om vilka redovisningsprinciper som använts skall lämnas, i avsikt att tydliggöra hur beräkning skett av bolagets resultat och finansiella ställning.

Ett generellt krav på att börsprospekt skall innehålla all information som är väsentlig för bedömning av bolagets verksamhet ges i 3 kap 50 §.

3.3.3.1.2.1 Kravet på framtidsinriktad information

I anslutning till kraven på redogörelse för bolagets ekonomiska ställning krävs för börsprospekt i 3 kap 69-70 §§ att bolagets ledning lämnar sin syn på verksamhetens framtida möjligheter, och redovisar förväntad utveckling efter emissionen eller introduktionen. Vid börsintroduktion krävs även enligt 42, 44 och 50 §§ att ledningen ger sin syn på vilka faktorer, inte minst vilka hot och risker, som kan komma att påverka bolagets framtida utveckling.[120] Uppskattning och

[120] Det prospekt som offentliggjordes 1994 i samband med börsnotering av Klippan AB innehöll ett elva-radigt avsnitt om "hot och risker" vilket omnämnde risken för kapacitetsutbyggnader hos konkurrenterna. Det konstaterades att "Klippan har för närvarande ingen kännedom om sådan kapacitetshöjande investering hos konkurrenterna," trots att de största konkurrenterna Modo och Stora offentliggjort planer på att investera 4,9 miljarder kronor i pappers- och kartongmaskiner. Telia redovisade i prospektet på fem sidor hot och risker under rubriken ”Särskilda

angivande av de riskförhållanden verksamheten är förbunden med är ofta en av de svåraste uppgifterna i samband med framtagning av den information som skall lämnas i prospektet. Riskfaktorer kan exempelvis utgöras av att tillstånd eller patent inte kan förnyas, men även att konkurrensen kan komma att öka, eller att det politiska klimatet i ett land bolaget är beroende av är osäkert.

3.3.3.2 Börsens regelverk

Utöver lagar och föreskrifter har prospektutgivare att ta i beaktande de branschregler marknadens aktörer utfärdat om prospekt. En särställning intar de bestämmelser som blir bindande för bolagen genom det avtal bolagen vid intregistrering eller notering tecknar med OM Stockholmbörsen. Avtalet reglerar förhållandet mellan börsen och det bolag vars aktier är inregistrerat eller noterat vid börsen.[121] Undertecknande av avtalet är ett av flera villkor som skall vara uppfyllt innan handel får påbörjas i ett bolags fondpapper. Börsens krav på information anges i noteringsavtalet, och när avtalet undertecknats av parterna är detta civilrättsligt bindande. Överträdelse av avtalet kan medföra skadeståndsansvar gentemot avtalsparten börsen enligt avtalet eller enligt allmänna avtalsrättsliga regler, samt medföra att börsen tillgriper någon av de sanktionsmöjligheter som står till buds.[122]

Före införandet av lagen (1979:749) om Stockholms Fondbörs och förordningen (1979:996) om Stockholms Fondbörs var frågan om börsbolagens kommunikation till allmänheten underordnad kvalitetskravet, dvs fondbörsen tog i första hand ställning till bolagets värde som placeringsobjekt vid inregistreringstillfället. Ursprungligen var kravet endast att en börsmedlem rekommenderade noteringen, varefter bolaget undertecknade en förbindelse att följa reglerna.

Bolagens uppgifter till börsen var tidigare inte offentliga, och inget åtagande att publicera prospekt fordrades från börsens sida för att möjliggöra en självständig prövning av det sökande bolagets värde ur placeringssynpunkt. Genom de ovan nämnda reformer som genomfördes 1979 ålades bolagen dels en skyldighet att underteckna ett inregistreringskontrakt[123] innehållande åtaganden rörande kontinuerlig informationsgivning till fondbörsen och till allmänheten,

---

överväganden inför aktieköp", Teliaprospektet 2000 s 9 ff.

[121] Ursprungligen gällde det s.k. inregistreringskontraktet vilket endast var tillämpligt på bolag vars aktier var inregistrerade, d.v.s. var noterade på börsens A-lista.

[122] Se s x.

[123] Sedan 1999 det gemensamma noteringsavtalet vid såväl inregistrering som notering.

dels att offentliggöra ett introduktionsprospekt; på den tiden om börsstyrelsen så begärde. I förarbetena gjorde man dock klart att börsstyrelsen inte genom inregistrering kunde åta sig ett ansvar för att fortlöpande garantera att på börslistan förekommande aktier skulle utgöra tillfredsställande placeringsobjekt. Däremot uttalades att registrering vid börsen kan "i stort sett sägas vara en garanti för att allmänheten får en relativt utförlig information om bolagets ekonomiska utveckling och därigenom möjlighet att kontinuerligt bedöma sina investeringar."[124]

3.3.3.2.1 Noteringsavtalet

Noteringsavtalet har inom ramen för innehållet i lagar, förordningar och föreskrifter fastställts genom förhandlingar mellan börsen och Aktiemarknadsbolagens förening. Kontraktet består av ett baskontrakt och två bilagor. I baskontraktet regleras de allmänna villkoren, påföljder vid brott mot avtalet, sekretess m.m. I bilaga 1 anges närmare föreskrifter för bolagets informationsgivning. I bilaga 2 har fogats en uppräkning av fem rekommendationer utfärdade av NBK och OM Stockholmsbörsen, vilka bolaget i och med undertecknande av avtalet förbinder sig att följa. I noteringsavtalet regleras framför allt börsbolagens informationsskyldighet i olika situationer. I bilaga 1 p 1 och 2 uttalas en allmän skyldigheten att omedelbart offentliggöra kurspåverkande information, och i den s k generalklausulen i 25 § ställs krav på information som inte täckts genom regelverket i övrigt. Generalklausulen stadgar att börsbolag är skyldigt att omedelbart offentliggöra beslut och händelser ”som kan påverka den bild av bolagets eller koncernens situation som allmänheten eller börsen fått genom föregående årsredovisning eller delårsrapport eller genom annan uppgift om bolaget eller koncernen vilken kan påverka värderingen av bolagets vid börsen inregistrerade aktier.” Alla möjliga typer av beslut och händelser kan medföra informationsskyldighet, och avgörande för informationsplikten är uppgiftens troliga effekt på aktiekursen - bedöms effekten vara av icke oväsentlig betydelse föreligger informationsplikt.

Enligt noteringsavtalet bilaga 1 gäller att prospekt skall lämnas till börsen samtidigt med att det sänds till berörda innehavare av fondpapper. I 5 kap 5a § LBC stadgas att prospektet skall godkännas av börsen före offentliggörandet, vilket medför att särskilt ingivande av prospektet till börsen blir överflödigt. Börsen kontrollerar att föreskrivna uppgifter medtagits i prospektet, dock utan att granska riktigheten i uppgifterna. I förarbetena till LBC påpekas att det är

[124] SOU 1973:60 s 94.

fråga om en formaliagranskning.[125]

I lagstiftningen skiljs mellan inregistrerade fondpapper och noterade men ej inregistrerade fondpapper. Aktier som återfinns på Stockholmsbörsens A-lista är inregistrerade, och aktier som noterats på övriga listor benämns noterade. Kraven för introduktion på de olika listorna varierar, och en viktig skillnad mellan inregistrering och notering är att lagstiftaren överlåter åt varje enskild börs att närmare bestämma kraven för notering, medan villkoren för inregistrerade aktier i enlighet med EG:s regler bestäms i föreskrifter som Finansinspektionen meddelar.[126]

3.3.3.2.2 Stockholmsbörsens listningskrav

OM Stockholmsbörsen har två listor för aktiemarknadsnotering; A-listan och O-listan. Bolagen med de mest omsatta aktierna på O-listan återfinns i ett särskilt segment av O-listan kallat Attract-listan. A-listan är avsedd för större bolag, och på dessa ställs särskilda kvalitetskrav. O-listan är avsedd för övriga bolag vilka inte alltid uppfyller kraven på exempelvis verifierbar ekonomisk historia. En särskild grupp utgör de bolag som avser söka notering vid A-listan, men vid noteringstillfället inte uppfyller kraven för denna lista. Har börsen gjort bedömningen att ansökan till A-listan kommer att beviljas inom ett par år noteras bolaget på en särsklid vänteavdelning på O-listan.

Ett bolag kan tillfälligt obs-noteras. Detta innebär att bolaget placeras på särskild plats inom respektive lista för bevakning. Anledningen kan vara genomgripande förändringar av verksamheten, överträdelse av noteringsavtalet, osäkerhet rörande bolagets ekonomiska situation eller endast sporadisk handel i bolagets aktier. De bolag som uppfyller kraven för A-listan eftersträvar normalt inregistrering vid denna lista, på grund av att vissa placeringsreglementen föreskriver A-listeregistrering för placering i aktier. Vidare påverkas belåningsvärdet på aktierna.[127]

I ärenden rörande inregistrering vid börsens A-lista förordnar börsen en auktoriserad revisor som för börsens räkning gör en utredning avseende bolagets soliditet, likviditet och lönsamhet samt förhållanden ifråga om informations- och redovisningsfrågor. Ifråga om notering av bolag vid O-listan prövar fondbörsen efter en genomgång av bl a bolagets organisation och informationsberedskap förutsättningarna för en ändamålsenlig börshandel i bolagets fondpapper. Därefter tecknas

[125] Prop. 1991/92:113 s 192.

[126] Id s 193.

[127] Gometz U, m fl, Vägvisare till börsen, s 42.

noteringsavtal mellan börsen och bolaget.

För vissa utländska bolag med aktier inregistrerade vid utländsk börs kan börsen medge en sekundärnotering, vilken innebär att fondbörsen godtar hemlandets noteringskrav.[128]

3.3.3.2.2.1 Noteringskrav A-listan

1) Bolaget skall ha minst tre års verifierbar historia, d.v.s. den nuvarande verksamheten skall i sina huvuddrag ha bedrivits i tre år och bolaget skall kunna presentera redovisningshandlingar för dessa år. I normalfallet skall bolaget ha fullständiga redovisningshandlingar (årsredovisningar) för de tre åren.

2) Bolaget skall ha dokumenterad vinstintjäningsförmåga. Härmed avses att bolaget skall kunna dokumentera att verksamheten är vinstgivande. Det skall därför av bolagets redovisningshandlingar framgå att bolaget inte bara genererat vinst utan också att vinsten är av rimlig storleksordning i jämförelse med branschen i övrigt. Normalt krävs att vinst föreligger det senaste året.

3) Bolaget skall uppfylla de börsmässiga kraven beträffande ledning, styrelsens sammansättning, ekonomistyrning och kapacitet för aktiemarknadsinformation.

4) Bolaget skall ha minst 2000 aktieägare som vardera äger aktier motsvarande minst en handelspost. (En handelspost är det antal aktier som motsvarar ett halvt basbelopp).
Spridningskravet syftar till att säkerställa en rimlig omfattning av aktiehandeln, d.v.s. likviditeten i aktien. Skulle spridningen efter noteringen sjunka kan avnotering eller flyttning till annan lista aktualiseras. Ett sådant beslut från börsens sida föregås av en diskussion med bolaget. Vid börsens bedömning tas hänsyn till aktiehandelns omfattning. En handelspost består av ett jämt antal aktier, t ex 100, 200 eller 500 st.
För notering av en andra serie jämte huvudserien (t ex A- och B-aktier) gäller kravet om ändamålsenlig handel vilket i praktiken innebär minst 300 ägare med aktier till ett värde av ett kvarts basbelopp.

4) Bolaget skall ha minst 25 procent av aktierna och minst 10 procent av rösterna i allmän ägo. Med allmän ägo avses någon som direkt eller indirekt äger mindre än 10 procent av aktiekapitalet eller rösterna.

[128] Se x.

Dessa krav är absoluta. Om ett bolag inte uppfyller kraven aktualiseras avnotering eller flyttning till annan listan om inte bolaget kan visa att kravet uppfylls inom rimlig tid.
I listningsinformationen anges att riktlinjer för hur sammanräkning skall ske av aktier som inte ingår i allmän ägo ges av NBK:s flaggningsrekommendation.

5) Bolaget skall ha ett börsvärde på minst 300 Mkr. Kravet gäller vid notering. En senare värdenedgång aktualiserar inte avnotering eller flyttning om listningskraven i övrigt är uppfyllda.

3.3.3.2.2.2 Noteringskrav O-listan

1) Bolaget skall ha förutsättningar att uppfylla börsmässiga krav beträffande ledning, styrelsens sammansättning, ekonomistyrning och kapacitet för aktiemarknadsinformation
Skillnaden gentemot A-listan är att det inte behöver dokumenteras att organisationen uppfyller börsmässiga krav. Bolaget kan t.ex. vara relativt nybildad och ha arbetat med en liten organisation.

2) Bolaget skall ha minst 10 procent av rösterna och kapitalet i allmän ägo.

3) Bolaget skall ha minst 300 aktieägare som vardera äger aktier motsvarande minst en handelspost. (En handelspost aktier är på O-listan det antal aktier som motsvarar ett kvarts basbelopp).

3.3.3.2.2.3 Kravet på börsmässighet

Börsnotering av ett bolag ställer speciella krav på bolagets ledning och styrelse, framför allt att bolaget skall uppfylla noteringsavtalets regler för information till kapitalmarknaden och de krav som ställs i det omfattande regelverk som är knutet till noteringsavtalet. Mot denna bakgrund har OM Stockholmsbörsen i sina listningskrav fastställt att ett börsbolag skall uppfylla s k börsmässiga krav beträffande ledning, styrelsens sammansättning, ekonomistyrning och kapacitet för aktiemarknadsinformation.[129] Kraven syftar till att säkerställa hög kvalitet i ledningsarbetet, innebärande bl.a. att styrelsen och ledningen bedöms ha möjlighet att utöva den kontroll av verksamheten som aktiebolagslagen och ställningen som börsbolag kräver, att tillse att lagens grundläggande krav om likabehandling respekteras, och att

[129] OM:s regelverk, Listning på Stockholmsbörsen, Internet www.om.se.

noteringsavtalets bestämmelser följs. En viktig förutsättning för styrelsens och ledningens möjligheter att löpande följa företagets ekonomiska utveckling är att det finns ett väl utvecklat ekonomi- och rapporteringssystem. Börsreglerna anger sålunda att bolagets ekonomisystem skall vara så upplagt att ledning och styrelse erhåller erforderligt beslutsunderlag. Systemet skall möjliggöra snabb och frekvent rapportering till ledning och styrelse, vanligen i form av månatliga rapporter. Vidare anges att ekonomisystemet måste medge snabbt framtagande av tillförlitliga delårsrapporter och bokslutskommunikéer för att noteringsavtalets krav skall kunna uppfyllas, samt att det skall finnas personell kapacitet att analysera materialet så att t.ex. vinstutvecklingen i den externa rapporteringen kan kommenteras på ett för aktiemarknaden relevant sätt. Reglerna kräver även att det i styrelsen finns åtminstone någon person med tillräcklig erfarenhet av de speciella problem som börsnotering innebär.

Vidare ställer OM Stockholmsbörsen krav på resurser för tillfredsställande information till marknaden. För att inte VD skall bli alltför belastad ställs krav på att det finns någon ytterligare person som kan uttala sig för bolagets räkning. Har bolaget inte någon informationschef anges att denna funktion kan utövas av exempelvis ekonomichef eller finanschef. Här påpekas även att anlitande av konsulthjälp kan underlätta, speciellt när det gäller utformningen av den offentliggjorda informationen.[130]

3.3.3.3 NBK:s rekommendationer

Näringslivets börskommitté har avgivit en rad rekommendationer av vilka en del är juridiskt bindande för börsbolagen i och med att hänvisning till dem sker i noteringsavtalet med OM Stockholmsbörsen. Mest intressant ur prospektansvarssynpunkt är Rekommendationen rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv, NBK/OE. Rekommendationen innebar då den först publicerades 1988 den första detaljregleringen av prospektinnehållet, och har under många år tjänat som mall för de prospektskyldiga bolagen. Rekommendationen ersattes 1999 med en ny rekommendation.

Noteringsavtalet innebär som ovan nämnts att börsbolagen förbinder sig att följa bestämmelserna i avtalet jämte de regler som omfattas av avtalets bilagor. Bilaga 1 avser informationsskyldighet till börsen och marknaden, medan bilaga 2 innehåller rekommendationer i vilka bl.a. ingår Näringslivets börskommittés, NBK, rekommendation 1999

[130] Ibid.

rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv, NBK/OE.[131]

NBK har 1999 även utfärdat en ny rekommendation rörande innehållet i prospekt. Denna rekommendation utkom första gången 1971, på grund av att kapitalmarknadens krav på prospektinnehållet innan utfärdandet av Finansinspektionens föreskrifter var mer långtgående än vad ABL kräver. Rekommendationen kompletterar de regler som aktiebolagslagen uppställer på prospektinnehåll. De regler som följer av rekommendationen är således betydligt mer omfattande än bestämmelserna i ABL. Rekommendationens betydelse för marknadens aktörer har dock minskat sedan Finansinspektionens föreskrifter med detaljerat innehåll rörande prospektinnehåll utfärdats. Rekommendationen är heller inte bindande för börsbolagen genom att den inte, i motsats till NBK/OE, knutits till noteringsavtalet med börsen. I rekommendationen uttalas att de straff- och civilrättsliga ansvarsfrågor, som felaktiga eller ofullständiga prospekt kan aktualisera, har ansetts falla utanför rekommendationen.[132] Dock understryks vikten av att alla som engageras i ett bolags prospektframställning förvissar sig om att prospektet lämnar en så objektiv, balanserad och fullständig information som möjligt.[133]

NBK/OE skall tillämpas då en svensk eller utländsk, juridisk eller fysisk person offentligt erbjuder aktieägare i ett svenskt bolag som utgivit aktier vilka är noterade vid en börs eller auktoriserad marknadsplats att på generellt angivna villkor överlåta sina aktier till köparen. I rekommendationens avsnitt V anges att om köparen är ett aktiebolag ansvaret för framtagande av prospektet åligger erbjudandebolagets styrelse. Avsnitt som rör målbolaget skall enligt rekommendationen upprättas efter samråd med målbolagets styrelse, men avstår målbolagets styrelse från att medverka vid prospektutformningen skall detta framgå av prospektet.

Kravet på information enligt rekommendationen överenssämmer i stort med de krav som ställs i Finansinspektionens föreskrifter. I ett erbjudandeprospekt skall dock även ett uttalande från målbolagets styrelse tas med.[134]

3.3.3.4 Aktiemarknadsnämndens uttalanden

Från och med 1986 kan varje åtgärd av ett aktiemarknadsbolag eller

---

[131] Rekommendationen trädde i kraft den 1 juli 1999 och ersatte därmed NBK:s rekommendation från 1988 med därtill hörande tillägg. För erbjudanden som offentliggjorts innan ikraftträdandet gäller dock de äldre bestämmelserna, se s 38.

[132] Rekommenation för utformning av prospekt (1999) s 12.

[133] Ibid.

[134] Rekommendationen I p 12. Se även xx.

en aktieägare i sådant bolag bli föremål för bedömning av Nämnden för Aktiemarknadsfrågor, AMN. Nämndens huvudmän är Stockholms Handelskammare och Sveriges Industriförbund. Nämnden utgör således ett helt privat organ, vilket har till uppgift att genom uttalanden samt rådgivning och information verka för god sed på den svenska aktiemarknaden. Nämnden kan medge undantag från bestämmelserna i NBK:s rekommendationer,[135] och nämndens uttalanden utgör en del av normbildningen på värdepappersmarknaden.

Nämnden har till uppgift att genom rådgivning, information och uttalanden främja god sed på den svenska aktiemarknaden. Vid sin tolkning av god sed på aktiemarknaden skall lagstiftning och rekommendationer på det aktiemarknadsrättsliga området utgöra grunden för bedömningen, men denna skall även omfatta oreglerade områden. Gränserna för prövningen bestäms dels av nämndens stadgar, men även av nämndens egen bedömning. I princip kan alla förfaranden av intresse för aktiemarknadsbolag prövas med undantag för frågor som det ankommer på allmän domstol att bedöma.[136] Nämnden har enligt NBK/OE att medge undantag från bestämmelserna i rekommendationen, samt ge besked om hur rekommendationen skall tolkas. Nämndens roll motiveras i rekommendationen med att eftersom inte rekommendationen i detalj relgerar alla praktiska situationer som kan tänkas uppstå, det är värdefullt att det finns en instans som kan ge auktoritativa och slutgiltiga besked om hur bestämmelserna skall tillämpas.[137]

3.3.3.5 Svenska fondhandlareföreningen

Svenska fondhandlareföreningen är en intresseorganisation för fondkommissionärer och banker. Föreningen verkar för att god sed följs av dess medlemmar. På hemsidan kostateras att den starka expansionen och utvecklingen av värdepappersmarknaden ställer krav på en kraftfull och effektiv samarbetsorganisation för värdepappersinstituten, som kan tillvarata deras intressen i den fortgående förändringen av värdepappersmarknaden samt vara ett organ för samråd inom branschen. Det är föreningens målsättning att leva upp till dessa krav.[138]

Föreningen har utgivit förslag till riktlinjer för att ge medlemsföretagen stöd i sitt interna riktlinjearbete med anledning av

[135] NBK/OE 1999 p 2.

[136] Kristiansson, B, Guide till Aktiemarknadsrätten, s 27.

[137] Rekommendationen p 2.

[138] www.fondhandlarna.se

värdepappersmarknadens reglering.

3.3.4 Sammanfattande slutsatser

Man kan ifrågasätta den uppdelning av prospekten i börsprospekt och emissionsprospekt som till följd av regleringen i EG:s direktiv gjorts i LHF och LBC. Att börsen granskar de prospekt som är hänförliga till värdepapper som skall noteras vid börsen, oaktat vilken lista som därvid aktualiseras torde falla sig ganska naturligt. Därvid skulle en mindre krävande kontroll av att innehållet i övriga prospekt endast överensstämmer med kraven på innehåll kunna krävas av Finansinspektionen eller annan berörd myndighet. En alternativ möjlighet är att även aktier noterade på O-listan skall uppfylla villkoren i EG:s börsdirektiv. Kraven på prospektinnehåll skiljer sig inte åt på ett sätt som omöjliggör sammanställning av ett börsprospekt i stället för ett noteringsprospekt för mindre bolag. I EG:s första börsdirektiv anges att bolag som skall inregistreras vid börs skall ha ett aktiekapital på minst en miljon Euro, och att ett tillräckligt stort antal aktier skall vara spridda bland allmänheten. Dessa krav torde kunna uppfyllas av de flesta bolag som söker notering vid börs. Vidare krävs att bolaget skall ha offentliggjort eller lämnat in bokslut för de tre närmast föregående räkenskapsåren. Berörd myndighet har dock möjlighet att lämna undantag från kravet på historik när det är önskvärt av hänsyn till bolagets eller investerarnas intressen, och den berörda myndigheten finner att investerarna har tillgång till den information som behövs för att de skall kunna bilda sig en välgrundad uppfattning om bolaget och om de aktier vilka är föremål för ansökan.[139]

3.4 Offentliga erbjudanden via Internet

3.4.1 Inledning

Sedan introduktionen av Internet har i allt större utsträckning erbjudanden om köp och försäljning av aktier börjat ske via detta kraftfulla verktyg, s k Electronic Public Offering, EPO. Vid handel via Internet kan i praktiken hela förloppet från publicering av prospektet och marknadsföring av emissionen till själva transaktionen ske via Internet.[140] Inledningsvis har många erbjudanden som skett via Internet rört bolag för vilka börsnotering inte är aktuell beroende på de krav som vid notering ställs på bolagets ekonomiska historia, samt de

[139] 79/279/EEG bilaga A och B.

[140] Se till exempel www.hvr.se. En redovisning av de problem emission över Internet kan medföra görs i Electronic Public Offerings – raising equity capital over the Internet-http://www.EPOnet.com, Heger, C, - Lauritzon, O.

kostnader en börsnotering medför. Erbjudandet görs i vissa fall via ett emissionsinstitut, men ofta av en mellanhand som inte är ett värdepappersbolag och inte är medlem vid börs. Mellanhanden fungerar som en emissionsbank vilken inte tar ekonomiskt ansvar för försäljningen av aktierna. Vissa bolag öppnar en egen ”bulletin board” som marknadsplats för sina aktieköpare och –säljare. Även vid börsnotering och andra större emissioner finns dock numera oftast prospektet tillgängligt på det emitterande bolagets hemsida på Internet.

En rad juridiska frågor aktualiseras i anslutning till offentliggörande av prospekt på Internet rörande ansvar för publicerade uppgifter, marknadsföringsåtgärder, globala ansökningar, on-line prenumeration, betalning etc. Först och främst måste en distinktionen göras mellan privata placeringar och offentliga erbjudanden om köp av aktier, dvs en gränsdragning mellan när elektronisk information är att anse som riktad till allmänheten eller endast till en bestämd krets. En fråga är exempelvis huruvida ett elektroniskt brev riktat till en bestämd krets personer är att se som riktat till allmänheten.

De nationella reglerna för när ett erbjudande skall anses utgöra ett offentligt erbjudande skiljer sig åt länderna emellan. Utöver nationella regler aktualiseras internationella regler samt övriga berörda nationers regler, eftersom erbjudanden över Internet kan emottas globalt. Härvid uppkommer frågan om ett prospekt som publiceras på Internet måste granskas och godkännas i vart och ett av de länder som informationen är tillgänglig i.

3.4.2 Svenska regler för utländskt bolag som lämnar ett erbjudande över Internet

Ett prospekt som offentliggjorts på Internet kan tas emot av en mycket stor mängd Internetanvändare, och det torde inte råda någon tvekan om att ett prospekt som offentliggörs på Internet och görs tillgängligt för samtliga Internetanvändare får anses spritt till en öppen krets. Den svenska lagstiftningen om prospekt blir således tillämplig så snart ett prospekt lagts ut på en hemsida på Internet om prospektet utan begränsning kan emottas av svenska Internetansvändare. Avser ingivaren efter registreringen lägga ut prospektet på en hemsida på Internet kan detta ske först efter det att annonsering skett i en rikstäckande dagstidning. Prospekt som offentliggörs via Internet skall ha samma innehåll som det prospekt i pappersform som registrerats av Finansinspektionen. Offentliggörs en kortfattad version av prospektet via Internet måste det tydligt framgå att det är fråga om en förkortad

version och var ett fullständigt prospekt tillhandahålls.[141] Detta innebär att innan ett prospekt offentliggörs via Internet, prospektet måste ges in till Finansinspektionen för registrering och i förekommande fall för godkännande. Bestämmelserna i 2 kap LHF kan dock enligt Finansinspektionen inte tolkas på så sätt att samtliga de prospekt som upprättas i olika länder och sprids via Internet måste registreras hos den svenska Finansinspektionen.[142] Endast i de fall prospektet till följd av omständigheterna i det enskilda fallet har en särskild anknytning till den svenska marknaden bör således en skyldighet föreligga att registrera prospektet hos Finansinspektionen innan det får spridas via Internet. Svenskt bolag som riktar ett erbjudande till svenska investorer omfattas naturligtvis av reglerna. Om däremot det klart framgår av prospektet att erbjudandet inte riktar sig till den svenska marknaden kan bolaget undgå registreringsskyldighet.

Några särskilda regler för offentliggörande av prospekt på Internet finns ännu inte i Sverige. Enligt ett PM från Finansinspektionen omfattas all information riktad till svenska medborgare av det svenska regelverket i de fall[143]

- ett svenskt bolag omfattas av erbjudandet (även exempelvis ett utländskt icke rörelsedrivande moderbolag vars rörelsedrivande dotterbolag är svenskt)
- Sverige är nämnt som ett av de länder till vilket erbjudandet är riktat
- när det framgår av prospektet att avsikten är att det emitterande bolaget skall noteras vid en svensk börs nu eller i framtiden
- prospektet distribueras via ett svenskt bolags hemsida (eller via en annons i en svensk tidskrift)
- prospektet är på svenska
- en svensk mellanman (emissionsinstitut, bank eller motsvarande), deltar genom att garantera emissionen eller ta emot anmälningar
- när marknadsföringsåtgärder i anslutning till det initiala erbjudandet på Internet riktas till en vidare krets svenska investorer, ex i brev.

Omfattas erbjudandet av de svenska prospektreglerna skall registrering av prospektet och annonsering ske innan prospektet görs tillgängligt på Internet.

---

[141] Finansinspektionen instruktioner ”Att registrera prospekt” 2000-01-25.

[142] Björn Wendleby, Prospekt på Internet.

[143] Ibid.

3.4.3 En internationell utblick

I Finland har den finska Finansinspektionens utgivit en anvisning vari anges att det är tillåtet att publicera prospektet på Internet, förutsatt att prospektet även finns tillgängligt i tryckt form. Ett prospekt som publiceras på Internet skall vidare ha en sådan form att tecknare även i efterhand kan finna den information han tidigare sökt upp och förlitat sig på.[144]

I USA skall prospektet registreras dels federalt hos SEC, dels i samtliga berörda delstater. Aktier i ett erbjudande som inte registrerats i viss delstat får ej tecknas av personer bosatta i ifrågavarande delstat. Det emitterande bolaget skall på sin web-site offentliggöra i vilka stater teckning av aktier kan ske. SEC har slagit fast att en site skyddad med lösenord som tillåter endast ett begränsat antal personer att få tillgång till informationen undantas från prospektreglerna.[145]

Ett speciellt problem utgör hyperlinks, dvs länkar på Internet som leder till erbjudanden om man klickar på dem. SEC betraktar dessa som att de utgör en del av den ursprungliga siten, ”in the same envelope,” vilket kan komma att betyda att mellanmän från vars site hyperlänken är tillgänglig kan bli ansvariga jämlikt prospektreglerna för informationen i denna hyperlink.[146]

Utan att göra någon djupgående analys av frågan kan konstateras att räckvidden för Internet kräver internationellt samarbete. Målsättningen måste vara att åstadkomma regler som hindrar att oärliga säljare av värdepapper utnyttjar att regelverk saknas i vissa länder.

3.5 Fel eller brist i prospekt

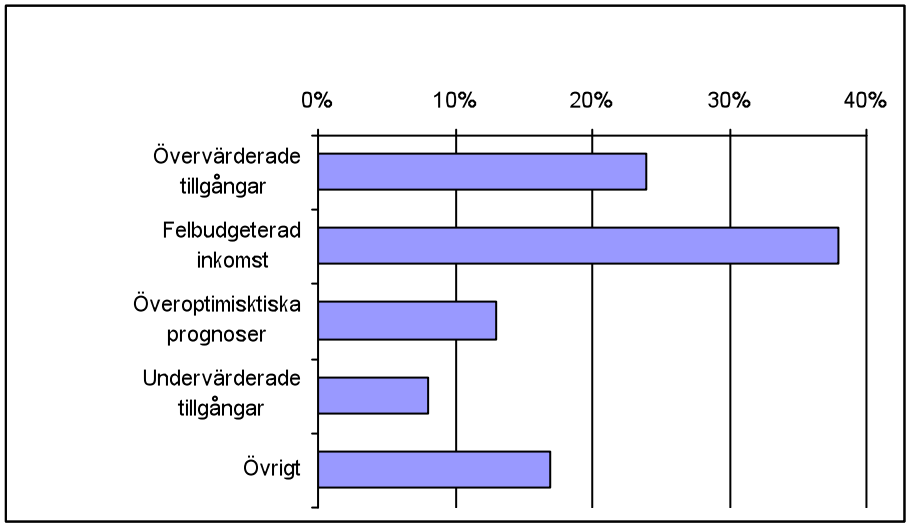
De fel som kan aktualiseras i anslutning till ett emissionsprospekt kan vara av formell art, eller bestå i att uppgiftslämnaren lämnat felaktig eller bristfällig information som därigenom blir vilseledande. Formfel kan utgöras av att regler och föreskrifter om prospektinnehåll inte efterföljts, varvid prospektet kommer att sakna formellt adekvat information. Fel eller brist i offentliggjord information kan förekomma ifråga om sakfel, eller ifråga om övrig, s k soft, information. I allt övervägande antalet fall är den bristfälliga informationen hänförlig till de uppgifter rörande bolagets ekonomiska rapportering som intagits i prospektet. I en amerikansk undersökning från 1998 yrkades ersättning på grund av bristfällig information i

[144] Finlands Finansinspektions anvisning 204.1, s 9 ff.

[145] ”…not considered as communication soliciting the public.” SEC release No. 33-7233, October 6, 1995.

[146] SEC release No. 33-7233, October 6, 1995.

bolagets ekonomiska rapportering i 112 av under året 239 ingivna stämningsansökningar rörande aktiemarknaden. De anförda felen hänförde sig till olika typer av fel och brister enligt följande:



Källa: Price Wterhouse Coopers Securities Litigation Study 1998, s 2 och 6.

3.5.1 Formella fel

Överträdelse kan dels utgöras av att de formella kraven ej uppfylls. De formella felen kan uppstå på grund av att prospekt

- inte upprättats
- inte offentliggjorts
- inte granskats i vederbörlig ordning eller att
- innehållet i propsektet inte är formellt riktigt på olika sätt.

Börsprospekt skall enligt 5 kap 5 § LBC före offentliggörande godkännas av OM Stockholmsbörsen. Börsen kontrollerar att föreskrivna uppgifter medtagits i prospektet, dock utan att granska riktigheten eller fullständigheten i prospektet. Övriga prospekt skall enligt 2 kap 4 § LHF lämnas in till Finansinspektionen med ansökan om registrering. Finansinspektionen företar före registreringen en granskning, varvid man kontrollerar att prospektet innehållsmässigt överensstämmer med innehållskraven. Vid denna granskning, som företas av Finansinspektionen respektive OM Stockholmsbörsen, skall enligt 3 kap 71 § FFFS 1995:21 i förekommande fall formella fel avhjälpas, och förutsättningen för att inspektionen skall registrera ett prospekt är att det innehåller föreskrivna uppgifter. Detta medför att de fel som varit relaterade till formen torde vara eliminerade vid offentliggörande av prospekten. Frågan om ett bolags underlåtenhet

att upprätta och offentliggöra prospekt vid börsnotering torde numera vålla små eller inga praktiska problem, eftersom offentligörande av prospektet är en förutsättning för att erhålla börsnotering respektive få prospektet registrerat hos Finansinspektionen.[147]

3.5.2 Felaktig eller bristfällig sakuppgift

En investerare som blivit vilseledd av bristfällig informationsgivning har i allmänhet fått en felaktig uppfattning om vissa sakförhållanden. Uppgiften kan vara vilseledande på grund av att den innehåller en oriktighet, eller på grund av att en väsentlig omständighet förtigits. Uppgiftslämnaren kan ha uppgivit felaktiga data eller underlåtit att uppge vissa data. Felaktig information kan avse såväl enskilda data som innebära att helhetsintrycket av ett större faktamaterial ger ett felaktigt och därmed vilseledande intryck. Ett prospekt kan således som helhet ge ett vilseledande intryck utan att det innehåller enskilda uppgifter som är direkt felaktiga. Detta förhållande medför svårigheter vid gränsdragning mellan information som är direkt vilseledande och uppgifter som är så svårtolkade att vilseledandet snarast får tillskrivas bristande analysförmåga hos mottagaren. Eftersom prospektläsare har så olika förutsättningar att ta till sig den information som förmedlas genom prospektet kan inte förutsättas att läsaren handlar på ett visst sätt. Det är därför omöjligt att förutsäga effekten av ett bolags handlande eller underlåtenhet att handla - varje enskild placerare drar sina egna slutsatser av en uppgift eller ett förtigande.[148] För vissa placerare gäller att informationen i prospektet har liten eller ingen effekt på deras placeringsbeslut, eftersom de varken läser eller förstår innebörden av informationen så i detalj att deras placeringsbeteende påverkas.

De sakfel som kan förekomma i prospektet är givetvis relaterade till var och en av de uppgifter som lämnas i dokumentet, dels i enlighet med stadganden i gällande lag och föreskrift, men även frivilligt lämnade uppgifter. Oriktigheten kan bestå i att uppgiften är vilseledande på grund av att den är bristfällig, direkt felaktig eller helt utelämnad. Ett bolags ekonomiska rapportering är en särskilt viktig informationskälla för den som vill skaffa sig en säker kunskap om bolagets situation. Det är uppenbart att uppgifter om resultat och omsättning påverkar bedömningen av ett bolag i ekonomiskt

[147] Stockholms fondbörs disciplinkommitté har i ett fall, avgörande 1994:3, utdömt vite för ett bolag som inte lämnat propekt för registering till Finansinspektionen. Errce AB lämnade erbjudande om att köpa aktierna i Götene Tryckeri Svenska AB. Errce upprättade ett prospekt, men prospektet lämnades ej in till Finansinspektionen, och offentliggjordes inte heller. Bolaget hade därmed brutit mot 2 kap 1, 3 och 4 § LHF. Disciplinkommittén fastställde vitet till två årsavgifter.

[148] se avsnittxx segmenterad krets

hänseende och därmed också priset på aktierna i bolaget. Felaktiga eller vilseledande uppgifter i sådana sammanhang får självfallet allvarliga ekonomiska konsekvenser för företagets intressenter och för den allmänhet som eljest berörs av informationen.[149]

Som framgått ovan skall enligt 4 kap 18 § ABL respektive FFFS 1995:21 skall ett prospekt innehålla faktauppgifter av avsevärd omfattning. Utöver dessa obligatoriska uppgifter kan ett prospekt även innehålla frivilligt eller på grund av avtalsåtagande lämnade uppgifter. Prospektet innehåller sålunda uppgifter av olika dignitet.

Innehållet kan bestå av

a) obligatoriska uppgifter enligt tvingande lag eller förordning
b) obligatoriska uppgifter enligt bindande avtal, såsom noteringsavtalets hänvisning till NBK:s rekommentationer
c) uppgifter på grund av ej bindande rekommendationer, såsom prospektrekommendationen eller AMN:s uttalanden
d) helt frivilligt lämnade uppgifter.

Prospektuppgifterna täcker flera olika områden såsom ekonomisk rapportering, allmän information om bolaget, villkoren för erbjudandet och identifiering av riskfaktorer och hot. Vissa uppgifter hämtas från bolagets årliga ekonomiska rapportering, men innehållet i informationen utformas till stor del fritt i enlighet med gällande regler och föreskrifter. Detta medför att det är svårt att fastställa exakt vilka uppgifter bolaget har skyldighet att uppge i prospektet.

Vissa områden är mer känsliga för felaktigheter än andra. Vid bedömningen av ansvaret för felaktig information om bolagets förhållanden kan konstateras att det råder en stor spännvidd i den information som lämnas om bolaget mellan verifierbara fakta avseende bolagets förhållanden i förfluten tid, främst den ekonomiska rapporteringen, och mycket subjektivt färgad information om bolagets framtid.[150] Informationen i balans- och resultaträkning är i huvudsak tillbakablickande och ger läsaren möjlighet att själv värdera bolagets framtida utveckling.

Den finska Finansinspektionen har i en anvisning rörande offentliggörande av prospekt sökt definiera vad som är att bedöma som ett ”fel”. Anvisningen omfattar utöver prospektet även allt marknadsföringsmaterial som offentliggörs i anslutning

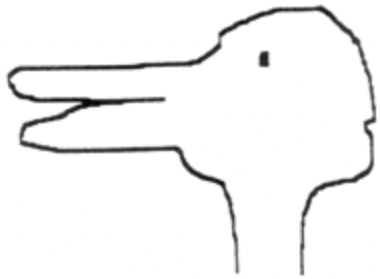
[149] Exempel på felaktig sakuppgift återfinns i bolaget Getinges prospekt från 1996. I prospektet lämnades felaktiga uppgifter om storleken på bolagets egna kapital i en pro forma redogörelse, se avsnitt x.

[150] Se Dotevall, R, Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör, s 553.

till erbjudandet, inklusive manuskript till radio- och TV-reklam.[151] Enligt anvisningen skall ett fel för att utgöra en överträdelse av regelverket vara av väsentlig art. Skrivfel och andra tekniska fel bedöms inte vara väsentliga om inte sakinnehållet i prospektet förändras på grund av felet. Avgörande för felets väsentlighet är huruvida den felaktiga uppgiften haft inflytande över en ”omsorgsfull investerares” beslut om investering i värdepappret.

Sakuppgifter ur bolagets ekonomiska rapportering anses vanligen vara riktiga om de överensstämmer med en av revisor granskad årsredovisning. Men en uppgift som inte överensstämmer med bolagets av revisor granskade årsredovisning är att bedöma som ”felaktig,” liksom en felaktig uppgift om bolagets intäkter, antal anställda, återförsäljare etc. En sakuppgift kan vidare vara vilseledande genom att den ger mottagaren av inforamtionen en skev bild av verkliga förhållanden, trots att uppgiften i sig är riktig. Ett vanligt exempel är att ett bolag visar upp en vinst som är hänförlig till avyttring av fast egendom samtidigt som verksamheten drivs med förlust. Det första intrycket av uppgiften är att bolaget är vinstrikt, och för att uppfatta det verkliga fölrhållandet krävs en mer ingående analys av bolagets resultat.

Ekonomisk rapportering kan beskrivas som ett trolleri med siffror. ”Accountants often see themselves as engaged in an objective, value-free, technical enterprise, ”representing reality ”as is.” But in fact they are subjective ”constructors of reality”: presenting and representing the situations in limited and one-sided ways.”[152]



Figur: Jastrows ”duck-rabbit”

Jastrows ”duck-rabbit” illustrerar att vi tolkar information, i detta fall Jastrows duck-rabbit, som vi uppfattar den – somliga ser en kanin, medan somliga i stället ser en

[151] Den finska Finansinspektionens anvisning 204.1, s 9 ff.

[152] Morgan, G, Accounting as reality construction: Towards a new epistemology for accounting practise, Accounting, Organisations and Society vol 13 1988, s 477 ff. Ett exempel är presentationen av Telias rörelseresultat i informationsbroschyren inför börsnoteringen 2000. Telia har under senare år haft en svag operativ intjäning. Rörelseresultatet anges dock i broschyren vara 3,4 miljarder för första kvartalet 2000. 3 miljarder av resultatet är dock hänförligt till realisationsvinster och effekter av aktieförsäljningar. Telia varnar emellertid för att vissa investeringar som bolaget måste göra för sin långsiktiga tillväxt kommer att få en negativ effekt på rörelseresultatet på kort sikt. Ett exempel (inte taget ur Telias prospekt) är att i prospektet visa en graf som avslutas i det mest positiva läget.

anka. Det är svårt att se två sidor av en sak samtidigt.

”There is an important difference between the aspect-seeing in accounting and that in the duck-rabbit. Most people only see two aspects in the duck-rabbit, the duck or the rabbit, whereas in accounting there is a potential for seeking a greater wealth of aspects.”[153]

De balans- och resultaträkningar som ingår i prospektet skall enligt 10 kap 3 § ABL vara upprättade i enlighet med god redovisningssed. Men god redovisningssed är inte alltid lätt att fastställa. Exempelvis kan nämnas avskrivningstakten på good-will och redovisning av nya finansiella instrument. Vidare kan redovisningen av osäkra fordringar variera betydligt.[154] Ett förekommande sätt att påverka bilden är att byta redovisningsprincip från ett redovisningstillfälle till ett annat.[155] En situation där olika redovisningsmässiga metoder och värderingar kan påverka resultatet i avsevärd utsträckning är i fall då likviden vid företagsförvärv utgörs av nyemitterade aktier, eftersom betalning sker

[153] Hedlin, P, Accounting Investigations, s 249.

[154] Ett exempel på en avvikelse från god redovisningssed gavs i Kanthals prospekt. Bolaget börsnoterades 1993. Bolaget hade i balansräkningen i prospektet upptagit 100 miljoner kronor avseende avveckling av personal under 1992 som en good-will post. Vad som normalt betraktas som en kostnad hade sålunda tagits upp som en tillgång, varvid bolagets resultat redovisades till 25 miljoner i stället för den förlust på ca 70 miljoner som var verkligt utfall. Börsens disciplinnämnd ålade Kanthal att offentliggöra en rättelse, vilket skedde. Ett exempel på felaktiga uppgifter gav även Prosolvias prospekt. Prosolvia noterades på börsens O-lista sommaren 1997 efter det att bolagets ledning av pressen fått utmärkelsen ”årets företag”; bolaget hade ett par månader dessförinnan nekats börsinträde av börsens revisorer. Introduktions-prospektet visade sig senare innehålla en rad fel av väsentlig art. Dessa felaktigher utgjordes dels av felaktiga uppgifter rörande kunder, produkter och order, dels hade den ekonomiska rapporteringen justerats på ett för bolaget fördelaktigt sätt. I sin årsberättelse för 1997 redovisade Prosolvia stora exportframgångar och en fördubbling av omsättningen från 230 miljoner året innan till 435 miljoner kronor för 1997. En stor del av det belopp som redovisades som intäkt för 1997 visade sig dock vara osäkra kundfordringar, vilka felaktigt vinstavräknades under 1997. I oktober 1998 visade bolaget en förlust på 358 miljoner. Bolaget försattes i konkurs den 28 december 1998. Efter samråd med Svenska Fondhandlarföreningen beslöt börschefen att avnotera aktierna i Prosolvia, varpå bolaget avnoterades den 13 januari 1999.

[155] Ett belysande exempel är kostnadsföringen av utvecklingskostnader i Frontecs redivisning. Genom att byta princip för redovisning av utvecklingskostnader uppnådde bolaget i sitt prospekt tidigare prognosticerad vinst. Om Frontec kostnadsfört alla utvecklingskostnader på samma sätt som tidigare år hade resultatet i stället varit 14 miljoner lägre än vad som redovisades i prospektet, se Rundfelt, R, Tendenser i börsbolagens årsredovisningar, s 16. Ett annat exempel är bolaget Netcom som i sin delårsrapport våren 1997 meddelade att ”…som en följd av bolagets notering på den amerikanska NASDAQ National Market måste bolaget göra en avstämning mellan svenska och amerikanska redovisningsprinciper.” Avstämningen innebar att principerna för redovisning av återförsäljarprovisioner ändrats. Bolagets skriver att dessa provisioner kostnadsförs löpande, men nämner inte tidigare princip för redovisning av uppgifterna. Resultateffekten av ändringen blir en nettovinst efter skatt för hela 1996 på 248 miljoner kronor i stället för 82 miljoner kronor, se , Tendenser i börsbolagens delårsrapporter 1997, Malmqvist, P, s 38.

med aktier i det köpande bolaget.[156]

3.5.3 Utelämnande av väsentlig uppgift

Ett felaktigt eller vilseledande intryck kan även uppstå i fall av utelämnande av väsentliga uppgifter.[157] Utelämnas sakuppgift eller annan uppgift som inte är reglerad i aktuella lagrum, men vilka är väsentliga för bedömningen av bolagets ekonomi samt för risken med investeringen kan helhetsintrycket av bolaget i prospektet bli vilseledande.

Fråga om giltigheten av ett villkor som ej funnits med i prospektet prövades i RH 1995:57. Målet rörde huruvida efterställningsvillkor i ett vinstandelsbevis skulle anses vara giltigt trots att parterna inte avtalat om detsamma innan det intogs i skuldebrevet. Bolaget Capinova riktade i ett prospekt ett erbjudande till aktieägare att köpa aktier. Aktierna kunde betalas kontant, alternativt med tecknande av konvertibler i vinstandelslån i Capinova. I det prospekt som offentliggjordes i anslutning till emission av vinstandelslånet angavs ej vilken prioritet en fordran i anledning av konvertiblerna skulle komma att ha i en eventuell konkurs. Först ett par månader efter teckningen erhöll köparen en standardvillkorsbilaga i vilken en efterställningsklausul var intagen. Bolaget hamnade sedermera på obestånd. Konvertibelinnehavarna bestred att villkoret skulle vara giltigt, vilket domstolen instämde i. Domstolen menade att villkoret inte blivit del av avtalet, eftersom detta ej funnits med i avtalet vid undertecknande av detsamma. Man hänvisade till 8 kap 1 och 20 §§ FFFS 1995:43, vari anges att bolaget är skyldigt att i prospektet lämna uppgifter om villkor enligt vilket lånet efterställts andra skulder som utställaren iklätt sig. Fordran i anledning av lånet ansågs följaktligen inte vara efterställd övriga fordringsägares krav.

Frågan om ansvaret för frivilligt lämnade uppgifter har prövats av Stockholmsbörsens Disciplinnämnd. Disciplinnämndens avgörande 1996:3 rörde felaktig icke-obligatorisk information i prospekt. Bolaget Getinge lämnade ett offentligt erbjudande om köp av aktierna i Arjo AB. I prospektet lämnades uppgiften att det beräknade egna kapitalet pro forma skulle uppgå till 1.030 miljoner kronor. Bolaget korrigerade emellertid sedermera uppgiften i en pressrelease till 850 miljoner kronor. Discipinnämnden gjorde bedömningen att eftersom prospektet i väsentligt avseende var felaktigt, hade bolaget brutit mot inregistreringsavtalet. Bolaget invände att man inte varit skyldig att

[156] Ett exempel från 1997 är Fastighetspartner som ”verkar ha åsatt de nyemitterade aktierna ett värde som mer än tre gånger överstiger det verkliga värdet,” Rundfelt, R, Tendenser i börsbolagens årsredovisningar, s 11.

[157] Se diskussion under xx

lämna ifrågavarande uppgift utan att denna hade lämnats helt frivilligt. Disciplinnämnden menade att enligt NBK:s rekommendation alla de uppgifter som behövs för en allsidig bedömning av erbjudandet skall lämnas i prospektet, och uttalade att "…om ett börsbolag lämnar information som det bedömer vara av betydelse för aktiemarknaden, bolaget därigenom har underkastat sig samma krav på informationens kvalitet som upprätthålls i praxis för det fall att skyldighet att lämna information föreligger, nämligen att informationen skall vara korrekt, relevant och tillförlitlig." Vitet utdömdes till en årsavgift.

3.5.4 Felaktiga prognoser och ”soft information”

Ovan har redogjorts för hur i prospekt lämnade sakuppgifter kan vara felaktiga eller bristfälliga. Ett prospekt innehåller dock inte endast historiska upplysningar och sådant som är mer eller mindre kontrollerbart, utan även värdering av en framtida utveckling av bolagets verksamhet.[158] Ett särskilt problem skapar dessa uppgifter om bolaget, sk soft information. Med sådan information menas uppgifter om bolaget som är icke-verifierbara fakta, och information av detta slag är exempelvis prognoser och planer, men även vissa uppgifter om bolagsledningen och omvärlden. Förhållanden som rör ledamöter av bolagsledningen anses i allmänhet vara väsentliga och skall offentliggöras. Sålunda har i ett par fall vid tid för börsnotering i respektive prospekt utelämnats att personer i det aktuella bolagets ledning ålagts straffansvar för olika brott, vilket skulle redovisats i prospektet.[159]

3.5.4.1 Krav på framtidsinriktad information i prospekt

I och med internationaliseringen av erbjudanden om försäljning av värdepapper har förekomsten av prognoser och framtidsintriktad information i prospekt minskat, i viss mån beroende på att processbenägenheten på värdepappersområdet i vissa andra länder i vilka internationella erbjudanden offentliggörs är betydligt större än i Sverige. Prospekten innehåller dock fortfarande generellt relativt utförliga prognoser, inte minst beroende på att marknaden kräver att

[158] Exempelvis introducerades Scaniaaktien 1996 för 180 kronor. Strax efter introduktionen meddelades att bolagets resultat för 1996 skulle bli mycket sämre än väntat. Det dåliga resultatet skylldes på oväntat höga kostnader för att ställa om produktionen till den nya lastbilsserien samt negativa valutaeffekter. Kursen på aktien sjönk. Bolaget Senea börsnoterades i juni 1994, och i samband med noteringen angavs vinstprognosen till elva miljoner kronor. I november meddelade ledningen att man blivit tvungen att sänka vinstprognosen till tre miljoner kronor.

[159] Bolaget Nxt AB drog tillbaka sitt erbjudande efter det att uppgifterna offentliggjorts i media.

bolagets ledning presenterar sin syn på bolagets framtid. Marknaden förväntar sig helt enkelt att bolagsledningen ger en bild av sin syn på bolagets framtida utveckling.

Varken ABL eller LHF innehåller direkta krav på att prospektet skall innehålla framtidsinriktad information. Emellertid skall enligt FFFS 1995:21 uppgifter rörande tendenser och framtidsutsikter lämnas i börsprospekt.[160] Enligt 69 § skall i börsprospekt översiktlig information lämnas om utvecklingstendenserna för bolagets affärsverksamhet under innevarande räkenskapsår, och då särskilt beträffande de viktigaste aktuella utvecklingstendenserna vad gäller produktion, försäljning, lagerhållning och orderläge, samt aktuella utvecklingstendenser vad gäller kostnader och försäljningspriser. Enligt 70 § skall uppgift lämnas om bolagets bedömning av dess framtidsutsikter omfattande, i vart fall, det innevarande räkenskapsåret. I 6 kap 1 § ÅRL stadgas vidare att bolaget i förvaltningsberättelsen skall lämna information om förväntad framtida utveckling, och förvaltningsberättelsen skall enligt ABL 4 kap 20 § ingå i prospektet.

Även enligt NBK:s rekommendation OE bör ett framtidsinriktat resonemang alltid föras, även i de fall osäkerheten i bedömningen är så stor att en meningsfull prognos inte kan lämnas.[161] Här uttalas att många gånger kan resonemang beträffande faktorer av betydelse för den framtida vinstutvecklingen vara av större värde än en resultatprognos för samma period, och att det skulle vara olyckligt om ersättningsansvar för orealistiska prognoser leder till att bolagsledningen är alltför återhållsam med att uttala sig rörande sin förväntning på bolagets framtida utveckling. I rekommendationen framhålls dock att prospektet inte får innehålla mer långtgående uttalanden än vad det finns täckning för.[162]

Rekommendationen lämnar möjlighet till undantag för lämnande av viss information vid offentliggörande av prospekt i andra länder beroende på bestämmelser och praxis i dessa länder, och betonar att risken för skadeståndskrav från investerare i vissa länder kan motivera återhållsamhet i fråga om prognoser och framtidsinriktade resonemang.

Börsens riktlinjer för hur prognoser skall utformas lämnas i bilaga 1 p 16 till noteringsavtalet. Här anges att det är frivilligt att avge prognos, men om bolaget har offentliggjort en prognos ”så har det tagit på sig

[160] I enlighet med direktiv 80/390 Lista A kap 7 och 89/298 EEG artikel 11.

[161] NBK:s rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv (1999), sid. 37

[162] Idem.

ett ansvar gentemot aktiemarknaden.”

Då olika prognos- och värderingsmetoder har speciella förutsättningar, tillämpningsområden och tillförlitlighet avgör motiven för prognostisering respektive värdering vilken metod som skall användas i ett enskilt fall. Tillförlitligheten i en prognos kan bedömas på olika sätt, men prognosen granskas säkrast med utgångspunkt i motiveringen till prognosen, dvs de metoder som använts för att konstruera prognosen. Ansvar torde dock inte kunna åläggas en prognosmarkare för information om hur stat och kommun kan komma att agera, t ex vid förändring i regelverket.

.

DETTA ÄR ETT OTYPOGRAFERAT 0-KORREKTUR

AVDELNING B
ANSVAR

4 Skadeståndsansvar

4.1 Inledning

Regler rörande skadeståndsansvar spelar en central roll som styrnings- och sanktionsmedel i samband med avtal och andra rättshandlingar. Möjligheterna att fordra skadestånd för bristfälligt prospektinnehåll är emellertid beroende av en rad faktorer. Avgörande är först och främst huruvida skadan uppstått på grund av att en uppgift som offentliggjorts i enlighet med aktiebolagslagens regler innehållit brist eller fel. Som framgått i avsnitt x innehåller ABL ett begränsat krav på innehåll i prospektet. Överträdelse av i lagen angivna regler är sanktionerad med skadestånd i lagens 15 kap 1 §. Men aktiebolagslagens regler täcker inte alla skadestituationer. Sker överträdelse av annan prospektregel måste vid sidan av aktiebolagslagens regler allmänna skadeståndsregler tillämpas. Skall skadeståndsansvar åläggas ansvarssubjekt vid överträdelse av börs- och finansmarknadens regler, blir inte ABL:s regler tillämpliga, utan då krävs att de allmänna civilrättsliga skadeståndsreglerna bedöms omfatta överträdelsen. Situationen påverkas dessutom av om det är bolaget eller en aktieägare som erbjuder sig att sälja aktier. Skadeståndsrättsligt ansvar för prospektinnehållet kan således dels aktualiseras på aktiebolagsrättslig grund, dels med stöd av allmänna skadeståndsrättliga principer.

Den skada prospektansvaret aktualiserar är i typfallet den förmögenhetsförlust som aktieägare åsamkas genom en inträffad kursförändring där värdet på en förvärvad aktie minskat. Ekonomisk skada innefattar generellt såväl person- och sakskada som ren förmögenhetsskada, men det aktiebolagsrättsliga och kapitalmarknadsrättsliga ansvaret omfattar i allmänhet ekonomisk skada eller förlust som kan uppskattas i pengar. Vid fråga om prospektansvar aktualiseras endast skada som inte har samband med person- eller sakskada, dvs ren förmögenhetsskada. Skadan kan ha drabbat aktieägare, och även tredje man.

De frågeställningar som aktualiseras är vilken grund som utgör den rättsliga grunden för ansvaret, vilka rättsubjekt som kan åläggas ansvar, fördelning av ansvaret, mot vem ansvaret gäller samt under vilka omständigheter befrielse från ansvar kan aktualiseras. Nedan följer en kortfattad inledning av i vilka situationer prospektansvaret kan aktualiseras, vilka subjekt som utgör kretsen av potentiella

skadelidande samt de subjekt som i sin tur kan komma att åläggas ansvar. Avsnittet anknyter till den beskrivning av aktiemarkandens aktörer som gjorts i avsnitt x. Därefter följer en inledande redogörelse för det skadeståndrättsliga rättssystemet och dess tillämpning vid förmögenhetsskada på marknaden för värdepapper. Efter detta avsnitt beskrivs det aktiebolagsrättsliga skadeståndsansvaret och dess förhållande till allmänna skadeståndsrättsliga principer. För att ansvar skall åläggas aktuellt ansvarssubjekt krävs enligt såväl allmänna skadeståndsrättsliga principer som enligt ABL:s regler först och främst att rekvisiten culpa och adekvat kausalitet skall vara uppfyllda. I avsnitt x görs en ingående analys av tillämpningen av dessa bägge rekvisit på ansvaret för prospekt, samt även av de olika teorier för begränsning av den skadelidande kretsen som framför allt diskuteras i svensk och utländsk doktrin, men även tillämpas i praxis i vissa länder. Slutligen undersöks i vilken utsträckning ansvar kan åläggas ifrågavarande ansvarsubjekt vid överträdelse av icke-bindande regler och normer, samt en diskussion rörande för- respektive nackdelar med självreglering på värdepappersmarknaden.

4.1.1 Ansvarssituationerna

De situationer i vilka prospektkraven kan komma att konstituera ansvar är först och främst beroende av vilken av respektive prospektsituation som är för handen; introduktion, emission eller erbjudande om köp eller förvärv av aktier. Respektive situation regleras som framgår av avsnitt x i olika lagrum, och det är endast i aktiebolagslagen överträdelse av prospektreglerna är civilrättsligt sanktionerad. Vidare är de olika regelverken inte helt samstämmiga ifråga om vem som skall ansvara för upprättandet och offentliggörandet av prospektet, se nedan avsnitt 4.4x.

4.1.2 De skadelidande rättssubjekten

Den krets av rättssubjekt som emittenten i första hand riktar sig till vid offentliggörande av ett prospekt utgörs av de investerare som använder informationen som placeringsunderlag, samt vid nyemission teckningsberättigade aktieägare. Bolagets information riktar sig vidare till en krets av rättssubjekt som inte investerar i aktier men på annat sätt är beroende av det emitterande bolagets ekonomi.[163] Denna krets utgörs av hela den krets av aktörer vars beslut på något sätt påverkas av information om företaget. Kretsen består dels av alla som fattar beslut om investering på värdepappersmarknaden, men även av fordringsägare, såsom leverantörer och borgenärer, samt av anställda i

[163] Frågan om huruvida även denna senare krets skall anses utgöra målgrupp för prospektet har diskuterats i synnerhet i Storbritannien, se avsnitt x.

bolaget. Är informationen felaktig med påföljd att bolaget lider skada kan även denna krets tredje män i vissa situationer komma att lida skada direkt eller indirekt. Skadestånd aktualiseras dock i första hand gentemot den krets av rättssubjekt som är eller har varit innehavare av aktuell aktie och har lidit skada på rund av att bristfällig information har påverkat aktiekursen.[164]

4.1.3 Potentiella ansvarssubjekt

Ansvarig är den person som enligt rättsliga normer och överväganden skall stå för följderna av en handling eller underlåtenhet. Men vid en emission eller introduktion är en rad aktörer delaktiga i olika hög grad. Utöver styrelse, verkställande direktör och revisor deltar ett eller flera emissionsinstitut. Vidare engageras jurister, experter och konsulter av bolaget eller av emissionsinstitutet. Slutligen granskar börsen eller Finansinspektionen prospektet. Alla dessa aktörer medverkar i erbjudandet och vid utformning av prospektinnehållet. Vid erbjudande om blockutförsäljning och uppköpserbjudanden torde ansvar aktualiseras även för säljare av aktiepost, även om det enligt ABL vid erbjudande om försäljning av aktier åligger styrelsen för bolaget att upprätta prospektet.[165]

Enligt ABL:s regler är det *styrelsen* som skall upprätta prospektet vid emission eller försäljning av aktier. Detta gäller även i situationer när det är en aktieägare som lämnar erbjudandet. Enligt 2 kap 3 § LHF är det dock vid blockutförsäljning och uppköpserbjudande den som lämnar erbjudandet som skall ansvara för upprättandet av prospektet. Detta medför att en aktieägare som vill göra en blockutförsäljning blir ansvarig för framtagande och offentliggörande av prospektet.

Enligt LBC är det *utgivaren* som ansvarar för upprättande av prospektet. Detta torde inte ha någon betydelse ur ansvarssynpunkt eftersom bolaget enligt gällande rätt ej kan åläggas skadeståndsskyldighet gentemot sina aktieägare,[166] men skulle teoretiskt kunna innebära att det enligt LBC:s regler är bolaget som skall åläggas ersättningsansvar.

---

[164] För ansvar gentemot investor som avhållit sig från att investera i aktien på grund av den bristfälliga uppgiften se s x.

[165] Se avsnitt x.

[166] Se sx

4.2 Skadeståndslagens regler

4.2.1 Inledning

Som framgår av avsnitt x nedan begränsas det ansvar som kan åläggas respektive ansvarssubjekt enligt ABL till organledamots och revisors överträdelser av ABL:s regler. Detta leder till att ansvaret måste kompletteras med allmänna skadeståndsrättsliga regler. Prospektregler i lag och förordning ges utöver inom ramen för ABL:s regelverk även i LHF, LBC och Finansinspektionens föreskrifter. Har överträdelse av regelverket skett utom ramen för ABL:s prospektregler skall skadeståndsansvaret inte bedömas enligt ABL, utan allmänna skadeståndsrättsliga principer blir avgörande för ansvaret. Således måste fastställas under vilka förutsättningar ansvar kan åläggas part vid överträdelse av även andra uppgifter än de som enligt ABL:s regler skall ha kränkts.

4.2.2 Ansvarssubjekten enligt SkL

Som ovan nämnts deltager utöver bolagets organ ett eller flera emissionsinstitut samt konsulter vilka engageras av bolaget eller av emissionsinstitutet. Alla dessa aktörer medverkar i erbjudandet och vid utformning av prospektinnehållet. Härvid uppkommer frågan om samtliga delaktiga aktörer kan utgöra ansvarssubjekt i en skadeståndstalan, dvs om enskild skadelidande kan begära ersättning från var och en av de aktörer som deltagit i processen. Ett undertecknande varigenom styrelse, emissionsinstitut och eventuellt revisor uppträder som prospektansvarig har naturligtvis i sig det bevismässiga värde att det därefter inte kan bestridas att ifrågavarande ansvarssubjekt har deltagit i erbjudandefasen. För avgränsning av kretsen ansvarssubjekt vid ansvar enligt skadeståndslagen är dock dessa argument ej avgörande. Under avsnitt x framförs argument för och emot att, utifrån en konkret bedömning, ersättningsansvar med stöd av gällande rätt skulle kunna aktualiseras på olika grunder för samtliga aktörer som utöver bolagets företrädare varit delaktiga i processen. Ersättningsansvar uppstår dock med stöd av olika rättslig grunder för respektive aktör. I vissa fall kan endast inomobligatoriskt ansvar aktualiseras, medan i andra fall ansvaret gäller även i utomobligatoriska förhållanden.

4.2.3 Ersättning för förmögenhetsskada

I Sverige finns i skadeståndslagen 2 kap 4 § en särskild lagregel med inriktning på ren förmögenhetsskada, vilket internationellt sett inte är vanligt.[167] Enligt denna regel skall ren förmögenhetsskada vara vållad

[167] Utom i tysk rätt, vilken ju i stor utsträckning utgjort förebild för det svenska

genom brott för att ersättning skall utgå. I den mån ett ansvarssubjekt förfarit brottsligt står det klart att denne med stöd av 2 kap 4 § SkL kan åläggas ansvar för den förmögenhetsskada som åsamkats skadelidande i förlitan på uppgifter i prospektet.[168] Kan endast oaktsamhet konstateras, men inte brott, är läget mindre klart. Vad gäller skadesituationer som inte omfattas av 15 kap ABL, är således frågan i vilken utsträckning 2 kap 4 § SkL kan utgöra ansvarsgrund, dvs om 2 kap 4 § SkL kan utvidgas till att omfatta rena förmögenhetsskador även när brott inte har förekommit. I förarbetena till skadeståndslagen uttalades att regeln inte var avsedd att utgöra någon ändring av gällande rätts då principiella uppfattning att ersättning för ren förmögenhetsskada i utomkontraktuella förhållanden förutsatte att skadan vållats genom brott eller att skadeståndsskyldighet föreskrevs i lag. Paragrafen ansågs dock inte vara avsedd att utgöra ett hinder för en rättsutveckling genom praxis i riktning mot ett vidgat ansvar för ren förmögenhetsskada, och skulle därför inte föranleda motsatsslut.[169] Trots detta uttalande har stadgandet i praxis tolkats e contrario på så sätt att en tillämpning av regeln förutsätter att brott är begånget. De brott som kan tänkas förekomma i samband med emissionsprospekt är främst svindleri, bedrägeri, osant intygande samt kursmanipulation.[170] För att SkL skall bli tillämplig krävs följaktligen ganska grova fall av vilseledande innan en investerare skulle kunna komma att erhålla skadestånd.

Såväl i rättspraxis som i doktrinen har under senare år en utvidgning av rätten till ersättning vid förmögenhetsskada förordats. I synnerhet Kleineman har kritiserat vad han kallar ”spärregeln”, dvs regeln i 2 kap 4 § SkL, enligt vilken med en bokstavstolkning ren förmögenhetsskada ersätts endast om den vållats genom brott. Han menar att e contrario-tolkningen av detta stadgande har lett till att ansvaret för ren förmögenhetsskada har begränsats på ett sätt som utgör en svaghet i den svenska skadeståndsrätten.[171]

Karlgren menar att en begränsning av culparegeln till de ”egentliga” skadorna är svagt grundad.[172] Utöver lagreglerade fall av ersättning för ren förmögenhetsskada vid brott anger Karlgren en rad exempel på grunder för ersättningsansvar, såsom kränkta skyddsföreskrifter, handlingar i strid med goda seder och culpa in contrahendo. Karlgren drar slutsatsen att någon anledning att tro att lagstiftaren menat att

---

regelverket på området, se avsnitt x.

[168] Se straffrättsligt resonemang infraxx

[169] Prop 1972:5 s 568.

[170] Se s x

[171] Kleineman, J, Ren förmögenhetsskada, s 206 ff.

[172] Karlgren, H, Skadeståndsrätt, s 23.

skadeståndsansvar i utomobligatoriska förhållanden utanför lagreglerade fall förutsätter brott inte finns. Såväl Karlgren som Kleineman förespråkar dock en restriktiv syn på skadeståndsansvar då börsbolag av oaktsamhet distribuerar vilseledande uppgifter.[173]

Dufwa framhåller att man idag får ta fasta på att 2 kap 4 § SkL bygger på tidigare gällande rätt, vilket leder till att stadgandet måste tolkas därefter.[174] Han menar att det är tveksamt om det ens är ett riktigt återgivande av rättsläget att påstå att det är en ”huvudregel” att skadestånd för ren förmögenhetsskada förutsätter brott. Dufwa anmärker även att en mer utvecklad möjlighet till ersättning för ren förmögenhetsskada på senare tid i lagstiftningssammanhang satts i samband med det allmänna spörsmålet om mer effektiv konkurrens för ökad välfärd, och hänvisar till förarbetena till konkurrenslagen (1993:20).[175] Samuelsson menar att visserligen betecknar i avsnitt x nämnda NJA 1987 s 692 en viss omsvängning för fall av oaktsamt vilseledande, men att för andra typer av skador tendensen är mindre tydlig.[176] Hellner påpekar att den s k ”huvudregeln,” dvs att förmögenhetsskada ersätts endast vid brottslig handling, under senare år har mjukats upp något, genom lagstiftning och praxis, samt att i många fall kontraktsregler tillämpas trots att det inte föreligger någon direkt kontakt mellan parterna. Hellner finner att när skadeståndsskyldighet förefaller rättspolitiskt motiverad, men det inte finns något klart lagstöd, det uppstår en press på domstolarna att vid betydande oaktsamhet, som gått ut över annan än kontraktspart, man i domstolarna upplever en press att söka finna ett kontraktsförhållande som kan motivera skadståndsskyldighet.[177]

Tendensen att tolka 2 kap 4 § SkL e contrario är, i takt med att ändrade samhällsförhållanden kräver det, något svagare än tidigare, men sambandet med straffrätten är fortfarande märkbart. Den rättspolitiska grunden för att vidmakthålla en inskränkning i culpaansvaret förknippas i äldre doktrin med att eftersom det ekonomiska system vi lever i bygger på idéer om fri konkurrens uppstår vissa typiska och av rättsordningen accepterade skaderisker som innebär att den som inte klarar konkurrensförhållandena på marknaden får räkna med att också åsamkas ekonomiska skador.

---

[173] Kleineman, J, Ren förmögenhetsskada, s 278-286; Karlgren, H, Skadeståndsrätt, s 106.

[174] Dufwa, B, Skyddat intresse, s 205 f.

[175] Dufwa, B, Flera skadeståndsskyldiga, s 1662, med hänvisning till prop 1992/93:56 s 32 ff.

[176] Samuelsson, P, Information och ansvar, s 266 ff.

[177] Hellner, J, Skadeståndsrätt, s 88. Se även Dotevall, R, Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör, s 444;. Roos, C-M, anmälan av Jan Kleineman, Ren förmögenhetsskada, s 47.

Denna inställning överstämmer med den i Tyskland tidigare rådande inställning att investering i aktier bör ske på egen risk, se avsnitt x. Samuelsson, som i och för sig förespråkar ett culpabaserat ansvar vid skador på värdepappersmarknaden, pekar på att en annan oönskad effekt av ett allmänt culpaansvar är minskad rättssäkerhet, eftersom det är omöjligt att förutse alla ekonomiska konsekvenser av en handling som bolagets företrädare i handlingsögonblicket ansåg vara affärsmässigt motiverat.[178] Påpekandet kan få relevans i synnerhet vid fråga om utelämnad uppgift.

4.3 Det aktiebolagsrättsliga ansvaret

4.3.1 Inledning

Enligt aktiebolagslagens skadeståndsregler är det stiftare, styrelseledamot, verkställande direktör och revisor som kan åläggas ansvar vid skada. Jämlikt ABLs regler är det bolagets företrädare som hålls ansvariga vid överträdelse av ABL, varvid den juridiska personens eget ansvar heklt faller utanför det bolagsrättsliga systemet.[179] Som ovan nämnts regleras kraven på offentliggörande och innehåll i emissionsprospekt i 4 kap 18-26 §§ ABL, där i 18 § anges att styrelsen bär ansvaret för framtagande av prospekt vid erbjudande om aktieköp. Skadeståndsansvaret regleras i 15 kap ABL. Enligt 15 kap 1 § gäller att styrelseledamot eller verkställande direktör som uppsåtligen eller av oaktsamhet genom överträdelse av aktiebolagslagen, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen skadar aktieägare eller annan, skall ersätta skadan. Med stöd av detta stadgande kan en organledamot åläggas ansvar om prospekt inte upprättats trots att skyldighet därtill förelegat enligt aktiebolagslagen, eller om prospektet inte innehållit i lagen föreskrivet innehåll. En jämförelse av förhållandet mellan skadeståndslagens och aktiebolagslagens regler ger vid handen att organledamot enligt aktiebolagslagens regler åläggs ett skadeståndsansvar mot aktietecknare och aktieköpare som sannolikt går längre än vad som traditionellt skulle följa av allmänna skadeståndsrättsliga regler om ansvar för ren förmögenhetsskada i utomobligatoriska förhållanden. Organledamotens ansvar enligt aktiebolagslagen begränsas exempelvis inte alls av spärregeln i 2 kap 4 § skadeståndslagen.

Reglerna i 15 kap ger upphov till flera tolkningsproblem. Dels

[178] Samuelsson, P, Information och ansvar, s 267.

[179] Se infra

aktualiseras det klassiska skadeståndsrättliga problemet rörande vilka krav som skall ställas på en persons handlande i en given situation, dvs var gränsen går för när culpa kan anses föreligga. Denna fråga är dock mer komplicerad att besvara inom aktiebolagsrätten än inom många andra rättsområden, på grund av bristen på prejudikat. En annan fråga är hur kretsen av ersättningsberättigade subjekt skall avgränsas. Har vilseledande uppgifter offentliggjorts i ett prospekt kan en stor krets vilseledda investerare tänkas ha rätt till skadestånd. Enligt ABL:s regler ansvarar bolagets styrelse, verkställande direktör respektive revisor för vilseledande uppgifter som åsamkar aktieägare eller annan skada om bristen innebär en överträdelse av ”denna lag, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen”. Enligt ordalydelsen innefattas i begreppet "annan" alla andra än aktieägare, vilket även framförs i motiven till ABL.[180] Sålunda omfattas även avtalspart som förlitat sig på de bristfälliga uppgifterna.

Till plikten att lämna uppgifter enligt ABL är således knutet ett generellt syftande skadeståndsansvar i kap 15. Någon begränsning vad avser personkretsen finns inte, utan en eventuell begränsning får i stället göras inom ramen för culpa- och adekvansbedömningen.

4.3.2 Det aktiebolagsrättsliga ansvarets struktur

ABL gör med avseende på ansvarets inriktning åtskillnad mellan det interna ansvaret, dvs ansvaret mot bolaget, och det externa ansvaret, dvs ansvaret mot aktieägare och tredje man. Det interna ansvaret omfattar situationen när en person i organställning uppsåtligt eller av oaktsamhet brustit i sina skyldigheter gentemot bolaget och därigenom åsamkat bolaget skada. Ansvarsbedömningen sker enligt culparegeln, varvid ansvar förutsätter vållande, men ingen annan begränsning görs i stadgandet. Det externa ansvaret omfattar situationer där aktieägare eller annan tillfogats skada i de fall bolaget inte samtidigt lidit skada. Ansvaret är i dessa situationer som ovan nämnts begränsat till culpösa överträdelser av aktiebolagslagen, bolagsordning och årsredovisningslagen. Aktiebolagets ansvarssystem är även beroende av huruvida skadan är av direkt eller indirekt natur. Det interna ansvaret är alltid ett direkt ansvar, dvs om en person i organställning skadar bolaget är detta en direkt skada. Bedömningen av det externa ansvaret beror dock på huruvida aktieägare eller annan skadats indirekt, dvs genom att bolagsförmögenheten minskat, eller direkt genom att inte bolaget utan aktieägare eller tredje man själv åsamkats förlust. Aktieägare kan åsamkas indirekt skada genom att bolagts värde minskar, men vilseledande uppgift i ett prospekt vilken leder till skada för

[180] Prop 1975:103 s 540.

aktieägare på grund av att värdet på dennes aktier påverkats negativt utgör direkt extern skada.

4.3.2.1 Internt ansvar - ansvar mot bolaget

Det interna ansvaret regleras i 15 kap 1 § första meningen, vari stadgas att stiftare, styrelseledamot och VD blir skyldig att ersätta den skada som uppkommer om de uppsåtligen eller av oaktsamhet eftersätter sina skyldigheter och därigenom tillfogar bolaget skada. Aktieägare kan i dessa fall enligt 15 kap 6 § ABL framställa krav mot bolagsledningen för bolagets räkning. Bolaget självt samt en minoritet av aktieägarna har möjlighet att för bolagets räkning utkräva skadestånd av ledamöterna i organen. Ansvaret inträder om ansvarssubjektet förorsakat skada genom fel eller försummelse inom ramen för uppdraget som organledamot. Organledamot som skadar bolaget utan samband med uppgiften som organledamot, t ex genom skadegörelse på bolagets egendom eller genom misskötsel av ett arbete som han åtagit sig för bolaget, blir inte ansvarig enligt associationsrättsliga regler, däremot kan då allmänna skadeståndsregler aktualiseras.[181]

4.3.2.2 Ansvar för aktieägares indirekta skada

En annan situation än att en aktieägare kan göra bolagets krav gällande mot ledningen är ledningens ansvar för aktieägares indirekta skada. Med indirekt skada avses en sådan skada som drabbar tredje man indirekt genom att bolagsförmögenheten minskar. Indirekt skada uppkommer således när bolaget orsakas en förlust. Exempelvis kan detta ske genom att bolaget blir bundet av en rättshandling som utförts av någon av bolagets organföreträdare trots att denne genom sin handling skadat bolaget.[182] Bolagsförmögenheten och aktieägares andel däri påverkas inte nödvändigtvis av bristfällig prospektinformation. Är detta fallet torde ansvar gentemot aktieägare dock teoretiskt kunna åläggas organledamot för den skada bolaget åsamkats då bristfällig information påverkat bolagets värde.

Normalt anses aktieägares anspråk för indirekt skada vara subsidiär, dvs anspråken är tillgodosedda om bolaget gör gällande ersättningsanspråk mot den som orsakat skadan. Den etablerade åsikten i svensk doktrin är att aktieägares möjlighet att söka skadestånd till sig själv för indirekt skada, som primärt drabbat bolaget, är mycket begränsad, och i princip endast gäller skador som

[181] Bestämmelserna i ABL om ansvarsfrihet, skadeståndstalan och jämkning gäller följaktligen inte dessa fall.

[182] På grund av att handlingen skett i strid med ABL 8 kap 35 § 1 st 2:a meningen eller 2 st 1 meningen.

reellt riktar sig mot viss eller vissa aktieägare. Exempel på detta är i fall där likhetsprincipen eller generalklausulen eftersatts. Argumenten för detta är att eftersom varje skada som tillfogas bolaget indirekt innebär en skada även för aktieägarna, en allmän rätt till skadestånd för aktieägare skulle komma att strida mot aktiebolagslagens system och syfte. Aktieägares intressen anses vara tillgodosedda genom att de till skillnad från bolagets borgenärer genom rätten att delta i bolagsstämma har möjlighet att påverka bolagets förvaltning och verksamhet.[183]

Andersson ifrågasätter om detta på bästa sätt tar till vara de intressen ABL avser skydda.[184] Andersson menar att minoritetsaktieägares rätt att kräva skadestånd för medelbar, dvs indirekt, skada bör vara subsidiär i förhållande till bolagets rätt. Enligt Andersson skall bolagets intressen tas tillvara av aktieägare med större innehav, och i det fall så inte sker minoritetsägare skall kunna se till sina egna intressen. Detta mål skulle uppnås genom att aktieägare med innehav om mer än tio procent skall rikta anspråk mot bolagsledningen för bolagets räkning, medan aktieägare med innehav om mindre än tio procent bör ha rätt att kräva skadestånd för indirekt skada, förutatt att inte bolaget eller en minoritet om mer än tio procent väcker talan om skadestånd till bolaget. Vidare menar Andersson att en minoritet om mindre än tio procent bör ha rätt till skadestånd för indirekt skada även vid andra överträdelser av ABL än åsidosättande av likhetsprincipen eller generalklausulen. Synsättet skulle innebära att i de flesta fall av minkning av bolagsförmögenheten i börsbolag en stor krets aktieägare skulle kunna rikta anspråk mot bolagsledningen. Denna möjlighet till ersättning väcker frågan om möjligheten skulle motiveras av preventiva eller reparativa hänsyn. Eventuellt skulle en risk för skadestånd föranleda bolagsledningen att vidtaga större försiktighetsmått vid sin affärsmässiga bedömning å bolagets räkning. Frågan ligger utanför ramen för ifrågavarande avhandling, men tanken är intresseväckande.

4.3.2.3 Ansvar för extern direkt skada

Förutsättningen för det externa ansvaret ges i 15 kap 1 § ABL andra meningen, vari stadgas att skada som av uppsåt eller oaktsamhet orsakas ”aktieägare eller annan genom överträdelse av denna lag, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen” leder till

[183] Jfr Nial, H, m.fl., Svensk associationsrätt i huvuddrag, s 346 f ; Dotevall, R, Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör, s 470 ff ; Kedner, G –Roos, CM – Skog, R, Aktiebolagslagen Del II, s 265. Se även NJA 1979 s 157.

[184] Andersson, J, Medelbar skada och aktieägares skadeståndsanspråk, Nordisk Tidskrift for selskabsret 1999:3, s 81 ff. Se även Normann Aarum, K, Indirekte aksjonaeransvar, Nordisk Tidskrift for selskabsret 1999:3, s 64 ff.

ansvar. I första hand är det sålunda överträdelse av ABL, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen som kan leda till ansvar. Emellertid skulle ansvaret eventuellt kunna anses omfatta även de författningar ABL hänvisar till, eller till och med även annan associationsrättslig lagstiftning. Ansvaret gäller enligt lagmotiven mot enskilda aktieägare, borgenärer, anställda och annan tredje man. Tredje man beskrivs som en utomstående vars relation till bolaget kan ha bestäms genom avtal, men även av andra särskilda situationer.[185] Vilseledande uppgifter i ett prospekt kan således vålla skada inte bara för den som på grundval av uppgifterna köpt eller sålt aktier i bolaget, utan även för den som t ex på grundval av uppgifterna lämnat bolaget kredit.[186] Varje tredje man som lider skada till följd av att en organledamot uppsåtligen eller av oaktsamhet överträder aktiebolagslagen, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen kan följaktligen vara berättigad till ersättning av organledamoten för sin skada.

Taxell exemplifierar situationer där bolagsledningens ansvar kan aktualiseras med

- att överträdelse av ABL skett genom att balans- och resultaträkningar har upprättas i strid med gällande lagstiftning i avsikt att ge en alltför fördelaktig bild av bolagets finansiella ställning och
- att bolagsledningen i verksamhetsberättelse, inbjudan till nyteckning av aktier eller på annat sätt givit felaktiga, bristfälliga eller på annat sätt missvisande uppgifter om bolagets ekonomiska ställning, vilket lett till kreditgivning eller aktieteckning på felaktiga grunder.[187]

Ett aktiebolags organledamöter bär således ett skadeståndsansvar mot aktieägare och även tredje man för uppsåtligt eller av oaktsamhet vållade rena förmögenhetsskador på den rättsliga grund att deras plikt är att följa de bestämmelser i aktiebolagslagen, tillämplig lag om årsredovisning och bolagsordning som syftar till att skydda aktieägare och tredje man, samt att kontrollera att dessa iakttagits.

4.3.3 Lokutionen denna lag, tillämplig lag om årsredovisning och bolagsordningen

4.3.3.1 Omfattningen av uttrycket ”denna lag”

I förarbetena till ABL anges att 15 kap 1 § 2 meningen är avsedd att

[185] Prop 1975:103 s 540.

[186] Jfr prop 1997/98:99 s 188.

[187] Taxell, L E, Bolagslednigens ansvar, s 64.

skydda tredje mans intressen vid överträdelser av ABL, årsredovisningslag och bolagsordningen.[188] Bestämmelsens begränsning till att sanktionera konkreta överträdelser av i lagen angivna regler ger dock visst tolkningsutrymme. Frågan är därvid om ansvar med stöd av ABL skall kunna utkrävas endast vid överträdelse av i lokutionen angivna lagar, eller om även annan aktiebolagsrättslig reglering skall omfattas av ansvaret. ABL:s innehållskrav är långt mindre omfattande än vad som krävs enligt framför allt LHF, vilket väcker frågan om skadebringande uppgifter som inte regleras i ABL kan föranleda ansvar med stöd av 15 kap ABL, trots att det inte föreligger någon skyldighet att offentliggöra dessa uppgifter enligt ABL. Kan således organledamöterna på aktiebolagsrättslig grund hållas ansvariga för prospektregler i övriga lagar och förordningar, eller är den skadelidande i dessa fall i stället hänvisad till den allmänna skadeståndsrätten?

En tolkning är att även de lagar och föreskrifter ABL hänvisar till skall omfattas av skadeståndssanktionerna. Detta innebär att eftersom exempelvis 4 kap 1§ ABL hänvisar till lag (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiebolag m m även denna lag skulle komma att omfattas av skadeståndssanktionerna i 15 kap.[189] Taxell anför att det torde föreligga en culpapresumtion för skadevållaren vid överträdelser av de lagar aktiebolagslagen hänvisar till i 15 kap, och menar att när ett uttryckligt lagstadgande åsidosatts har man ”anledning att vara sträng i bedömningen.”[190]

Härvid kan konstateras att Aktiebolagskommittén i förarbetena till omarbetningen av ABL påpekat att även åsidosättande av andra lagar eller rättsliga föreskrifter genom vilka styrelseledamot eller verkställande direktör har ålagts plikter mot bolaget torde kunna grunda ansvar. Kommittén uttalar härvid att frågan om en lagbestämmelse eller annan föreskrift skapar förpliktelser för en styrelseledamot eller den verkställande direktören i varje enskilt fall får avgöras genom en ny prövning av föreskriftens innehåll.[191] Detta uttalande torde kunna tolkas så att de plikter rörande prospektskyldighet styrelsen ålagts genom stadganden i bl a respektive LBC och LHF skulle kunna komma att omfattas av skadeståndssanktionen i ABL.

---

[188] Prop 1975:103 s 540; Dotevall, R, Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör, s 446; Samuelsson, P, Information och ansvar, s 255.

[189] Samuelsson, P, Information och ansvar, s 256. Dotevall instämmer i detta, men påpekar att plikter som konstituerats genom direktiv från överordnade bolagsorgan eller i t ex ett anställningskontrakt däremot inte kan läggas till grund för ansvar. Dotevall, R, Skadeståndsansvar för styrelseldamot och verkställande direktör, s 72.

[190] Taxell, L E, Ansvar och ansvarsfördelning s 28 ff.

[191] Prop 1997/98:99 s 186.

4.3.3.2 Årsredovisningslagens omfattning

Med tillämplig lag om årsredovisning avses årsredovisningslagen (1995:1554) och lagen (1995:1559) om årsredovisning i kreditinstitut och värdepappersbolag.[192] Genom hänvisningen till årsredovisningslagen görs en stor mängd redovisningsregler till en central komponent i det bolagsrättsliga regelsystemet. Ofta innefattar dock överträdelse av årsredovisningslagen bokföringsbrott,[193] varvid dels straffrättsligt ansvar aktualiseras, dels 2 kap 4 § SkL blir tillämplig.[194]

4.3.3.3 Regler om prospekt i bolagsordningen

Bolagsordningen är ett komplement till ABL:s stadganden och har samma rättsliga relevans för bolagets verksamhet som ABL. I förarbetena anges som ovan nämnts att reglerna rörande skydd mot överträdelse av bolagsordning är avsedda att skydda tredje mans intressen.[195] Bolagsordningen kan innehålla skyldigheter för bolagsledningen vilka ej finns reglerade i ABL, såsom exempelvis bestämmelser rörande nyemission. Överträdelse av dessa regler torde leda till skadeståndsansvar för bolagsorganen, även i det fall de ej kunnat hållas anvariga med stöd av i ABL uppräknade stadganden.

4.3.4 Ansvarssubjekt enligt aktiebolagslagens ansvarssystem

Som ovan konstaterats är det styrelsen som enligt 4 kap 18 § ABL är ålagd att upprätta prospekt. Enligt 15 kap ABL kan ansvar åläggas stiftare, styrelseledamot, verkställande direktör samt revisor. Det skadeståndsansvar som åvilar medlemmar av ett aktiebolags organ är alltid individuellt. Ansvargrunden, ansvarets omfattning och grunder för befrielse bedöms sålunda särskilt för varje organledamot. Ansvaret är följaktligen aldrig kollektivt, på så sätt att ansvaret skulle kunna åvila styrelsen som sådan. Visserligen kan fler eller alla ledamöter i bolagsledningen in casu bli ansvariga för samma skada. Ansvaret är då solidariskt men inte kollektivt, och skadeståndsskyldigheten åläggs inte styrelsen kollektivt utan med namngivande av respektive ledamot.

En central fråga är naturligtvis hur man ska fördela ansvaret olika ledamöter och befattningshavare emellan. Hänsyn måste här tas till omständigheterna in casu beroende på åtgärd eller insats, på insatthet, grad av inflytande, ställning och auktoritet, dvs med en exklusiv bedömning för var och en av organledamöterna. En diskussion

[192] Prop 1997/98:99 s 190.

[193] Sexx

[194] Prop 1975:103 s 574, se resonemang om spärregelnx

[195] SOU 1971:15 s 353.

rörande fördelning av ansvaret förs i avsnitt x.

4.4 Rekvisit för ansvar

4.4.1 Inledning

För att skadestånd skall medges gäller flera grundläggande förutsättningar. För att ersättningsansvar skall uppkomma är en nödvändig betingelse att skada uppstått. Skadeståndsansvaret baseras vidare på ett ansvar för eget vållande enligt culparegeln. S k rent strikt ansvar är inte vanligt, men kan enligt bl a köplagens regler förekomma i fall av t ex rättsligt fel och rådighetsfel.[196] Den ansvarige skall ha företagit eller underlåtit att företa en viss handling och genom detta beteende ha överträtt eller åsidosatt en av rättsordningen upprätthållen beteendenorm. När det kan fastslås att en sådan beteendenorm överträtts föreligger som regel också oaktsamhet. Vidare skall adekvat kausalitet föreligga mellan det klandervärda beteendet och den uppkomna skadan. Vid sidan av kravet på adekvans uppställs ibland kravet att skadan skall ha drabbat det intresse eller något av de intressen som den åsidosatta handlingsnormen avser skydda.[197]

4.4.2 Skadebegreppet

Den typ av skada som aktualiseras vid fråga om prospektansvar är ekonomisk skada, eller förlust som kan uppskattas i pengar. Begreppet ekonomisk skada omfattar personskada, sakskada och ren förmögenhetsskada, men i motiven till 1944 års ABL anges att det endast är ren förmögenhetsskada som avses i aktiebolagslagens regler.[198] Med ren förmögenhetsskada avses enligt 1 kap 2 § SkL ”sådan ekonomisk skada som uppkommer utan samband med att någon lider person- eller sakskada,” medan någon motsvarande definition ej finns i ABL 15 kap. Dotevall definierar i anslutning till aktiebolagslagens skadeståndsregler skadebegreppet ren förmögenhetsskada som ”en företagsekonomiskt mätbar förmögenhetsförlust som utan eller mot den skadelidandes vilja drabbat denne.”[199]

För att ansvar skall kunna utkrävas ställs krav på att den uppkomna skadan inte är av försumbart slag, utan ett visst mått av väsentlighet krävs. Vid en jämförelse med insiderlagstiftningen kan konstateras att i motiven till lagen en kursändring på 10 procent i förhållande till den

[196] Hellner, J, Speciell avtalsrätt II, s 318.

[197] Se avsnitt x.

[198] SOU 1941:9 s 633 ff.

[199] Dotevall, R, Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör, s 98.

allmänna kursutvecklingen till följd av offentliggörandet av viss information anses som väsentlig.[200] Den aktuella händelsen skall sålunda bedömas med utgångspunkt i om den påverkar kursen med minst 10 procent. Även Samuelsson menar att kursfluktuationer på mindre än 10 procent skall anses falla inom den riskmarginal som aktiehandel normalt förknippas med, och därmed inte kan konstituera skada.[201] Även kursrörelser på mindre än 10 procent kan dock innebära stor skada för kretsen investorer. Bedömningen torde vidare kunna ske utifrån andra parametrar än den procentuella kursavvikelsen. Jämförelse bör därför ske med den normala volatiliteten för den aktie det är fråga om, och även i övrigt med beaktande av de speciella förhållanden som gäller för varje aktie, exempelvis nivån på kursen.[202]

4.4.3 Oaktsamhetstandarden

4.4.3.1 Inledning

För att skada skall tillerkännas den skadelidande skall enligt såväl aktiebolagslagen som enligt allmänna skadeståndsrättsliga regler rekvisitet culpa vara uppfyllt. Med culpabedömningen åsyftas bedömningen av den grad av oaktsamhet som skall medföra skadeståndsansvar. Culpa, eller vållandebegreppet, används som en gemensam beteckning på uppsåt och oaktsamhet. Utanför denna beteckning faller således skador orsakade av casus, våda, liksom strikt ansvar.

Bedömningen av gränserna för oaktsamheten i det konkreta fallet bedöms utifrån för rättsområdet gällande regler. Någon definition på oaktsamhet finns vare sig i skadeståndslagen eller i ABL. Oaktsamhet är en s k standard, det vill säga ett rättsligt begrepp som får sin innebörd av utomrättsliga regler som kontinuerligt förändras. En rad omständigheter har här betydelse. I första hand sker culpabedömningen med utgångspunkt i lagstadganden och andra föreskrifter, samt med stöd av rättspraxis. Därefter tas hänsyn till sedvana, dvs den aktsamhet som normalt sett kan förväntas. Kan ledning inte hämtas i någon av dessa källor har domstolen i sista hand möjlighet att göra en fri bedömning med stöd av RB 35 kap. Domstolen skall härvid nyttja den s k riskavvägningsmetoden, eller den fria culpabedömningen, vilken används i de fall regelverket inte är tillräckligt definierat för att kunna tillämpa en normrelaterad culpabedömning. Culpabedömningen görs då genom en avvägning av

[200] Prop 1990/91:142 s 83.

[201] Samuelsson, P, Information och ansvar, s 289.

[202] Prop 1995/96:215 s 36.

risken för skada, den sannolika skadans storlek, möjligheten att förekomma skadan och den handlandes möjlighet att inse risken för skada eller förutse skadan.[203]

Regler som ej utgör lag eller författning, såsom allmänna råd och rekommendationer av myndigheter och organisationer, är inte alltid bindande, och en överträdelse av dessa regler leder inte självklart till skadeståndsansvar.[204] Icke-bindande normer får dock betydelse vid culpabedömningen. I NJA 1995 s 693 har HD konstaterat att ”… det kan ligga nära till hands att anse att den som avvikit från ett rekommenderat handlingssätt har gjort sig skyldig till vårdslöshet.” HD uttalade även i målet att råd har större betydelse för vårdslöshetsbedömningen om det ger uttryck för en ”etablerad eller önskad sedvänja”.[205]

Normalt sett krävs för culpa att en handling ägt rum, dvs det är inte tillräckligt att personen ifråga underlåter att handla. Undantaget är emellertid situationer där krav på handling är rättsligt reglerad. På aktiemarknaden förligger rättsligt reglerade krav på handling i anslutning till emission och introduktion, och underlåtenhet att handla i enlighet med reglerná konstituerar culpa, och ansvar för underlåtenheten. Eftersom alla uppgifter av väsentlighet för bedömning av risken med investeringen skall offentliggöras i prospektet enligt 3 kap 50 § FFFS 1995:21 torde även förtigande av väsentlig uppgift vara ansvarsgrundande.[206]

Gränsdragningen mellan ett svikligt och ett tillåtet förtigande av en omständighet är emellertid inte alldeles enkel. Aarbakke menar, med hänvisning till äldre praxis, att om det rör sig om ”vesentlige horhold, ma det formentlig opplyses, selv om de faller utenfor lovbestemmelsens krav.”[207] Konstateras kan att förtigandet inte får vara ohederligt, och vid bevisvärderingen kan det var till hjälp att ställa frågan varför förtigandet skett.

4.4.3.2 Objektivisering av culpabedömningen

Vårdslöshet i juridisk mening har tidigare bedömts föreligga om skadegöraren inte uppträtt på ett sådant sätt som en förnuftig och hänsynsfull person av samma kategori eller yrkesutövning som

[203] Hellner, J, Skadeståndsrätt, s 131. Jfr den amerikanska ”Learned Hand formula” enligt vilken ett handlande är oaktsamt bl a om skadan av handlingen överstiger nyttan av densamma, id s 130.

[204] Se avsnitt x

[205] NJA 1995 s 693 på s 15.

[206] I enlighet med portalbestämmelsen i art 4 i börsdirektivet, 80/390/EEG.

[207] Aarbakke, M, Aksjetegning; ugyldighet, mislighold og ansvar, på s 357. Aarbakke hänvisar i artikeln till rättsfallet Rt 1909 s 145.

skadegöraren kan antas ha handlat, om han varit i skadegörarens situation.[208] Vid avgörande av frågan om vilka krav som rimligen kunnat ställas på skadegöraren har sålunda gjorts en jämförelse med hur en ”god” representant för skadegörarens yrkesgrupp skulle ha uppträtt.[209] Vidare har framförts att culpabedömningen bör göras med ledning av principerna för syssloman.[210] Culpabedömningen blir emellertid allt mer objektiviserad, och hänvisningar till sedvana eller rådande värderingar i samhället är numera i stort sett övergivna.[211] Culpabedömningen grundas ofta i stället på en undersökning av huruvida överträdelse av en rättslig norm är för handen.[212] Det centrala temat vid oaktsamhetsvärderingen blir vid en objektiviserad bedömning huruvida ansvarssubjektet följt de regler som gäller för utformning och offentliggörande av prospekt. Bedömningen går helt enkelt ut på att fastställa huruvida ansvarssubjektet överträtt en rättsligt bindande handlingsnorm. Ju mer precisa och detaljerade normer som finns inom det aktuella bedömningsområdet, desto mindre utrymme finns för skönsmässig bedömning.

4.4.3.3 Det subjektiva inslaget

Ett problem med den normrelaterade culpabedömningen är att den kan vara alltför teknisk. Tar man endast hänsyn till huruvida normöverträdelse föreligger kan de enskilda omständigheterna in casu ej beaktas. I avsikt att lösa detta problem kan vid culpabedömningen, utöver fastställande av överträdelse, göras en bedömning av huruvida överträdelsen varit ursäktlig. Skadevållande part har här att visa att han av olika skäl inte haft möjlighet att ha kännedom om att uppgiften var oriktig.[213] Till denna subjektiva sida av culpabedömningen hänförs förhållanden som rör skadevållarens person. Härvid görs en bedömning av huruvida subjektiva omständigheter kan ge anledning att bedöma underlåtenheten att följa regelverket som ursäktlig.

Utgångspunkten är att bristande sakkunskap rörande förhållanden som personen i fråga bort känna till, eller avsaknad av andra personliga kvalifikationer inte minskar det ansvar som åvilar organledamoten enligt aktiebolagslagen. En omständighet som kan lindra

---

[208] Bonus pater familias, se Bengtsson, B, Skadeståndsrätt, s 15.

[209] Rodhe, K, Om begreppet vårdslöshet, s 692.

[210] Kedner & Roos, Aktiebolagsrätt del II, s 301 f.

[211] …det objektiva ansvaret har vokst fram og idag fremstår som ”likeverdig” med culpaansvaret…,”Lødrup, P, s 104; Se även Hellner, J, Skadeståndsrätt, s 137.

[212] Bengtsson, B, Skadeståndsrätt, s 39; Samuelsson, P, Information och ansvar, s 293.

[213] Jfr ansvarsbefrielse genom ”defences” i anglo-amerikansk rätt samt även den tyska motsvarigheten, se avsnitt..x. Se även Karlgren, H, Skadeståndsrätt, s 61; Samuelsson, Information och ansvar, s 297.

ansvarsbedömningen är däremot kännedom om de frågor rörande bolaget som aktualiserat ansvaret, s k villfarelse. I detta sammanhang har man att skilja mellan faktisk villfarelse och rättsvillfarelse. Skillnaden mellan dessa är att skadevållaren vid faktisk villfarelse har varit okunnig om faktiska förhållanden av vikt vid culpabedömningen, emedan han vid rättsvillfarelse har varit okunnig om innehållet i regelverket.[214] Huvudregeln är att endast faktisk villfarelse kan medföra att vederbörande undgår ansvar, eftersom reglerna annars skulle riskera att urholkas och bli ineffektiva. Gomard har framfört att styrelseledamöter bör kunna undgå ansvar på grund av rättsvillfarelse, eftersom regel i vissa fall kan te sig alltför sträng.[215] Normann Aarum motsätter sig emellertid denna grund för lindring i ansvaret, och ifrågasaätter varför styrelseledamöters oaktsamma handlande skall bedömas mildare än ändra skadevållande handlingar på det civilrättsliga området.[216] Ytterligare en subjektiv faktor är passivitet, varvid huvudregeln är att passivitet inte kan medföra någon lindring i skadeståndsansvaret. Även detta torde leda till att även förtigande av information kan grunda skadeståndsansvar.

4.4.3.4 Culpabedömningen vid prospektansvar

När ett område är föremål för så omfattande reglering som gäller för prospekt är en objektivisering av ansvaret till viss del oundviklig. Culpabedömningen sker således i flera etapper. Vid överträdelse skall primärt fastställas i vilken mån den överträdda normen är en för bolaget rättsligt bindande regel. Emellertid påverkas oundvikligen aktsamhetsbedömningen likväl av den enskilda skadesituationen och den personliga vårdslösheten. Arbetet med att bearbeta och sammanställa uppgifterna i prospektet kan av praktiska skäl inte utföras av de personer i bolagets styrelse och ledning som, i enlighet med regelverket, i prospektet skall avge en försäkran om att prospektinnehållet är riktigt. Vid prospektutformningen engageras jurister för att göra en noggrann genomgång av samtliga väsentliga avtal bolaget ingått med externa avtalsparter samt nyckelpersoner inom bolaget. En finansiell genomgång görs av en revisionsbyrå tillsammans med emissionsinstitutet. En affärsmässig genomgång av bolaget omfattande en värdering av bolaget inklusive omvärldsanalys, konkurrens, framtidsutsikter etc görs av emissionsinstitutet. Denna granskning genomförs av emittent och emissionsinstitut gemensamt,

[214] Dotevall, R, Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör, s 114 f.

[215] Gomard, B, Corporate governance, s 242.

[216] Normann Aarum, K, Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper, s 231.

och givetvis är alltid bolagets ledning och anställda inblandade i processen genom att tillhandahålla nödvändig information till vederbörande. Organledamöterna går tillsammans med sina för ändamålet engagerade rådgivare igenom en verifikationsprocess. Härvid sker en genomgång av prospektinnehållet i avsikt att kontrollera att prospektinnehållet är korrekt.[217] Processen har som målsättning att kontrollera att de uppgifter som intagits i prospektet är riktiga. Vidare skall dokumenteras att organledamöter, revisorer, rådgivare och fondkommissionärer vidtagit alla till buds stående medel och åtgärder för att försäkra sig om att prospektet innehåller riktiga uppgifter. Verifikationsprocessen sker i möten mellan bolagets ledning, rådgivare och de som leder verifikationsprocessen. Således är vissa uppgiftslämnare anställda i bolaget, medan andra är helt fristående arvoderade experter och konsulter. De aktörer som insamlar uppgifter som skall publiceras i prospektet skall för att undgå ansvar vid senare identifierade bristfälligheter göra sitt urval av uppgifter med den omsorg uppgiften kräver.[218]

Processen genomförs ofta i form av en formulering av konkret fråga som skall besvaras. Fråga/svar metoden används även för subjektiva värderingar, vilka uppgifter verifieras av den eller de personer som har störst kännedom i frågan, och verifikationen sker genom att personen ifråga med sin underskrift verifierar att ifrågavarande uppgifter i prospektet är korrekta. Processen utmynnar i en dokumentation vari anges vem som är ansvarig för kontroll av att respektive uppgift är korrekt, och vilket underlag som förelegat för att kunna avgöra detta. Verifikatet undertecknas av de personer som ansvarat för uppgifterna, och en slutlig genomgång av uppgifterna görs i avsikt att försäkra att inget förhållande förändrats under den tid processen pågått. Dokumentet föreläggs slutligen styrelsen på ett styrelsemöte, där prospektmaterialet godkänns.

Den information som lämnas är i sin tur avhängig av en tidigare värdering av vilken information som är väsentlig, och som därför skall medtagas i prospektet. Även denna värdering är utförd av konsulter och experter, bl a aktuella emissionsinstitut, samt bolagets anställda. En värdering av framtidsutsikter kan exempelvis vara underbyggd med budgetmaterial, försäljningsbudgets för enskilda avdelningar, strategiplaner, marknadsföringsplaner och styrelseprotokoll innehållande diskussioner rörande bolagets framtida intjäningsförmåga. Uppgifterna från olika avdelningar inom bolaget är således av största vikt för i prospektet offentliggjord information.

[217] Denna verifikationsprocess är i Sverige inte reglerad, jfr Danmark s x..

[218] Jfr uttrycket ”due diligence”.

Werlauff söker göra en juridisk–teoretisk kvalifikation av verifiktionsbegreppet, och menar att verifikationen kan ses som en formaliserad form för den caveat emptor princip som råder vid köp av ett bolag.[219] Undersökning av objektet vidtas i prospektfallet av utomstående konsulter vilka engagerats av säljaren, dvs bolaget, på grund av att det stora antalet potentiella köpare inte själva har möjlighet att vidtaga undersökning av köpobjektet. Med andra ord skulle teckning av aktie komma att utlösa en caveat emptor-plikt motsvarande den plikt till due diligence som åligger majoritetsköpare vid förvärv av ett bolag, medan plikten i prospektfallet åligger av bolaget engagerade rådgivare. [220]

Kravet på aktsamhet torde i prospektfallet, beroende på den potentiellt stora kretsen skadelidande vara stort, vilket medför att en normrelaterad bedömning leder till att överträdelse av prospektreglerna inte är ursäktlig, utan varje överträdelse torde leda till ansvar. Däremot torde man ej kunna ålägga skadevållare ansvar för information som kan påverkas av stat och kommun, t ex vid förändring i regelverket. Rättsvillfarelse är inte en ursäkt, utan leder till ansvar.[221] Detta innebär att såväl utelämnande av obligatorisk uppgift som utelämnande av uppgift som är väsentlig för investors bedömning av risken med investeringen måste bedömas vara oaktsamt handlande. Har överträdelse skett av noteringsavtalet eller en rekommendation utgiven av ett självreglerande organ måste ställning tas huruvida normen är bindande eller ej. Även överträdelse av icke-bindande normen kan i vissa fall medföra ansvar, i det domstolen bedömer handlandet vara oaktsamt.[222]

4.4.3.5 Ansvarslindrande omständigheter

Vid culpabedömningen i prospektansvarsfallet kan finnas omständigheter som kan påverka aktsamhetsbedömningen såväl på skadevållarens som den skadelidandes sida. En faktor som skulle kunna påverka bedömningen är att den skadelidande varit informerad om verkliga förhållanden, men trots detta beslutat investera i aktien. Har i ett prospekt offentliggjorts en bristfällig uppgift, vilken korrigerats av massmedia, utan att bolaget varit ansvarig för korrigeringen, skulle därvid kunna bedömas som ansvarslindrande.

---

[219] Werlauff, E, Pengeinstitutters emissionsansvar, s 6.

[220] Werlauff påpekar att resurserna vid due diligence är betydligt större än vad som normalt avsätts vid utformning av prospekt, vilket, om så är fallet även i Sverige, är anmärkningsvärt. Idem.

[221] Jfr det tyska B o M-fallet, se supra, samt disciplinnämndens avgörande 1994:3 Errce.

[222] Se infra

Vid culpabedömningen skulle i detta fall hänsyn tas till att massmedia publicerat uppgifter om att visst prospekt innehållit bristfällig uppgift, även om det ej är bolaget som offentliggjort uppgiften. Ett tidigt norskt rättsfall, Rt 1909 s 145, ger uttryck för uppfattningen att förhållanden som antas vara ”allmänt kända” inte kan läggas till grund vid ansvarsbedömningen. Højesterett menade att förhållanden som är allmänt kända skall tecknare av aktier förutsättas ha kännedom om. Inställningen torde leda till att bristfälliga uppgifter som strider mot vad som är ”allmänt känt” inte skulle kunna vara ansvarsgrundande. I ett norskt underrättsfall från senare tid, Kongeparken–fallet för vilket redogörs nedan, menade domstolen att den massmediala uppmärksamheten säkerligen påverkat investor i högre grad än de uppgifter som publicerats i prospektet.[223]

I det danska Hafnia-fallet hade däremot Sø- og handelsretten inställningen att korrigerande information som publicerats i massmedia utan att det var bolagets företrädare som ombesörjt denna inte kunde verka lindrande vid ansvarsbedömningen.[224]

Slutsatsen i denna fråga måste vara att det inte kan vara rimligt att skadevållarens ansvar görs beroende av vad som publiceras i media. Avgörande borde i stället vara huruvida ansvarssubjekten vidtagit åtgärder för att korrigera uppgifterna inom rimlig tidsrymd.[225] Skäl för lindring är sålunda att skadevållaren vidtagit riskbegränsande åtgärder för att åstadkomma en korrigering av den bristfälliga informationen. Har bristfällig uppgift offentliggjorts, varefter företrädare för bolaget publicerat korrigering av uppgiften i massmedia kan lindring av ansvaret ske, och/eller ersättningsbeloppet komma att jämkas.

Vid culpabedömningen måste som nämnts ovan även en bedömning av subjektiviteten göras. För lindring i ansvaret åligger det den skadevållande att visa att det föreligger förmildrande omständigheter, och att agerandet på grund av subjektiva faktorer kan ses som ursäktligt.[226] I framför allt amerikansk rätt har utvecklats en rad omständigheter som vid bristfälligt informationslämnande kan lindra aktsamhetsbedömningen.[227] För det första kan skadevållarens culpa lindras av att han haft välgrundad anledning att lita på den bristfälliga

[223] Se s x

[224] Se s x

[225] Se Hafnia-domen, avsnitt x, där Sø- og handelsretten menade att information som publicerats i massmedia inte kunde lindra ansvarsbedömningen, och Kongeparken – domen supra, där domstolen menade att den massmediala uppmärksamheten säkerligen påverkat investor i högre grad än uppgifter i prospektet.

[226] Denna lokution används regelmässigt av börsens disciplinnämnd vid beslut om huruvida sanktion skall vidtas mot börsbolag.

[227] S k due diligence defences, se redogöreslse avsnitt x.

uppgiftens riktighet, och kan styrka sin goda tro. Detta är emellertid förenat med stora svårigheter. Var går exempelvis gränsen för i vilken mån styrelseledamöterna skall kunna förlita sig på uppgifter från verkställande direktör, finansdirektör eller revisor? Det torde inte utan starka skäl vara möjligt för styrelseledamot att undgå ansvar enbart med stöd av att han uppger att han varit i god tro om de uppgifter som presenterats.[228] Vållandet kan dock anses mindre i det fall skadevållaren haft goda skäl att förlita sig på uppgift från expert. I såväl tysk som engelsk och amerikansk rätt undgår den förment skadevållande ansvar om han kan visa att uppgiften inhämtats av extern konsult, eller från ett officiellt dokument.[229]

En annan fråga är huruvida lindring i ansvaret kan ges i det fall överträdelsen framstod som mindre väsentlig i handlingsögonblicket än den gör efteråt, i ljuset av uppkommen skada. Det torde inte vara alltför ovanligt att uppgiftslämnare inte tillmätt viss uppgift den betydelse den senare visat sig komma att ha, eventuellt i kombination med andra uppgifter eller händelser.

Slutligen kan vid culpabedömningen, i de fall flera personer är inblandade, en person ofta bedömas vara primärt ansvarig, varvid lindring i ansvaret för övriga kan komma ifråga på den grund att ansvarssubjektet haft bristande kännedom om de verkliga förhållandena.[230]

4.4.3.5.1 Lindring av ansvaret på grund av samtycke till risk

En fråga som aktualiseras i samband med frågan om culpabedömningen vid prospektansvar är betydelsen av samtycke till risk. Grundtanken i resonemanget är att den skadelidandes samtycke till risk kan ha ansvarslindrande effekt. Frågan är därvid huruvida möjligheten att skadelidande medvetet utsatt sig eller sin egendom för risk skall medföra ansvarsfrihet eller lindring för skadevållare. Diskussionen i doktrin har i huvudsak förts i samband med skador vid utövande av fritidssysselsättningar, men kan analogivis föras över till investeringar på marknaden för värdepapper.

Risktagande kan jämföras med det inom skadeståndsrätten använda begreppet samtycke, och samtycke till att utsätta sig för risken att lida skada skulle därmed verka ansvarsbefriande, eller ansvarslindrande,

---

[228] För en ingående diskussion om godtroskravet se Hessler, H, Obehöriga förfaranden med värdepapper, s 235 ff, samt diskussion rörande arbetsfördelning organledamöter emellan på s x.

[229] Se supra

[230] Se avsnitt x.

för skadevållaren. Samtidigt behöver inte det faktum att den skadelidande insett risken med ett visst handlande innebära att han skall anses ha samtyckt till skadans uppkomst. Agell exemplifierar med att skada genom en regelenlig tackling under en fotbollsmatch inte medför ansvar, medan ett likadant handlande mot en fotgängare på gatan kan medföra såväl straff- som civilrättsligt ansvar.[231] Skillnaden är att i den förra situationen den skadelidande frivilligt har utsatt sig för skaderisken. Vidare gäller frågan om samtycket kan verka jämkningsgrundande i de fall skadevållaren trots samtycket måste anses ha betett sig oförsvarligt oaktsamt, dvs skall samtycket har en ansvarsbefriande effekt oberoende av skadevållares handlande? Uppmärksamheten riktas i detta fall endast mot den skadelidandes eget beteende.[232] Agell menar att denna möjlighet i och för sig är närliggande, eftersom frågorna runt samtycket endast hänför sig till den skadelidandes situation. Agell har inställningen att ansvarsfrågan inte kan begränsas till en bedömning av enbart den skadelidandes samtycke och beteende i övrigt, utan att även skadevållarens handlande samtidigt måste beaktas. Att samtycke skall verka ansvarsbefriande oberoende av graden av culpa menar Agell är olämpligt av en rad skäl.[233] Han pekar på att av rättspraxis framgår att enbart ett frivilligt risktagande från den skadelidandes sida ingalunda generellt anses avskära denne från möjligheten till skadestånd enligt culparegeln, utan resultatet normalt blir beroende av en vållande- och medvållandebedömning. Agells slutsats är att samtycket föranleder ansvarsfrihet i åtskilliga situationer, men om skadevållaren trots samtycket betett sig oförsvarligt bör detta behandlas som medvållande.[234] Karlgren menar att samtycket skall verka ansvarlindrande i de situationer skadehandlingen kan vara ”försvarlig, ibland kanske t. o. m. önskvärd.”[235] Hans inställning är att samtycket inte skall kunna verka befriande från ansvar, utan endast medföra jämkning av skadeståndet.

I det norska rättsfallet Rt 1913 s 689 har en riskfördelning lagts till grund för ansvarsbedömningen. Domstolens mening var att visserligen har tecknarna accepterat en affärsmässig risk med att delta i visst projekt, men denna risk tas givetsvis under förutsättningen att

---

[231] Agell, A, Samtycke och risktagande, s 406.

[232] Jfr ”accept av risiko” som ansvarsfrihetsgrund i dansk och norsk litteratur, Vinding Kruse, A, Erstatningsansvarsloven, s 353; Lødrup, P, ”solidarisering med faren”, Laerebok i erstatningsret, s 237 ff..

[233] Agell, A, Samtycke och risktagande, s 103 ff, Culpa och samtycke inom skadeståndsrätten, s 409.

[234] Ibid.

[235] Karlgren, anmälan av Bertil Bengtsson, Skadeståndsansvar vid sport, lek och sällskapsliv, s 43.

prospektet är korrekt och innehåller tillräcklig information för att ge en bild av den risk investeringen innebär. [236]

Konstateras kan att gränslinjerna mellan när en viss omständighet är att beakta som en ansvarsfrihetsgrund, som ett led i culpabedömningen eller som hörande till frågan om medvållande på den skadelidandes sida tenderar att bli diffusa, och bedömningen måste ske in casu med hänsyn till de särskilda omständigheter som föreligger.

4.4.3.5.2 Nyttomaximeringsprincipen inverkan på aktsamheten

Inom rättsekonomin brukar man i analysen skilja mellan olika inställning till risk.[237] I ekonomisk teori är det inte i första hand reglernas innehåll som är den intressanta faktorn bakom mänskligt beteende, utan maximering av den enskildes nytta. Detta innebär att en person som har att välja mellan olika alternativ väljer det som medför mest nytta för honom eller henne. Nyttomaximering innebär i första hand att den handlande kan maximera sina intäkter och minimera sina kostnader. Individuella preferenser kan emellertid spela in, såsom exempelvis viljan att underkasta sig regler.

Prevention kan teoretiskt byggas direkt på nyttomaximeringsprincipen; beroende på förväntad nytta får aktören ett incitament att handla på ett sådant sätt att risken för skada begränsas. Vanligast är att utgå ifrån att agenten, dvs aktören på värdepappersmarknaden, är riskneutral, vilket innebär att det är likgiltigt för honom huruvida en risk aktualiseras. Den som gärna tar risker, dvs väljer det osäkra framför det säkra, kallas riskbenägen.

Inom ramen för rättsekonomin har utvecklats modeller för beräkning av kostnader för handlande och skador. Utgångspunkten är i korthet att i det fall lagen innehåller en regel för ansvar vid culpa, det lönar sig för skadegöraren att visa aktsamhet.[238] Genom allokering av ersättningsskyldighet till den som lättast kan förebygga en skada kan man således uppnå den bästa preventiva effekten. Innehåller lagen inte en ansvarsregel kommer inte presumtiva skadevållare att visa aktsamhet, men däremot de skadelidande. Även en medvållanderegel krävs för att också dessa aktörer skall visa aktsamhet. Blir de skadelidande alltid kompenserade har de ingen anledning att vara aktsamma, dvs de tar större risker än vad som annars skulle vara fallet.

---

[236] Normann Aarum kommenterar rättsfallet i Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper på s 442.

[237] Se Roos, C-M, Ersättningsrätt och rättsekonomi, s 22.

[238] Se Calabresi, G, The Costs of Accidents; Shavell, S, Economic Analysis of Accident law.

4.4.3.5.3 Sammanfattande slutsatser

Visserligen är en investering på värdepappersmarknaden per definition behäftad med ett risktagande. I enlighet med de ekonomiska resonemangen om nyttomaximering och prissättning[239] skall risken i princip vara kalkylerbar. Innebörden av resonemanget är att fel prissatta aktier inte är lönsamma i relation till det risktagande investeringen i dem medför. Av detta följer att investering som utlovar högre avkastning än som motiveras av risktagandet grundas på antingen förmedling av insiderkunskap eller på felaktig tolkning av informationen runt aktien.[240] Information om eventuell felaktig prissättning skall omedelbart nå marknaden, och priset anpassas därefter. Investor skall i enlighet med dessa resonemang vara förberedd på viss risk för kursförlust om han medvetet satsat i ett projekt med högre risk än den risk andra jämförbara projekt innebär. Men skall därmed investor behöva kalkylera med risken att organledamöterna culpöst lämnar vilseledande information? Denna fråga måste besvaras nekande. Låt oss säga att investor vid investering på inofficiell lista kan bedömas ha samtyckt till risk i större utsträckning än någon som valt att göra sin investering i bolag noterat på de officiella listorna. Men denna risk kan ej anses omfatta vilseledande information, utan endast en kursförändring som orsakats av annan påverkansfaktor.[241]

4.4.3.6 Utvidgning av culpaansvaret i rättspraxis

Tendensen att tolka 2 kap 4 § SkL e contrario, dvs att ersättning ej utgår i de fall brott ej är begånget, är som ovan nämnts numera något svagare än tidigare. I praxis där HD utvidgat ansvaret för ren förmögenhetsskada i utomkontraktuella förhållanden har dock domstolen samtidigt understrukit att ersättningsskyldighet för ren förmögenhetsskada som inte vållats genom brott utanför kontraktsförhållanden i princip kräver stöd i lag.[242] Emellertid har under senare år regeln utvidgats, och i praxis har medgivits skadestånd i en rad enskilda rättspolitiskt motiverade fall. Ett av de mer omdiskuterade rättsfallen är det under avsnitt x redovisade RH 1984:28, vari inte styrelsen utan bolaget ålades ansvar på ”kvasikontraktuell” grund gentemot aktieägare för skada som ställföreträdare orsakat tredje man.

Nästa viktiga rättsfall, NJA 1987 s 692, Konefallet, rörde ett intyg

---

[239] Se s x

[240] Samuelsson, P, - Pålsson, A-M, Banks ansvar för ekonomisk rådgivning, på s 549.

[241] Jfr avsnitt x

[242] Se bl a JustR Knutssons uttalande i NJA 1976 s 282.

avseende en fastighetsvärdering, vilket sedermera kom att ligga till grund för ett banklån. Ett värderingsutlåtande rörande en fastighet byggde på felaktiga förutsättningar rörande möjligheten att exploatera fastigheten, och angav därför ett helt verklighetsfrämmande värde. Långivaren riktade skadeståndsanspråk mot utställaren av intyget. Grunden för yrkandet var att värderingsmannen genom otillräcklig undersökning hade förfarit vårdslöst vid fullgörande av sitt uppdrag. Utställaren bestred talan på den grund att det inte förelåg något avtal mellan denne och banken. HD hade i målet att ta ställning till huruvida den felaktiga värderingen var skadeståndsgrundande, med tanke på att utlåtandet inte gavs på uppdrag av långivaren utan av fastighetsägaren. HD framhöll att enligt förarbetena till SkL avsikten vid införandet av 2 kap 4 § inte var att hindra en rättsutveckling i riktning mot ett vidgat ansvar för ren förmögenhetsskada, samt att i rättspraxis ansvar förekommit beträffande felaktiga vederhäftighetsintyg och soliditetsupplysningar. I domen uttalade HD vidare: ”För värderingsmannen måste det stå klart att intyget kan komma till användning för skilda ändamål och av flera personer. Att annan än uppdragsgivaren fäster avseende vid ett värderingsintyg är ofrånkomligt.” HD menade att ”övervägande skäl talar för att den som med fog satt sin tillit till ett värderingsintyg inte skall bära följderna av en skada som ytterst beror på att intygsgivaren förfarit vårdslöst,” och biföll långivarens talan.[243] Värderingsintyget innehöll dock en friskrivningsklausul, vilken HD bedömde vara giltig. Svaranden undgick på så vis skyldighet att utbetala skadeståndet.

Ansvaret begränsades således inte till att endast omfatta skadelidande kontraktspart, utan även den tredje man som förlitat sig på uppgifterna i intyget. HD påpekade dock i domen att avsikten inte var att göra något generellt uttalande om gränserna för värderingsmäns skadeståndsskyldighet, utan att uttalandena i domen endast omfattade värderingsintyg beträffande fast egendom avgivet av den som yrkesmässigt åtar sig uppdrag att värdera sådan egendom.

Lokutionen ”med fog satt sin tillit” torde innebära att HD bedömt ansvaret som utomobligatoriskt, och inte bedömt fallet genom en utvidgning av det inomobligatoriska ansvaret. Vid en jämförelse med prospektsituationen kan konstateras att ett värderingsintyg på motsvarande sätt riktar sig till en obestämd krets. En skillnad ligger i att investorerna är avsedda mottagare av informationen. Aktieteckning rör således inte ett renodlat utomobligatoriskt förhållande, såsom fallet var i domen ovan. Enligt Hellner är den avgörande lokutionen för att inskränka det utomobligatoriska ansvaret i målet ”med fog satt sin

[243] Jfr kommentar rörande friskrivningsklausuler s x.

tillit," men konstaterar att innebörden av denna lokution måste bedömas in casu.[244]

Även i NJA 1996 s 700 har HD tillerkänt skadelidande ersättning utan att brott varit för handen. En konkursförvaltare hade såsom konkursboets egendom sålt egendom som rätteligen tillhörde den skadelidande, och inte konkursboet. Konkursförvaltaren ådömdes att erlägga ersättning till skadelidande tredje man för att han genom en vårdslös förvaltningsåtgärd tillfogat den rättmätige ägaren skada.

4.4.4 Kravet på orsakssamband och adekvans

4.4.4.1 Inledning

En viktig begränsning av ansvaret för skada erhålls genom orsakskravet, dvs för att ersättning skall utgå krävs att det föreligger ett samband mellan vållande och skada. Genom att avskilja dels alltför avlägsna följder av en handling eller underlåtenhet, dels närliggande men alltför oväntade verkningar, kan de orsaker som är rättsligt relevanta sållas ut. Kravet på samband mellan handling och effekt uttrycks som krav på *kausalitet* och *adekvans*. Med detta menas att orsakssambandet inte bara skall kunna konstateras, utan att effekten även skall ses som en normal påräknelig följd av det oaktsamma handlandet. Rent logiskt anses det föreligga ett orsaksförhållande mellan två händelser eller företeelser (X och Y), som ligger efter varandra i tiden så snart det kan konstateras att Y inte skulle ha inträffat om inte X hade inträffat, s k logisk kausalitet.[245] Orsakssamband föreligger inte om skadan skulle ha inträffat även om försummelsen inte förelegat, och kan allmänt sägas föreligga om skadan är en förutsebar effekt av en viss handling eller underlåtenhet.[246] Att denna nödvändiga betingelse är för handen räcker dock inte för att ålägga någon skadeståndsskyldighet, eftersom flera nödvändiga betingelser kan ha inträffat, vilka alla varit nödvändiga för det aktuella händelseförloppet. Således krävs även ett fastställande av att händelsen X även skall ha varit en *tillräcklig* betingelse för att Y skall inträffa. Utöver detta samband mellan handling och förlust diskuteras i doktrinen huruvida den skadelidande även skall behöva styrka ett samband mellan handling och transaktion, dvs att han ej skulle ha företagit sin förlustbringande disposition i det fall X inte inträffat. Bevisning rörande orsakssamband är ofta

[244] Hellner, J, Skadeståndsrätt, s 78.

[245] Conditio sine qua non. Se Åqvist, L, Kausalitet och culpaansvar inom en logiskt rekonstruerad Skadeståndsrätt. En studie i analytisk rättsfilosofi, s 70.

[246] Hellner, J, Skadeståndsrätt, s 165 ff.

komplicerad, och vid skada på värdepappersmarknaden aktualiseras en rad problem i anslutning till denna s k tillitsproblematik.

De kausalproblem som uppstår vid förmögenhetsskada kan skilja sig från dem som förekommer vid person- och sakskada, och Hellner har kommenterat ett fall som illustrerar detta, NJA 1998 s 893.[247]

> I målet hade två makar ansökt om bostadslån. Till följd av vårdslöshet från länsbostadsnämndens sida fördröjdes handläggningen av ärendet. Makarna yrkade ersättning för den förlust de lidit genom att lånet, när det beviljades av långivaren, kom att löpa med högre ränta än som skulle varit fallet om fördröjningen inte förekommit. Den tvistiga frågan var om denna förlust skulle falla inom adekvansgränsen eller inte. HD biföll käromålet, och gjorde följande allmänt hållna principuttalande rörande adekvanskravet: ”Kravet på adekvat kausalitet mellan handling och inträffad skada innebär att skadan skall för en person med kännedom om alla föreliggande omständigheter ha framstått som en beräknelig och i viss mån typisk följd av det skadegörande beteendet.”

I rättsfallet var fråga om en räntestegring, vilken kanske inte är förutsägbar i ett läge där alla aktörer i stället förväntar sig en sänkning av räntan. En förlust genom ränteförändring är dock en möjlig följd av att ett myndighetsbeslut rörande ett låneärende försenas. Myndigheten kanske inte hade kunnat förutse att räntan skulle stiga, men den hade kunnat förutse att en fördröjning kunde påverka räntesatsen.

Hellner har även sökt precisera adekvanskravet med hjälp av kontraktsrätten. Vid tillkomsten av The Uniform Law on the International Sale of Goods (ULIS)[248] enades man om att adekvanskravet skulle formuleras på så sätt att skadan skulle ha varit en *möjlig* följd av ett kontraktsbrott.[249] Denna formulering rör placeringen av risken för oväntade betydande prisfluktuationer, och innebär att den kontraktsbrytande parten skall bära risken för fluktuationerna.

Andra exempel är fall där kreditgivare åsamkas skada på grund av gäldenärens bristande betalningsförmåga. I UfR 1985 s 1029 åsamkades borgenär skada på grund av att han lämnat kredit till ett bolag vilket sedan inte kunde betala sin skuld. Bolaget hade visserligen offentliggjort felaktiga uppgifter i sitt bokslut, men domstolen menade att det inte kunde visas att borgenären skulle agerat på ett annat sätt om han förlitat sig på de oriktiga uppgifterna.[250]

Svårigheterna att fastställa orsakssamband mellan bristfällig

---

[247] Hellner, J, Adekvat kausalitet vid ren förmögenhetsskada, s 159.

[248] Id s 160.

[249] ULIS art 82, 86. CISG har samma formulering som ULIS, se art 74.

[250] Inget av dessa två fall rörde emellertid börsnoterade bolag.

information i ett prospekt och kursförlust aktualiserades i den s k Kansallisanti-emissionen i Finland.[251] I fallet riktade aktietecknare skadeståndsanspråk mot ledningen i emittentbolaget, vilka grundades på att bolaget vid emissionen lämnat bristfälliga uppgifter i prospektet.[252] Tingsrätten biföll ej talan på grund av att man ej kunnat konstatera orsakssamband mellan den vilseledande informationen och uppkommen skada.

Kravet på adekvans innebär således en begränsning i ansvaret; genom kravet på adekvans begränsas skadeståndsansvaret till att avse skador som rimligen borde ha tagits med i beräkningen. För att adekvanskravet skall vara uppfyllt beträffande ansvaret för innehållet i ett prospekt måste den ekonomiska skada som en aktietecknare lider, till följd av att ha betalat en för hög teckningskurs eller sålt sitt aktieinnehav till för lågt pris, kunna ses som en påräknelig följd av den bristfälliga uppgift som offentliggjorts i prospektet.

Vid fråga om prospektansvar består skadehandlingen av angivande av felaktiga, alternativt bristfälliga, uppgifter i prospektet. För att ansvar skall inträda krävs att dessa uppgifter har påverkat kursen på aktierna vid teckningstillfället, vilket sedermera medfört en förlust för den som har tecknat aktierna. Har fel eller brist i prospekt konstaterats, och aktiekursen i samband med offentliggörande av detta sjunkit, torde orsakssamband i allmänhet kunna konstateras. Emellertid föreligger ofta flera skadeorsaker, dvs kursen har påverkats även av annan information, eller av andra faktorer. Dessa påverkansfaktorer kan vara av företagsspecifik karaktär, men kursen påverkas även av omvärldsfaktorer, såsom konjunktursvängningar och händelser inom samma bransch. Exempelvis kan en konkurrents offentliggörande av sina stora framgångar påverka kursen på övriga aktier inom samma bransch. Bevissvårigheterna rörande orsaksförhållandet är delvis identiska med de problem som uppkommer vid beräkning av förlustens storlek. Vid förlustberäkningen krävs nämligen att man isolerar de enskilda händelser som påverkat kursen under den aktuella tidsperioden och därefter tar ställnng till hur stor del av denna påverkan som skall tillskrivas den bristfälliga uppgiften.[253]

För adekvansbedömningen avgörande är bevisningen av

[251] Helsingfors tingsrätt, dom 8644, 27.3.1997, Dnr 95/16286. Domen är överklagad till Helsingfors hovrätt, dnr S 97/704.

[252] 1. I prospektet hade felaktigt uppgivits att bolagets huvudägare förbundit sig att teckna aktier till visst belopp; 2. Uppgift hade utelämnats om den förestående fusionen med Föreningsbanken i Finland (i avsikt att bilda Merita Bank); 3. Bolagsledningen hade lämnat alltför optimistiska uppgifter rörande bankens ekonomiska läge och framtidsutsikter.

[253] Svårigheterna kring hur denna förlust skall beräknas berörs under avsnitt x.

orsakssambandet mellan den vilseledande uppgiften och skadan. Praktiskt sett innebär detta att käranden i första hand måste styrka att hans förlust (förändringen i aktiekursen) är en direkt följd av den skadebringande handlingen (offentliggörande av bristfällig uppgift, vilken sedan korrigeras). I doktrin diskuteras vidare huruvida den skadelidande för att vara berättigad till ersättning även måste styrka att hans egen transaktion, dvs beslut om teckning av aktien, framkallades av hans direkta och befogade tillit till svarandens i prospektet offentliggjorda bristfälliga uppgift.

4.4.4.2 Inställningen till adekvanskravet i doktrinen

Andersson kritiserar den traditionella tillämpningen av adekvansläran. Andersson menar att i stället för krav på adekvans en avgränsning av den skadelidande kretsen skall göras genom ett beaktande av det ändamålsenliga skyddet för skadelidande och skadevållare, dvs en tillämpning av den ovan beskrivna läran om skyddat intresse, med Anderssons ord den s k skyddsändamålsläran.[254] Synsättet tillämpas bl a i tysk rättspraxis,[255] där domstolen i stället för att söka konstatera huruvida adekvat kausalitet föreligger skall göra en skälighetsbedömning och därvid ta hänsyn till typen av skada, karaktären på pliktförsummelsen, samt andra omständigheter in casu. I denna allmänna skälighetsbedömning tas hänsyn till ett flertal omständigheter, såsom parternas ekonomiska förhållanden, parternas försäkringsförhållanden etc.

Dotevall har gjort gällande att adekvansläran visserligen bör vara tillämplig när det gäller styrelseledamöters och andras skadeståndsansvar gentemot aktieägare och tredje man enligt 15 kap 1 § aktiebolagslagen, men med undantag för fall av vilseledande information från börsbolag. detta motiveras med att det krävs ett annat synsätt vid bedömningen av om adekvat kausalitet föreligger ifråga om informationsgivning från börsbolag.[256] Dotevall påpekar att om det strängare kravet på adekvat kausalitet, dvs transaktionssamband mellan den skadebringande handlingen och den skadelidandes disposition, skall föreligga, kommer investerare som inte själva läst prospektet inte att bli berättigade till ersättning. Detta leder till att den krets av skadelidande som på grund av bristande kunskap i ekonomi inte kunnat tillgodogöra sig informationen, och heller inte anlitat expert för ändamålet, inte erhåller ersättning. Professionella och institutionella investerare skulle sålunda komma att få fördel framför

[254] Andersson, H, Skyddsändamål och adekvans, s 344 ff och 452 ff, se avsnstt x

[255] Se avsnitt x. Dotevall kommenterar detta synsätt i Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör, s 212.

[256] Dotevall, R, Bolagsorganens ansvar, s 208 f.

privata investorer.

Samuelsson för ett resonemang kring de problem som aktualiseras i anslutning till kausalsambanden vid handel på sekundärmarknaden.[257] Samuelssons inställning är att alla krav på individuell tillit till den bristfälliga informationen är irrelevanta vid handel på sekundärmarknaden, eftersom aktiekursen avspeglar all information. Är kursen artificiell till följd av bristfällig informationsgivning så har tilliten också inkluderat denna information som en beståndsdel i den datamängd som varit styrande för kursnivån. En diskussion rörande detta betraktelsesätt ges nedan i avsnitt x.

4.4.4.3 Rekvisiten i begränsningslärorna

4.4.4.3.1 Inledning

Förmögenhetsskador kännetecknas av att det kan bli fråga om stora belopp och ett stort antal skadelidande. Inte minst frågan om att över huvud taget ålägga part skadeståndsansvar gentemot en i princip obegränsad krets,[258] samt frågan om exempelvis organledamöters möjligheter att täcka dessa krav[259] innebär stora problem. Problemet formulerades i ett numera klassiskt uttalande i det amerikanska rättsfallet *Ultramares Corp. v Touch*,[260] vilket rörde revisors ansvar gentemot tredje man.

> Frågan gällde ansvar för revisorer vilka felaktigt avgivit ett positivt yttrande över ett bolags ekonomiska ställning. Ett annat bolag gav i förlitan på intyget det insolventa bolaget ett lån, men bolaget försattes sedermera i konkurs. Trots att vårdslöshet konstaterats föreligga i målet ålades revisorerna inte skadeståndsansvar. Justice Cardozo formulerade i domen sin numera klassiska ståndpunkt: ”If liability for negligence exists (to third parties), a thoughtless slip or blunder, the failure to detect a theft or forgery beneath the cover of deceptive entries, may expose accountants to a liability in an indeterminate amount for an indeterminate time to an indeterminate class. The hazards of business conducted on these terms are so extreme as to enkindle doubt whether a flaw may not exist in the implication of a duty that exposes to these consequenses.”

Teoretiskt kan skadelidande över hela världen göra gällande att de lidit skada. Sålunda förespråkas, och även tillämpas, en rad metoder för att utesluta grupper av skadelidande ur de ersättningsberättigades krets.

---

[257] Samuelsson, P, Information och ansvar, s 304 ff.

[258] Se s x

[259] Se s x

[260] Ultramares Corp. v Touche, 255 N.Y. 170 (1931), 174 N.E. 441, 74 A.L.R. 1139.

4.4.4.3.2 Riskspridningsargumentet

Justice Cardozos uttalande ovan utgör ett begränsningsinstrument vilket i anglo-amerikansk rätt benämns *the floodgate argument*, på svenska riskspridningsargument. Argumentet innebär att man måste ta hänsyn till spridningsrisken vid bestämning av den ersättningsberättigade kretsen. Genom tillämpning av riskspridningsargumentet begränsas kretsen av skadelidande på grund av kretsens storlek i sig.

Användning av riskspridningsargumentet förespråkas bl a i situationer där en uppgiftslämnare inte haft kännedom om hur stor den skadelidande kretsen skulle kunna komma att bli, hur stora skador upplysningen skulle kunna komma att leda till, samt uppgiftslämnaren heller inte varit medveten om under hur lång tid mottagare av uppgiften skulle kunna komma att påverkas av informationen, i såväl engelsk som amerikansk rätt uttryckt som att uppgiftslämnaren skall ha varit medveten om *the aid and aim* med uppgiften.[261] Eftersom samtliga uppgiftslämnare i prospektfallet torde vara medvetna om såväl mottagarkretsens storlek som användningssättet, kan argumentet *the aid and aim* inte bli tillämpligt i fråga gällande prospektansvar.

Kleineman förespråkar en tillämpning av argumentet för begränsning av den ersättningsberättigade kretsen i det fall en uppgift skall användas av en stor grupp presumtiva investerare eller kreditgivare, varvid uppgiftslämnare inte skall behöva svara för innehållet i en kreditupplysning till hela denna grupp.[262] Grunden för denna syn är att risken för mycket stora skador gör att i ett sådant fall ansvarsfrihet bör inträda trots insikt om användningssättet, eftersom kretsen av skadelidande kan vara i det närmaste obegränsad.[263] Enligt Kleineman skall argumentet tillämpas för begränsning av den skadelidande kretsen även vid överträdelse av ABL:s regler. Kleineman menar att i dessa fall en särskild immunitetsfaktor inträder, vilken han jämställer med den i avsnitt x beskrivna s k massmediafaktorn. Massmediafaktorn skall tillämpas i situationen när investor ej blivit vilseledd genom att han tillgodogjort sig informationen i prospektet, utan genom att massmedia, på ett korrekt sätt, återgivit den vilseledande uppgiften. Vid massmedialt spridd vilseledande information menar Kleineman att ansvar skall utdömas endast i de fall den massmedialt spridda informationen innefattar ett brottsligt beteende, och då enligt allmänna principer om straffbestämmelsernas

[261] Utöver Ultramares case se t ex Junior Books Ltd v. The Veitchi Co (1982) 3 W.L.R. 477, (1982) All E.R. 201 (H.L).

[262] Kleineman, J, Ren förmögenhetsskada, s 459 f.

[263] Idem.

skyddsintresse.[264]

Men det finns fler argument *mot* en tillämpning av riskspridningsargumentet vid skador på värdepappersmarknaden än *för* att detta skall äga tillämpning. Bl a Roos är kritisk till riskspridningsargumentet, och hävdar att en sådan begränsning strider mot allt ersättningsrättsligt tänkande.[265] Roos påpekar att missbruk och missförhållanden på värdepappersmarknaden upptäcks dagligen, och framför att det inte förefaller välbetänkt att under sådana omständigheter föreslå en nedrustning av det ”redan bräckliga investerarskyddet.”[266]

Slutsatsen torde bli att en begränsning av de skadelidandes möjlighet till ersättning på grund av kretsens storlek inte kan vara rimlig. Ifråga om överträdelse av ABL:s regler har lagstiftaren bestämt den ersättningsberättigade kretsen. Vid överträdelse av andra regler kan inte den omständigheten att många lider skada betyda att de alltid skall bära skadan själva.

4.4.4.3.3 Kravet på närhet

För begränsning av att skadeståndsansvaret blir alltför vidsträckt diskuteras även särskilda krav på närhet mellan skadevållande och skadelidande. Utöver kravet på inträffad skada och adekvat kausalitet utesluts ur den ersättningsberättigade kretsen först och främst den grupp av icke-investerare som inte har vilseletts till ett positivt handlande. Denna grupp kommer som nämnts inledningsvis inte mer beröras i detta arbete.[267] Ett sätt att begränsa antalet skadelidande är att diskutera huruvida vikt skall läggas vid den skadelidandes förhållande till skadevållaren. Närheten i relationen mellan den skadelidande och den skadevållande organledamoten eller bolaget skulle därvid kunna påverka bedömningen av vilken fog skadelidande haft att fästa tillit till informationen i fråga. Genom att uppställa krav på närhet mellan aktuella parter uppkommer påtagliga likheter mellan bedömningen av huruvida ansvaret skall betraktas vara inom- eller utomobligatoriskt.

I svensk doktrin finns såväl förespråkare för som kritiker mot att tillämpa närhetsrekvisitet. Exempelvis Kleineman diskuterar möjligheten att i begränsningssyfte uppställa krav på att en speciell nära relation skall föreligga mellan den skadevållande och den skadelidande. Endast en skadelidande som haft fog att lita på den

[264] Kleineman, J, Ren förmögenehtsskada, s 318, 438, 523.

[265] Roos, C-M, anmälan av J Kleineman, Ren förmögenhetsskada, s 49 f.

[266] Id. s 50 f.

[267] Se avsnitt x.avgränsning

vilseledande informationen, och på ett utåt iakttagbart sätt haft förbindelse med associationen, skall därmed vara berättigade till skadestånd.[268] Även lagstiftaren har funderat kring för- respektive nackdelar med att uppställa ett krav på att närhet skall föreligga mellan den skadevållande och den skadelidande. Aktiebolagskommittén har i betänkandet Aktiebolagets organisation inställningen att risken för mycket stora skadeståndskrav, och det faktum att ett stort antal personer kan komma att vara berättigade till skadestånd i och för sig skulle kunna motivera ”någon form av spärregel.”[269] Samtidigt understryker man vikten av att den som avser köpa aktier i ett bolag kan lita på att uppgifter som lämnas i tex bolagets årsredovisning eller revisionsberättelse är riktiga. Kommittén påpekar i betänkandet att eftersom skadeståndsansvar är ägnat att inskärpa organföreståndarnas ansvar för uppgifters riktighet, begränsningar i ansvaret måste göras med försiktighet. Kommittén nämner möjligheten att begränsa ansvaret till vissa i lagen uppräknade kategorier av skadelidande, men menar att detta är en mindre bra lösning av bl a preventiva skäl. Man jämför det i svensk doktrin diskuterade kravet på närhet med det engelska rättsfall från 1989 varigenom närhetsrekvisitet fastslogs i engelsk rätt.[270] Rekvisitet kunde enligt domstolen endast anses vara uppfyllt i relationen mellan revisor och bolaget samt dess ägare. I betänkandet förordar kommittén detta strängare krav på orsakssamband. I det senare lagstiftningsarbetet frångår kommittén dock denna inställning. [271] Här framför kommittén att det med hänsyn till de skiftande omständigheter som kan föreligga i olika fall inte är lämpligt att försöka formulera ett krav på särskild närhet i lag. Kommittén påpekar att det är angeläget att domstolarna vid sin prövning av denna typ av anspråk beaktar riskerna med oproportionerliga skadeståndsansvar och att rättspraxis utveklas i enlighet med detta synsätt. Vidare framhålls att jämkningsbestämmelserna medger en rimlig avvägning mellan aktuella intressen.[272]

---

[268] Kleineman, J, Ren förmögenehetsskada, s 459 f. Jfr diskussion om skyddsintresset xx

[269] SOU 1995:44 s 252.

[270] Caparo Industries plc v Dickman and others (1989) 1 All E.R. 789. Rättsfallet diskuteras under avsnitt x. Aktietecknare yrkande i Caparo case ersättning för skada som orsakats av vilseledande uppgifter i en årsredovisning. House of Lords ogillade aktietecknarnas talan på den grund att rekvisitet ”duty of care” inte ansågs vara uppfyllt. Om kravet på ”duty of care” för erättning för förmögenhetsskada i engelsk rätt se avsnitt x.

[271] Prop 1997/98:99 s 191 f. Detta beror möjligen på att inställningen till kravet på närhet under tiden mellan betänkande och proposition förändrats utomlands, se avdelning x.

[272] Id. s 192.

4.4.4.3.4 Kravet på tillit

Näraliggande närhetsrekvisitet är det ovan nämnda kravet på tillit hos den skadelidande, dvs den skadelidande skall för att erhålla ersättning styrka att han förlitat sig på den bristfälliga uppgiften vid sitt beslut om investeering i aktien. Uppställs krav på att tillitsrekvisitet skall var uppfyllt utgår ej ersättning till de investorer som inte kan styrka att de förlitat sig på de bristfälliga uppgifterna, även om det beror på att ifrågavarande investor har saknat kompetens för att kunna analysera informationen. Krav på att tillitsrekvisitet skall vara uppfyllt för att skadestånd skall utgå i prospektsammanhang har tidigare uppställts bl a i Storbritanninen, Tyskland och USA,[273] och är omdebatterat i den svenska doktrinen. Kleineman menar att ansvaret för vilseledande av annan än kontraktspart sker från en ”tillitsteoretisk” utgångspunkt, på så sätt att tilliten måste tillmätas stor vikt fastställa när ett rättsförhållande av s k kontraktslikande karaktär skall anses föreligga mellan den skadevållande och den skadelidande vid analysen av skadeståndsansvarets omfattning vid ersättning för ren förmögenhetsskada.[274] Kleineman betonar dock de stora svårigheterna med att generellt uttala sig om i vilka fall ersättning kan föväntas utgå.[275]

Nial/Johansson påpekar att skadeståndsreglernas syfte att hos organledamöterna inskärpa vikten av att informationen blir korrekt skulle motverkas av en alltför kraftig begränsning av ansvaret. Det måste ju stå klart för styrelseledamöterna att konsekvenserna av felaktig information kan bli mycket stora. Nial/Johansson har dock inställningen att avgörande vid ansvarsbedömningen skall vara en analys av den tillit som tredje man hyst till informationen, och att frågan om en skadelidande som agerat på grundval av lämnad information fått del av informationen direkt från bolaget eller på annat sätt därvid spelar mindre roll.[276] Författarna påpekar att kravet på närhet skulle leda till att omfattningen av skadeståndet skulle kunna bli en sinkadus.[277] Nial/Johansson förespråkar således att skadelidande investor, för att vara vara berättigad till ersättning, visserligen skall ha förlitat sig på den vilseledande uppgiften, men att det är

---

[273] I amerikansk rätt har fastslagits att direkt befogad tillit överhuvud taget inte krävs om det i stället kan styrkas att de bristfälliga uppgifterna var väsentliga som placeringsunderlag. För att erhålla skadestånd är det tillräckligt att förvärvaren visar att det förelåg ett fel i prospektet, att felet var väsentligt samt att han gjort en förlust. Inte heller i Storbritannien eller Tyskland krävs numera att tillitsrekvisitet skall vara uppfyllt, se avsnitt x.

[274] Kleineman, J, Ren förmögenhetsskada, s 466 ff.

[275] Nial, H, - Johansson, S, Svensk associationsrätt, s 342 f.

[276] Ibid, samt Kleineman, J, Ren förmögenhetsskada s 318.

[277] Kleineman, J, Ren förmögenehtsskada, s 343.

ovidkommande hur investor fått kännedom om uppgiften. Något krav på närhet mellan investor och bolaget skall sålunda enligt författarna ej krävas för att ersättning skall utgå, däremot en tillämpning av tillitsrekvisitet.[278]

Kravet på subjektiv tillit har kritiserats för att det är näst intill omöjligt för den skadelidande att bevisa att han blivit vilseledd. Skall käranden visa att han förlitade sig på den vilseledande uppgiften vid sitt beslut om handel med aktien kan beviskraven komma att variera in casu, vilket ur processekonomisk synvinkel inte är särskilt fördelaktigt. Informationsinhämtningen varierar som ovan nämnts mellan olika slag av investorer. Investor kan själv ha läst prospektet, eller gått igenom prospektuppgifterna med en rådgivare. Å andra sidan kan hans beslut vara grundat på den information han fått genom att läsa om emissionen och boalget i massmedia.[279] Sannolikheten för att en professionell investor, såsom en institutionell placerare, verkligheten tagit del av uppgifterna i prospektet är dock större än att en privat placerare i detalj tillgodogjort sig informationen i prospektet. Sålunda skulle den mindre initierade (icke välinformerade[280]) investorn komma att bli lidande vid tillämpning av kravet på tillit. Saebö påpekar att kausalitet i skadeståndrättslig bemärkelse är för handen så snart orsakssamband föreligger mellan den vilseledande uppgiften och den inträffade skadan. Saebö menar att det strängare kravet på orsakssamband mellan uppgiften och investors handling är av normativ art. Detta förutsätter en värdering som skall leda fram till att detta strängare krav på orsakssamband är önskvärt. Eftersom krav på orsakssamband mellan den bristfälliga uppgiften och investors handlande dels skulle medföra att ”mindre sofistikerade” investorer inte skyddas på samma sätt som professionella investorer, dels eftersom det skulle medföra avsevärda problem i samband med bevisföring – i synnerhet vid förtiganden – kan kravet inte bedömas vara önskvärt, och sålunda inte tillämpligt.[281]

Normann Aarum påpekar att svårigheter vid bevisningen skulle kunna leda till att en culpös (eller dolös) organledamot kan komma att undgå ersättningsskyldighet, trots att han är ansvarig för att den vilseledande uppgiften orsakat skada. Att uppställa krav på tillit skulle sålunda kunna innebära en risk för att ersättningsansvaret inte kan tillämpas på ett rättvist sätt i här aktuella situationer.[282]

---

[278] Nial, H, - Johansson, S, Svensk associationsrätt, s 342 f.

[279] Jfr den segmenterade kretsen i avsnitt x.

[280] Se avsnitt x.

[281] Saebö, R, Innsidehandel med verdipapir, s 562 f.

[282] Normann Aarum, K, Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper, s 246 f.

4.4.4.4 Adekvanskrav vid bedömning av prospektansvar

Bedömningen av huruvida kravet på adekvat kausalitet skall tillämpas vid den konkreta bedömningen av prospektansvar kan göras stegvis, på olika nivåer. Grundförutsättningen är att ovan redovisade krav på rekvisit, dvs skada, culpa och orsakssamband är uppfyllda. Käranden skall således ha visat att

a. han har åsamkats en förlust

b. vilseledande uppgift har offentliggjorts i prospektet

c. organledamöterna har varit culpösa

d. uppgifterna har påverkat teckningskursen negativt

I det fall krav på adekvat kausalitet mellan den vilseledande uppgiften och den skadelidandes beslut om investering i aktien, tillit, uppställs måste käranden även visa att

e. han vid beslut om aktieteckning förlitat sig på de vilseledande uppgifterna

Här kommer vi till frågan om hur beviskravet i detta fall skall formuleras. Tilliten kan presumeras genom att man ställer frågan:

e 1) är det troligt att de vilseledande uppgifterna påverkat den skadelidandes investeringsbelut?

Är svaret nej, skulle i detta fall ingen ersättning utgå. Blir svaret jakande kan beslutet bli att ersättning skall tillerkännas den skadelidande. Alternativt kan trots detta beslutet om ersättning bli beroende av ytterligare bevisning, dvs styrkt subjektiv tillit. Krävs för ersättning att den skadelidande skall styrka att han förlitat sig på den vilseledande uppgiften blir beviskraven annorlunda. Vid fastställande av adekvansen skall då följande fråga besvaras:

e 2) på vad sätt har den skadelidande haft tillgång till uppgiften?

I den strängaste bedömningen av kravet på adekvat kausalitet, där även subjektiv tillit skall visas, skulle således krävas att skadelidande visar att

a) han har åsamkats förlust

b) vilseledande uppgift har offenliggjorts i prospektet

c) organledamöterna har varit culpösa

d) den vilseledande uppgiften har påverkat kursen negativt

e2) hans investeringsbeslut grundades på den vilseledande uppgiften.

En tillämpning av det strängare beviskravet kan leda till stora processtekniska problem. Skall den skadelidande behöva visa fram ett

prospekt, eller söka rekapitulera ett samtal mellan honom själv och en eventuell rådgivare? Listan över olika möjliga bevisalternativ blir lång. Konstateras kan att investor som inte varit medveten om att viss uppgift varit offentliggjord lider samma skada som den investor som förlitat sig på uppgiften ifråga vid sitt beslut om investering i aktien. Enligt lagreglerna föreligger kausalitet så snart orsakssamband mellan den vilseledande uppgiften och skadan föreligger. Som Saebö påpekat är kravet på transaktionssamband, eller subjektiv tillit, av normativ art, varvid en prövning av huruvida kravet är önskvärt eller inte skall ske. Eftersom krav på orsakssamband mellan den bristfälliga uppgiften och investors handlande dels skulle medföra att ”mindre sofistikerade” investorer inte skyddas på samma sätt som professionella investorer, och dessutom medföra stora processtekniska problem, torde krav på tillit vid skador på värdepappersmarknaden inte vara att förorda.

4.4.4.4.1 Presumerad tillit

4.4.4.4.1.1 Inledning

Ett alternativ till kravet på subjektiv tillit till uppgiften är att tilliten till den information som lämnas marknaden skall kunna presumeras. Tillitsrekvisitet kan då bedöms vara uppfyllt genom att det är troligt att uppgiften påverkat investors beslut att investera i aktien enligt e1) ovan. Ett alternativ är att tillämpa en tillitspresumtion grundad på att investor vid sitt beslut om investering i aktien förlitat sig på att all offentliggjord information som offentliggjorts är korrekt, och att denna information är bestämmande för aktiekursen. Presumtionen är baserad på hypotesen att i en öppen och utvecklad aktiemarknad priset på ett bolags aktier avgörs av tillgänglig väsentlig information rörande bolaget och dess verksamhet.

Samuelsson beskriver hur tillitspresumtionen kan tillämpas vid handel på sekundärmarknaden.[283] Han menar att tilliten kan bestå av att hysa lika stora förväntningar till en uppgiftslämnares beteende som till enskilda uppgifter, och föreslår en bestämning av tillitsrekvisitet i dessa sammanhang:

> Tillit är den övertygelse jag hyser i förhållande till någon annans handlande (A) i de fall detta har betydelse för mitt eget val av handlingsalternativ, när mitt val måste fattas innan det är möjligt att kontrollera A:s handlande. Om det å andra sidan finns en kontrollmöjlighet saknar begreppet tillit en väsentlig del av sin

[283] Samuelsson, P, Information och ansvar, s 91 ff., 148, 281, 309, 314.

innebörd.[284]

Tilliten skulle sålunda vara styrkt i och med ett aktivt handlande, dvs när investor tecknat sig för aktien. Samuelsson menar även att tillitspresumtionen inte heller skall kunna motbevisas, och motiverar detta med att en placerare, på basis av de grunder som påverkar prisbildningen på aktiemarknaden, alltid skulle erlagt ett annat pris om korrekt information varit tillgänglig. Placerare kan följaktligen inte förmodas betala samma pris i två fall där i ena fallet priset varit påverkat av bristfällig information, i övrigt allt lika.[285]

4.4.4.4.1.2 Orsakssamband och teorin om marknadsbedrägeri

Tillitspresumtionen har utvecklats i USA inom ramen för den s k teorin om marknadsbedrägeri, *the market fraud theory*. Teorin om marknadsbedrägeri utgår i sin tur ifrån *teorin om effektiva marknader*, vilken är baserad på hypotesen att i en öppen och utvecklad aktiemarknad priset på ett bolags aktier avgörs av tillgänglig väsentlig information rörande bolaget och dess verksamhet.[286] Aktiekursen utgör sålunda den bästa vid varje punkt tillgängliga uppskattningen av aktiens värde. Ju effektivare marknaden är, desto snabbare återspeglas informationen i aktiens kurs. Vilseledande uppgifter missleder därför även köpare av aktier som inte direkt har förlitat sig på den vilseledande informationen.

Innebörden av teorin om marknadsbedrägeri är i korthet att styrkt väsentlighet hos den information som påstås vara skadebringande skapar en presumtion om tillit om transaktionen skett på en fungerande aktiemarknad. Teorin grundas på att individuella investorer relativt sällan grundar sitt val av investeringsobjekt på de upplysningar som lämnas av bolaget, huvudsakligen beroende på att icke-professionella investorer, i motsats till de professionella marknadsaktörerna, saknar förutsättningar för att kunna värdera de uppgifter som har kommit fram. Vid handel med aktier till en kurs som skapats av marknaden på underlag av all relevant bolagsinformation, anses kravet på orsakssamband mellan oriktig information om bolaget och investorns förlust vara tillfredsställt även om han inte har handlat i direkt tillit till den avgivna informationen i det konkreta fallet. Det traditionella kravet på att den enskilde placeraren styrker direkt och befogad tillit till den bristfälliga informationen överges således i dessa fall. Konsekvensen blir

[284] Id, s 311.

[285] Id, s 314.

[286] Efficient Capital Market Hypothesis, ECMH, se Fama, E, The Behaviour of Stock Market Prices; Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work.

långtgående, eftersom det strängare kravet på orsakssamband, som annars skall styrkas genom direkt befogad tillit till den felaktiga information, i stället kan styrkas genom att käranden visar att uppgiften ifråga var väsentlig - vilket i sin tur torde kunna ledas i bevis genom att påvisa uppgiftens marknadseffekt.[287] Tillämpas en tillitspresumtion presumeras orsakssamband föreligga mellan eventuella oriktiga uppgifter och den skadelidandes förlust när en ändring i börskursen kan påvisas. Vid tillämpning av teorin om marknadsbedrägeri är utgångspunkten att aktiekursen reflekterar all tillgänglig information om företaget. Av detta följer att det riktiga värdet blir ett uppskattat kursvärde beräknat efter hur marknaden skulle agerat om inte vilseledande uppgifter offentliggjorts.[288] Utgångspunkten vid bedömningen av marknadsbedrägerifallen är att om aktiekursen varit påverkad av bristfällig information, den som kan styrka köp eller försäljning under den period som priset var artificiellt också har rätt till ersättning.

Teorin om marknadsbedrägeri tillämpas i USA numera ofta vid tvister rörande börsnoterade aktier på sekundärmarknaden.[289] Frågan om tillämpning av teorin om marknadsbedrägeri prövades första gången i Supreme Court år 1971 i rättsfallet *Affiliated Ute Citizens v United States*.[290] Domstolen uttalade att

- tillit inte skall vara ett krav för ersättning i de fall det finns en skyldighet att offentliggöra den bristfälliga uppgiften
- uppgiften är väsentlig.

Därefter följde en rad avgöranden där teorin tillämpades med stöd av olika argument. I rättsfallet *Blackie v Barrack*,[291] hade bolaget Ampex Corporation offentliggjort en mängd vilseledande uppgifter i flera olika dokument vid olika tillfällen. Under år 1972 anhängiggjordes en rad ansökningar om skadestånd på grund av att överträdelse av bedrägeriregeln Rule 10b-5[292] ägt rum. Ersättningsanspråk riktades mot bolaget, mot dess företrädare samt mot bolagets revisorer. Rätten anförde:

---

[287] För svårigheterna i samband med detta se suprax

[288] Brealey, R A – Myers, S C, Principles of Corporate Finance; Macey, J R, et al., Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance and Extending the Reach of Basic v Levinson.

[289] Se avsnitt x

[290] Affiliated Ute Citizens v. United States, [1971-1972 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 93,443.

[291] Blackie v Barrack, 524 F.2d 891 (9th Cir. Cal. 1975), *cert. denied*, 429 U.S. 816 (1976), se avsnitt x.

[292] Se avsnitt x.

> ”Here, we eliminate the requirement that plaintiff´s prove reliance directly in this context because the requirement imposes an unreasonable and irrelevant evidentiary burden. A purchaser on the stock exchanges… relies generally on the supposition that the market price is validly set and that no unsuspected manipulation has artificially inflated the price, and thus indirectly on the truth of the representations underlying the stock price.”

Rätten tillämpade sålunda teorin om marknadsbedrägeri, varvid bolagets företrädare samt revisorer ålades skadeståndsansvar. I vissa domstolar anammades därefter en modifierad version av den i *Blackie* framförda motiveringen. I exempelvis *Rifkin v Crow*[293] beslöt domstolen i 5th Circuit att teorin är tillämplig vid *utelämnad* uppgift, men att tillit skall visas av käranden i mål rörande offentliggörande av vilseledande uppgift.

I det mycket omdebatterade rättsfallet *Basic Inc v Levinson*[294] motiverade Supreme Court sin tillämpning av teorin bl a med de att processuella förutsättningarna annars skulle försvåras, eftersom möjligheterna till grupptalan förutsätter att teorin om marknadsbedrägeri kan tillämpas. Domstolen framhöll att i det fall en individualiserad prövning av varje i gruppen ingående skadelidandes tillit skall ske, hela syftet med grupptalaninstitutet faller. I *Basic* frånföll Supreme Court sålunda kravet på att käranden skulle styrka sin subjektiva tillit till den bristfälliga, in casu förtigna, informationen, och de skadelidande tillerkändes rätten att förlita sig på *the integrety of the market price* på aktierna.

> Basic var ett stort tillverkningsföretag vars aktier handlades vid New York Stock Exchange. Från och med september 1976 var styrelseledamöter och direktörer i Basic inbegripna i förhandlingar rörande ett eventuellt samgående med Combustion Engineering, ett tillverkningsföretag inom en närliggande bransch. Trots att Basic under 1977 och 1978 gjorde gjorde tre officiella uttalanden där man förnekade att man var involverad i förhandlingar om ett samgående med annat företag, kungjordes i december 1978 att man accepterat Combustions *tender offer*, dvs erbjudande om att förvärva alla utestående aktier. De aktieägare som sålt sina aktier i Basic under den tid som varade mellan tidpunkten för det första officiella förnekandet av att förhandling pågick och offentliggörande av samgåendet, stämde bolaget samt dess företrädare på den grund att överträdelse av bedrägeriregeln Rule 10b-5 ägt rum.[295] De skadelidande anförde att de åsamkats skada genom att under perioden sälja aktier till ett pris som var *artificially depressed* beroende på Basic´s vilseledande uppgifter rörande de pågående förhandlingarna om samgående med Combustion.

---

[293] Rifkin v Crow 574 F2d 256(5th Cir. 1978).

[294]Basic v. Levinson, [1987-1988 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 93,645.

[295] Se avsnitt x.

Den avgörande frågan i målet var hur domstolen skulle förhålla sig till kravet på adekvat kausalitet mellan den förtigna uppgiften och de skadelidande aktieägarnas handlande, dvs huruvida de skadelidande kunde visa att de haft kännedom om att företrädare för Basic förnekat att förhandlingar om samgåendet pågick. Domstolen slog fast att för att ersättning skall utgå vid överträdelse av Rule 10b-5 rekvisitet tillit visserligen skall vara uppfyllt. Emellertid kom rätten genom att tillämpa teorin om marknadsbedrägeri till slutsatsen att vilseledande information påverkar investors beslut om investering eller försäljning oavsett om investeraren direkt förlitat sig på den vilseledande informationen eller ej. I domskälen angavs att teorin endast kan tillämpas om vissa marknadsmässiga förutsättningar är uppfyllda. Rätten angav som exempel på sådana krav att den aktuella marknaden är öppen och utvecklad, väl utvecklad eller effektiv.

Som framgår av ovanstående resonemang är det i första hand på sekundärmarknaden som en tillitspresumtion kan tillämpas. Prissättningen av aktier på primärmarknaden sker emellertid efter en omsorgsfull värdering av bolaget. Utförsäljningspriset är sålunda i stor utsträckning en återspegling av all tillgänglig information om det aktuella bolaget. Vid prissättning av emissionskursen tas dock även hänsyn till ”subjektiva” faktorer, såsom att tillräcklig spridning av aktien måste uppnås. Tillämpningen av presumtionen kan trots detta vara befogad även vid skada på primärmarknaden. Den presumerade tilliten skall då ha samband med den värderingsprocess som föregått prissättningen av aktierna.[296] Det finns betydande likheter i prissättningen på primär- och sekundärmarknaden. Skillnaden vid emission på primärmarknaden är att det inte på samma sätt finns en aktiekurs att utgå ifrån. Prissättning av aktien har dock skett mot bakgrund av den information som funnits att tillgå om bolaget, dvs inklusive den vilseledande uppgiften. Prissättning har vidare skett med stöd av värderares uppskattning av det pris marknaden är villig att betala för aktien. Enskild investor fattar, som ovan konstaterats, sällan sitt investeringsbeslut grundat på de enskilda uppgifterna i prospektet, utan på professionella aktörers mottagande av emissionen. Särskilt i samband med större emissioner sker prissättningen på basis av anbud givna av institutionella investerare, vilka även har stort inflytande över prisbildningen för ifrågavarande aktie efter introduktionen, dvs på sekundärmarknaden. De anbud som görs grundas på noggranna ekonomiska analyser av all den tillgängliga information som är relevant vid prissättning av aktien, varför priset torde utvisa en korrekt värdering av aktien.

[296] Se t ex Samuelsson, P, Information och ansvar, s 185.

4.4.4.4.1.3 Sammanfattande slutsatser

Det kan diskuteras huruvida teorin om effektiva marknader kan tillämpas på aktiemarknadens primärsegment, eftersom den grundläggande förutsättningen för tillitspresumtionen är att det föreligger en effektiv prissättning av aktierna på marknaden.[297] Vid första emissionstillfället är teckningskursen fastställd av en begränsad krets medverkande aktörer, dvs emittent och emissionsinstitut, innan marknaden erbjuds att teckna sig för aktier, medan i andra fall teckningskursen avgörs av hur marknaden värderar tillgänglig information om aktien. Man torde dock kunna anta att medelvärdet av avgivna anbud reflekterar tillgänglig information i relativt stor utsträckning, och att detta medelvärde utgör en korrekt uppskattning av aktiens marknadsvärde för tiden innan offentlig handel i aktien inleds.

Resonemanget om presumerad tillit torde först och främst kunna leda till en kritisk granskning av huruvida de traditionella kraven på orsakssamband och bevisbörda är särskilt lämpliga vid bedömning av prospektansvar.[298] Avgörande för ersättningsberättigande borde vidare vara huruvida den bristfälliga uppgiften faktiskt påverkat kursen på bolagets aktier, oavsett hur effektiv ifrågavarande marknad är.[299] Den av Samuelsson formulerade tillitspresumtionen skulle sålunda kunna utgöra grunden för bedömning av ersättningsanspråk även på primärmarknaden.

4.4.4.4.2 Beloppsbegränsning av ansvaret

Ett sätt att begränsa omfattningen av eventuella ersättningsanspråk är att införa en begränsning av det belopp den skadevållande parten kan komma att åläggas skyldighet att betala. En diskussion om beloppsbegränsning av ansvaret förs i en rad länder. Kravet på beloppsbegränsningar motiveras av risken för att skadeståndet skall bli av en storlek som den skadeståndsskyldige inte förmår bära.[300] Svensk

---

[297] Möjligheten att tillämpa teorin om marknadsbedrägeri vid primärmarknadshandel har i USA avvisats i bl a Eckstein v Balcor Film Investors, 8 F.3d 1121 (7th Cir. Wis. 1993), *cert. denied*, 510 U.S. 1073 (1994). Kärandena yrkade ersättning för förlust som åsamkats dem i anledning av investering i en börsintroduktion med stöd av nämnda teori. Judge Easterbrook avslog käromålet på den grund att vad han benämnde ”fraud-created-the-market” inte kan tillämpas vid skador som uppkommit i samband med primärmarkandstransaktioner.

[298] Normann Aarum, K, Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper, s 444.

[299] Se t ex Macey, J, m fl., Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v levinson, Va L Rev 1991 s 1017 ff.

[300] Se t ex Hultmark i anslutning till frågan om ansvarsförsäkringars inverkan, avsnitt x.

lag uppvisar exempel på lagfästa begränsningar av skadeståndsbelopp i vissa fall där skadeståndsskyldigheten grundas på strikt ansvar, dvs är oberoende av uppsåt eller oaktsamhet på den skadevållandes sida. I allmänhet begränsas dock skyldigheten att ersätta en adekvat orsakad skada endast genom bestämmelser om jämkning. Aktiebolagskommittén framhåller som nämnts ovan att jämkningsbestämmelserna medger en rimlig avvägning mellan aktuella intressen vid skador på värdepappersmarknaden.[301] I samband med fråga om beloppsbegränsning av revisors ansvar påpekar kommittén att, mot bakgrund av spärregeln i 2 kap 4 § skadeståndslagen, beloppsbegränsning för svensk rätts del endast torde komma ifråga för skador som vållats av oaktsamhet som inte är straffbar.[302]

4.5 Normskyddslärans betydelse för ansvaret

Styrelseledamot som av oaktsamhet åsidosatt prospektreglerna skulle eventuellt kunna åläggas skadeståndsskyldighet även utan lagstöd genom tillämpning av den i Tyskland framsprungna normskyddsläran.[303] Normskyddsresonemanget rör frågan huruvida en viss följd av den i och för sig culpösa handlingen skall omfattas av skadeståndsansvaret, och innebär att de intressen som ligger bakom införandet av en regel skall styra bestämningen av kretsen ersättningsberättigade. Vid tillämpning av normskyddsläran skall dels fastställas vilka förmögenhetsintressen aktuella normer är avsedda att skydda, dels vilken personkategori som kan grunda sina anspråk på den aktuella normen.

Enligt ABL existerar ett lagstadgat ansvar för överträdelse av i lagen angivna regler, men detta ansvar begränsas som nämnts ovan genom att där uttryckligen anges att de normer som skall läggas till grund för ansvar är de som återfinns i ”denna lag, tillämplig lag om årsredovisning och bolagsordningen.” Normskyddsläran verkar här som en begränsande förutsättning för ansvar, på så vis att endast den som skyddas av en regel i aktiebolagslagen, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen kan bli berättigad till ersättning. Vid överträdels av annan prospektregel än i ABL angivna normer kan den ersättningsberättigade kretsen avgöras genom en tillämpning av normskyddsläran. Detta innebär att man gör en tolkning av den enskilda författningen, varvid man söker fastställa om densamma är tillkommen för att ge ett direkt skydd åt den skadelidande in casu, i

[301] Id. s 192.

[302] SOU 1995:44 s 255.

[303] Se t ex Rabel, E, Das Recht des Warenkaufs. Eine rechtvergleichende Darstellung.

vårt fall skadelidande investerare på aktiemarknaden. Vid prövningen av styrelsens ansvar för prospekt skall således undersökas om prospektreglerna givits för att bereda ett direkt skydd åt investerare. Befinns detta vara fallet skall den skadelidande vara berättigad till ersättning i det fall ansvarssubjekt culpöst handlat i strid med den aktuella författningen.[304]

Normskyddsläran anses ha på allvar gjort insteg i svensk rätt i och med SkL.[305] Vid förarbetena till 1972 års skadeståndslag diskuterades införandet av en speciell regel med innebörden skyddsintresset som förutsättning för ansvar för det allmänna, dvs ansvar för stat, kommun etc. Kommittén hade funnit att försiktigheten bjöd att grundsatsen om skadeståndsansvarets begränsning till skyddade intressen skulle uttryckas i lagtexten.[306] Departementschefen avvisade dock i propositionen en lagreglering av grundsatsen med huvudsaklig hänvisning till det olämpliga i att lagstifta på ett speciellt område ”när man inte ansett sig böra göra det för den allmänna skadeståndsrättens del.”[307] Han uttalade att ”Det torde nämligen vara en erkänd grundsats i svensk skadeståndsrätt att ersättningsansvar enligt culparegeln – eller ansvarsregler som är knutna till denna – inträder bara när skadan har drabbat ett intresse som skyddas av den lagfästa eller oskrivna handlingsnorm vars åsidosättande utgör grunden för skadeståndsansvaret.”[308] Departementschefen påpekade att grundsatsen skyddat intresse endast aktualiserats i fråga om brott, men menade att man därför inte kunde dra slutsatsen att den inte skulle vara av allmängiltig karaktär.[309]

Tillämpning av normskyddsläran är omdebatterad i doktrinen. Karlgren har med en försiktig hållning diskuterat skyddsintresset bl a i samband med fråga om ersättning för ren förmögenhetsskada. Han påpekar att det måste antas att ”dels den omständigheten att ett till synes utomobligatoriskt rättsläge uppfattas som kontraktsrättsligt till sin natur, dels det förhållandet att en rättsregel (även en icke straffrättslig rättsregel) anses utgöra en skyddsföreskrift till förmån för utomstående enskilda intressenter (inklusive ”allmänheten”), äro ägnade att utvidga skadeståndsansvaret, i förevarande fall sålunda sätta ur spelet den betingelse för skadeståndsskyldighet enligt culparegeln, som kravet på sak- eller personskada normalt

[304] Kleineman, J, renförmögenhetsskada, s 315 f., SOU 1997:22 s 229.

[305] Se Roos, C M, anmälan av Jan Kleineman, Ren förmögenehtsskada, SvJT 1988 s 43, på s 49.

[306] SOU 1958:43 s 55 ff.

[307] Prop 1972:5 s 330 f.

[308] Id s 159.

[309] Id s 330.

omfattar."[310] Roos konstaterar att "Jan Hellner verkar i sin Skadeståndsrätt 4 uppl 1985 helhjärtat ha accepterat denna nykomna gäst i svenskt rättsliv."[311] Hellner framhåller att enligt normskyddsläran gäller undantag i ersättningsskyldigheten för skada som faller utanför skyddsändamålet (skyddsnormen) för den ifrågavarande skadeståndsregeln.[312]

JustR Nordenson har i ett votum i rättsfallet NJA 1976 s 458 ingående diskuterat möjligheten att använda normskyddsläran i *utvidgande* riktning.[313] Nordenson diskuterar möjligheten att domstolen med stöd av normskyddsläran skulle kunna konstruera nya normer på vilka intresseavvägningen sedan skulle komma att bygga. Nordenson anför:

"Frågan om det "skyddade intresset" får i praktiken betydelse framför allt i fall då författningsföreskrifter har åsidosatts eller överträtts. Detta lärer sammanhänga med att sådana föreskrifter meddelas i stor mängd för de mest skilda syften och att det därför i åtskilliga fall då en skadeorsakande överträdelse har skett -- och culpa följaktligen anses föreligga -- kan bli nödvändigt att klara ut om den förverkligade risken är en sådan som föreskriften har avsett att förebygga. Men härav kan inte utan vidare dragas slutsatsen att något motsvarande problem inte existerar i fall då fråga uppkommer om skadeståndsansvar på grund av åsidosättande av en icke lagfäst handlingsregel eller -norm, dvs någon av de aktsamhetsnormer som domstolarna utan stöd av skriven lag tillämpar i skadeståndsmål. Enligt min mening förhåller det sig tvärtom. Det föreligger inte någon principiell skillnad mellan de handlingsnormer som har meddelats i lag eller författning och sådana oskrivna aktsamhetsnormer som nyss nämnts. Den omständigheten att en sådan aktsamhetsnorm inte har kodifierats och över huvud taget inte formuleras i ord förrän domstol i ett skadeståndsmål konstaterar att normen har åsidosatts, kan inte föranleda till annat bedömande. Dessa normer är med andra ord lika fullvärdiga delar av rättsordningen som vilken som helst på förhand lagfäst norm."[314]

Kleineman föreslår radikalt att en regel om skyddat intresse införs i SkL, i utbyte mot de i 2 kap 4 § samt 3 kap 2 § angivna reglerna om skadeståndsansvar. [315] Enligt den föreslagna regeln skulle som allmän

[310] Karlgren, H, Skadeståndsrätt, s 84.

[311] Roos, C-M, Anmälan av Kleineman, Jan, Ren förmögenhetsskada, s 49.

[312] Hellner, J, Skadeståndsrätt, s 211.

[313] NJA 1976 s 458, på s 465. I fallet hade en 6-årig pojke skadats svårt vid lek med en cykelpump. Målet rörde huruvida den pojke som lämnat pumpen till 6-åringen och dennes fader såsom vårdnadshavare kunde göras ansvariga för skadan.

[314] Id s 465.

[315] 3 kap 2 § rör ansvar för stat och kommun, se avsnitt x.

princip gälla, att såväl person- , sak- och rena förmögenhetsskador endast ersätts om en ekonomisk skada har inträffat när ett sådant intresse förnärmats, som en given rättsregel avser skydda.[316] Kleineman illustrerar ett fastställande av skyddsnormen med en bedömning av prospektansvarets omfattning.[317] Kleineman påpekar att 15 kap 1 § ABL stadgar att det är ”lagens” regler som är den skyddsnorm som skall ha kränkts, och att i lagrummet inte stadgas ansvar för i andra regler angivet krav på prospektinnehåll. Detta leder enligt Kleineman till att man får tolka den enskilda författningen och söka fastställa om denna är tillkommen för att ge ett direkt skydd för t ex en investerare. I den mån så är fallet får man sedan bedöma om någon genom culpa har åsidosatt den berörda författningen. Kleineman menar att det således finns ett visst utrymme för ett skadeståndsansvar för enskilda organföreträdare i fall som detta. Som ovan påpekats anför dock Kleineman att särskilda krav på närhet mellan skadevållare och skadelidande måste ställas när kretsen av skadelidande är stor. Roos har framfört kritik mot Nordensons förslag till användning av normskyddsläran, men menar att tillämpningen av normskyddsläran på i doktrin traditionellt beskrivet sätt behövs ur begränsningssynpunkt vid förmögenhetsskada.[318] Roos instämmer med Kleineman om att läran kan användas som begränsningsmetod vad gäller skadeståndskrav utanför ABL:s ram.[319]

Frågan om tillämpning av normskyddsläran aktualiserades även i NJA 1991 s 138. Fallet rörde huruvida sakskada som vållats genom fel eller försummelse vid kontrollbesiktning av motorfordon ansågs drabba ett intresse som skyddas av den handlingsnorm som åsidosatts.

Lars K fick sin husvagn kontrollbesiktigad av AB Svensk Bilprovning utan anmärkning. Under färd med husvagnen strax därefter brast dragbalkarna, varvid husvagnen havererade och skadades. Total körsträcka från besiktningstillfället var då 7,9 mil. Brottet visade sig bero på en gammal skada i höger dragbalks infästning i höger sidobalk. Lars K anförde som grund för sin talan att staten har påtagit sig uppgiften att genom obligatoriska besiktningar kontrollera att fordon uppfyller vissa krav när det gäller trafiksäkerhet, samt att i detta fall AB Svensk Bilprovning varit försumlig vid besiktning av hans husvagn. Försumligheten har bestått i att man vid besiktningen inte upptäckt sprickbildning och brott på husvagnens högra dragbalk. Lars K yrkade ersättning för de kostnader som den undermåligt utförda besiktningen åsamkat honom.

Staten medgav att skadeståndsskyldighet enligt 3 kap 2 och 3 §§

[316] Kleineman, J, De offentliga rättssubjektens skadeståndsansvar, JT 1991-92 s 63 på s 96.

[317] Kleineman, J, Ren förmögenhetsskada, s 315.

[318] Roos, C-M, Anmälan av Kleineman, Jan, Ren förmögenhetsskada, s 49. Se begränsning x

[319] Roos, C-M, Anmälan av Kleineman, Jan, Ren förmögenhetsskada, s 50.

skadeståndslagen i och för sig föreligger men bestred käromålet av följande skäl: Ersättningsansvar på grund av vållande i utomkontraktsrättsliga förhållanden inträder bara när skada drabbat ett intresse som skyddas av den lagfästa eller oskrivna handlingsnorm vars åsidosättande utgör grunden för skadeståndsansvaret. Syftet med den obligatoriska kontrollbesiktningen är att undersöka om fordon uppfyller vissa minimikrav i fråga om trafiksäkerhet. Kontrollen är närmast förebyggande och avser att hindra förekomsten av trafikfarliga fordon. Besiktningen syftar emellertid inte till underlag för mer allmän bedömning av fordonets kondition eller till att ge ägaren några garantier för att fordonet är i felfritt skick ens i de delar som kontrollen avser.
HD konstaterade att skadan vållats genom fel eller försummelse från AB svensk Bilprovnings sida, samt att frågan i målet var huruvida skadan har drabbat ett sådant intresse som skyddas av den handlingsnorm bolaget har åsidosatt.

HD uttalade:

> ”Läran om sk skyddat intresse har inte tilldragit sig samma uppmärksamhet i Sverige som i en del andra länder. Den har dock diskuterats även här. Skilda meningar har därvid framförts i fråga om behovet av att tillämpa denna princip vid sidan av andra skadeståndsrättsliga bedömningar, bla vållande- och adekvansbedömningarna. Principen om skyddat intresse har ansetts ha sin huvudsakliga betydelse när det gäller ren förmögenhetsskada. Vid person- eller sakskada får principen sällan aktualitet. Flertalet av culparegelns handlingsnormer får nämligen antas ge ett obetingat skydd mot varje skada av detta slag som uppkommer genom att dessa normer överträds (prop 1972:5 s 159). Som HovR:n har funnit måste syftet med den obligatoriska kontrollbesiktningen av motorfordon anses vara inte bara att främja det allmännas intresse av att fordonsbeståndet som helhet håller en trafiksäkerhetsmässigt godtagbar standard utan också att i det enskilda fallet tillgodose fordonsägarens eget intresse av trafiksäkerhet (se prop 1963:91 s 11 och 1964:132 s 59).
>
> Den sakskada som har tillfogats Lars K genom bolagets fel eller försummelse och som avsett en för trafiksäkerheten vital del av husvagnen har alltså drabbat ett sådant intresse som skyddas av den handlingsnorm bolaget har åsidosatt. Staten är därför skyldig att ersätta denna skada.”

HD har i målet sålunda tillämpat ett normskyddsresonemang vid sin bedömning av rätten till ersättning.

Dufwa har framfört generell kritik mot tillämpning av

normskyddsläran.[320] Dufwas inställning är att den erforderliga avgränsningen låter sig göras redan inom ramen för culpa-, adekvans- och medvållandekriterierna. Avgränsningen kan emellertid också göras ”direkt” genom att domstolen, som är fallet i många andra länder, helt enkelt bara fastslår att skadan är ersättningsbar eller inte ersättningsbar. Dufwa menar att det torde kännas olustigt för domaren att, utöver begränsningarna i skadeståndslagen, tillämpa en icke lagfäst och dessutom långt ifrån klar begränsningsregel. Enligt Dufwa är läran godtycklig, och en bedömning med stöd av normskyddsläran därför inte problemfri. Dufwa exemplifierar med HD:s resonemang i rättsfallet NJA 1982 s 307. I målen hade staten avvisat ett yrkande om ersättning för skada som vållats genom ett misstag som gjorts vid Patent- och registreringsverket.

> Ett aktiebolag hade ändrat sin firma på så sätt att bolagets firma kom att innehålla ordet bank. En regel i banklagstiftningen förbjöd andra än banker att använda ordet bank i sin firma. Efter en halvår förbjöds därför bolaget av marknadsdomstolen att använda sin firma. Staten medgav att Patent- och registreringsverket hade gjort sig skyldigt till fel eller försummelse i myndighetsutövning. Staten hävdade emellertid att den felaktiga registreringen inte kunde anses ha drabbat ett intresse som skyddades av den aktuella regeln i banklagstiftningen, vilken bestämmelse skyddade allmänheten mot registrering av vilseledande firmor. Den som sökt och erhållit registrering kunde dock inte vilseledas på angivet sätt, och föll därför utanför den skyddade kretsen. Eniga domstolar fann dock att talan skulle bifallas.

HD fastslog att bestämmelsens syfte var att förhindra att allmänheten vilseleds beträffande en affärsrörelses art. ”Patent- och registreringsverket har att vid registreringen tillse att detta skydd för allmänheten tilldogoses. Verkets prövning måste emellertid jämväl anses sträcka sig därhän att en registreringsökande – såvitt möjligt – genom registreringen tillförsäkras en rätt som inte med god kan angripas”. Dufwa menar att utan normskyddsläran hade staten kommit till samma resultat vid sin prövning, och tvisten hade kunnat undvikas.[321]

Andersson förespråkar tillämpning av läran om skyddat intresse, men föredrar termen skyddsändamålslära, med motiveringen att termen normskyddslära traditionellt endast syftar på sambandet mellan en av skadegöraren överträdd handlingsnorm och en inträffad skada.[322] Han menar att hänsyn skall tas till olika skyddsändamål hos skadeståndsreglerna och förhållanden på såväl skadevållares som skadelidandes sida. Andersson kan möjligen ha en pedagogisk poäng med sitt resonemang, men resonemanget leder inte till någon materiell

[320] Dufwa, B, Flera skadeståndsskyldiga, s 1026 ff; Skyddat intresse s 186 ff.

[321] Dufwa, B, Skyddat intresse, s 186 ff.

[322] Andersson, H, Skyddsändamål, s 154.

skillnad ifråga om vilket sätt normskyddsläran traditionellt beskrivs på.

4.5.1 LHF:s och LBC:s konstitutionella karaktär

I förarbeten och doktrin har diskuterats huruvida prospektreglerna i LHF och LBC utgör normer avsedda att skydda investerare, eller är offentligrättsliga regler. Bedömningen av reglerna som offentligrättsliga skulle innebära att åsidosättande av dem inte kan föranleda skadeståndsskyldighet.[323] Eftersom regeringen, eller, efter dess bemyndigande, Finansinspektionen, i 2 kap 1 § LHF och 5 kap 5 § LBC bemyndigats meddela föreskrifter om ytterligare undantag från prospektskyldigheten än vad som följer av lagrummen, framför såväl Cappelen-Smith som Aktiebolagskommittén att lagstiftaren kan ha bedömt dessa regler som offentligrättsliga.

Delegation av riksdagens lagstiftningsmakt är möjlig endast avseende föreskrifter som hör till det offentligrättsliga lagområdet, och i lagmotiven anges inte med stöd av vilken bestämmelse i 8 kap 7 § RF som delegation skett. Aktiebolagskommittén påpekar att lagrådets yttrande över bestämmelsen i LBC anses visa att bestämmelserna ansetts som näringsrättsliga, vilket skulle innebära att reglerna inte kan åberopas mellan enskilda, och inte heller förenas med civilrättsliga påföljder som t.ex. skadestånd.[324] Detta betraktelsesätt ter sig dock som ett mycket snävt synsätt. Frågan är om kvalificeringen av reglerna verkligen är avgörande för frågan om den civilrättsliga sanktionsmöjligheterna, såsom skadestånd och ogiltighet. Ur normskyddssynpunkt bör i stället vilka enskilda subjekt som är "mottagare" av lagstiftningen vara avgörande för reglernas tillämplighet, i stället för deras eventuella offentligrättsliga karaktär. Även Aktiebolagskommittén menar att kvalificeringen av prospektreglerna i LHF och LBC som offentligrättsliga är diskutabel. I en jämförelse med vad som gäller i vissa andra länder anser kommittén att man kan klassificera aktieteckningen som en form av standardavtal, och detta synsätt tillsammans med den detaljrikedom prospektreglerna innehåller menar kommittén torde leda till att prospektreglerna skall bedömas som sådana föreskrifter om avtal som enligt 8 kap 2 § st 2 RF skall meddelas genom lag. Detta leder till att prospektreglerna torde kunna åberopas direkt mellan enskilda och därmed anses vara privaträttsliga. Kommittén understryker att reglerna har till övergripande syfte att bereda skydd åt investerare, varför de, om de inte kunde åberopas av investerarna själva, närmast ”skulle bli

[323] SOU 1997:22 s 223 ff, Cappelen-Smith, H, Behöver lagstiftningen om börsprospekt reformeras?

[324] SOU 1997:22 s 223.

ett slag i luften."[325]

4.5.2 Sammanfattande slutsatser

Det skadeståndsansvar som regleras i 15 kap 1 § ABL är generellt syftande, och någon begränsning vad avser vilka skadelidande som skall vara berättigade till ersättning finns ej. Rekvisiten för ansvar är redan givna i ABL, dvs culpöst orsakad skada skall föreligga för att ersättning skall utgå. Begränsningen skall därmed ske inom ramen för culpabedömningen. Att skadeståndssanktionen i 15 kap även omfattar de regler som ABL hänvisar till, utöver de lagar som anges i den i lagen intagna lokutionen, torde vara ganska naturligt. En tillämpning av normskyddsläran i avsikt att tyda ABL:s regler blir med denna tolkning överflödig. Det i 15 kap lagfästa ansvaret gäller för de fall styrelsen agerat uppsåtligt eller varit oaktsam. Bedömningen huruvida ett handlande är vårdslöst eller till och med uppsåtligt får göras med utgångspunkt från den allmänna skadeståndsrätten.

Däremot skulle det föra alltför långt att tillämpa sanktionen på annan bolags- eller börsrättslig lagstiftning än i ABL givna regler. I ABL stadgas att det är i lagen angivna regler som är den skyddsnorm som skall ha kränkts för att ersättning skall utgå, men här stadgas inte ansvar för överträdelse av i andra regler angivet krav på prospektinnehåll. Vid överträdelse av övriga regler rörande prospekt, såsom LBC och LHF, kan normskyddsläran sålunda komma till användning.

Normskyddsläran är en icke lagfäst och långt ifrån klar begränsningsregel, varvför en tillämpning av läran lämnar utrymme för viss skönsmässig bedömning. I brist på lagstiftning kan normskyddsläran dock utgöra ett verktyg vid definition av de ersättningsberättigades krets vid överträdelse av regler utanför ramen för i ABL åsyftade regelverk.

Möjligheten att utvidga skadeståndsansvaret genom en användning av normskyddsläran på så sätt att även överskridande av oskrivna normer kan orsaka ett ersättningsansvar kan däremot ifrågasättas.

Ifrån utgångspunkten att prospektreglerna i LBC och LHF utgör normer, vilka avser att skydda investerare, skulle med en tillämpning av normskyddsläran överträdelse av reglerna i LBC och LHF och därmed även FFFS kunna föranleda civilrättsligt ansvar. Frågan är, oaktat en eventuell möjlighet att tillämpa normskyddsläran, om denna även är ett nödvändigt verktyg. Eftersom reglerna i LHF och LBC implementerats utan att påföljden av en överträdelse intagits i

[325] SOU 1997:22 s 224.

regelverken utgör i annat fall reglerna en rättslig frizon, eller, som Aktiebolagskommittén konstaterat, ”ett slag i luften”. Detta kan inte ha varit lagstiftarens mening. En överträdelse av ett regelverk leder förhoppningsvis, förutsatt att övriga rekvisit är uppfyllda, till en påföljd. Men med beaktande av den restriktiva ställning som svensk skadeståndsrätt intar kan man inte utgå från att domstolarna utan lagstöd skulle ålägga prospektansvariga ersättningsskyldighet för ren förmögenhetsskada som de av oaktsamhet vållar genom överträdelse av de ifrågavarande prospektreglerna.[326]

5 Självreglering på värdepappersmarknaden

5.1 För- respektive nackdelar med självreglering

Inledningsvis har konstaterats att en väl fungerande marknad bygger på att allmänheten hyser förtroende för marknaden. Detta innebär att medborgarna skall kunna investera sitt kapital i förvissningen om att risken med investeringen inte är större än vad han vid sitt investeringsbeslut kunnat kalkylera med. För att detta mål skall uppnås krävs att staten genom lagstiftning och andra åtgärder ombesörjer en tillfredsställande reglering av verksamheten. Med ”rätt” lagstiftning kan staten sålunda bidra till en utveckling av näringslivet, och därmed samhället.[327] Självreglering i sin renodlade form innebär att exempelvis en branschorganisation eller en börs utan stöd i lag eller författning fastställer regler vilka dess medlemmar förbinder sig att efterleva.[328] Denna form för självreglering är avtalsrättsligt reglerad, och som sådan direkt bindande för medlemmarna. En annan form av självreglering är de rekommendationer som utfärdas av branschens aktörer och organisationer. Denna form av reglering är inte civilrättsligt sanktionerad, utan den sanktion som kan drabba en aktör vid överträdelse är uteslutning ur den organisation vars regler överträtts, den bad will bolaget ådrager sig i och med överträdelsen etc.

Johansson har i fråga om marknaden för finansiella instrument såsom optioner och terminer framfört att regleringen är väl avvägd, och att den framtida normgivningen med tanke på marknadens starka förändringstakt och internationella utbredning bör ske genom s k

[326] SOU 1997:22 s 229.

[327] Se bl a Andersson, J, Om vinstutdelning från aktiebolag, s 127.

[328] Se Jansson, P-O, Regelbildning på värdepappersmarknaden.

självreglering.[329] Argumenten torde i fall av ett fungerande sanktionssystem vara giltiga även vid reglering av aktiemarknaden.

Inte minst rättsekonomer föredrar dispositiva regler på aktiebolagsrättens område.[330] Ett ofta framfört argument för självreglering är att många detaljerade lagregler inte alltid är det bästa sättet att förhindra juridiska konflikter. Lagar och regler är ett ur praktisk synvikel lätthanterligt system för börsbolags styrning och kontroll genom att de erbjuder färdiga och standardiserade regler som också gör det möjligt att hålla nere kostnaderna för avtal och kontrakt. Kännetecknande för aktiebolaget som associationsform är att delägarna inte har något personligt ansvar för bolagets skulder. Aktieägarnas risktagande är med aandra ord begränsat till den ursprungliga kapitalinsatsen. Den svenska inställningen har hittills varit att den personliga ansvarsfriheten utgör ett stort privilegium, och att aktieägarna därför får tåla en stor mängd tvingande lagregler som är kostsamma och obekväma. Tvingande lagstiftning är således priset för ansvarsfriheten. Men förespråkare för självreglering hävdar att i en fri marknadsekonomi kontraktsfrihet bör gälla, dvs parterna bör själva ingå och utforma avtal. Detta bör enligt vissa förespråkare även gälla börs- och bolagsrätten. Framför allt inom den s k Chicagoskolan har framförts argument för en kraftig minskning av regleringen på det finansiella området. Utifrån främst ekonomiska motiv har man försökt visa att marknadskrafterna själva är i stånd att säkra en väl fungerande och effektiv marknad för handel med börsnoterade värdepapper.[331] I debatten har framkommit att det inte är alldeles självklart att självreglering kan vara tillfyllest, och att det är lämpligare att överlåta problemlösning till marknadskrafterna inom vissa rättsområden än inom andra. [332]

Nackdelen med lagar och förordningar är att det tar lång tid för lagstiftaren att anpassa regelverket efter rådande marknadsförhållanden. De självreglerande organen har på ett helt annat sätt möjlighet att snabbt anpassa regelverket, och det huvudsakliga argumentet som brukar anföras för självreglering är flexibiliteten och snabbheten. Regelbildningen kan ske med stor snabbhet, och vid förändrade marknadsförhållanden kan regelverket förändras i takt med de ändrade förhållandena. Detta sker dock inte i den utsträckning man kan förvänta sig. Bristande resurser från de

[329] Se bl a Johansson angående reglering av derivatmarkanden, Options- och terminsavtal, s 202.

[330] Se ex Macey, J, Svensk aktiebolagsrätt i omvandling.

[331] T ex Calabresi, G, Transaction Costs, Resource Allocation and Liability Rules; Cooter, R, - Ulen, T, Law and Economics.

[332] Macey, J, Svensk aktiebolagsrätt i omvandling.

självreglerande organens sida har lett till att självreglering inte skett i den takt man möjligen skulle kunnat förvänta sig. Ofta har reglering av en fråga skett i efterhand, som en reaktion på en händelse eller företeelse, i stället för reglering på förhand.[333] Ett annat tungt vägande argument för självreglering är att motsättningen mellan marknadens aktörer och ett offentligt tillsynsorgan undviks. Förespråkarna menar även att de sanktioner som inträder vid agerande i strid med regelverket, dvs exempelvis uteslutning eller t o m bad will, upplevs som strängare än exempelvis bötesstraff.

Bland de argument för självreglering som traditionellt framförs kan nämnas[334]

- de marknadsaktörer som deltager i framtagandet av reglerna är experter inom området
- kostnaden för självregelering är ofta låg, samt bärs av marknaden
- lagregler innebär ofta minimistandarder, medan man vid självreglering kan skapa högre normativa standarder
- självreglering minskar belastningen på rättssystemet.

Motståndarna menar att självreglering medför osäkerhet om rådande rättssituation, och anför som ytterligare argument att efterlevnaden är osäker eftersom sanktionsmöjligheterna är knappa eller obefintliga. Osäkerhet råder således om hur domstolen skulle komma att ställa sig vid i domstol anhängiggjord fråga om rättsverkan av ett beslut träffat av ett av marknadens självreglerande organ.[335] En annan nackdel är att de självreglerande organen ibland uppfattas representera ett partsintresse, och därför i vissa fall inte anses ha hela marknadens förtroende.

Alla frågor lämpar sig inte för självreglering. Exempelvis bör kriminella handlingar straffsanktioneras i lag. Jul Clausen menar att den börsrättsliga regleringen måste ses ur fyra olika synvinklar beroende på vilka förhållanden som är för handen, och att avgörande för om självreglering är lämplig är vilken partsrelation som är aktuell.[336]

- Ett förhållande är det bolagsrättsliga, där utgångspunkten är de bolag som valt att notera sina aktier.

---

[333] Som exempel kan nämnas att AMN bildades i efterdyningarna av den s k Leo-affären, och att budplikt motarbetades av näringslivet ända tills Trustor-skandalen inträffande.

[334] Clausen, N,J, Börsnoterede selskaber – kan markedet regulere sig selv?; Samuelsson, P, Information och ansvar, s 322.

[335] Se avsnitt x.

[336] Clausen, N,J, Börsnoterede selskaber – kan markedet regulere sig selv?

- Ett förhållande är det marknadsorienterade, varvid vikt bör läggas vid att säkra en väl fungerande marknad för förmedling av kapital mellanverksamheter med kapitalbehov och investorer med kapitalöverskott.
- Ett annat förhållande är frågan om tillsyn, där tonvikten skall läggas på att offentliga myndigheter utövar tillfredsställande tillsyn över värdepappersmarknadens aktörer.
- Slutligen måste frågan bedömas utifrån det inter pares-relaterade förhållandet, vilket rör rättsförhållandet mellan de parter som är direkt involverade i handel, rådgivning etc rörande värdepappren.

Jul Clausens poäng är att behovet av lagstiftning varierar beroende på vilken relation förhållandet avser. Ur bolagsrättslig synpunkt krävs en väl fungerande aktiebolagslag, medan bolagens inter-pares relaterade förhållanden kan överlämnas till bolagen själva eller marknadsaktörerna att reglera.

Svaret på frågan om vilka områden som lämpar sig för självreglering torde vara huruvida den eftersträvade effekten, dvs efterlevnad av regelverket, kan uppnås genom självreglering. Prevention kan teoretiskt byggas direkt på nyttomaximeringsprincipen; beroende på förväntad nytta får aktören incitament att handla på ett sådant sätt att skador förebyggs. Inom ramen för rättsekonomin har utvecklats modeller för beräkning av kostnader för handlande och skador, där utgångspunkten är att om det finns en culparegel i lagen lönar det sig för skadegöraren att visa aktsamhet.[337] Genom allokering av ersättningsskyldighet till den som lättast kan förebygga en skada kan man således uppnå den bästa preventiva effekten. Innehåller lagen inte en ansvarsregel kommer skadevållare inte att visa aktsamhet men däremot de skadelidande. Även en medvållanderegel krävs för att även dessa aktörer skall visa aktsamhet. Blir de skadlidande alltid kompenserade har de ingen anledning att vara aktsamma, dvs de tar större risker än vad som annars skulle vara fallet.

5.1.1 Sammanfattande slutsatser

Oklart rättsläge anses ofta vara ett starkt motiv för ny lagstiftning. Säkert bör dock många oklara frågor lösas via självreglerande organ. Hur skall man då lösa den viktiga frågan om arbetsfördelningen mellan lagstiftaren och andra regelskapande organ? Marknadens egen reglering kan utgå ifrån att man överlåter till inblandade parter att själva utifrån en allmän princip om avtalsfrihet fastställa rättigheter och plikter, alternativt överlåta normgivningsmakt åt inblandade parter

[337] Se avsnitt x Calabresi, Shavell.

och deras intresseorganisationer. En väg att hitta en balans mellan lagstiftning och självreglering är att överväga möjligheten att utöva kontroll över de självreglerande organen på samma sätt som det amerikanska SEC och engelska FSA. I England spelar the City Panel on Takeovers and Mergers och FSA[338] en central roll som tillsynsmyndighet över de självreglerande organen, och garantier för att rättssäkerheten upprätthålls sker genom att man har särskilda procedurregler för att tillse efterlevnaden av reglerna. I USA skall reglerna godkännas av tillsynsmyndigheten SEC.[339] De självreglerande organen kommer själva knappast att skapa någon egen kontrollapparat eller annan form för fortlöpande tillsyn. Om självregleringen skall ha en plats i normgivningssammanhang bör övervakningen av denna reglering naturligen ske av samma tillsynsmyndighet som övervakar normgivningen i övrigt. Tillsynsmyndigheten skulle följaktligen kunna ges en uppgift vad beträffar efterlevnaden inte endast av lagstiftning och myndighetsföreskrifter, utan även av marknadens egen reglering. Kan Finansinspektionens myndighet utsträckas till att omfatta de mest centrala delarna av den regelbildning marknadens aktörer skapar, torde detaljreglering i relativt stor utsträckning kunna överlåtas till marknaden.

5.2 Ansvar vid överträdelse av icke-bindande regler och normer

Ett bolag är vid börsnotering dels bundet av lagar och förordningar, dels av noteringsavtalet med börsen. Därutöver finns emellertid en rikhaltig flora av rekommendationer och allmänna råd utfärdade av branschorganisationer och marknadsaktörer, samt även den praxis som utvecklats av aktiemarknadens aktörer. Har överträdelse av en lagregel ägt rum behöver domstolen inte undersöka normens bindande karaktär. Men är det å andra sidan fråga om en regel som utfärdats av markandens självreglerande organ, s k självreglering, krävs att domstolen även prövar huruvida denna norm är bindande för vederbörandes handlande.

Vissa delar av självregleringen på värdepappersmarknaden har civilrättslig karaktär genom att ha formen av avtal. Börsbolagens åtaganden gentemot börsen regleras som nämnts ovan genom det s k noteringsavtalet. Detta avtal är ett civilrättsligt avtal mellan börsen

[338] Se avsnitt x

[339] Se avsnitt x

och respektive bolag, vilket kräver undertecknande av parterna innan handel med aktierna påbörjas i bolagets fondpapper. I och med undertecknande av noteringsavtalet ikläder sig bolaget en rad förpliktelser i enlighet med avtalet. Noteringsavtalet innehåller skyldighet att upprätta prospekt för varje bolag som noteras vid någon av börslistorna, samt en rad bestämmelser om bolagets informationsansvar gentemot börsen. Avtalet kan även ses som ett åtagande att kontinuerligt uppdatera de uppgifter som en gång gavs i prospektet. Vid brott mot avtalet träder sedvanliga avtalsrättsliga sanktionsmöjligheter in.

När en fristående organisation som Näringslivets Börskommitté eller Aktiemarknadsnämnden uttalar sig i informationsfrågor faller kontrollen av efterlevnaden naturligt in i börsernas övervakande verksamhet, och börsen kan tillgripa någon av de sanktionsmöjligheter som står till buds. Vidare finns en fungerande kontrollapparat mellan medlemmarna i branschorganisationer, genom att medlemmarna övervakar att de fristående organens rekommendationer och råd efterlevs av medlemsföretagen. Men om ett aktiemarknadsbolag skulle välja att inte följa ett uttalande av AMN finns det inte någon formell sanktionsmöjlighet att tillgripa. AMN står inte i något obligationsrättsligt förhållande till aktiemarknadsbolagen, och det finns inte heller någon bestämmelse i noteringsavtalet som stadgar skyldighet att följa god sed på aktiemarknaden.

Den rättsliga innebörden i det som benämns självreglering är oklar, såsom exempelvis vilka rättsföljder som kan knytas till de rekommendationer som ges ut av de fristående organisationerna. Regler som ej utgör lag eller författning är inte bindande, och en överträdelse av dessa regler leder inte självklart till skadeståndsansvar. I förarbetena till ABL uttalas att allmänna råd liksom föreskrifter kan betecknas som regler, och att skillnaden dem emellan består i att föreskrifter i princip är bindande för myndigheter och enskilda, dvs anger vad dessa skall iaktta och vad följden blir om uppställda regler inte följs, medan allmänna råd anger hur någon kan eller bör handla i en viss situation.[340] Reglerna är således snarast av karaktären sedvanerätt.

Inte heller Finansinspektionens sanktionsmöjligheter sträcker sig självklart till att omfatta den normbildning marknadens aktörer själva skapar genom uttalanden och rekommendationer. Finansinspektionen utövar med stöd av lag tillsyn över ett stort antal aktörer på värdepappersmarknaden. Finansinspektionen har i första hand att

[340] Prop 1975/76:112 s 67, prop 1973:90 s 203, prop 1975/76:112 s 66, prop 1983/84:119 s 7.

övervaka efterlevnaden av den värdepappersmarknadsrättsliga lagstiftningen samt de föreskrifter inspektionen meddelat. Finansinspektionen bör även ha att övervaka huruvida ett bolag som står under inspektionens tillsyn iakttar i vart fall centrala delar av självregleringen. Det är dock svårt att bedöma huruvida inspektionen kan vidta formella sanktioner mot ett bolag som underlåtit att iaktta de normer som etablerats av marknadens fristående organ. I förarbetena till lagen om handel och tjänster på värdepappersmarknaden uttalas att lagstiftningen bör innehålla vissa grundläggande regler vilka bör utgöra en ram, inom vilken olika slag av självreglering kan förekomma.[341] Här uttalas vidare att Finansinspektionen skall spela en aktiv roll genom att meddela föreskrifter samt ingripa vid osunda beteenden. Möjligen utesluter inte uttalandet att tillsynsmyndighetens sanktionsmöjlighet sträcker sig över den självreglerande verksamheten. Som jämförelse kan nämnas att på de amerikanska och brittiska värdepappersmarknaderna tillsynsmyndigheterna Securities and Exchange Commission, SEC, respektive Financial Services Authority, FSA, utövar kontroll över de självreglerande organens verksamhet.[342] Härigenom har de indirekt kontroll över att självregleringen på marknaden efterlevs.

Olika typer av självreglering får dock betydelse vid culpabedömningen. I det under avsnitt x nämnda rättsfallet NJA 1995 s 693 slår HD fast att ett råd har större betydelse för vårdslöshetsbedömningen om det ger uttryck för en ”etablerad eller önskad sedvänja”.[343] HD uttalar även att "den som följt ett sådant råd oftast kan anses ha varit tillräckligt aktsam, men det kan ligga nära till hands att anse att den som avvikit från ett rekommenderat handlingssätt har gjort sig skyldig till vårdslöshet.”

> En fondkommissionär lät en kund handla med indexoptioner utan att i förväg informera kunden om riskerna med handel med indexoptioner. Detta innebar att fondkommissionären ej följt Bankinspektionens allmänna råd, vilka bl a föreskriver att kommissionären måste informera kunden om vilka risker en investering i indexoptioner är behäftad med. Kunden informerades ej om riskerna, bl a fick kunden inte den skriftliga information rörande risken med indexoptioner som kommissionären var skyldig lämna. Kunden förlorade 3 500 000 kronor.

HD betonade att till skillnad från myndighetsföreskrifter myndigheternas allmänna råd inte är bindande, och ansåg sig ej kunna ålägga kommissionären ansvar på den grund att de allmänna råden ej följts. HD menade även att betydelsen av ett råd förstärks om det har

[341] Prop 1990/91:142 s 82.

[342] Se avsnitt x.

[343] NJA 1995 s 693 s 15.

utfärdats av en myndighet som ett led i myndighetens tillsynsverksamhet. HD uttalar vidare att eftersom allmänna råd principiellt sett saknar bindande verkan, enbart det förhållandet att de inte har följts i ett visst fall inte kan grunda skadeståndsskyldighet. Däremot kan allmänna råd allt efter sin karaktär, ha betydelse för en bedömning av om omständigheterna i ett fall är sådana att skadeståndsgrundande vållande skall anses föreligga. Sålunda, menar HD, kan den som har följt ett exempel i allmänna råd ofta bedömas ha handlat med tillbörlig aktsamhet, medan det kan ligga nära till hands att anse att den som har avvikit från ett rekommenderat handlingssätt har gjort sig skyldig till vårdslöshet.

HD uttalade att särskild betydelse vid bedömningen skall tillmätas huruvida

- de allmänna råden har utfärdats av en myndighet som ett led i tillsynsverksamhet
- de allmänna råden ger uttryck för en etablerad eller önskvärd branschsedvänja
- det rör sig om regler som tar sikte endast på formalia eller om det gäller sådana som har materiellt innehåll.

5.2.1 Sammanfattande slutsatser

Vid överträdelse av en regel som inte utgör lag eller författning måste först och främst en bedömning göras från fall till fall huruvida det kan anses vara vårdslöst att inte följa regeln. Av prospektreglerna framgår att upplysning alltid skall lämnas om ett förhållande som är väsentligt.[344] Felaktiga, utelämnade eller vilseledande uppgifter är sålunda alltid ansvarsgrundande, om de är väsentliga för bedömningen av risken med erbjudandet. I enlighet med HD:s resonemang har överträdelse av icke-bindande regler betydelse vid culpabedömningen. Den som avvikit från ett rekommenderat handlingssätt har enligt HD gjort sig skyldig till vårdslöshet, vilket kan verka ansvarsgrundande.

Börsens sanktionsmöjligheter omfattar de regler och rekommendationer som utgör bilagor till noteringsavtalet. Utöver börsens möjligheter till administrativa sanktioner och inomobligatoriskt ansvar torde överträdelse av avtalet eller av någon av de normer som föreskrivs av marknadens organ kunna bli avgörande vid en culpabedömning.

I anslutning till förarbetena till ny börslagstiftning betonades att det måste krävas av sanktionssystemen på värdepappersmarknaden att rättssäkerheten för marknadens aktörer garanteras, och att marknaden

[344] Se x

måste präglas av förutsägbarhet och likabehandling såväl vad gäller handel som sanktioner.[345] Eventuellt skulle detta mål kunna uppnås på ett bättre sätt genom att utsträcka Finansinspektionens möjlighet att ingripa även vid överträdelse av de normer som uppställts av den självreglerande verksamheten.

[345] Prop 1991/92:113 sid 138.

DETTA ÄR ETT OTYPOGRAFERAT 0-KORREKTUR

UTLÄNDSK RÄTT

6 Inledning

I denna avdelning ges en översikt av normsystem och domstolspraxis rörande prospektansvar i Danmark, Norge, Storbritannien, Tyskland och USA. Valet av länder har skett mot bakgrund av respektive rättssystems likheter respektive olikheter jämfört med det svenska rättssystemet. Avsikten har varit att kunna göra en jämförelse av hur man i andra länder gått till väga för att reglera frågan om prospektansvar, samt söka vidga erfarenhetsunderlaget för en bedömning av prospektansvaret i svensk rätt de lege ferenda. Avdelningen omfattar en kartläggning av respektive lands rättssystem inom de för avhandlingsarbetet centrala rättsfrågorna för i första hand ansvarssubjekten bolaget, bolagets organledamöter samt emissionsinstitut. Även revisors ansvar i respektive land berörs kortfattat. I vissa fall har ett specifikt lands sätt att hantera en särskild fråga varit av intresse, vilket har motiverat en mer ingående analys av den aktuella frågan i ifrågavarande lands rättssystem. Jag har vidare valt att i denna del kort redogöra för regler rörande det personliga straffansvar som kan åläggas part vid överträdelse av regel inom rättsområdet i respektive land. I vissa länder finns särskilda preskriptionsregler vid brott på värdepappersmarknaden, och jag har valt att i förekommande fall redovisa dessa.

Aktiebolagsrätten har i de nordiska länderna sedan länge uppvisat stora likheter. Sett ur ett historiskt perspektiv har inflytandet mellan länderna varit stort. Organisationen av aktiebolag och reglering av ansvar för organledamöter skiljer sig dock åt länderna emellan. I samtliga europeiska undersökta länder har EG:s prospektregler införlivats med den nationella lagstiftningen, och regelverket uppvisar inom det aktuella rättsområdet följaktligen vissa likheter. Likheterna är emellertid främst hänförliga till de materiella reglerna rörande innehåll i samt offentliggörande av prospekt, och lagstiftaren i respektive land har löst de frågor som aktualiseras vid skada på grund av överträdelse av regelverken på ett för varje land individuellt sätt. Lagstiftningen är därvid präglad av det aktuella landets rättstradition inom området för ren förmögenhetsskada, inställningen till ansvaret för ett bolags handlingar, samt även huruvida det är investorerna eller bolagets borgenärer som är mest skyddsvärda. Sålunda förekommer olikheter inom vissa avgränsade frågeställningar, och denna del av avhandlingen syftar till att i första hand belysa de olikheter som finns i avsikt att undersöka om en ändring i motsvarande riktning av det svenska regelverket kan vara motiverad.

Finland har liksom övriga nordiska länder på senare år moderniserat regelverket på det bolags- och börsrättsliga området. Tyvärr har en redogörelse av det finska rättssystemet ej kunnat göras inom ramen för avhandlingsarbetet på grund av att endast lagtext, och i mycket begränsad omfattning rättsfall och doktrin, finns att tillgå på svenska.

Tysk rätt har historiskt haft ett betydande inflytande på den svenska rättsordningen. Den tyska skadeståndsrätten som kodifierats i Burgerliches Gesetzbuch utgår liksom den svenska från en spärregel mot förmögenhetsskador som orsakats oaktsamt. Även i det engelska rättssystemet har man varit återhållsam med att ålägga skadevållare ersättningsskyldighet i annat än inomobligatoriska sammanhang. I såväl det tyska som det engelska regelverket stadgas emellertid numera mycket stränga ansvarsregler för förmögenhetsskada inom ramen för det värdepappersmarknadsrättsliga regelverken.

Inom det finansmarknadsrättsliga området är det inte minst de anglo-amerikanska principerna som påverkat den svenska regelbildningen. Det amerikanska rättssystemet ålägger värdepappersmarknadens aktörer ett långtgående ansvar. Ansvaret bygger dels på ett omfattande regelverk på värdepappersmarknadsområdet, dels på en stor mängd vägledande rättsfall. Trots att det amerikanska sättet att tillämpa regler om skadeståndsansvar är främmande för vår svenska rättstradition är det stora rättsfallsmaterialet av erfarenhetsmässigt värde, varför det amerikanska systemet inom ramen för prospektansvar behandlas utförligt.

Avsnitten för respektive land inleds med en beskrivning av hur börsverksamhet och tillsyn över värdepappersmarknaden är organiserad i landet ifråga. Med börsverksamhet avses marknader som överensstämmer med EG:s investeringstjänstedirektivs definition av ”reglerad marknad”.[346] Målsättningen är inte att översikten skall vara en fullständig framställning av den börs- och bolagsrättsliga regleringen inom respektive land, utan avsikten är enbart att redogöra för de regler som gäller för det specifika prospektansvaret. Avsnitten innehåller sålunda en kartläggning av regler för prospektansvar i respektive land, samt en redogörelse för hur man i rättspraxis tolkat ifrågavarande regelverk. I respektive avsnitt beskrivs även inställningen till ersättning vid förmögenhetsskada, delvis i avsikt att ge en historisk bakgrund till utvecklingen i respektive rättssystem, men även på grund av att talan om ersättning för skada på värdepappersmarknaden i vissa fall kan, liksom i Sverige, föras med stöd av civilrättsliga regler eller i förekommande fall common law, kumulativt eller alternativt.

[346] Direktiv 93/22/EEG.

7 Danmark

7.1 Börsbolagens organisation

Den grundläggande regleringen av aktiebolag i Lovbekendtgørelse nr. 545 af 20. juni 1996 om aktieselskaber, ASL, är mycket lik det svenska regelverket, och i stort sett överensstämmer reglerna för publika bolag i den danska respektive den svenska aktiebolagslagen med varandra. Dock finns en rad viktiga undantag. Ett av dessa är reglerna rörande bolagets organisation. I Danmark skall aktiebolaget ha en styrelse och en direktion, och enligt § 51 kan i alla publika bolag upp till tre personer vara ledamöter av direktionen och inneha ställning som verkställande direktörer. Detta leder till att direktionen har en starkare ställning i förhållande till styrelsen än i övriga nordiska länder. Bolagets styrelse skall enligt § 54 sörja för en ”forsvarlig organisation av selskapets virksomhed,” och direktionen skall tillvarata den dagliga ledningen av bolaget i enlighet med styrelsens riktlinjer. Styrelsen skall ha minst tre ledamöter vilka väljs av bolagsstämman. För att klargöra kompetensfördelningen mellan bolagsorganen infördes 1993 i ASL § 51 stk 3 ett förbud mot att i börsnoterade bolag ha en arbetande styrelseordförande.[347] Styrelseordförande får numera endast utföra enstaka uppdrag på anmodan av styrelsen. Styrelsen skall anställa direktionen och en eller flera direktörer kan ingå i styrelsen, dock utan att utgöra majoritet i styrelsen.[348] Vidare kan ett representantskap som skall utöva tillsyn över styrelsen och direktionen utses. Representantskap är emellertid ovanligt i praktiken.

7.2 Värdepappersmarknaden och dess tillsyn och övervakning

Køpenhavns Fondsbørs ombildades till aktiebolag samtidigt som man 1996 avskaffade börsmonopolet i Danmark.[349] Av de enskilda segmenten har i Danmark under lång tid obligationsmarknaden varit störst mätt i såväl antal noterade värdepapper som börsvärde. Omsättningen på aktiemarknaden har ökat avsevärt under senare år, och börsvärdet på aktier noterade vid Køpenhavns Fondsbørs var

[347] Se avsnitt x.

[348] Jfr det amerikanska systemet med inside respektive outside directors i avsnitt x.

[349] Københavns Fondsbørs och OM Stockholmsbörsen har under 1999 påbörjat ett samarbete med målsättningen att skapa en gemensam nordisk börs, Nordic Exchanges, NOREX.

1999-12-30 ca 950 miljarder SEK fördelat på 243 noterade bolag.[350]

Fondsbørsen var i sin tidigare monopolställning samt med sin offentliga prägel tilldelad viss övervakningsmakt. Efter monopolets avskaffande och bolagiseringen av börsen har denna inte längre någon egentlig tillsynsmöjlighet, utan endast möjlighet till viss detaljreglering. Tillsynen delas i stället mellan Fondsrådet och Finanstilsynet, där Fondsrådet ansvarar för övervakning av marknaden och Finanstilsynet ansvarar för tillsynen över fondkommissionärer och övriga marknadsaktörer. Dansk normgivning har präglats av en avregleringsvåg, och marknadens aktörer har fått större inflytande över normbildningen, inte minst genom representationen i Fondsrådet. Fondsrådet är ett oberoende offentligt organ som enligt Lov om vaerdipapirhandel m.v. 797 af. 6 november, Vphl, § 83 skall verka för en väl fungerande dansk värdepappersmarknad, som skall ha en sådan effektivitet, genomlysning och konkurrenskraft att den är attrakiv för utställare av värdepapper, investorer och värdepappersbolag, och lever upp till internationella standarder. Rådet skall bestå av 11 ledamöter, vilka enligt lagregeln skall representera vissa namngivna organ. Ledamöterna utses av Ehrvervsministern. Fondsrådet har tilldelats uppgiften att utfärda dels materiella regler rörande emission och handel på värdepappers- och börsmarknaden, dels att utöva tillsyn över marknaden. Detta medför att marknadens aktörer är aktivt delaktiga i såväl normbildningen som i det övergripande ansvaret för marknadens funktion.

7.3 Prospektregler

I Danmark har genomförts den s k Börsreform II för reformering av den finansiella marknaden och finansiella verksamheter, och i och med reformen är EG:s prospektregler implementerade. En av målsättningarna med reformen var avreglering, främst i syfte att avskaffa hinder mot fri konkurrens mellan de finansiella marknaderna. I lagstiftningsarbetet med de bolagsrättsliga lagarna har man betonat vikten av att genomföra en förenkling av lagreglerna – explicit i meningen så få lagar som möjligt, implicit i meningen vikt på självreglering.

I och med Børsreform II har etablerats en anmälningsprocedur för bl a Fondsbørsens regelbildning. I enlighet med Vphl § 83 st 6 och 7 skall en börs anmäla sina regler till Fondsrådet, varvid Fondsrådet kan kräva att reglerna ändras, eller själv göra kompletteringar.

Marknadens inflytande på regleringen är således störst inom det område som rör organisation och funktion av marknaden själv.

[350] Källa: Stockholmsbörsens faktabok 1999 s 45.

Køpenhavns fondsbørs har i Vphl § 19 st 1 ålagts kompetens att utfärda regler rörande börsnotering, börsbolagens information samt börsetiska regler. Fondsrådet har inte uttrycklig kompetens att utfärda regler inom detta område, men har enligt Vphl § 83 st 7 möjlighet att ingripa och påverka regelbildningen med stöd i lag. I lagtexten har angivits riktlinjer för skyddsnivåer och minimikrav för regelinnehåll. I Vphl § 19 stadgas att börsen skall utfärda regler som säkrar investerarskyddet, och i förarbetena till stadgandet görs en uppräkning av en rad regler som skall ingå i börsens regelverk.[351] Reglerna återfinns i Lovbekendtgörelse nr. 26 af. 15 januar 1992 om Køpenhavns Fondsbørs, børsloven.

Materiella regler rörande börsnoterade bolag lagfästes i början på 1990-talet, men regelverket var spritt i en mängd olika lagar och författningar vilket medförde att det var mycket svåröverskådligt.[352] Genom Børsreform II har de organisatoriska reglerna för aktörerna och materiella regler rörande emission och handel med aktier samlats i en lag, dvs i ovan nämnda Vphl. Vphl är uppbyggd som en ramlag, i vilken fastställs huvudprinciper för värdepappersmarknadens aktörer och för handel med värdepapper. Vidare har regler om värdepappersbolag reglerats i en särskild Lov nr 1071 af 20 december 1995 om fondsmæglerselskaber. Reglerna rörande börsnoterade bolag i aktieselskabsloven och Lov 526. Af. 17 juni 1996 om årsregnskab, ÅRL, är dock i princip oförändrade. Detaljregler ges liksom i Sverige ut i författningsform, *bekendtgørelse*, främst av Fondsrådet och Finanstilsynet, men även Fondsbørsen har tilldelats rätt att utfärda detaljregler om bl a prospektinnehåll. Vphl innehåller regler rörande såväl börsprospekt som noterings- och emissionsprospekt. Rambestämmelserna rörande börsprospekt finns i Vphl 23 §, och i enlighet med denna regel st 3 har Fondsrådet utfärdat Fondsrådets bekendtgörelse nr. 330 av den 23 april 1996 om kravene til det prospekt der skal offentliggøres, inden vaerdipapirer kan optages til notering på en fondsbørs, prospektbekendtgørelsen, varigenom EG:s andra börsdirektiv har implementerats. Bestämmelser rörande icke-inregistrerade erbjudanden finns i Fondsrådets bekendgørelse nr 229 av 20 april 1998 om prospekter ved første offentlige udbud af visse vaerdipapir. I enlighet med prospektbekendtgørelsen § 1 skall vid

[351] FT 1995/96, Tillaeg A, L 71, s. 50 ff.

[352] Regler för börsnoterade bolag återfanns i bekendtgörelse om Köpenhavns Fondsbörs (nr. 667 af 17. August 1993), betingelsebekendtgørelsen (nr. 418 af 31. maj 1991), børs III-bekendtgørelsen (nr. 708 af 18. Oktober 1990) och børsprospektbekendtgørelsen (nr. 709 af 18. Oktober 1990) ändrad i bekendtgørelsen (nr 454 af 30. Maj) 1995 samt av Køpenhavns Fondsbørs utfärdade börsetiska regler och Oplysningsförpligtelser for utstedtere af børsnoterte vaerdipapir. Härutöver innehöll aktieselskabsloven och årsregnskabsloven en rad särregler för de bolag som haft sina aktier noterade på Køpenhavns Fondsbørs.

ansökan om värdepappers upptagande till officiell notering föreligga ett prospekt. Reglerna för granskning respektive godkännande av prospekt motsvarar de svenska reglerna på området. Börsprospekt skall enligt Vphl 24 §§ sålunda godkännas av börs, medan övriga prospekt enligt § 45 skall granskas av Fondsrådet före registrering. I regeln anges att Fondsrådet skall kontrollera att innehållet överensstämmer med lagstadgade krav på innehåll.

Prospektet skall enligt 23 § st 1 innehålla upplysningar som av den aktuella börsen anses nödvändiga för att investorerna och deras rådgivare skall kunna skapa sig en välgrundad bedömning av emittentens ekonomiska ställning, samt de rättigheter som är knutna till det aktuella värdepappret. I st 2 anges att prospektet skall upprättas i enlighet med ”godt prospektskick,” vilket i doktrin tolkats som en dynamisk standard som kan anpassas till investorernas behov i takt med samhällsutvecklingen.[353] Inom ramen för denna generalklausul skall således en löpande anpassning av kraven på prospektinnehåll och prospektutformning kunna ske. Varje ny väsentlig omständighet som kan påverka värderingen av värdepappren och som inträffar mellan tidpunkten för utformningen av prospektets innehåll och den officiella noteringen ska i enlighet med prospektbekendtgørelsen § 24 offentliggöras i ett tillägg till prospektet, vilket skall offentliggöras på samma sätt som prospektet. Gomard framhåller att skyldigheten att offentliggöra uppgifter i börsbolag omfattar även uppgifter som inte är positiva för bolaget, utan som bolaget ”kunne have en intresse i at holde tilbage.”[354]

Fondsrådet skall enligt Vphl §§ 22-26 utfärda regler regler rörande prospektinnehåll, inregistrerings- och noteringskrav, varning och avregistrering. Inom dessa områden kan börsen utfärda kompletterande regler. Initiativrätten tillkommer Fondsrådet, som kan ingripa mot Fondsbørsens reglering i de fall reglerna inte kan förväntas uppfylla de krav marknaden ställer, dvs inte anses uppställa tillräckligt investerarskydd.[355] Den hierarkiska uppdelningen mellan organen avspeglas bl a i att Fondsbørsen skall anmäla sina regler och ändringar till Fondsrådet. Fondsrådet kan enligt §§ 86-87 ålägga Fondsbørsen att vidta ändringar, alternativt välja att på egen hand komplettera Fondsbørsens regler.

Ansvaret för prospekt är inte uttryckligen reglerat i Vphl, men i p 1.1 i Skema A-C i prospektbekendtgørelsen återfinns EG-direktivets krav

[353] Schaumburg-Müller, P, och Werlauff, E, Ansvar för börsemission, UfR 1997 s. 456, samt Werlauff, E, Pengeinstitutters emissionsansvar, s 5.

[354] Gomard, B, Samarbejde og ansvar i selskaber og koncerner, s 26.

[355] FTx 1995/96, Tillaeg A, L 71, s. 49 sp. 2.

på att namn på de för prospektet ansvariga anges.[356]

7.3.1 Verifikationskravet

I Regler for utstedere af børsnoterede vaerdipapir på Københavns Fondsbørs A/S finns en utförlig bestämmelse om verifikationsprocessen vid prospektutforming.[357] För emissionen och börsnoteringen ansvariga emissionsinstitut, fondmäklare och andra skall enligt § 49 st 1 försäkra sig om att all relevant information medtagits i prospektet, inklusive alla delårsrapporter för innevarande år. En genomgång av uppgifterna skall göras tillsammans med ledningen för emittentbolaget skall äga rum, samt vid behov även med bolagets revisor. I anslutning till denna procedur skall enligt st 2 emissionsinstitutet avge ett intygande om att de från emittent eller revisor erhållit all den information de begärt.

I paragrafens tredje stycke anges att ledningen för bolaget skall intyga att vare sig styrelseprotokoll, revisisonsprotokoll eller andra interna dokument innehåller uppgifter som inte medtagits i prospektet vilka kan påverka den bild av verksamheten som prospektet skall ge investorer och deras rådgivare. Slutligen skall även revisor enligt st 4 bekräfta att alla förhållanden rörande emittenten vilka skulle kunna påverka värderingen av bolaget är medtagna i prospektet.

7.4 Skadestånd

7.4.1 Aktiebolagsrättsligt skadestånd

De aktiebolagsrättsliga bestämmelserna om skadeståndsskyldighet i ASL §§ 140 och 141 är snarlika skadeståndssanktionen i den svenska aktiebolagslagens 15 kap. För att skadestånd skall utdömas gentemot tredje man krävs att culpös överträdelse av reglerna i ASL eller bolagsordningen ägt rum.[358] Ansvaret är inte kollektivt, utan en individuell bedömning av respektive ansvarssubjekts oaktsamhet görs in casu.

I dansk rätt fanns tidigare inte någon aktiebolagsrättslig skadeståndssanktion, utan allmänna skadeståndsrättsliga regler tillämpades vid bedömning av bolagsledningens skadeståndsskyldighet. När regler rörande skadeståndsskyldighet infördes i ASL kritiserade Gomard den begränsning av bolagsledningens aktiebolagsrättsliga skadeståndsansvar gentemot tredje man som regeln uppfattades innebära. Gomard anförde att

[356] Se avsnitt x

[357] Verifikation beskrivs i avsnitt x.

[358] Däremot anges inte ÅRL i lokutionen.

regeln strider mot den danska skadeståndsrättsliga traditionen, och att man genom införandet av en skadeståndssanktion i aktiebolagslagen begränsar möjligheten till skadestånd.[359] Dotevall påpekar att eftersom i dansk rätt ersättning för förmögenhetsskada kan erhållas utan att det föreligger något samband med brott, begränsningen till ”denna lag och bolagsordningen” för dansk rätts vidkommande saknar praktisk betydelse vad gäller tredje mans möjlighet att erhålla ersättning av bolagsledningen.[360] Organledamöterna kan vid överträdelse av ASL eller bolagsordningen åläggas ansvar med stöd av ASL, och vid överträdelse av annan regel med stöd av allmänna skadeståndsrättsliga regler och principer.[361]

Regler rörande uppdelningen av det interna ansvaret organledamöterna emellan infördes 1992 som en reaktion efter en rad skandaler i näringslivet,[362] och är i ändrad form intagna i 1996 års ASL § 54. Genom att införa mer detaljerade regler rörande organisationen i ett bolag hoppas lagstiftaren, liksom vad som angivits vid införandet av motsvarande regler i den svenska ABL,[363] kunna öka möjligheterna att hålla organledamöterna ansvariga för skadebringande handlingar. I lagförarbetena har betonats att reglerna skall bidra till att ”praecisere bestyrelsen pligter og til at styrke aktionaerernes aktive deltagelse for derved at fastholde bestyrelsen på dens ansvar.”[364]

7.4.2 Skadeståndslagen

På det fömögenhetsrättsliga området som är av betydelse för börs- och värdepappersmarknaden, såsom exempelvis skadeståndsansvar, har inte någon reformering inom ramen för Børsrefom II ansetts vara behövlig. I stället blir allmänna skadeståndsrättsliga regler tillämpliga vid bedömning av frågor rörande culpa, orsakssamband och bevisbördans placering. I dansk rätt finns som ovan nämnts inte någon motsvarighet till vår svenska ”spärregel” i SkL 2 kap 4 §, utan ersättning för ren förmögenhetsskada tillerkänns skadelidande i fall där skadevållare kränkt ett av rättsordningen skyddat förmögenhetsintresse hos tredje man vare sig brott är begånget eller

[359] Gomard, B, Board Members Liability for Damages, Scandinavian Studies in Law, 1984 s 43. Kleineman har i sin tur kritiserat Gomards inställning i Ren förmögenhetsskada, s 309 ff.

[360] Dotevall, R, Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör, s 446.

[361] Se avsnitt x.

[362] Bl a sammanbrottet i Nordisk Fjaer A/S se nedan s ; Krüger Andersen, P, Kapitalregler och ansvar, s 21; Skog, R, Aktiebolagslagstiftning i förändring – not om pågående lagstiftningsarbete i de nordiska länderna, SvJT 1996 s 42, på s 44.

[363] Se avsnitt x.

[364] FT 1992/93, Tilaeg A, L 61 s. 14, sp. 1.x

ej. Vid ansvarsbedömningen har utgångspunkten varit det s k rättsstridighetsbegreppet, vilket innebär en slags allmän rättslära som utifrån en syntes av skadeståndsrättsliga och straffrättsliga resonemang försöker förklara vad som konstituterar en allmängiltig rättsstridighetslära.[365] Resonemanget går tillbaka på framför allt tyska läror om *rechtswidrigkeiten*.[366] I senare tids doktrin har man dock tagit avstånd från rättsstridighetsläran i olka stor utsträckning, även om terminologin fortfarande används i viss utsträckning.[367] En entydig lösning på frågan om ersättning vid ren förmögenhetsskada föreligger inte, utan rättordningen tillåter domstolarna att vara fria i sin argumentation. Domstolarnas sätt att resonera i fall av vårdslöst orsakad förmögenhetsskada påminner om den engelska läran om *duty of care*.[368] Kleineman påpekar att dansk rättspraxis utgör ett gott exempel på att domstolarna ”även i små stater kan utveckla rättsreglerna inom skadeståndsområdet.”[369] Kleineman menar att man i dansk rätt vad gäller ansvaret för oaktsamt vilseledande av annan än kontraktspart kunnat avgränsa ansvaret med stöd av utomobligatoriska regler utan att ett överdrivet processande blivit resultatet. Även frågan om gränserna för att ålägga rådgivare såsom revisorer ansvar gentemot tredje man har i dansk rätt lösts ”utan att yrkesutövarnas rörelsefrihet därmed inskränkts.”[370]

7.4.3 Rekvisit för ansvar

För att ersättning skall utgå krävs att rekvisiten culpa och adekvat kausalitet är uppfyllt. Vid sin bedömning av rådgivaransvar kräver domstolarna ofta även, som ovan nämnts, att som i engelsk rätt den skadevållande skall ha en särskild aktsamhetsplikt gentemot den skadelidande. Domstolarnas bedömning har dock historiskt varit betydligt mer generös mot den skadelidande än vad som varit fallet i engelsk rätt.

Frågan om culpa aktualiserades exempelvis i rättsfallet UfR 1982.595 H, som gällde fråga om såväl revisors som organledamöternas ansvar. Käranden hade åsamkats en förlust på grund av att han lämnat ett bolag kredit efter att ha tagit del av oriktiga uppgifter i bolagets årsredovisningshandling. En av styrelseledamöterna som samtidigt var huvudaktieägare ålades ansvar, medan två friades på den grund att de ej varit tillräckligt insatta i bolagets räkenskaper för att kunna

[365] Se bl a Ussing, H, Erstatningsret, Jul. Lassen Haandbog i Obligationsretten.

[366] Se avsnitt x

[367] Vinding Kruse, A, Erstatningsretten, Jørgensen, S, Erstatningsret.

[368] Gomard, B, Board Members Liability for Damages, s 51. Se avsnitt x.

[369] Kleineman, J, Ren förmögenhetsskada, s 66.

[370] Idem.

bedömas ha förfarit oaktsamt.

Kravet på orsakssamband fastslogs av Sø- og Handelsretten i H 156/98, BG Bank A/S, för vilket redogörs under avsnitt x. Rätten konstaterade att banken som utgångspunkt skall åläggas ansvar gentemot aktietecknare för den förlust som uppkommit på grund av att banken lämnat felaktig uppgift i samband med emissionen. Rätten kom dock till slutsatsen att i fallet orsakssamband mellan det felaktiga meddelandet och käranden förlust ej förelåg.

Frågan om kravet på transaktionssamband har i dansk rätt inte givits lika stor betydelse som i Norge och Sverige.

7.5 Bolagets ansvar

7.5.1 Ogiltighet av aktieteckningen

Frågan om bolagets ansvar är inte reglerad i ASL eller Vphl. I äldre praxis har i flera fall ogiltigförklaring av aktieteckning ägt rum. I UfR 1911.267 H har Højesteret tillerkänt skadelidande aktietecknare teckningsbeloppet åter, trots att registrering av innehavet skett. En person hade på grundval av en inbjudan från en bank om teckning av nya aktier i banken låtit teckna sig för visst belopp. Då emellertid teckningsinbjudan på väsentliga punkter gav oriktiga upplysningar yrkade aktietecknaren återbetalning. I Højestrets dom uttalades att eftersom det redan i en tidigare dom hade fastslagits att bankens direktörer ”…for imod bedre Vidende at have fremsat disse Uriktigeder ansete efter Straffelovens § 257. Da der ni maa gaas ud fra, at disse vildeledende Oplysninger have vaeret i allt Fald medbestemmende for Indstaevnte ved Tegningen af de nye Aktier, maa Indstaevne have krav paa Handlends Tilbagegang og de 15.812 Kroner som han har erlagt i Henhold til Tegningen.”[371]

Även i UfR 1921.450 H har aktieteckningen ogiltigförklarats. Vid erbjudande om aktieteckning i ett försäkringsbolag lämnade bolagets verkställande direktör felaktiga uppgifter om bolagets ekonomiska situation, varvid rätten ogiltigförklarade teckningsavtalet.

I doktrinen har framförts att dessa äldre rättsfall inte har mist sitt prejudikatvärde.[372]

Kraven på prospektinnehåll, och de juridiska konsekvenserna av att uppgifter i ett prospekt vid inbjudan till teckning av andelar i ett kommanditbolag, K/S,[373] är vilseledande, har belysts i en rad rättsfall.

[371] Referatet är hämtat ut Kleineman, J, Ren förmögenhetsskada, s 47 ff.

[372] Schaumburg-Müller, P, - Werlauff, E, Ansvar för börsemission, UfR 1997 s 456 ff.

[373] Motsvarande det svenska kommanditbolaget.

Trots att fallen rört andelar i K/S, har i doktrin framhållits att domstolarnas resonemang rörande ansvarsbedömningen kan väntas bli vägledande även vid aktieteckning.[374] I doktrin har framhållits att även ogiltigförklaring av aktieteckning är möjlig. Exempelvis framhåller Gomard att aktieteckningen är en viljeförklaring, och att teckningen liksom andra viljeförklaringar kan ogiltigförklaras enligt avtalslagens och andra liknande regler och rättsgrundsatser om ogiltighet.[375] Till skillnad från vad som gäller i Sverige och Norge anses ogiltighetsgrunder kunna göras gällande även efter det aktieteckningen registrerats, men bör enligt Gomard av hänsyn till borgenärerna ske snabbt.[376] Denna inställning delas av Schaumberg-Müller/Bruun Hansen.[377] Werlauff har inställningen att för att andelsteckningen skall ogiltigförklaras svek skall vara för handen, dvs uppgiftslämnaren skall ha insett eller bort inse att uppgifterna var missvisande. I de fall bolagets verksamhet framtonar som ett ”hobløst urealisabelt projekt” anser Werlauff att teckningen bör kunna ogiltigförklaras även i de fall uppgiftslämnaren själv inte insett hopplösheten i projektet.[378]

Rättsfallet UfR. 1993.696 H, Løgstør-sagen rörde K/S-andelar i en kursgård, i vars verksamhet resultatet blev sämre än budgeterat bl a på grund av att bolaget förlorade sin främste kund. Uppgifterna i prospektet var emellertid illa underbyggda, och den verkliga omsättningen blev endast en tiondel av den omsättning som budgeterats i prospektet. Højesteret ogiltigförklarade andelsteckningen, och framhöll därvid att bolaget är skyldigt att göra nödvändiga undersökningar och överväganden rörande projektets avkastingsförmåga, samt att delägarna inte får utsättas för större risk än vad de rimligen har kunnat räkna med vid sitt beslut om investering i bolaget. Domstolen konstaterade att bolaget brustit i bägge dessa avseenden, samt att det redan vid erbjudande om teckning av andelar måste ha stått klart för bolaget att det skulle vara omöjligt att realisera de förväntningar som angavs i budgeten i prospektet.

Werlauff har konstaterat att genom Løgstør-domen har slagits fast att för att undgå ansvar för uppgifterna i prospektet det dels åligger bolagets företrädare en skyldighet att

- vara noggrann vid om bedömningen av förväntad

[374] Stokholm, J, Verifikation, s 87; Werlauff, E, Pengeninstittuters emissionsansvar s 8, samt Selskabsret, s 566.

[375] Gomard, B, Aktieselskaber og anpartsselskaber, s 101.

[376] Id x, samt t ex UfR 1921.988 H och 1921.1005 H.

[377] Schaumberg Müller, P, - Bruun Hansen, E, Dansk børsret s 145.

[378] Werlauff, E, Anpartaftalers bindende virken, s 69.

intjäningsförmåga och

- inte utsätta andelsägarna för större risker än de kunnat räkna med mot bakgrund av den information som lämnats i prospekt och teckningsmaterial.

I bolaget skall således göras en grundlig genomgång av samtliga riskfaktorer, och ledningen skall försäkra sig om att prospektet avspeglar de bolagsspecifika riskerna.[379]

I UfR 1994.876 H, Musling-domen, blev dock utgången den motsatta. Sø- og Handelsretten fann, efter en bedömning av marknadsförhållanden på det aktuella området, att uppgifterna i ett prospekt visserligen varit mycket optimistiska, men inte i den grad att de varit orealistiska. Rätten fastslog att bolagets försämrade ekonomi främst var att skylla på sjunkande konjunktur, vilket är en riskfaktor investor har att kalkylera med. Orsakssamband mellan uppgiften och värdet på aktierna ansågs således ej föreligga.

I Østre Landsrets dom af 1. September 1993, Linexa-sagen, ogiltigförklarade rätten teckningsavtalen på grund av att de uppgifter som lämnats i ett prospekt dels givit uttryck för överdrivet optimistiska förväntningar, dels innehållit felaktiga sakuppgifter. Bolagsledningen bedömdes ha varit i god tro rörande de uppgifter de lämnat, men rätten menade att även om bolagets ledning varit i god tro beträffande uppgifternas riktighet investorererna blivit vilseledda, varvid teckningen ogiltigförklarades.[380] Rätten ålade bolagsledningen en skyldighet att undersöka riktigheten i de uppgifter som offentliggörs.

I Østre Landsrets dom af 31. Oktober 1994, K/S Hotel Limfjorden, gjorde rätten bedömningen att visserligen infriades inte omsättningen i den budget bolaget offentliggjort i sitt erbjudande om teckning av andelar, men eftersom budgeten inte bedömdes ha varit omöjlig att uppfylla ogillades yrkandet om ogiltigförklaring.[381]

I UfR 1996.271 H, hade K/S Scan Detectronic Production offentliggjort ett prospekt vari förekommit en rad uppgifter vilka kärandena i sitt yrkande om ogiltigförklaring av andelsteckningen hade varit vilseledande. I Sø- og Handelsrätten förekom dissens

[379] Werlauff, E, Børsret, s 466., samt Anpartsaftalers bindende virking, s 69.

[380] Afd. nr. 5 138/1990, 138/1990 A och 271/1990). Bl a hade man budgeterat försäljning av 128 truckar, medan det faktiska utfallet var försäljning av 4 st truckar. Vidare uppgavs att kontrakt motsvarande 60 procent av budgeterad omsättning redan var tecknade, vilket i själva verket var –3 procent. Werlauff, E, Anpartsaftalers bindende virken, s 35x.

[381] Afd. 9 nr. B-2475-91.

mellan de tre domarna, men två av domarna var av uppfattningen att uppgifterna inte varit så vilseledande att teckningsavtalet skulle ogiltigförklaras. Rätten tillmätte sålunda uppgifternas väsentlighet betydelse, och enär uppgifterna inte i väsentlig utsträckning bedömdes ha påverkat investors beslut om investering i bolaget ogillades yrkandet.

7.5.2 Bolagets skadeståndsansvar

Även om det sålunda troligen inte är uteslutet att domstolarna skule komma att ogiltigförklara ett avtal om aktieteckning framförs i doktrin åsikten att aktietecknare inte bör kunna kräva ersättning av bolaget på grund av oriktiga eller vilseledande uppgifter.[382] I doktrin finns emellertid förespråkare såväl för som emot att ålägga bolaget skadeståndsansvar. Gomard påpekar att borgenärernas skydd tillgodoses genom aktiekapitalet, men anför att det kapital som bör skyddas till förmån för bolagets borgenärer endast bör omfatta de kapitaltillskott som skett i behörig ordning, och inte pengar som tillskjutits på felaktiga grunder.[383] Schaumburg-Müller/Bruun Hansen förespråkar en tillämpning av det s k floodgate-argumentet, vilket innebär att de har inställningen att bolaget inte bör åläggas skadeståndsansvar gentemot skadelidande aktieägare på grund av problemet med avgränsning av den ersättningsberättigade kretsen.[384] Författarna menar att synsättet att relationen mellan bolaget och aktietecknare är inomobligatoriskt inte är försvarbart, vilket de grundar på att det inte endast är aktietecknare som lider skada av bristfällig information, utan även de potentiella investorer som avhållit sig från att investera i aktien på grund av den bristfälliga uppgiften kan komma att yrka ersättning för sin förlust. De menar att gällande rätt på sin höjd kan utgöra ett culpabaserat ersättningsansvar för emissionsinstitutet samt bolagsledningen. Författarna påpekar dock att möjlighet till ogiltigförklaring av aktieteckning som skett i anslutning till ett bristfälligt prospekt bör finnas.[385] Även Werlauff invänder tillsammans med Schaumburg-Müller mot att bolaget åläggs ersättningsansvar. Artikelförfattarna påpekar att det skulle vara synnerligen opraktiskt om bolaget ålades ansvar: eftersom det är bolagets ledning som genom prospektförklaringen står som ansvarig för prospektinnehållet och genom ansvarsreglerna i aktiebolagslagen

[382] Bl a Werlauff, E, Børsselskabers erstaningsansvar, Juristen nr 7, 1991 s 281 på s 285; Schaumberg-Müller, P, och Bruun Hansen, E, Dansk børsret; verdipapirmarkedsret, s 145 f.

[383] Gomard, B, Aktieselskaber & Anpartsselskaber, s 91.

[384] Floodgate-argumentet diskuteras i avsnitt x.

[385] Schaumberg Müller - Bruun Hansen, Dansk børsret; verdipapirmarkedsret, s 145, se även avsnitt x.

kan göras ersättningsskyldig ”synes det mest praktisk at skadevolder søger at göre et deliktsansvar gaeldende, således at erstatningsansvaret påhviler den personkrets, der på selskabets vegne har genneført emissionen – og som normalt vil have tegnet behørige forsikringer, der vil kunne daekke selv betydelige tab blandt en større krets af investorer, dog at medvirkende emissionbanker eventulet er ”selvforsikrende”.”[386] Werlauff anför att ”en retstilstand karakteriseret ved en omflytning af midler mellem selskapets eierkreds eller en konkurrence på principielt lige fod mellem ejerne og selskabskreditorerne må kraeve meget sikker dokumentation, og en sådan finder jeg endnu ikke fremlagt.”[387] Werlauff påpekar att bolaget visserligen i andra fall än vid bristfällig information i prospekt ålagts ersättningsskyldighet gentemot aktietecknare. I rättsfallet UfR 1979.36 H blev aktietecknare av misstag ej tilldelad aktier, varvid rätten tillerkände den skadelidande ersättning från bolaget.[388] Werlauff betonar dock att det är en ”alvorlig sag at drage det emitterende selskab erstatningsretligt til ansvar, for et sådant ansvar indebaerer jo, at egenkapital, der gennem emissionen er tilfört selskabet, forlader det igen som et erstatningsbeløb. Mere naerliggende vil erstatningsansvar derfor snarere vaere i tilfaelde hvor en udenforstående – fx en emissionsbank eller en børsmaegler, eventuelt det emissterende selskabs egen bestyrelse – har begået fejl ved fordelningen og dermed påført en aktietegner tab.”[389]

7.6 Organledamöternas ansvar

Organledamot kan som nämnts enligt ASL § 140 st 2 åläggas skadeståndsansvar. För att skadestånd skall utdömas gentemot tredje man krävs att culpös överträdelse av reglerna i ASL eller bolagsordningen överträtts. Detta utesluter enligt Werlauff inte att det tillika företas en prövning av huruvida allmänna oskrivna principer för bedömning av skadestånd är uppfyllda. Uttalandet skulle kunna tolkas som att enligt Werlauff även en överträdelse av de regler som utfärdats av marknadens självreglerande organ kan leda till ansvar.[390]

Styrelsen skall som ovan nämnts i enlighet med Skema A, punkt 1.1 bekendgörelse nr 709 af 18 oktober 1990 avge prospektförklaring

[386] Schaumburg Müller - Werlauff, E, Ansvar for børsemission, UfR 1997 s 456 på s 461. För betydelsen av ansvarsförsäkringar se avsnittx.

[387] Werlauff, E, Børsselskabers erstatningsansvar, Juristen nr 7, 1991, s 281 på s 285 f.

[388] Jfr RH 28:84, s x

[389] Werlauff, E, Børsret s 340.

[390] Werlauff, E, Børsret, s 607. Ansvar för överträdelse av självreglering diskuteras i avsnitt x.

samt underteckna prospektet. Krüger Andersen anför att på grund av detta stadgande ansvaret för att uppgifterna i prospektet ger en rättvisande bild av bolaget i första hand åvilar styrelsen.[391] Styrelse och även direktion skall vidare enligt börsreglerna § 49 st 3 i sin verifikation intyga att vare sig styrelseprotokoll, revisionsprotokoll eller andra interna dokument innehåller uppgifter som kan påverka den bild av verksamheten som prospektet skall ge investorerna och deras rådgivare. Här ges sålunda stöd för att ålägga såväl styrelsen som ledamöter av direktionen ansvar.

Organledamöternas ansvar för ett prospekt som offentliggjorts i samband med aktieteckning har 1999 aktualiserats i Sø- og Handelsrettens begrundelse og konklusion i dom af 2. September 1999. Bolaget Hafnia Holding AB publicerade i samband med ansökan om inregistrering på Køpenhavns Fondsbørs ett prospekt vilket rätten i målet konstaterade hade innehållit vilseledande uppgifter rörande bolagets ekonomiska ställning och utveckling. Bolaget försattes sedermera i konkurs, varvid skadelidande aktietecknare yrkade ersättning för den skada som åsamkats dem i anledning av att aktierna blivit värdelösa. Såväl ledamöter av bolagets styrelse som revisor ålades skadeståndsansvar.

Domen är överklagad, varför dess prejudikatvärde kan ifrågasättas, men rättens argumentation tyder på att organledamöter kan komma att åläggas skadeståndsansvar gentemot skadelidande aktieägare. I målet sökte styrelseordförande och den verkställande direktören exculpera sig med att de inte tillträtt sina respektive poster förrän prospektarbetet redan var långt framskridet. De menade att det undertecknande de gjort rörande innehållet i prospektet i enlighet med ordalydelsen i i då gällande Skema A, pkt 1.2 i bekendgörelse nr 709 af. 18 oktober 1990 avsåg förhållandena sådana de kände till dem. De hävdade att ansvar endast torde kunna åläggas dem för uppgifter som stod i strid med vad de haft kännedom om, och att förklaringen i sig inte kunde utgöra grund för ett objektivt ansvar. Vid den tidpunkt då de tillträdde sina poster var beslut om emission fattat, och arbetet med prospektet redan långt framskridet. Styrelseordföranden och den verkställande direktören framhöll att de måst kunna förlita sig på att prospektet till den del detta redan var färdigställt innehöll korrekt information. De undertecknade prospektet efter det att avtal om emissionen tecknats med emissionsbanken. Vid den tidpunkten hade inte några upplysningar framkommit som kunde göra det mindre tillrådligt att underteckna prospektet.

Rätten instämde i att prospektförklaringen inte grundar ett objektivt

[391] Krüger Andersen, P, Aktie- og Anpartsselskabsret , s 127.x

ansvar för alla uppgifter i prospektet, utan endast kan utgöra ansvarsgrund i den mån innehållet strider mot vad förklaringslämnare haft kännedom om. Rätten tog hänsyn till att organledamöternas kännedom om bolagets förhållanden präglades av deras korta tid i bolaget, samt konstaterade att i det fall emissionen hade dragits tillbaka bolaget med stor sannolikhet skulle ha hamnat på obestånd. I domen uttalas att i en situation som denna ”kan der ikke vare alt for snaeve graenser for ansvarpådragende fejlskön fra ledelsens side.”[392] Eftersom rätten ansåg att dessa gränser inte var överskridna friades verkställande direktören och styrelseordföranden från ansvar. Ansvar ålades dock de styrelseledamöter som inte varit nytillträdda.

7.7 Emissionsinstitutets ansvar

Även emissionsinstitutet skall enligt börsreglerna § 49 st 1-2 skriftligt verifiera att ”alle de oplysninger om udstederen, herunder alle interne periodregnskaber for det indevaerende år, som må anses for nødvändige for at kunne videregive et for investorerne og deres investeringsrådgivere retvisende billede af utstedterens virksomhed.” I anslutning till detta skall som ovan nämnts en genomgång av uppgifterna göras mellan emissionsinstitutet, bolagsledningen och eventuellt bolagets revisor. Bestämmelsen skall säkerställa att emissionsinstitutet från bolagets ledning och revisor erhåller allt material och alla uppgifter som behövs för att prospektet skall ge en rättvisande bild av bolaget och den risk en investering i bolagets aktier är förknippad med. Krüger Andersen framhåller att förklaringen inte innebär att emissionsinstitutet åtar sig ett objektivt ansvar för de uppgifter prospektet innehåller, men däremot ett ansvar för att alla för värdering av investeringen relevanta uppgifter är inkluderade.[393]

Kraven på emissionsinstitutet har skärpts i och med att till Vphl §§ 5 och 6 har överförts de regler rörande god sed som tidigare ingick i Køpenhavns Fondsbørs etiska regler § 12.[394] En ytterligare skärpning kan ske genom självreglering av branschorganisationer eller genom att börs eller Fondsrådet med stöd i Vphl § 19 st 1 nr 3 utfärdar föreskrifter. Skadeståndsansvar kan sålunda vid överträdelse av börsreglerna och Vphl åläggas emissionsinstitutet gentemot investor i det fall prospektet innehållit vilseledande eller bristfällig information om bolaget med stöd av skadeståndsrättliga regler.[395] De nya reglerna

[392] Hafniadomen s 18.

[393] Krüger Andersen, P, Aktie- og Anpartsselskabsret, s 128.x

[394] Reglerna ändrades 1997.

[395] Idem.

förväntas leda till en skärpt culpabedömning i samband med frågor om värdepappershandlares rådgivaransvar, samt påverka placeringen av bevisbördan.[396]

I det ovan nämnda Hafnia-fallet ålades emissionsinstitutet ansvar för fel och brister i prospektet. Domstolen anförde att banken som långivare, medlem av emissionskonsortiet och delaktig i utarbetandet av prospektet hade ingående kännedom om bolaget, och sålunda borde insett att uppgifterna var felaktiga.[397]

Emissionsinstitutets ansvar för felaktigt börsmeddelande prövades i Sø- og Handelsretten i sag H 156/98, BG Bank A/S. Frågan gällde ansvar för emissionsbanken, då vid namn Bikuben, gentemot aktietecknare som lidit skada på grund av att banken lämnat felaktiga uppgifter angående emissionen i ett börsmeddelande. I börsmeddelandet angavs felaktigt att emissionen var övertecknad. Käranden yrkade ersättning på den grund att, om verkliga förhållanden offentliggjorts, han skulle sålt sina aktier omedelbart i anslutning till detta offentliggörande. Ansökan om ersättning gjordes flera år efter det emissionen ägt rum, och aktierna hade blivit värdelösa.

Rätten konstaterade att banken som utgångspunkt skall åläggas ansvar gentemot aktietecknare för den förlust som uppkommit på grund av att banken lämnat felaktig uppgift i samband med emissionen. Rätten menande dock att ett offentliggörande om verkliga förhållanden, dvs att emissionen inte var fulltecknad, hade föranlett aktietecknare att sälja sina aktier varvid kursen på aktien skulle sjunkit. Under åren efter emissionen offentliggjordes ett flertal negativa uppgifter rörande banken, vilket var orsaken till att kursen på aktierna sjönk. Rätten kom till slutsatsen att orsakssamband mellan det felaktiga meddelandet och käranden förlust ej förlåg.

7.8 Revisors ansvar

Dansk rätt ålägger revisor, på samma sätt som den svenska ABL, ett vittgående skadeståndsansvar mot aktietecknare. I ASL § 141 stadgas att samma regler för ansvar som enligt § 140 kan kan åläggas organledmot gälelr för revisor och värderingsman. För att skadestånd skall utdömas gentemot tredje man krävs sålunda culpös överträdelse av reglerna i ASL, vari hänvisas till ÅRL, eller bolagsordningen.

Revisor skall vidare enligt Erklaeringsbekendgörelsen nr. 90 af. 22

[396] Krüger Andersen, P, - Clausen, N J, Introduktion til børsretten, s 51.

[397] Det aktuella emissionsinstitutet, Den Danske Bank, har överklagat domen. Samtidigt har stämningsansökan mot banken har ingivits av en rad pensionskasser – fondbolag – till ett belopp om ca 1 miljard DKr.

februar 1996 §§ 13-16 i en förklaring i prospektmaterialet upplysa om sitt arbete med prospektuppgifterna och resultatet härav, och en överträdelse kan jämlikt § 21 straffas med böter. Ibörsreglerna § 49 st 4 stadgas även s k verifikationskrav för revisor.

I Danmark har inom ramen för revisorsansvaret i doktrin diskuterats bl a hur långt revisorns undersökningsplikt sträcker sig, och skilda uppfattningar om revisors skyldighet att undersöka de uppgifter bolagets företrädare tillhandahåller har uttryckts. Undersökningsplikten har betonats av bland andra Clan, som menar att ” i det öjeblik revisor medvirker, må han også indestå for, at disse procedurkrav er opfyldt.”[398] Närmast motsatsen har framförts av Schaumberg-Müller/Bruun Hansen genom uttalandet att ”Revisors erklaering i henhold til § 49, stk 4, skal (heller) ikke ses som en erklaering om ansvar for inholdet af prospektet eller nogen del heraf. Imidlertid skal reglen hindre, at revisor sidder inde med en viden af den karakter, som er naevnt i stk. 4 uden at dette gengives i prospektet.” Schaumberg-Müller/Bruun Hansen menar att en förklaring i enlighet med § 49, stk 4, inte kan jämställas med revisionsförklaringen, utan att avsikten med kravet på förklaring i börsreglerna är ”at forbedre kvaliteten af prospektene og i forbindelse hermed styrke investorernes tillid til de oplysninger, som gives i forbindelse med børsintroduktioner og emissioner.”[399]

I praxis har revisor ålagts ett strängt ansvar för innehållet i ett bolags av revisorn reviderade ekonomiska uppgifter.[400] I exempelvis UfR 1982.595 H ålades revisorn skadeståndsansvar gentemot en leverantör som i förlitan på bolagets räkenskaper lämnat bolaget kredit. Højesteret uttalade i målet att man måste räkna med att en offenlig årsredovisning används som underlag vid kreditvärdering.[401]

Innan det ovan nämnda Hafnia-fallet avgjordes 1999 fanns ingen rättspraxis rörande revisors ansvar gentemot skadelidande aktieägare,[402] men i Hafnia-fallet ålades revisorerna ansvar för de fel och brister som förekommit i prospektet. Rätten menade att revisorerna hade ingående kunskap om bolaget, varvid de måste varit väl medvetna om de svagheter i underlaget som sedermera offentliggjordes i prospektet. Rätten påpekade vidare att revisorerna inte särskilt gjort gällande att de inte ansvarar för fel och brister i

[398] Clan, M, Revision&Regnskabsvaesen 1989:8.14.

[399] Schaumburg-Müller, P, - Bruun Hansen, E, Børsret, s 160.

[400] Se närmare Langsted, L B m fl., Revisoransvar.

[401] Inställningen är i engelsk rätt den motsatta, dvs att bolagets årsredovisnng endast är avsedd för bolagets ägare, se avsnitt x.

[402] Gomard, B, Aktieselskaber og anpartsselskaber, s 441. Boken är tryckt år 2000.

prospektet.[403]

I Revisorsnaevnets avgörande nr 10379 af 12/05/1998 hade en revisor underlåtit att i prospektet upplysa om att det emitterande bolaget, som var en bank, hade lägre solvensgrad än bank- och sparkasseloven kräver, och drevs vidare på dispens. Nämnden menade emellertid att det tydligt framgick av prospektet att bankens situation var ”så alarmerende, at potentielle investorer ikke kunne vaere i tvivl om, at investering i emissionen var meget risikofyldt,” varvid revisorn undgick ansvar.[404]

7.9 Straffansvar

I Vphl §§ 93-96 stadgas för samtliga ansvarssubjekt böter vid överträdelse av i lagen angivna regler. Överträdelse av vissa av ASL:s regler är straffsanktionerade i §§ 160 och 161. Även överträdelse av børsloven är sanktionerad med böter eller i vissa fall fängelse. I ASL § 54 st 1 fastslås att det till styrelsens plikter hör att ”…sørge for en forsvarlig organisation af selskabets virksomhed”. Regeln är straffsanktionerad i § 161 st 1, varvid organledamot som brister i sitt ansvar att organisera bolaget på ett tillfredsställande sätt kan ådömas straff. I § 161 stadgas såväl fängelsestraff som böter för överträdelse av regler i ASL. För att straff skall utdömas är det tillräckligt att organledamoten förfarit oaktsamt. Det är trots detta ovanligt att regeln tillämpas, varför den i doktrin kritiserats för att vara alltför brett formulerad för att tillämpning skall kunna ske. Krüger Andersen framhåller t ex att lokutionen ”forsvarlig organisation” är alltför vag och obestämd.[405]

I straffeloven, Lovbekendtgørelse nr 849 af 06/09/2000, STRL, § 296 finns en motvarighet till det svenska svindleribrottet, och i § 302 stadgas att ”den som gör urigtige eller vildledende angivelser angående aktieselskabers, andelsselskabers eller lignende företagenders forhold genom offentlige meddelelser, i beretninger, regnskabsopgörelser eller erklaeringer til generalförsamlingen eller nogen selskabsmyndighet, ved anmeldelse til handelsregistret eller aktieselskabsregistret eller i inbydelse til dannelse af sådanne selskaber eller udbud af andele i dem…med böde, haefte eller

[403] Revisorerna har överklagat domen. Angående giltigheten av friskrivningsklausuler se avsnitt x.

[404] Avgörandet s 32 (Retsinfo).

[405] Krüger Andersen, P, Aktie- og anpartsret, s 327: ”regeln ikke er velegnet som strafgrundlag.” ; Langsted, L, Selskabets organisation og ledelsens strafansvar s 166; Werlauff, E, Selskabsret, s 719 och 727. Även Gomard, som menar att straff enligt en så oprecis regel endast kan utdömas i de fall ”det er klart at regeln er overtrådt”, Bestyrelseansvar, UfR 1993 s 145x.

faengsel indtil 1 år."

Domstolarna har varit återhållsamma med att utdöma straff vid förlust på grund av kursfall till följd av felaktig information. I Köpenhavns Byrets dom af 9. Marts 1994, C & G-banksagen,[406] offentliggjordes ett erbjudande om aktieteckning endast ett par månader innan bolaget försattes i konkurs. Av tjugo miljoner DKr hade tre miljoner tillskjutits av småaktieägare, varav flertalet utnyttjat teckningsrätter, och resterande sjutton miljoner av tidigare huvudaktieägare. I prospektet hade lämnats positiva omdömen rörande bankens ekonomi och utveckling. Byretten fann att straffbar handling ej var begången, trots att man konstaterat att prospektmaterialet innehållit felaktiga uppgifter. Grunden för detta var att om emissionen inte genomförts skulle bolaget försatts i konkurs; emissionen var således bolagsledningens försök att rädda bolaget. Domstolen har i fallet sålunda inte ansett felaktiga uppgifter i prospektet vara straffgrundande, i vart fall inte då icke-välinformerade investorer inte lidit större skada än välinformerade investorer till följd av de felaktiga uppgifterna.[407] Enligt Werlauff har i fallet "overlevelsehensynet" ur straffrättsligt perspektiv överskuggat det formella bolags- och börsrättsliga regelverket.[408] På samma sätt som beträffande ansvaret för de nytillträdda organledamöterna i Hafnia-fallet har rätten tagit hänsyn till att bolaget skulle hamnat på obestånd om emissionen inte genomförts.

I såväl EG:s andra börsdirektiv[409] som i Vphl anges att investor genom uppgifterna i prospektet skall erhålla en rättvisande bild av den risk en investering i bolagets aktier skulle komma att medföra. Eftersom upplysning om detta ej lämnats i något av prospekten i respektive fall kan konstateras att domstolens resonemang inte överensstämmelse med regelverket.

Bolagsledningen har dock ålagts straffansvar i ett par fall, exempelvis i samband med konkursen i bolaget Nordisk Fjer år 1993.[410] Ansvar ålades dels bolagets styrelseledamöter på grund av överträdelse av ASL § 54 st 3, vari stadgas straff för bokföringsbrott, dels bolagets direktörer på grund av grovt bedrägeri, dvs överträdelse av STRL § 296, st 1, nr 2.

Nordisk Fjaer var ett välkänt bolag som etablerades 1902 och

[406] 17. Afd. Sag: 73359/90.

[407] Den segmenterade kretsen investerare diskuteras i avsnitt x.

[408] Werlauff, E, Pengeinstitutters emissionsansvar s 10.

[409] Se avsnitt x

[410] En utförlig redogörelse av fallet görs av Bo Langsted i Selskabets organisation og ledelsens straffansvar, s 145 ff. Östre Landsrets dom af 14. December 1993, Afd 9.

börsnoterades 1928. Under 1980-talets senare hälft försämrades bolagets ekonomi, och bolaget försattes i mars 1991 i konkurs. Åklagaren riktade anklagelser om brott mot bolagets styrelseledamöter, ledamöter av direktionen samt bolagets revisorer. Grunden var dels att de underlåtit att ombesörja en tillförlitlig organisation av bolaget, dvs överträdelse av § 54 st 1, dels att de underlåtit att kontrollera att bokföringen och förvaltningen av bolagets förmögenhet sköttes på ett efter bolagets förhållande tillfredsställande sätt, dvs överträdelse av § 54 st 3. Ledamöterna hade vid en rad tillfällen underlåtit att kontrollera revisionsprotokollen i samband med bolagets styrelsemöten. Ekonomichefen hade under styrelsemöten läst upp valda delar ur revisionsprotokollen, men underlåtit att redogöra för vissa uppgifter som var mindre positiva för bolaget. Vid vissa tillfällen hade ekonomichefen även rivit ut sidor ur protokollen, vilket inte uppmärksammats av styrelseledamöterna. De sex styrelseledamöterna ålades böter om mellan 12.000 och 20.000 kronor för överträdelse av § 54 aktieslskabsloven st 1 och st 3. Tre av ledamöterna valde att betala sina respektive böter, medan tre av dem bestred betalningsansvar. Dessa var vice VD samt två arbetstagarrepresentanter i styrelsen.

Åklagaren väckte åtal mot de tre som bestridit ansvar. Domstolen frikände de anklagade organledamöterna från ansvar för överträdelse av § 54 st 1. Motiveringen var att ”da det under bevisförelsen ikke er anfört omstaendigheter, der giver holdepunkter for at antage, at organisationen af selskabets virksomhed har vaereti uforsvarlig, finder retten ikke tiltalens rigtighed for så vidt angår overtraedelse af aktieselskabslovens § 54 stk 1 godtgjort.”[411] Däremot ålades de tre ansvar för överträdelse av ASL § 54 stk. 3, eftersom de undertecknat protokollen utan att läsa igenom dessa. Domstolen fann att banker och investorer blivit vilseledda av räkenskaperna, och att skada uppkommit.[412] Arbetstagarrepresentanterna överklagade domen till Östre Landsret, som fastställde byrettens dom.[413] Landsreten satte dock ned bötesbeloppet till 1.000 Dkr vardera med motiveringen att dessa bägge ledamöter inte haft särskilda förutsättningar för styrelsearbetet.

Fyra ledamöter av bolagets direktion ålades ansvar för överträdelse av STRL § 296, st 1, dvs grovt bedrägeri, för att de lämnat vilseledande upplysningar till Køpenhavns Fondsbørs samt till Erhvervs- og

[411] Köpenhavns Byret, 6 afd., sag. nr. 6636/93.

[412] Enligt den sista offentliggjorda redovisningen hade bolaget ett eget kapital på 886 milj Dkr och ett överskott före skatt på 95 miljoner Dkr. Under rättegången visades att bolagets egna kapital var negativt med 476 milj Dkr, och att det senaste årets verksamhet givit ett underskott på 544 miljoner DKr.

[413] Østre Landsrets dom af 14. December 1993, 9 afd., sag nr. S-3113-93.

Selskabsstyrelsen.[414]

Även bolagets tre revisorer dömdes till straff för överträdelse av STRL § 157, dvs grov pliktförsummelse, och § 296 st. 2 jfr st.1 nr 2 för grovt oaktsamt lämnande av oriktiga upplysningar. Domstolen fann att revisorerna brustit i sin pliktuppfyllelse vid revision av bolagets räkenskaper genom att inte uppmärksamma de oegentligheter som förekommit.[415]

[414] Østre Landsrets dom af18. September 1998 afd. 20 ankesag nr S-3256-96.

[415] I samma dom, dvs Østre Landsrets dom af18. September 1998 afd. 20 ankesag nr S-3256-96.

8 Norge

8.1 Börsbolagens organisation

I Norge har under senare delen av 1990-talet införts nya regler för aktiebolag, varmed regelverket anpassats till såväl EG:s regler, vilka Norge förbundit sig att införliva med inhemsk rätt i och med undertecknande av EES-avtalet, som förändrade marknadsförhållanden. De två bolagsformerna aksjeselskap respektive allmenaksjeselskap regleras nu i var sin lag, lov 13. juni 1997 nr 44 om aksjeselskaper, asl, och lov 13. juni 1997 nr 45 om allmenaksjeselskaper, aasl. Lagarna är i formellt hänseende väsentligt annorlunda än den tidigare gällande 1976 års lag.

Den norska rättstraditionen är mer påverkad av dansk rätt än svensk, men regelverken är i grunden mycket lika. En stor skillnad finns dock precis som mellan de danska och de svenska reglerna rörande aktiebolagets organisation. I Norge kan sålunda ett bolagsorgan, en bedriftsforsamling eller representantskap, inrättas mellan bolagsstämman och styrelsen. Detta organ kan jämföras med det tyska Aufsichtsrat, men till skillnad från detta är i Norge bolagsstämman högsta organ, såsom i den svenska aktiebolagsstrukturen. Bedriftsforsamlingens funktion är beslutande och kontrollerande. Bedriftsforsamlingen har rätt att utse styrelseledamöter, och skall utöva tillsyn över styrelsens och administrerende direktörens förvaltning. Den dagliga verksamheten handhas av en verkställande direktör.

8.2 Värdepappersmarknaden och dess tillsyn och övervakning

Oslo Fondbörs verksamhet är sedan den 1 januari år 2001 reglerad i x Lov om børsvirksomhet m.m, børsloven.[416] I § 3-3 har intagits en regel som stadgar att vid en børs skall inrättas en kontrollkommitté bestående av minst tre medlemmar vilken skall utöva tillsyn över att børsen följer för verksamheten gällande regelverk. Kommittén skall årligen avge rapport om sin verksamhet till bolagsstämman samt till Kredittilsynet, vilket motsvarar den svenska Finansinspektionen.[417] Tillsättande av ett kontrollorgan motiveras i förarbetena bl a med att organet skall övervaka att börsen följer

[416] besl. O. nr .4 (2000-2001).

[417] Kredittillsynet upprättades 1986 i och med sammanslagningen av Bankinspeksjonen och Forsikringsrådet.

värdepappersmarknadsregleringens målsättning som skall präglas av effektiva och välorganiserade marknadsplatser, lika behandling, förutsebarhet och genomlysning.[418]

Finansdepartementet ger koncession till verksamheten, och Oslo Børs är ännu så länge den enda institution i Norge som erhållit koncession. Marknadsvärdet på vid börsen noterade aktier var 1999-12-30 ca 600 miljarder SEK fördelat på 215 bolag.[419]

Det överordnade ansvaret för tillsyn över värdepappershandeln åligger enligt lov 19. juni 1997 nr 79 om verdipapirhandel, vphl, § 12-1 Finansdepartementet. Finansdepartementet är även på flera områden ålagt kompetens att utfärda föreskrifter för närmare reglering av olika delar av värdepappersmarknaden och dess verksamhet. Exempelvis skall Finansdepartementet enligt vphl § 5-5 st 4 utfärda detaljerade regler rörande prospektinnehåll, vilket gjorts i Børsforskrift nr 30 af 17. januari 1994.

Det operativa organet för tillsyn över marknaden och efterlevnad av reglerna i vphl är enligt vphl § 12-1 st 2 Kredittilsynet. Det åligger även Kredittilsynet att övervaka värdepappersföretag, Verdipapirsentralen, Norsk Oppgjørssentral, förvaltningsbolag för värdepappersfond, banker och finansinstitutioner i övrigt. Kredittillsynet har vidare att utfärda föreskrifter rörande dess verksamhet.

Finansdepartementet fastställer i børsloven de mer detaljerade reglerna för börsens verksamhet i børsforskriften. Gällande børsforskrift trädde i kraft 17. januari 1994, och är anpassad till EG:s krav. Børsrådet kan även framlägga förslag till föreskrifter på eget initiativ.

8.3 Prospektregler

Regelverket rörande handel med värdepapper förändrades huvudsakligen i och med införandet av den nya lov om handel med verdipapir av 19. juni 1997 nr 79, vphl. Aasl innehåller inte regler om prospekt, och EG:s prospektdirektiv är implementerat i vphl.[420]

Regelverket skiljer sig markant från de tidigare gällande prospektreglerna i 1976 års aktiebolagslag.[421] Regler för prospekt ges i vphl kap 5. Enligt § 5-5 skall prospekt innehålla de upplysningar som beroende på särskilda förhållanden hos emittenten och slaget av

[418] NOU 1999:3 p 24.6.

[419] Källa: Stockholmsbörsens faktabok 1999 s 45.

[420] Lov om verdipapirhandel av 19. Juni 1997 nr.79.

[421] Lov om aksjeselskaper 4. Juni 1976 nr. 59

värdepappers som bjuds ut till försäljning är nödvändiga för att investorerna skall kunna göra en välgrundad värdering av emittentens finansiella ställning samt de rättigheter som är knutna till ifrågavarande värdepapper. Det generella kravet på att informationen skall upplysa om alla väsentliga förhållanden ställs i vphl § 14-1, medan i § 15-2 ges vissa krav på innehåll. De detaljerade kraven på innehåll i börsprospekt ges i 15 kap børsforskriften. Detaljerade krav på innehåll i övriga prospekt finns i Finansdepartementets forskrift av 7. November 1997 om krav til opplysninger i prospekt vid offentlige tilbud om tegning eller kjøp av omsettlige verdipapir.

I vphl § 5-5 fjärde stycket anges att Finansdepartementet kan fastställa närmare krav på prospektinformation, och med stöd härav har utfärdats den s k prospektforskriften av 7. november 1997. Innehållet skall även motsvara de krav som ställs i børsforskriften.

Alla prospekt som offentliggörs skall inges till börsen, oavsett om bolaget skall inregistreras, noteras eller om offentliggörandet sker utan att bolaget skall börsintroduceras.[422] Är notering ej aktuell skall enligt vphl § 5-8 endast en registrering vid börsen ske. Skall inregistrering av värdepapper ske skall prospektet enligt § 5-7 kontrolleras av börsen. Börsen ger dock inte något formellt godkännande av prospektet. I enlighet med regeln i 5-7 skall även annonser och annat informationsmaterial som skall offentliggöras i samband med börsnoteringen inges till börsen, som har att avgöra huruvida dokumenten skall granskas innan de offentliggörs. Börsen kan därvid förbjuda att materialet offentliggörs. Här betonas att börsens godkännande av materialet inte innebär ett godkännande av detsamma, och heller inte hindrar ett senare meddelar förbud om offentliggörande materialet ifråga.

I förarbetena till tidigare gällande börslag konstaterades att börsen inte har någon generell skyldighet att undersöka om det föreligger faktiska förhållanden som medför att prospektet ger en oriktig eller vilseledande bild av bolaget, utan börsens kontroll inskränker sig till en formell granskning av att prospektet innehåller de upplysningar som krävs enligt lag och föreskrift.[423] Här angavs att uppenbara felaktigheter bör upptäckas vid granskningen.[424] I förarbetena till den nya börslagen har lagstiftaren ingående diskuterat registreringsförfarandet i fall där inregistrering av värdepapper ej är

[422] I NOU 1999:3 föreslås dock att Brønnøysund Register, Foretaksregistret, skall registrera emissionsprospekt och noteringsprospekt, 20.4.7.1 st 5 x.

[423] Ot. Prp.nr.29 (1996-97) s 100.

[424] NOU 1996:2 s 155.

för handen.[425] Processen beskrivs som

- en värdering av huruvida det insända dokumentet är ett prospekt, och om så är fallet
- registrering av detta i en offentligt tillgänglig databas skall ske,
- vilket bekräftas till emittenten varefter dokumentet skall bevaras.

Någon kontroll av i prospektet lämnade uppgifter skall sålunda ej ske ifråga om prospekt i samband med aktier som ej skall inregistreras.

Den prospektförklaring styrelseledamöterna skall avge i prospektet enligt EG:s direktiv 3 kap 6 § respektive 17 kap 6 § är intagen i vphl § 5-10. Även enligt børsforskriften § 14-2 är det styrelsen som är formellt ansvarig för innehållet i prospektet.

I vphl § 5-13 stadgas att ”aksept av tilbud som nevnt i § 5-1 ikke er bindende dersom prospekt, annonser mv. som nevnt i § 5-7 inneholder villende eller ufullstendige opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å akseptere tilbudet…” Regeln är enligt förarbetena tillkommen som ett komplement till de allmänna regler som följer av avtaleloven och som är preciserade i aksjeloven[426] Ansvar enligt regeln är strikt, och i förarbetena anges att börsen skall företa en objektiv värdering vid sin granskning av prospektet.[427] Andenaes menar att regeln dock knappast skall tolkas så att varje bristfällighet av väsentlighet leder till att teckningen kan ogiltigförklaras,[428] utan att en bedömning in casu måste göras. Andenaes menar att troligen blir för bedömningen avgörande huruvida uppgiften ifråga kan anses vara så väsentlig att den genomsnittlige investorn inte skulle ha tecknat sig för några aktier i bolaget om han känt till det verkliga förhållandet.[429]

Enligt vphl är det börsen som skall pröva om överträdelse av regeln skett. I förarbetena diskuterades huruvida börsen verkligen var rätt forum att pröva frågor av denna typ; börsen skulle ju möjligen kunna bedömas vara medansvarig eftersom man granskat och godkänt innehållet. Lagstiftaren nöjde sig dock med att aktietecknare har möjlighet att överklaga börsens beslut till Børsklagenemnda, och även hänskjuta frågan till domstol.[430]

---

[425] NOU 1999:3 20.4.7.1 st 3.x

[426] NOU 1996:2 s 159.

[427] NOU 1996:2 s 160.

[428] Yrkande om ogiltigförklaring kan dock endast framställas innan registrering skett, se nedan.

[429] Andenaes, M, Aksjeselskaper og allmenaksjeselskaper, s 113.

[430] NOU 1996:2 s 159.

8.4 Skadestånd

Den norska aktiebolagslagen innehåller i sin omarbetade form inte några regler om organledamöters skadeståndsskyldighet gentemot aktieägare eller annan.[431] I lagen stadgas endast i § 17-1 anvar för styrelseledamöter gentemot bolaget, ett s k internt ansvar.[432] I förarbetena anges inte något skäl till vaför lagstiftaren valt att sålunda lyfta ut det externa ansvaret ur aasl. Detta leder emellertid till att skadeståndsansvaret i stället får grundas på allmänna skadeståndsrättsliga regler och principer.

Utvecklingen av den norska skadeståndsrätten är mycket lik den danska, och även här utgjorde tidigare det under avsnitt x nämnda rättsstridighetsbegreppet grunden för ersättning.[433] Inte heller i norsk rätt är förmögenhetsskada begränsad av någon spärregel, utan samma regler för ersättningsansvar gäller enligt Lov om skadeerstatning 13. Kleineman konstaterar att de norska domstolarna åtnjuter en betydande frihet att söka sig fram till bedömningar om ansvarsgränser vid rena förmögenehtsskador.[434] Kleineman exemplifierar med RG[435] 1982 s 832, i vilket mål domstolens bedömning huvudsakligen grundades på en rättspolitisk argumentation, utan att domstolen därvid ansåg sig tvingad att följa allmänna skadeståndsrättsliga analysprinciper.

Norman Aarum konstaterar att ansvaret vid förmögenhetskada grundas icke lagstadgad culpaprincip, och att denna otvivelaktligen omfattar tredjeman.[436] Även Normann Aarum framhåller på att domstolarna i rättspraxis underlåtit att dra upp generella riktlinjer för bedömning av prospektansvarsfallen. Hon menar att domstolarna i ifrågavarande fall i stället för att söka finna en objektiv tolkningsprincip lagt sin vikt på omständigheterna in casu, samt uppgiftslämnarnas subjektiva uppfattning. Enligt Normann Aarum skulle en objektiv tolkningsprincip ur ett rättstekniskt perspektiv vara att föredra framför att i varje enskilt fall inge sig på en omständlig värdering av förhållandet vid var enskild fråga in casu. Normann Aarum påpekar att i vart fall då teckningsinbjudan riktar sig till allmänheten, och gäller ett större antal tecknare, tolkningsprinciper som kräver en individuell värdering av omständigheter i saken är

[431] Lagen trädde i kraft 1999 01 01.

[432] En redogörelse för det interna respektive externa ansvaret ges under avsnitt x.

[433] Se bl a Stang, F, Erstatningsansvar; Andersen, K, Erstatningsrett.

[434] Kleineman, J, Ren förmögenhetsskada, s 80.

[435] Rettens Gang.

[436] Normann Aarum, K, Indirekte aksjonaersansvar, på s 65.

”vanskelig at använde.”[437]

8.5 Rekvisit för ansvar

Kravet på orsakssamband är inte lagfäst, men såväl i rättspraxis som doktrin ställs kravet på culpa, samt att skadan skall vara en adekvat följd av den ansvarsframkallande handlingen eller underlåtelsen. I Rt 1937 s 501 yrkade aktietecknare krav på ersättning från ett bolags organledamöter på den grund att personerna ifråga i teckningsunderlaget underlåtit att upplysa om vissa väsentliga fakta, dvs fallet rörde ett förtigande av en uppgift. Domstolen fann emellertid att käranden troligen skulle fattat beslut om investering i ifrågavarande aktier även om han ägt kunskap om det verkliga förhållandet. Adekvanskravet ansågs förljaktligen inte vara uppfyllt, varför yrkandet avslogs.[438] Domen tyder emellertid på att rätten skulle utdömt ersättning om uppgiften varit av större vikt för bedömningen av risken med investeringen.

Lødrup anför att förmögenhetsskada står i en skadeståndsrättlig särställning, och att det inte är alldeles självklart att samma regler för bedömning av ersättningsmöjligheten gäller som vid andra typer av skada.[439] Lødrup påpekar att det i norsk teori och praxis finns en klar tendens att uppställa adekvansen som ett självständigt villkor för ansvar.[440] Juni 1969 nr 26, skl, kap 4 vid sak- och førmøgenhetsskada. Hagstrøm har sökt fastställa rättsläget vid ersättning för ren förmögenhetsskada genom en bedömning av i vilken utsträckning skadan var inte bara en normal följd av det aktuella handlandet, utan även var förutsebar.[441] Normann Aarum diskuterar tillämpligheten av kravet på tillit vid skador på värdepappersmarkanden och påpekar att i situationer som rör skada på värdepappersmarknaden särskilda problem uppkommer i anslutning till detta kravet. Hon menar att om krav på transaktionssamband skall föreligga, dvs att investor skall för att ersättning skall utgå ha förlitat sig på den vilseledande uppgiften vid sitt beslut om investering i aktien, detta kan leda till att ansvar ej åläggs aktuellt ansvarssubjekt även i situationer där ansvarssubjektets oaktsamhet förorsakat skada.[442] Liksom i svenska förarbeten anses risken med en stor krets ersättningsberättigade i norska förarbeten och doktrin dessutom delvis kunna lösas med stöd av den allmänna

[437] Normann Aarum, K, Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper, s 426.

[438] Adekvanskravet har även fastställts i exempelvis Rt 1923 s 774, Rt 1929 s 705, Rt 1937 s 501 och Rt 1979 s 46.

[439] Lødrup, P, Laerebok i erstatningsrett, s 50.

[440] Lødrup, P, Laerebok i erstatningsret, s 289 f.

[441] Hagstrøm, V, Culpanormen. Se även avsnitt x.

[442] Normann Aarum, K, Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper, s 243.

jämkningsregeln i skl § 5-2.[443] ”Erstatningsansvaret kan lempes når retten under hensyn til skadens størrelse, den ansvarliges økonomiske bæreevne, foreliggende forsikringer og forsikringsmuligheter, skyldforhold og forholdene ellers finner at ansvaret virker urimelig tyngende for den ansvarlige. Det samme gjelder når det i særlige tilfelle er rimelig at den skadelidte helt eller delvis bærer skaden.”[444]

8.6 Bolagets ansvar

8.6.1 Ogiltighet av aktieteckning

Enligt aasl § 2-10 gäller att aktieteckning efter registrering inte kan ogiltigförklaras när aktieteckningen är ogiltig enligt allmänna förmögenhetsrättsliga principer. Emellertid anges i regeln att ”(r)egistreringen gjör likvel ikke tegningen bindende når den er forfalsket, foretatt under grov tvang eller i strid med vergemålsloven…” Reglerna motsvarar sålunda de svenska reglerna rörande ogiltighet av aktieteckning, dvs aktieteckning kan vid bolagsbildning ogiltigförklaras endast fram tills dess att registrering av aktieinnehavet skett. Till skillnad från den svenska ABL anges dock i aasl att ogiltigförklaring kan ske även efter registrering skett i de fall s k starka ogiltighetsgrunder är för handen.[445] Stadgandet i vphl § 5-13 anger att ogiltigförklaring av aktietecknen med stöd av regeln inte kan ske efter det den frist som uppställt i aksjeloven § 2-5 löpt ut. Ogiltigförklaring av aktieteckning enligt vphl bedöms således enligt samma regler som ogiltighet vid bolagets bildande, dvs ogiltigförklaring kan ej ske efter registreringen utom i fall av stark ogiltighetsgrund. Att aktieteckningen varit behäftad med villkor likställs ur ogiltighetssynpunkt med ogiltigförklaring av aktieteckning, dvs aktieteckningen är giltig efter registreringstidpunkten även om villkoret strider mot andra aktiebolagsrättsliga regler.[446] Eventuella villkor som aktieteckningen varit behäftad med faller sålunda bort i samband med registreringen.

I aasl § 2-10 anges även att i det fall aktieteckning ogiltigförklarats, styrelsen kan sätta ned aktiekapitalet med motsvarande belopp, så länge aktiekapitalet inte understiger i lagen angivet minsta aktiekapital.[447]

I § 10-7 anges att vid höjning av aktiekapitalet genom nyemission § 2-

[443] Id s 127; Lødrup, P, Laerebog i ersttningsret, s 249; Ot prp nr 19 (1974/75) s 215. För svenska förhållanden se avsnitt x. x.

[444] Ot prp nr 19 1974/75 s 215.

[445] Se avsnittx.

[446] Id, s 83; Marthinusen, H F – Aarbakke, M, Aksjeloven, s 55.

[447] En miljon Nkr.

5 skall tillämpas, vilket innebär att även vid nyemission aktieteckning endast kan förklaras ogiltig innan registrering av kapitalhöjningen skett. Andenaes påpekar dock att eftersom vissa av reglerna rörande kapitalhöjning över huvud taget inte är till för att skydda investorerna kan en investor inte kräva ogiltigförklaring med stöd av dessa regler även om de överträtts,[448] och talan om ogiltighet får i stället föras med stöd av reglerna om ogiltighet av bolagsstämmobeslut i aasl vphl § 5-22.[449]

Såväl aasl som vphl stadgar sålunda att ogiltigförklaring av aktieteckningen kan begäras tills dess aktieinnehavet registrerats, och även efter denna tidpunkt i fall av stark ogiltighetsgrund.

Även i norsk rättspraxis och doktrin har, liksom i Sverige,[450] en restriktiv hållning gjort sig gällande ifråga om bedömningen av aktietecknares möjlighet att få aktieteckningen ogiltigförklarad, såväl vid bolagsbildning som vid senare kapitalhöjning. I portalfallen Rt 1926 s 512 och Rt 1932 s 145 fastslogs att oriktiga och missvisande upplysningar i prospektet inte kunde utgöra grund för ogiltigförklaring av aktieteckningen.[451] Højesterett har i denna äldre praxis haft inställningen att om en organledamots culpöst vilselett investeror det är den oaktsamme organledamoten som skall ersätta skadan, i stället för att ogiltigförklaring av aktieteckningen skall ske.[452] Aarbakke påpekar i anslutning härtill att ansvarregler rörande organledamöter är avsedda att fånga upp en aktietecknares behov av ogiltigförklaring av aktieteckningen. Även i Rt 1915.265 har Højesterett avslagit ett yrkande om ogiltigförklaring av aktieteckning på grund av registrering skett. I målet ålades dock bolagets styrelseledamöter ansvar för de vilsseledande uttalanden om bolagets framtid som intagits i teckningsinbjudan.[453] I ett rättsfall från senare tid, Rt 1988 s 982, Norske Cruise-dommen, kom dock rätten till motsatt slutsats. Målet gällde visserligen teckning av andelar i ett K/S, men domstolens argument rörde skyddet för bolagets kapital. I fallet biföll domstolen kärandens talan om att få teckningen ogiltigförklarad trots att registrering skett. Domstolens argumentation grundades på att det är egalt för bolagsborgenärena om den ogiltighetsgrundande händelsen

[448] Id, s 409.

[449] Andenaes exemplifierar med rättsfallet Rt. 1932.145, där beslut om höjning av aktiekapitalet fattas av en minoritet av bolagets aktieägare, idem.

[450] Se avsnitt x.

[451] Däremot ålades styrelseledamöterna ansvar, se nedan. I Rt 1928 s 736 yrkade aktietecknare ersättning av ett bolag på den grund att bolagets styreselledamöter förfarit oaktsamt vid värdering av apportegendom som tillförts bolaget. Yrkandet avslogs, men på grund av att rätten menade att oaktsamhet ej förelegat.

[452] Se även Rt 1934 s 946.

[453] Se avsnitt x

inträffat före eller efter registreringen, eftersom borgenärsintresset endast skadas i de fall bolaget är insolvent.[454]

I ett par avgöranden från senare tid har dock fastslagits att tidigare gällande rättsläge kvarstår i Norge. Även i Rt 1996 s 1463, Labogas-domen, var visserligen fråga om ogiltighet av andelar i ett kommanditbolag, men Højesterett klargör obiter att rättsläget gäller även i fråga om aktiebolag. I domen slår Højesterett fast att ”…et erstatningskrav må rettes mot personer som eventuelt er ansvarlige for uriktige opplysninger i tegningsgrunnlaget.”[455] Højesterett konstaterar i domen att inte ens medel överskjutande det bundna kapitalet kan användas till att ersätta aktietecknare. Det avgörande, menar rätten, är att ersättningskrav från investorerna kan försvaga skyddet för bolagets kapital till nackdel för bolagets borgenärer. Det är således inte fråga om huruvida det bundna kapitalet in casu blir förbrukat, utan en generell inställning att krav från aktieägare kan framtvinga situationer där det bundna kapitalet, som skall utgöra skyddet för bolagsborgenärerna, förbrukas. Innebörden av uttalandet torde vara att krav på ersättning inte kan riktas mot bolaget, utan i stället mot de personer som ansvarat för uppgifterna.

I praxis har fastslagits att aktieteckning är bindande även om den skett med stöd av felaktiga dokument, dvs när ett formellt fel är begånget vid registreringen.[456] Att formellt fel ej utgör ogiltighetsgrund har i doktrin ansetts utgöra ett argument för att även vid vilseledande uppgifter i teckningsinbjudan aktietecknaren är avskuren från möjligheten att få aktieteckningen ogiltigförklarad.[457]

8.6.2 Bolagets skadeståndsansvar

Liksom i de övriga nordiska länderna nämns inte frågan om bolagets skadeståndsansvar i lag. Som nämnts ovan är den rådande inställningen att det är bolagets organledamöter och inte bolaget som skall förpliktas att utge skadestånd till vilseledda aktietecknare. Organledamots ansvar används sålunda som ett argument mot att ersätta aktietecknare ur bolagets medel, eftersom skadelidande aktietecknare kan rikta sina anspråk mot stiftare eller organledamöter i stället.[458] Även i två underrättsfall från senare tid, Oslo byretts dom 10 desember 1993, Christiania Bank och Kreditkasse A/S, samt i Bergen

[454] Jfr avsnitt x.

[455] Rt 1996 s 1463 s 7 f.

[456] Rt 1978.786; Rt 1997.1010..

[457] Augdahl, P, Aksjeselskapet etter norsk rett s 79 f, Andenaes, M, Aksjeselskaper og allmenaksjesselskaper , s 109 f; Marthinhussen, H F – Aarbakke, M, Aksjeloven, s 85.

[458] Aarbakke, M,Ugyldighet, mislighold og ansvar, TfR 1989 s 333 på s 338.

byretts dom 4 augusti 1998, Vital Forsikring ASA/DNO ASA,[459] har konstaterats att aktieägare inte kan kräva ersättning från det felande bolaget på grund av principen om skyddet för bolagets borgenärer. I Vital-dommen, som rörde ersättning för förlust vid handel på sekundärmarknaden, koncentrerar sig rätten på frågan om aktieägaren över huvud taget kan kräva ersättning från bolaget. Domstolen konstaterade att frågan om bolagets ersättningsansvar inte är direkt reglerad i lag, men att regeln i aksjeloven § 2-5 om att aktieägare inte kan få aktieteckning ogiltigförklarad på grund av fel i teckningsdokumenten i rättspraxis och doktrin tolkats som att aktieägare inte äger rätt att få aktieteckningen ogiltigförklarad efter det registrering skett. Man konstaterar att i Labogasdomen[460] fastslagits att inte ens medel överskjutande det bundna kapitalet kan användas till att ersätta aktietecknare. Rätten tolkar denna dom så att det inte endast är i förhållande till oriktiga upplysningar i teckningsunderlaget, utan även vid oriktigheter som framkommit vid senare tillfälle som investorer är avskurna från möjlighet till ersättning. Det avgörande, påpekar rätten liksom i Labogas-domen, är att ersättningskrav från investorerna kan försvaga skyddet för bolagets kapital till nackdel för bolagets borgenärer.[461] Rätten upprepar domstolens uttalande i Labogas-domen, vilket innebar att det inte är fråga om huruvida det bundna kapitalet in casu blir förbrukat, utan en generell inställning att krav från aktieägare kan framtvinga situationer där det bundna kapitalet, som skall utgöra skyddet för bolagsborgenärerna, förbrukas. Även i norsk doktrin framhålls kortfattat att bolaget inte kan åläggas ersättningsansvar med hänsyn till skyddet för bolagets borgenärer. [462]

8.7 Organledamöternas ansvar

Den prospektförklaring som styrelsen enligt EG:s andra börsdirektiv skall lämna i prospektet finns intagen i vphl § 5-10. Även enligt børsforskriften § 14-2 är det styrelsen som är formellt ansvarig för innehållet i prospektet. Överträdelse av vphl är dock inte sanktionerad med skadeståndsansvar. Som nämnts ovan leder detta till att skadeståndsansvaret i stället får grundas på en icke lagstadgad

[459] Christiania Bank och Kreditkasse A/S Oslo byretts dom 10 desember 1993 (sak 92-07397 A/67), parterna förliktes, Vital Forsikring ASA/DNO ASA Bergen byrett 4 augusti 1998, sak nr 96-2147 A

[460] Se s x.

[461] Vital domen s 7.

[462] Augdahl, P, Aksjeselskapet etter norsk rett , s 287 f.; Marthinusen, H F – Aarbakke, M, Aksjeloven, s 108; Normann Aarum, K, Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper, s 402; Saebø, R, Insidehandel med verdipapir, s 569 ff.

culpaprincip. Normann Aarum påpekar att mål rörande styrelseledamöters ersättningsansvar är ovanliga i Norge, och menar att detta delvis beror på processkostnaden relativt det investerade kapitalet.[463] Normann Aarum anför att det därför kan finnas anledning att ifrågasätta huruvida ett ansvar för styrelseledamöterna bör begränsas. Normann Aarum menar att aktieteckningen konsituterar ett inomobligatorisk relation mellan aktietecknare och organledamöter, eftersom styrelseledamöterna är bolagets ställföreträdare. Normann Aarum anför att styrelseledamöterna endast skall åläggas ansvar gentemot vilseledda aktieägare som köpt aktier med de bristfälliga uppgifterna som underlag. Är däremot den skadelidande parten en avtalspart varmed bolaget ingått annan typ av avtal med, dvs fråga är inte om aktieteckning, bör i stället bolaget bära ansvaret, eftersom de regler som uppställer krav på information i teckningsinbjudan och prospekt endast riktar sig mot investerarkretsen.[464] Normann Aarum påpekar att undantag skall göras för styrelseledamöters ansvar för uppgifter lämnade i den ekonomiska rapporteringen, för vilken styrelseledamöterna bör bära ett ansvar.

Någon prövning av styrelseledamöters ansvar för bristfällig information har ej gjorts av Højesterett på senare tid. I en rad äldre fall har dock styrelseledamöters ansvar för vilseledande uppgifter i samband med teckning av aktier prövats. Styrelsens ansvar för vilseledande uppgifter slogs fast i Rt 1915.265, där bolagets styrelseledamöter i en inbjudan till teckning av aktier oriktigt uppgivit att de anlitat expert för en uppskattning av bolagets framtida intjäningsförmåga. Højesterett klargjorde i målet att det inte skall åligga aktietecknare en plikt att själv undersöka huruvida uppgifterna i teckningsinbjudan överensstämmer med verkliga förhållanden. Højesterett redovisade samma inställning i Rt 1926.471, vari stiftare av ett aktiebolag ålades ersättningsansvar på grund av vad rätten bedömde vara grov oaktsamhet. Bolaget var ett s k skeppsaktiebolag, och styrelsen hade i teckningsinbjudan felaktigt uppgivit att varv där skepp skulle byggas var ”förstklassigt”. I underrätt hade styrelseledamöterna friats från ansvar på den grund att rätten ålagt de aktietecknare som var bosatta där varvet var beläget undersökningsplikt rörande uppgifterna. Højesterett tog dock avstånd till att ålägga aktietecknare en dylik undersökningsplikt rörande i teckningsinbjudan positiva uppgifter.[465] I Rt 1909 s 145 yrkade skadelidande aktietecknare ersättning av ett bolags stiftare på grund av

[463] Normann Aarum, K, Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper, s 132 f.

[464] Id s 133 f.

[465] Se även Normann Aarum, id bl a på s 441.

att man i teckningsinbjudan bl a angivit att föremålet för verksamheten, ett vattenverk, skulle kunna byggas ”utan större omkonstnader”. Højesterett avslog yrkandet dels med motiveringen att ansvar ej bör åläggas uppgiftslämnare då uppgiften dels varit av så skönsmässig natur, dels på grund av att ansvar ej bör åläggas uppgiftslämnare för omständighet som är ”allmänt känd”. Att det inte är kostnadsfritt att bygga ett vattenverk ansågs av rätten vara ett förhållande som borde stå klart för var och en.

I Rt 1931.1011 har rätten varit mycket generös vid culpabedömningen. Frågan rörde vad som utgör överträdelse av redovisningsreglerna.[466] Styrelsen för ett aktiebolag hade i årsredovisningen utelämnat uppgift om ett omfattande garantiåtagande. Domstolen fann att förtigandet inte stred mot lagens krav på innehåll i årsredovisning, och avslog kärandens yrkande om skadestånd.

Även i ett underrättsfall från senare tid, dom og kjennelse av 22 april 1998 i Borgarting lagmansrett 1998,[467] har kravet på att uppgifterna skall vara vilseledande bedömts mycket strängt. Investmentföretaget Investa hade med stöd av uppblåsta siffror i balans- och resultaträkning under en tid upptagit stora lån. Efter bolagets ackord begärde 102 skadelidande borgenärer ersättning av styrelseledamöter och revisorer i bolaget för oriktig och vilseledande information i bolagets ekonomiska rapportering. Rätten fann emellertid att uppgifterna inte var tillräckligt vilseledande för en fällande dom.

I doktrinen framhålls att såväl styrelse som verkställande direktör bör kunna åläggas ansvar för brister i prospekthandling.[468] Normann Aarum påpekar att reglerna angående inbjudan till teckning av aktier stadgar att alla uppgifter som är väsentliga vid bedömning av aktieteckningen skall lämnas, och att det därför inte kan komma som en överraskning att lämnade uppgifter har påverkat investor i hans beslut om aktieteckning.[469] Normann Aarum menar emellertid att det

[466] H.R.D. i Retstidene 1931 s 1011.

[467] Sak nr 95-03002 och 96-00893 K. Bergen Kunstforening m fl - Mange Jordanger m fl. Domen är överklagad till Højesterett.

[468] Normann Aarum, K, Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper, s 130 ff, s 415 ff; Augdahl, P, Aksjeselskapet etter norsk rett, s 287 f. Resonemangen förs dock i dessa källor med stöd av gamla asl.

[469] Normann Aarum instämmer dock med Hagstrøm i att vid ersättning i situationer som inte är inomobligatoriska det inte är tillräckligt att grunda ansvaret på en culpabedömning, utan att även frågan om uppgiftslämnaren varit medveten om vilka som skulle kunna komma att vara mottagare av informationen måste ställas, id s 130 med hänvisning till Hagstrøm, V, Informationsansvar. Om villedning av annen enn kontraktspart, TfR 1989 s 196 ff på s 209. Se även det engelska rättsfallet Caparo Industries plc v Dickman, avsnitt x.

är osäkert om enligt gällande rätt organledamöter kan åläggas ansvar även gentemot skadelidande aktieägare som köpt aktier i en sekundärmarknadstransaktion. Hennes inställning är att det är onaturligt att avgränsa sekundärmarknadstransaktioner, eftersom det vid bägge typerna av handel rör sig om samma intressen. Normann Aarum menar vidare att en begränsning av den ersättningsberättigade kretsen kan göras genom att man uppställer en presumtion om orsakssamband i fråga om teckning av aktie, men att vid skada på sekundärmarknaden skall krävas att tillitsrekvisitet är uppfyllt. Orsakssamband skall sålunda presumeras föreligga vid transaktioner på primärmarknaden så snart teckningsinbjudan innehållit en brstfällig uppgift, medan vid skada på sekundärmarknaden det åligger den skadelidande att bevisa att han fattat sitt beslut om investering i aktien i förlitan på den aktuella uppgiften.[470]

Utöver ansvar enligt skl diskuteras i doktrinen huruvida styrelseledamöterna kan hållas ansvariga på objektiva grunder vad gäller innehållet i de särskilda ansvarsförklaringar som styrelsen lämnar i prospektet. Sålunda har Bergo framfört tanken att förklaringen uppfyller kraven på strikt ansvar i enlighet med allmänna avtalsrättsliga ersättningsregler såväl vad beträffar att samtliga relevanta uppgifter är medtagna i prospektet som att prospektet ger en adekvat bild av verkliga förhållanden.[471] Bergo framhåller emellertid att avsikten med vphl § 5-20 och börsföreskriften § 14-2 inte var att ändra de civilrättsliga ansvarsreglerna, utan trots förklaringen gäller endast ansvar vid culpa.[472]

8.8 Emissionsinstitutets ansvar

Enligt børsforskriften § 15-2 p 6.2. skall även de personer som varit delaktiga i att ta fram information till prospektet, och som medverkat vid emissionen, avge en förklaring om det arbete som utförts i anslutning till prospektet. Detta betyder att såväl emissionsinstitut som revisor skall lämna redogörelser i enlighet med regeln. Emissionsinstituten åtar sig häri oftas endast ansvar för den fysiska utformningen av prospektet. Prospekten innehåller även ofta klausuler där man friskriver sig från ansvar för innehållet.[473]

I Norge regleras emissionsinstitutets ansvar i vphl § 11-6, vari uttryckligen stadgas att ”… ved kjöp eller salg av finansielle instrumenter gjennom verdipapirforetak gjelder de alminnelige regler

[470] Id s 131.

[471] Se diskussion under avsnitt friskrivningar – prospektförklaring.xx

[472] Bergo, K, Børs- og verdipapirrett, s 403.

[473] Angående giltigheten av friskrivningar se avsnitt x.

om avtalers ugyldighet tilsvarende i forholdet mellom kjøper og selger…".[474] Således bortser man ifrån att det inte föreligger ett kontraktsförhållande mellan emissionsinstitut och köpare och "skär igenom" den formella avtalsrelationen.[475] Köparen kan vända sig till företrädare för emittentbolaget med sina anspråk, alternativt välja att rikta anspråken mot emissionsinstitutet. Även i vphl § 9-2 åläggs emissionsinstitutet uttryckligen ansvar för uppgifter i anslutning till handel med aktier.[476]

Vid handel på sekundärmarknaden uppträder emissionsinstitutet i rollen som fondkommissionär,[477] och i vphl har lagstiftaren valt att uttrycka en kontraktsmodell för relationen fondkommissionär – aktieköpare. Fondkommissionären uppträder i eget namn vilket enligt vphl § 11-1 medför att han har säljaransvar gentemot köpare. Anledningen till detta är att kontrahenterna på andrahandsmarknaden vanligen är anonyma. Vid teckning av aktie är säljaren känd, varvid reglerna i vphl § 11-1 inte är tillämpliga.[478]

Emissionsinstitutets ansvar för information vid emission har prövats i ett fåtal rättsfall. I ett fall från Stavanger byrett, Kongeparken A/S, restes frågan om prospektansvar för ett emissionsinstitut.[479] Ett bolag hade bildats för etablering av en nöjespark. Bolaget försattes i konkurs ca sex veckor efter det nöjesparken öppnats för allmänheten. 67 personer som tecknat aktier i anledning av erbjudandet yrkade ersättning för sin förlust från det emissionsinstitut som utformat prospektet. Grunden för yrkandet var att emissionsinstitutet varit oaktsamt vid utformande av innehållet i prospektet, vilket bl a innehållit felaktiga uppgifter rörande projektets ekonomi samt budgets som varit överdrivet optimistiska. Emissionsinstitutet hade därmed brutit mot vphl § 9. Domstolen konstaterade att i NOU 1978:42 s 103 slagits fast att emissionsinstitut inte får medverka till att sprida vilseledande uppgifter. Vidare fastslogs att regler för att fastställa ansvaret för medverkande emissionsinstitut återfanns i vphl §§ 5, 9 resp 18 och NOU 1978:42 s 156. I domen anges även att "ledning kan

[474] Redan i tidigare gällande vphl § 46 stadgades att "Fondmeglerforetak skal erstatte den skade som voldes oppdragsgiveren, dersom foretaket forsømmer sine plikter i forbindelse med oppdraget." I förarbetena till dessa regler uttalades att mäklarens ansvar även omfattar "tap som er oppstått på grunn av hands forsømmelser i forbindelse med medvirkning ved emissioner,"NOU 1978:42 s 169.

[475] NOU 1995:1 s 101 och 109.

[476] Stk 5: Emissionsinstitutet skall "…på en egnet måte gir kunden de nödvändige opplysninger…"

[477] Se avsnitt x.

[478] Fär emissionsinstitutets ansvar enligt KöpL samt KommL se avsnitt x respektive x.

[479] Stavanger byretts dom 18 desember 1987 sak 87-178 A VI Kongeparken AS.

erhaalles vid laesning av Sjur Braekhus, Meglerens rettslige stilling, s 270."[480]

Domstolen tog ställning till ett ansvar enligt vphl § 5, vari stadgas att "god forretningsskikk" skall iakttas vid erbjudanden till allmänheten, samt § 9 som stadgar att emissionsinstitutet skall agera i enlighet med "god meglerskikk." Man konstaterade att vissa formella fel begåtts, men slog fast att dessa fel ej kunnat påverka aktietecknares investeringsbeslut. Vidare fastslogs att visserligen innehöll prospektet en rad uppgifter vilka på grund av att de inte var tillräckligt väl underbyggda var felaktiga. Emellertid menade domstolen att mot bakgrund av vilka fysiska personer samt institutioner som var ansvariga för projektet Kongeparken det inte fanns anledning för emissionsinstitutet att ifrågasätta de uppgifter man erhållit från uppgiftslämnarna. Domstolen menade exempelvis att det inte var emissionsinstitutets ansvar att ifrågasätta i prospektet intagna budgets, utan att ansvaret att bedöma huruvida de uppgifter om antal besökare som intagits i prospektet var realistiska eller ej ålåg respektive potentiell investor. Man hade vidare inställningen att det inte ålåg emissionsinstitutet att ifrågasätta uppgifter om budgeterade sponsorintäkter.

Domstolen uttalar i domen att det stora intresse för aktieteckning som projektet Kongeparken rönte inte var hänförligt till uppgifterna i prospektet, utan till den massiva marknadsföring av projektet som bedrivits i samband med emissionen. Oaktsamhet bedömdes ej föreligga från emissionsinstitutets sida.

I det ovan nämnda Labogas-fallet prövades även emissionsinstitutets ansvar. Emissionsinstitutet hade använt sig av en rapport från emittentbolagets tekniske expert som underlag för vissa uppgifter som intagits i prospektet, och uppgifterna hade efter offentliggörande av prospektet visat sig vara oriktiga. Frågan rörde i domstolen huruvida emissionsinstitutet förfarit oaktsamt genom att inte undersöka uppgifternas riktighet. Emissionsinstitutet ålades ej något ansvar. Grunden för detta var att emissionsinstitutet tidigare anlitat uppgiftslämnaren, och dennes uppgifter inte vid något av dessa tillfällen innehållit oriktigheter. Rätten menade således att svaranden haft fog för sin tillit till expertens uppgifter. Ansvaret för den tekniske experten prövades ej i målet.

8.9 Revisors ansvar

Revisor är enligt lov 01.08.1999 om revisjon og revisorer 8-1 skyldig ersätta skada som han uppsåtligt eller oaktsamt vållat under utförandet

[480] Domen på s 37.

av sitt uppdrag. En indikation om att ansvar kan åläggas en revisor gentemot tredje man fås möjligen av Rt 1993 s 1399. I fallet hade en revisor felaktigt intygat att vid ett bolags bildande aktiekapitalet var inbetalt. Rätten konstaterade att möjligheten att bolagets företrädare efter inbetalning av aktiekapitalet förbrukat detsamma inte kunde frita revisorn från ansvar. Revisorn ålades ansvar gentemot bolagets borgenärer efter det att bolaget försatts i konkurs.[481] Även i doktrin har framförts att revisor, i vart fall med stöd av tidigare gällande ansvarsregel i asl § 15-2, ansvar torde kunna åläggas revisor gentemot skadelidande investorer.[482]

8.10 Straffansvar

För överträdelse av prospektreglerna i vphl är straffet böter eller fängelse i upp till ett år. Detta uttrycks i vphl § 14-3, som stadgar straff för den som vårdslöst eller oaktsamt lämnar vilseledande eller oriktiga uppgifter i ett prospekt. Stadgandet omfattar även vårdslöst eller oaktsamt vilseledande i eventuellt marknadsföringsmaterial som offentliggjorts i anslutning till prospektet eller emissionen. Även överträdelse av børsloven är sanktionerad med böter eller i vissa fall fängelse.

I §§ 270 respektive 271 i lov 22.05.1902 nr. 10 straffelov, stral, finns en motsvarighet till det svenska bedrägeristadgandet i 9 kap 1 § BrB. Straffet för grovt bedrägeri i 271 § är upp till sex års fängelse. Straffet för svindleri är uppdelat på två stadganden, 273 § samt 274 §. Den som culpöst lämnar vilseledande uppgifter för att påverka priset på en vara eller ett värdepapper kan enligt § 273 dömas till upp till fyra års fängelse. Med fängelse i upp till fyra år straffas även enligt § 274 den som i avsikt att locka investorer att teckna andelar vid bildande av bolag eller vid höjning av ett bolags akitekapital lämnar oriktiga eller vilseledande uppgifter av betydelse för bedömningen av affärsverksamheten. Samma straff kan enligt andra stycket drabba organledamot som offentliggör vilseledande uppgifter om bolaget, eller lämnar bristfälliga uppgifter till bolagets delägare, borgenärer eller till en offentlig myndighet. Lagrummet stadgar samma straff för ”andre som på grunn av oppdrag for selskapet har kjennskap til dets forhold.” Undantagen från bägge straffbestämmelserna är enligt sista st respektive paragraf vphl § 2-6, förbud mot otillbörlig

[481] Normann Aarum redogör för fallet i Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper, bl a på s 284. Se även Giertsen, J, Revisors erstatningsansvar ved forsömt eller mangelfull kontroll av selskapets ökonomiske stilling, Juristkontakt 3/94 s 2 ff.

[482] Normann Aarum, K, Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper, s 144. Normann Aarum påpekar att utgången i det under avsnitt x nämnda Caparo-målet troligen skulle blivit en annan i Norge.

kurspåverkan,[483] där straffet är fängelse i upp till sex år.

Såväl 270 § som 274 § tillämpades i Rt 1990 s 641, där svaranden ålades sex års fängelsestraff för att ha lämnat bristfälliga uppgifter i samband med en emission av aktier för 44 miljoner Nkr. Även i Rt 1995 s 1008 ålades en person straff med stöd av 274 §. Gärningsmannen ifråga dömdes till ett års fängelse för vilseledande uppgifter i en inbjudan att teckna andelar i ett K/S.

Att straff utdöms är emellertid inte vanligt. Liksom i Sverige är den sanktion som tillgrips vid vilseledande uppgifter i prospekt vanligen något av de sanktionsmedel börsen besitter. I ovan nämnda Rt 1995 s 1008 konstaterar rätten att § 274 sällan har tillämpats, men att detta inte betyder att den är mindre viktig:

”For dem som skall investere i et selskap som er under stiftelse, er det en primaer intresse at de får fullstendige og pålitlige opplysninger om forhold som er av betydning for bedömmelsen av selskapet. Stiftaren har adgang til å betinge seg fordeler, men det skal da göres rede for dem, slik at investorerne vet hva de gir seg inn på.”

I domen påpekas även att det framgår av förarbetena till stadgandet att även förtiganden omfattas av § 274.[484]

[483] Se avsnitt x.

[484]Rt 1995 s 1008 på s 1011 med hänvisning till Ot.prp.nr.75 for 1948 side 38 sp 1.

9 Storbritannien

9.1 Börsbolagens organisation

De engelska aktiebolagen styrs av ett ledningsorgan, the board of directors, vilket utgör bolagets styrelse. Den dagliga ledningen av bolaget är vanligen delegerad till en eller två managing directors. The managing directors utses som regel bland ledamöterna av styrelsen, och denna kommer därigenom att bestå av dels executive, dels non-executive directors.[485] Styrelsen kan delegera uppgifter och även ansvar till the managing director, men styrelsen behåller därvid sin tillsynsplikt.

9.2 Värdepappersmarknaden och dess tillsyn och övervakning

Den i särklass största börsen i Storbritannien är International Stock Exchange of the United Kingdom and the Republic of Ireland Ltd., London Stock Exchange, eller LSE. LSE är ett aktiebolag, och bolaget ägs av börsmedlemmarna. Övriga marknadsplatser som omfattas av investeringstjänstedirektivet är Tradepoint Financial Networks plc (Tradepoint), The London International Financial Futures and Options Exchange, LIFFE, och The London Securities & Derivatives Exchange Limited, OMLX. Marknadsvärdet på Londonbörserna var 1999-12-30 ca 29000 miljarder SEK fördelat på 2 791 bolag.[486]

Det primära regelverket för värdepappersmarknaden ges i Financial Services Act 1986, FSA, som under de senaste åren genomgått stora förändringar.[487] För tillsyn har ett omfattande hierarkiskt system av regleringsorgan byggts upp. The Treasury, motsvarigheten till det svenska Finansdepartementet, har delegerat normgivningsmakt till ett privat organ, Financial Services Authority, FSA.[488] FSA har under år 1999 övertagit en del av den övervakningsfunktion som tidigare innehafts av en rad självreglerande organ, Self Regulating Organisations, SRO:s. Exempelvis är börserna självreglerande organ.

Den statliga normgivningsmakten är delegerad från the Secretary of Trade till FSA. FSA skall agera genom att auktorisera självreglerande organ, men utan att delegera motsvarande normgivningsmakt till dessa

[485] Jfr amerikanska inside/outside directors.

[486] Källa: Stockholmsbörsens faktabok 1999 s 45.

[487] FSA kommer under år 2001 att ersättas med Financial Services and Markets Act 2000.

[488] Tidigare the Securities Investment Board, SIB.

organ. Sålunda är det The Council of The International Stock Exchange som är ”competent authority” för utfärdande av regler, och som har ansvaret för tillämpning av prospektreglerna. Börsprospekt skall godkännas av Londonbörsens Quotations Departement, och övriga prospekt registreras hos the Registrar of Companies. De detaljerade kraven på innehåll i prospekt utfärdas av London Stock Exchange i The Listing Rules.

9.3 Prospektregler

Det engelska regelverket på värdepappersmarknaden har tidigare till övervägande delen tillkommit genom självreglering, varvid regelverket huvudsakligen har varit uppbyggt av regler och rekommendationer som utfärdats av marknadens aktörer och organ. London Stock Exchange och The Panel on Take-Overs and Mergers har härvid spelat en central roll.[489] Under 1980-talet genomgick rättsområdet en omvälvade förändring. Denna förändring genomfördes huvudsakligen 1985 genom införandet av Financial Services Act, FSA, Part IV. FSA Part IV reglerar de inregistrerade bolagens informationsansvar. Reglerna kompletterades 1995, och samma år infördes Public Offers of Securities Regulation 1995, POS Regulation 1995, varigenom EG:s regler om emissionsprospekt implementerats.[490] POS blir sålunda tillämplig bl a för bolag som inte skall inregistreras utan noteras vid någon av börserna. I Storbritannien används termen prospectus för det dokument som skall offentliggöras vid emission. Skall ett bolag inregistreras vid börs används i stället termen listing particulars för det dokument som skall upprättas.

Sedan införandet av FSA finns ett långtgående ansvar för bristfällig information i de prospekt som offentliggörs vari allmänheten erbjuds att teckna aktier i ett bolag. Skadestånd kan enligt reglerna krävas av var och en, ”any person”, som åsamkats en förlust på grund av den bristfälliga informationen. Ersättning utgår dessutom helt oberoende av den individuella tilliten till prospektet. Även straffansvar kan utdömas med stöd av de straffrättsliga stadgandena i FSA.

Ersättning kan utöver med stöd av den finansmarknadsrättsliga lagstiftningen i FSA även utkrävas med stöd av de kompensationsmöjligheter som ges i den allmänna civilrätten samt igenom common law, alternativt eller kumulativt.

Administrativa sanktioner kan åläggas felande part med stöd av regler utgivna av tillsynsmyndigheter och självreglerande organ såsom en

[489] The Panel bildades 1968, och är förebild för NBK.

[490] FSA Part IV och POS Regulation ersatte tidigare gällande regler i Companies Act 85.

börs, Securities and Futures Authority, SFA, Investment Management Regulatory Authority, IMRO, och Personal Investment Authority, PIA.

Som ovan nämnts återfinns de krav som ställs på bolag vilka skall inregistreras vid börs i FSA Part IV, och regler rörande noterings- och emissionsprospekt i POS Regulation.[491] Ansvaret i fråga om aktier som inte är inregistrerade är efter införandet av POS Regulation snarlikt ansvaret för innehållet i listing particulars i FSA Part IV. I FSA section 146 stadgas en generell skyldighet till att all information som är väsentligt för en allsidig bedömning av erbjudandet skall offentliggöras i prospektet. En motsvarande skyldighet ges för icke inregistrerade bolag i POS Regulation 9. Vid förändrade förhållanden skall kompletterande information lämnas enligt FSA section 147 och POS Regulation 10. I såväl FSA Part IV som POS Regulations stadgas skadeståndsansvar i fall av *false or misleading offering document*. I FSA section 150 och 152 stadgas att den som ansvarat för prospektuppgifterna är skyldig att betala skadestånd till den som förvärvat aktier i anslutning till prospektet och därvid åsamkats skada på grund av att prospektet innehållit bristfälliga uppgifter. I section 150 stadgas:

> The person or persons responsible for any listing particulars or supplementary listing particulars shall be liable to pay compensation to any person who has acquired any of the securities in question and suffered loss in respect of them as a result of any untrue or misleading statement in the particulars or the omission from them of any matter required to be included by section 146.

Före införandet av FSA 150 ersattes endast den som tecknat nyemitterad aktie.[492] Köpare på sekundärmarknaden var då hänvisade till att söka stöd för sina anspråk i den princip som lades fast i det ovan nämnda rättsfallet Hedley Byrne-case v Heller.[493] I FSA section 150 anges dock uttryckligen att ersättning skall tillerkännas *any person* som lidit skada till följd av bristfällig uppgift i prospektet. Detta har bl a i rättsfallet *Possfund Possfund Custodian Trustee Ltd. and another v. Diamond and others McGrigor Donald*[494] tolkats som att även handel på sekundärmarknaden omfattas av regeln.

Ansvaret för uppgifter i prospekt i POS Regulation 13,14 och 15 är

[491] POS Regulation blir tillämplig vid notering av aktier på Unlisted Securities Market, Alternative Investment Market of the London Stock Exchange, samt aktier som är noterade utomlands och bjuds ut till försäljning i Storbritannien.

[492] Detta reglerades i den då gällande Companies Act 85, section 67-69.

[493] Se avsnitt x.

[494] Possfund Custodian Trustee Ltd. and another v. Diamond and others McGrigor Donald (1996)1 W.L.R.

snarlikt reglerna i FSA section 150. En viktig skillnad är dock den ersättningsberättigade kretsen. I 14 (1) anges denna till ”any person who has acquired the securities to which the prospectus relate”, vilket i ovan nämnda rättsfall har tolkats utesluta köpare på sekundärmarknaden.

De ansvarssubjekt som kan åläggas ansvar för innehållet framgår av FSA section 152. Uppräkningen omfattar följande ansvarsubjekt:[495]

1. Den juridiska personen

2. De styrelseledamöter som innehade ställning som styrelseledamot när prospektet ingavs till London Stock Exchange

3. Var och en som godkänt att hans namn anges och även anges i prospektet som (a) styrelseledamot, eller (b) han har accepterat att ingå i bolagets styrelse nu eller i framtiden

4. Var och en som accepterat att ansvara för prospektet, helt eller delvis, under förutsättning att det av prospektet framgår att vederbörande åtagit sig just detta ansvar

5. Övriga personer som godkänt, *authorised,* innehållet i prospektet, helt eller delvis.

Som framgår är regeln mycket vid, och ansvaret omfattar enligt regeln alla som på något sätt varit engagerade i erbjudandet. I section 150 (5) stadgas att regeln ”include references to his (skadelidandens) contracting to acquire them or an interest in them,” vilket i praxis tolkats så att såväl teckning av aktie som av option omfattas av regeln.[496]

Från personkretsen undantas dock enligt 154 A(b) organledamöterna i ett aktiesäljande bolag vid blockutförsäljning.[497]

I section 142(7)(A) ange vidare att ansvar för prospektet kan åläggas part vid erbjudande om försäljning eller köp av aktier. Part kan åläggas ansvar i det fall:

(i) he makes an offer which, if accepted, would give rise to a contract for the issue or sale (which for this purpose includes any disposal for valuable consideration) by him or another person with whom he has made arrangements for their issue or sale; or

(ii) he invites a person to make such an offer, but not otherwise; and except where the context otherwise requires, ”offer” and ”offeror” shall be construed accordingly.”

---

[495] Samuelsson, P, Information och ansvar, s 70.

[496] Ovan nämnda Possfund Custodian Trustee Ltd. and another v. Diamond and others McGrigor Donald (1996)1 W.L.R.

[497] Se avsnitt x.

9.3.1 Rekvisit för ansvar

För att ersättning skall utgå skall käranden enligt section 150 visa att förlust uppstått, samt att det pris han betalat för aktierna var påverkat av den vilseledande uppgiften. Orsaksamband skall sålunda föreligga mellan förlusten och den vilseledande uppgiften. Regeln stadgar däremot inte att ansvarssubjektet skall ha handlat oaktsamt för att ersättning skall utgå. Den skadelidande behöver heller inte bevisa att han förlitat sig på den vilseledande uppgiften. Även vid förtigande behöver käranden endast visa att förtigandet lett till förlust för honom för att han skall erhålla rätt till ersättning. Frågan om krav på tillit aktualiserasdes i rättsfallet *Smith New Court Securities Ltd v Scrimgeour Vickers (Asset Management) Ltd and Another*.[498]

> Käranden, Smith, hade köpt aktier i bolaget Ferranti. Efter en tid sjönk kursen på aktierna, och Smith yrkade ersättning av den bank som förmedlat aktierna för sin förlust. Smith anförde att han blivit vilseledd vid köpet av aktierna, på grund av att banken lämnat uppsåtligt felaktiga uppgifter om det aktuella bolaget. Domstolen konstaterade att värdet på aktierna visserligen hade sjunkit, men denna kursnedgång bedömdes bero på helt andra orsaker än de uppgifter Citibank lämnat. Men eftersom banken genom *fraudulent misrepresentation*, uppsåtligt vilseledande, förlett käranden att investera i aktien, banken skulle åläggas ansvar för den skada han vållat oavsett vilka faktorer som påverkat aktiekursen.

Orssakssamband förelåg visserligen mellan vissa av bolaget offentliggjorda uppgifter och skadan, men den skadelidande hade inte fattat sitt beslut om investering med stöd av de vilseledande uppgifterna. Transaktionssamband förelåg sålunda inte mellan den vilseledande informationen och kärandens förlust.

9.3.2 Ansvarslindrande omständigheter

Svaranden kan undgå ansvar i en rad fall med stöd av FSA section 151. Sålunda kan svaranden exculpera sig om han kan påvisa att en eller fler angivna förutsättningar är uppfyllda:

(1) han har inte haft kännedom om att uppgiften var felaktig eller utelämnad

(2) han har inte haft kännedom om att uppgift som härrör från konsult eller expert varit felaktig eller utelämnad.

(3) han har vidtagit åtgärder för att korrigera den bristfälliga uppgiften

[498] Smith New Court Securities Ltd v. Scrimgeour Vickers, (1996) 4 All ER 769, (1997) 1 BCLC 350, HL. Se även avsnittx

(4) han kan visa att den bristfälliga uppgiften härrör från ett dokument som tidigare offentliggjorts, dvs kan svaranden visa att uppgiften är hämtad från annan officiell källa undgår han ansvar

(5) han kan visa att käranden vid tillfälle för köpet kände till att uppgiften var vilseledande eller utelämnad.[499]

9.4 Skadestånd

I det engelska rättssystemet finns ingen motsvarighet till den processbenägenhet som råder i USA inom området för skada på värdepappersmarknaden, och tvister rörande den aktuella typen förkommer sparsamt. Historiskt har i Storbrintannien, liksom i Sverige, ersättning för förmögenhetsskada traditionellt endast erkänts inom avtalsrätten. Grundsynen kan sägas ha varit att det åligger var och en att genom avtal (eller försäkring) skydda sig från förlust, och i annat fall bära konsekvensen för underlåtenhet att skydda sig. Sålunda har historiskt endast i exceptionella fall förmögenhetsskada ersatts genom skadeståndstalan, och då endast om förlusten var orsakad uppsåtligen. På senare tid har dock domstolarna intagit en liberalare syn på förmögenhetsskada i utomobligatoriska förhållanden, och i en rad omdiskuterade rättsfall har tredje man tillerkänts ersättning.[500] I stället för normskyddsresonemang har härvid begreppet *duty of care* tillämpats för att lösa frågor rörande begränsning av ansvar. Det ledande rättsfallet inom området ersättning för förmögenhetsskada var länge *Derry v Peek* från 1889.[501] Målet gällde organledamöters ansvar just för vilseledande uppgifter i ett prospekt.

> Ledningen i ett spårvagnsföretag hade publicerat ett prospekt i vilket man uppgav att bolaget hade rätt att vid driften av sina spårvagnar utnyttja ånga. Denna rätt var emellertid avhängig av att The Board of Trade gav sitt tillstånd härtill. Bolagets företrädare hade varit i tron att tillståndet endast utgjorde en formalitet, men tillstånd nekades bolaget. Aktietecknare förde talan om bedrägeri mot organledamöterna. House of Lords biföll ej kärandens talan på den grund att organledamöterna visserligen förfarit vårdslöst, men inte uppsåtligt vilselett aktietecknarna.

Derry v Peek ledde till en reform påföljande år 1890, genom införandet av Directors Liability Act. Genom dessa regler ålades organledamöterna ett omfattande ansvar för uppgifter i prospekt. Reglerna i Directors Liability Act har varit gällande fram tills dess nu gällande FSA infördes år 1986. Den restriktiva hållning till ansvar vid

[499] Se t ex ovan nämnda Possfund case, på s 674 ff.

[500] Se nedan.

[501] Derry v Peek, (1889) 14 App Cas 337.

negligence, oaktsamhet, som slagits fast i *Derry v Peek* ändrades dock inte förrän sjuttiofem år senare genom rättsfallet *Hedley Byrne & Co v Heller & Partner Ltd*.[502] Trots en utveckling och utvidgning av skadeståndsrätten gällde fortlöpande principen att skadeståndsrätten skyddade de skadelidande vid person- eller sakskada, men inte vid förmögenhetsskada, fram till detta avgörande år 1964.[503] Genom *Hedley Byrne v Heller*[504] fastslogs att ersättning kan tillerkännas skadelidande även vid oaktsamt vilseledande House of Lords anförde att utomobligatorisk förmögenhetsskada kan vara ersättningsgill i det fall situationen bedöms vara kontraktslikande, dvs det skall föreligga *a special relationship* mellan parterna, varvid den skadevållande parten skall anses vara ålagd en särskild *duty of care* gentemot den skadlidande parten för att ersättning skall utgå.

> Den skadelidande var en reklambyrå, *Hedley Byrne & Co*, som skulle lämna kredit till en uppdragsgivare. Man vände sig till sin egen bank med begäran om kreditbedömning av uppdragsgivaren, och banken inhämtade i sin tur upplysningarna hos en annan bank. Upplysningarna gav felaktigt en kreditvärdig bild av uppdragsgivaren, varpå Hedley Byrne åsamkades en förlust. Frågan gällde således den upplysande bankens ansvar mot kund i annan bank. Rätten uttalade att skadans karaktär av ren förmögenhetsskada ej var skäl att ogilla reklambyråns talan, och övergav därmed den dittills rådande principen att ersättning endast tillerkänns skadelidande tredje man vid uppsåtligt vilseledande.
>
> Emellertid hade den bank som ursprungligen lämnat de felaktiga upplysningarna friskrivit sig från ansvar för uppgifterna i det brev vari informationen vidarebefordrades, och banken undgick på denna grund ansvar.[505]

I fallet ålade HL den skadevållande banken ansvar genom att betona det s*pecial relationship* som förelåg mellan parterna, varvid förhållandet kom att närma sig en inomobligatorisk relation mellan parterna. HL avgjorde i fallet att för att ersättning skall utgå käranden skall ha kunnat förväntas hysa tillit till den lämnade uppgiften, *reasonable reliance*. Vidare skall uppgiftslämnaren kunna sägas ha åtagit sig ansvar för den lämnade uppgiften, en *volontary assumption of responsibility*. Är dessa förutsättningar uppfyllda uppstår enligt domstolen ett kontraktsliknande förhållande mellan parterna, varvid ersättning kan tillerkännas den skadelidande.[506]

---

[502] Hedley Byrne & Co v Heller & Partner Ltd., (1964) AC 465.

[503] Sealy, LS, Disqualifications and Personal Liability of Directors, s 319.

[504] En utförlig diskussion om rättsfallet förs av Kleineman i Ren förmögenhetsskada, s 344 ff.

[505] Friskrivningen lydde som följer: ”Confidential. For your private use and without responsibility on the part of the bank or it´s officials.” Angående giltigheten av friskrivningar vid rådgivning se avsnitt x.

[506] Jfr rekvisiten vid bedömning av konsults ansvar, avsnitt x.

9.4.1 Common law

Historiskt har prospektansvar utkrävts med stöd av common law, och common law kompletterar alltjämt reglerna i FSA och POS Regulation. I FSA section 150(4) stadgas att ”This section does not affect any liability which any person may incur apart from this section.” Ansvar enligt exempelvis FSA fråntar följaktligen inte part möjligheten att även kräva ersättning enligt common law. Efter införandet av FSA är anspråk grundat på common law sannolikt av mindre intresse, eftersom de rekvisit som uppställts i *Hedley Byrne v Heller*, *duty of care och reliance*, alltjämt skall var uppfyllda för att ersättning skall utgå enligt common law.

9.4.1.1 Misrepresentation Act

Genom *Hedley Byrne v Heller* fastslogs som framgått ovan att ersättning för förmögenhetsskada kan tillerkännas skadelidande även i de fall inte uppsåt, dvs bedrägeri, varit för handen, utan även i oaktsamhetsfallen. Ersättning för vilseledande, *misrepresentation,* erkänns dock endast i inomobligatoriska förhållanden. Denna praxis kodifierades 1967 genom införandet av Misrepresentation Act. I Misrepresentation Act section 1 stadgas att den som genom vilseledande förletts av annan att ingå avtal har rätt att få avtalet ogiltigförklarat:

> Where a person has entered into a contract after a misrepresentation has been made to him, and-
>
> (a) the misrepresentation has become a term of contract; or
>
> (b) the contract has been performed
>
> or both, then, if otherwise he would be entitled to rescind the contract without alleging fraud, he shall be so entitled, subject to the provisions of this Act, notwithstanding the matters mentioned in paragraphs (a) and (b) of this section.

Svaranden kan enligt section 2(1) Misrepresentation Act exculpera sig genom att visa att han inte känt till att uppgifterna var oriktiga. Enligt section 2(2) kan domstolen välja att utdöma skadestånd i stället för att förklara aktieteckningen ogiltig.

9.4.1.2 Tort of deciet

I det fall *a special relationship* inte anses föreligga mellan parterna kan som nämnts ovan den skadelidande inte erhålla ersättning för skada med stöd av Misrepresentation Act. Ersättning i utomobligatoriska förhållanden kan dock erhållas med stöd av i common law utvecklade *tort of deciet*, dvs bedrägeri, eller *negligent*

misstatement, oaktsamt vilseledande. Det ledande rättsfallet inom tort of deciet är det ovan nämnda *Derry v Peek*.

Enligt *tort of deceit* kan part åläggas ansvar för bedrägeri i det fall han

1) lämnar vilseledande uppgifter
2) uppgifterna lämnas uppsåtligt eller vårdslöst (recklessly)
3) uppgifterna påverkade investor att köpa aktierna

Det krävs således ej att käranden visar att svaranden förfarit uppsåtligt, utan det är tillräckligt att han varit *reckless*, vårdslös. Däremot skall vid tillämpning av *tort of deciet* skadelidande förlitat sig på den vilseledande uppgiften, eftersom bedrägeri annars inte är för handen.

9.4.1.3 Negligent misstatement

Utöver ersättning vid *deceit* och *misrepresentation* kan den skadelidande erhålla ersättning med stöd av regler om ersättning vid *negligent misstatement*, dvs oaktsamt lämnad vilseledande uppgift. I *Hedley Byrne v Heller* fastslogs som ovan nämnts att i vissa fall av *special relationship* mellan parterna, ansvarssubjekten har viss aktsamhetsplikt gentemot den tredje man som kan komma att förlita sig på av honom lämnad uppgift. Det har dock inte varit alldeles självklart hur domstolarna skulle komma att resonera i dessa situationer, och domstolen har i en rad omdiskuterade rättsfall intagit en restriktiv hållning till att tillerkänna skadelidande på värdepappersmarkanden ersättning. Exempelvis har House of Lords i *Caparo v Dickman* avvisat krav på ersättning på grund av att närhetsrekvisitet inte ansågs vara uppfyllt.[507] I *Al-Nakib Investments Ltd v Longcroft & Ors* [508] frikändes styrelsen för ett bolag från ansvar gentemot investorer som köpt aktier på sekundärmarknaden. Domstolen hade inställningen att avsikten med ett prospektet är att inbjuda investorer att *apply for shares* och inte att investera i sekundärmarknaden, varvid man fastslog att den speciella relation som skall vara för handen för att ersättning skall utgå vid oaktsamt vilseledande inte föreligger mellan styrelsen för ett bolag och investorer på andrahandsmarknaden.

Ersättning har under senare år även tillerkänts skadelidanden i en rad fall som rört rådgivares ansvar. I rättsfallet *White v Jones*[509] hade osämja uppstått mellan far och döttrar med påföljd att fadern uteslöt

[507] Caparo Industries Plc. v Dickman and others (1989) 1 All E.R. 789.

[508] Al-Nakib Investments Ltd v Longcroft & Ors, (1990) BCC 517 3 All E.R. 321.

[509] White v Jones, (1995) 1 All ER 691. I Ross v Caunters (1980) Ch 297 ålades advokat ansvar gentemot klients testamentsförmånstagare.

döttrarna ur sitt testamente. När sämja åter rådde inom familjen uppdrog fadern åt sin advokatbyrå att återinföra döttrarnas arvsrätt. Trots att fadern vid upprepade tillfällen påmint advokatbyrån om återinförande av döttrarnas arvsrätt fanns döttrarna inte upptagna i testamentet vid faderns frånfälle. Döttrarna yrkade ersättning av advokatbyrån på den grund att advokatbyrån förfarit vårdslöst. I första instans avslogs döttrarnas talan, men såväl Court of Appeals som House of Lords gav döttrarna rätt till ersättning från advokatbyrån.

Ersättning vid skada orsakad av vårdlös rådgivning tillerkändes även kärandena i *Henderson v Merrett Syndictes Ltd*.[510] Kärandena i målet var personer som sålt återförsäkring åt försäkringsbolaget Lloyds. House of Lords fastställde att en *duty of care* i målet ålåg uppdragsgivaren gentemot bolagets *agents*. Vidare konstaterades att denna *duty of care* även omfattar rådgivning rörande finansiella investeringar, samt dessutom omfattar såväl muntliga som skriftliga oaktsamt lämnade bristfälligt uppgifter. Rättsfallet anses i doktrin peka på att domstolarna är benägna att utvidga ansvaret vid finansiell rådgivning.[511]

9.5 Bolagets ansvar

9.5.1 Ogiltighet av aktieteckningen

FSA innehåller inte någon regel som ger investor rätt att få aktieteckningen ogiltigförklarad. Yrkande om ogiltighet får i stället göras med stöd av Misrepresentation Act, vilket innebär att relationen mellan parterna skall ha bedömts vara inomobligatorisk. Vidare skall för att *misrepresentation* skall anses vara för handen en oaktsamt, vårdlöst eller uppsåtligt vilsedande gärning föreligga. Domstolarna har traditionellt haft inställningen att ett bolag inte kan ha en viljeinriktining, och därmed agera vare sig oaktsamt eller uppsåtligt, och det är dess företrädare som i stället har ålagts ersättningsskyldighet. Ett annat skäl till att yrkande om ogiltigförklaring av aktieteckningen är sällsynt är att vid flertalet emissioner emissionsinstitutet före försäljning sker till allmänheten förvärvat de nyemitterade aktierna genom att teckna ett s k underwriting agreement med emittentbolaget.[512] Det är sålunda i praktiken ovanligt att det är emittentbolaget som är säljare av aktierna, varför frågan om ogiltigförklaring av aktieteckningen inte aktualiseras.

---

[510] Henderson v Merrett Syndictes Ltd, (1994) 3 All ER 506

[511] Fischer, J, - Bewsey, J, The Law of Investor Protection, s 405 f.

[512] Se avsnitt x.

I äldre rättspraxis finns en rad fall av ogiltigförklaring av aktieteckning, bl a i ett rättsfall från år 1867, *Central Rly Co of Venezuela v Kisch*.[513] I målet hävdes ett avtal om teckning av aktier på grund av bristfälliga uppgifter i ett prospekt. De bristfälliga uppgifterna hade inte lämnats uppsåtligen, utan av oaktsamhet. Rätten hade inställningen att i de fall bolagets företrädare inte handlat uppsåtligt det är bolaget som skall bära ansvaret för innehållet i ett prospekt. I *South of England Natural Gas and Petroleum Co* Ltd fastslogs år 1911 att utelämnande av uppgift ej ger rätt till hävning av teckningsavtalet.[514]

9.5.2 Bolagets skadeståndsansvar

I den uppräkning av ansvarssubjekt som ges i FSA section 152 är emittenten, *the issuer*, upptagen i den första punkten. Ordet *issuer* omfattar såväl de personer som är stiftare av bolaget som bolaget självt. Teoretiskt är det således möjligt att ålägga bolaget ansvar enligt FSA section 152. I det engelska rättssystemet var det emellertid före införandet av Companies Act 1989[515] inte möjligt för en aktieägare att begära skadestånd av bolaget. I rättsfallet *Houldsworth v City of Glasgow Bank*[516] fastslog rätten år 1880 att aktieägare inte kunde behålla sina aktier och dessutom begära skadestånd av bolaget. I och med införandet av Companies Act section 131 ändrades år 1989 rättsläget emellertid. I section 111A stadgades att:

> A person is not debarred from obtaining damages or other compensation from a company by reason only of his holding or having held shares in the company or any right to apply or subscribe for shares or to be included in the company´s register in respect of shares.

Ersättning från bolaget kan teoretiskt sett även utkrävas med stöd av common law, men förekommer i princip endast i fråga om principalansvar för bolaget.[517]

9.6 Organledamöternas ansvar

Som framgått ovan är det i det engelska rättssystemet inte bolaget som åläggs ansvar gentemot investorer för vilseledande uppgifter i prospekt. Det är i stället företrädare för bolaget som historiskt ålagts ansvar gentemot skadelidande aktietecknare, och då med stöd av

[513] Central Rly Co of Venezuela v Kisch (1867) LR 2 HL 99.

[514] South of England Natural Gas and Petroleum Co (1911) 1 Ch 573.

[515] Companies Act 1985, section 111A, kompletterad med Companies Act 1989, section 131.

[516] Houldsworth v City of Glasgow Bank (1880) 5 App Cas 317, HL.

[517] Se Spring v Guardian avsnitt x.

common law. I exempelvis *Re Darby and Brougham* från år 1911[518] ålades bolagets directors ansvar för *fraudulent and material misstatements* i ett av bolaget utgivet prospekt.

Bolagets organledamöter kan åläggas ansvar med stöd av FSA eftersom de enligt section 150 är *persons responsible for the listing particulars*. Detsamma gäller enligt section 152 (1)(c*)* blivande *directors* vilka har *agreed to be a director*. En director definieras i FSA section 207 som

> a person occupying in relation to it the position of a director (by whatever name called) and any person in accordance with whose directions or instructions (not being advice given in a professional capacity) the directors of that body are accustomed to act.

En director kan undgå ansvar enligt section 152(2) genom att visa att han inte varit medveten om eller godkänt att prospektet framtagits, eller med stöd av någon ansvarsbefriande omständigheter i enlighet med ovan nämnda section 151-152.

House of Lords har efter införandet av de år 1995 införda reglerna i FSA bytt inställning i frågan om bolagsorganens ansvar för information vid handel på sekundärmarknaden. Att ersättning endast skulle tillerkännas *aktietecknare* som vilseletts av bristfälliga uppgifter i ett prospekt, och inte även aktieköpare på sekundärmarknaden slogs fast år 1873. *I Peek v Guerney*[519] hade käranden köpt aktier i ett bolag ett par månader efter det att teckningstiden för emissionen löpt ut. Prospektet hade innehållit bristfälliga uppgifter, och käranden kunde visa att han varit i besittning av ett prospekt vid aktieförvärvet. House of Lords menade i målet att prospektet i och med att aktieteckningen var avslutad inte längre hade relevans, varvid yrkandet avslogs. Denna inställning vidhölls fortfarande i ovan nämnda rättsfall från år 1990, *Al-Nakib Investments Ltd v Longcroft & Ors*.[520]

> Bolaget Al-Nakib Investments Ltd. offentliggjorde ett erbjudande till aktieägare att teckna sig för aktier i en nyemission i bolaget. En aktieägare tecknade sig för de nya aktierna, och köpte dessutom aktier i bolaget på sekundärmarknaden. I målet visades att prospektet innehållit bristfälliga uppgifter vilka lett till att kursen på aktierna sjunkit. Rätten uttalade att syftet med ett prospekt är att inbjuda investorer att teckna sig för aktier, och svaranden skall inte behöva ta ansvar för att prospektet även skulle kunna komma att utgöra underlag för investeringar i aktier på sekundärmarknaden. Käranden tillerkändes ersättning för den förlust som var hänförlig till hans teckning av nyemitterade aktier, medan yrkandet om ersättning för

[518] Darby v Brougham (1911) 1 K.B. 95.

[519] I Peek v Guerney (1893) LR 6 HL 377.

[520] Al-Nakib Investments Ltd v. Longcroft & Ors (1990) BCC 517 3 All E.R. 321.

förlust i anslutning till sekundärmarknadstransaktionen avslogs.

I *Possfund Custodian Trustee Ltd. v. Diamond and others McGrigor Donald*[521] som avgjordes år 1996 efter införandet av FSA Part IV och POS Regulation, blev dock utgången en annan. I målet hade kärandena köpt aktier dels i samband med en emission av aktier, dels på sekundärmarknaden. Kärandena yrkade ersättning av bolagets directors, dess revisorer samt dess ekonomiska rådgivare. Grunden för yrkandena var att prospektet innehållit felaktiga uppgifter rörande bolagets skulder i den av revisor reviderade årsredovisning som inkluderats i prospektet. Kärandena yrkade ersättning för skada i anledning av såväl primär- som sekundärmarknadstransaktionen. Rätten fastslog att uppgifterna ostridigt varit felaktiga och att kärandena lidit skada. Till skillnad från i ovan nämnda fall biföll rätten kärandenas yrkande om ersättning för den skada de åsamkats även i anslutning till sekundärmarknadstransaktionen. I målet utvidgade rätten sålunda ansvaret till att omfatta även köpare på sekundärmarknaden. Judge Lightman tog i sitt beslut hänsyn till att käranden som grund för sitt yrkande angivit att marknadsförhållandena numera är förändrade, och att ett prospekt utformas och offentliggörs även i avsikt att informera och ”encourage” investorer på sekundärmarknaden. Endast bolagets directors ålades ansvar gentemot investorerna.[522]

9.7 Emissionsinstitutets ansvar

Trots att emissionsinstitutets namn trycks på framsidan på prospektet omfattar i FSA uppradade ansvarssubjekt primärt inte medverkande emissionsinstitut, och i section 152(8) fritas från ansvar den krets av personer som *give advise on the contents of the listing particulars*. Stadgandet torde vara tillämpligt i de situationer där emissionsinstitutet inte har ett större inflytande över prospektutformningen eller emissionen. Åtar sig däremot emissionsinstituet ansvar för vissa uppgifter, eller bär det huvudsakliga ansvaret för emissionen, torde däremot section 152(1)(d) bli tillämplig, eftersom i regeln p 3 stadgas ansvar för var och en som *authorised the contents of or any part of the particulars*. Vidare ansvarar emissionsinstitut i de fall detta faller inom den krets som definieras vara *offeror,* dvs har åtagit sig försäljningen i form av underwriter, och därmed är ägare till de aktier som säljs. Görs ett dylikt erbjudande tillsammans med en emittents försäljning av aktier är dock emittenten primärt ansvarig enligt section 154A(2), om *the*

[521] Possfund Custodian Trustee Ltd. v. Diamond and others McGrigor Donald, 2 All ER 774, (1996) 1 WLR 1351, (1996) 2 BCLC 665.

[522] Se avsnitt x.

prospectus was drawn up primarily by the issuer, or by one or more persons acting on behalf of the issuer. Emissionsinstitutet åläggs dock ett omfattande ansvar i av London Stock Exchange utfärdade börsregler. I London Stock Exchange Listing Rules åläggs emissionsinstitutet ansvaret för att kontrollera att det emitterande bolaget lämnat tillfredsställande information, och är *guided and advised as to the application of the listing rules.* Emissionsinstitutet måste vidare enligt the Listing Rules intyga att uppgifter om *working capital* och *profit forecasts contained in the listing particulars have been prepared on a proper basis and that the directors of the issuer have understood their responsibilitites*.

Allmänna skadeståndsrättsliga principer är tillämpliga även vid bedömning av emissionsinstitutets ansvar. Föreligger inget kontraktsförhållande kan ansvar åläggas part vid oaktsamhet i det fall rekvisitet *duty of care* är uppfyllt.

Avgörande blir således vem som in casu bedöms vara uppgiftslämnare; bolaget eller emissionsinstitutet.

9.8 Ansvar för revisorer, advokater, experter och andra rådgivare

I FSA section 152(8) undantas som ovan nämnts från ansvar personer som i kraft av sin professionsutövning lämnat råd vid utformning av prospektet. Rådgivare ansvarar enligt FSA för innehållet i prospektet endast till den del han formellt åtagit sig ansvar i enlighet med section 152(3). Advokater, experter, revisorer och andra rådgivare kan åläggas ansvar även med stöd av common law. I praxis har dock revisorer inte ålagts skadeståndsansvar gentemot aktieägare som åsamkats förlust genom att förlita sig på uppgifter som lämnats av revisorn vid hans utförande av revisionsuppdraget. Frågan om revisors ansvar kom upp år 1951 i *Candler v. Crane, Christmas & Co*,[523] och i målet fastställt rättsläge bekräftades år 1990 i det mycket omdiskuterade *Caparo Industries Plc. v. Dickman and others*.[524] I bägge rättsfallen slogs fast att den som av vårdslöshet lämnar oriktig uppgift visserligen kan bli skadeståndsskyldig även i utomobligatoriska förhållanden om någon i förlitan på uppgiften tillfogats skada, men att en förutsättning är att det förliggaer en *duty of care* för uppgiftslämnaren gentemot den skadelidande. Denna aktsamhetsplikt föreligger vad fråga om konsults ansvar gentemot tredje man om det i det enskilda fallet kan fastställas att rekvisiten *foreseeablitity, proximity* och *fairness* är uppfyllda. House of Lords

[523] Candler v. Crane, Christmas & Co (1951) 2 K.B. 164; (1951) 1 All E.R. 426.

[524] Caparo Industries Plc. v. Dickman and others (1989) 1 All E.R. 789, se avsnitt x.

ansåg att detta inte är fallet i relationen mellan revisor och investorer på aktiemarknaden.

> I rättsfallet *Caparo Industries plc v. Dickman*[525] hade i ett take-over prospekt förekommit felaktiga uppgifter rörande bolagets ekonomiska ställning. Det erbjudande bolaget yrkade ersättning av revisorerna för oaktsam revision. Revisorerna hade inte uppmärksammat grova felaktigheter i bolagets redovisning, varvid det övertagande bolaget åsamkades omfattande ekonomisk förlust. I fallet hade käranden köpt aktier i bolaget före uppköpserbjudandet och innan de felaktiga uppgifterna offentliggjorts. Efter offentliggörandet av de felaktiga uppgifterna hade ytterligare aktier förvärvats av köparen. House of Lords avisade talan mot revisorerna på den grund att ersättning enligt *Hedley Byrne*-doktrinen begränsas till situationer där råd eller uttalande lämnats för ett speciellt ändamål: ”Specifically in connection with a particular transaction or transactions of a particular kind (e.g. in a prospectus inviting investment)…”[526] Lord Oliver anförde att en reviderad årsredovisning är avsedd att presenteras för aktieägare på bolagsstämman, och inte upprättad i avsikt att locka investorer till köp.[527]

House of Lords ogillade i fallet talan på den grunden att rekvisitet *duty of care* inte bedömdes vara uppfyllt. Rekvisitet kunde enligt domstolen endast anses vara uppfyllt i relationen mellan revisor och bolaget samt dess ägare. Trots utgången i Caparo v Dickman har i doktrin framförts att det inte är helt uteslutet att en revisor kan komma att åläggas ansvar för bristfälliga uppgifter i ett prospekt.[528]

9.9 Straffansvar

Regler rörande straffansvar ges i FSA Part I section 47, section 154 och section 200, samt Theft Act. I FSA Part I section 47(1) respektive (2) stadgas att var och en som lämnar felaktiga eller vilseledande uppgifter, eller agerar på ett sådant sätt att annan person vilseleds, gör sig skyldig till ett brott. Den som

Agerandet behöver inte vara uppsåtligt, utan det är tillräckligt att uppgiftslämnaren förfarit vårdslöst. Det är inte heller nödvändigt att investor lidit skada för att straff skall kunna utdömas. Den skyldige kan dömas till böter och eller fängelse i upp till sju år. I lindrigare fall är straffet böter på upp till £ 5,000 och/eller fängelse i upp till sex månader. Regeln tillämpas dock sällan, vilket enligt doktrin beror på att den är alltför vid.[529]

---

[525] Caparo Industries Plc. v. Dickman and others (1989) 1 All E.R. 789, se avsnitt x.

[526] Domen s 621.

[527] Domen s 630.

[528] Gower, L.C.B., Gowers principles of modern company law, s 500.

[529] Fischer, J – Bewsey, J, The Law of Investor Protection, s 301.

I FSA section 200(1) stadgas att ett brott är begånget vid uppsåtligt eller av grov oaktsamhet lämnande av vilseledande uppgifter:

Straffet är böter och eller fängelse i upp till två år, i lindrigare fall böter och/eller fängelse i upp till sex månader.

Enligt FSA section 154 är straffet upp till två års fängelse för den som utan berörd myndighets godkännande av prospekt eller annat informationsmaterial i samband med en emission publicerar information eller reklam rörande emissionen eller bolaget.[530]

I Theft Act section 19 finns en regel som gäller bolagets *officers*, vilken i det närmaste motsvarar det svenska svindleristadgandet i Brb 9 kap 9 §:[531]

> Where an officer of a body corporate or unincorporated association (or person puporting to act as such), with intent to deceive members or creditors of the body corporate or association about it´s affairs, publishes or concurs in publishing a written statement or account which to his knowledge is or may be misleading, false or deceptive in a material particular, he shall on conviction on indictment be liable to imprisonment for at term not exceeding seven years.

Brottet skall för att vara straffbart ha skett uppsåtligen och i skrift. Slutligen kan straffansvar åläggas person med stöd av Theft Act section 15, vari stadgas:

> A person who by any deception dishonestly obtains property belonging to another, with the intention of permanently depriving the other of it, shall on conviction on indictment be liable to imprisonment for a term not exceeding ten years.

[530] I England är det brukligt att emissionsbanken publicerar en ”research” vari lämnas en analys av det emitterande bolaget. Detta material måste först godkännas av börsen.

[531] Se supra

10 Tyskland

10.1 Börsbolagens organisation

Bolagsledningen i det tyska Aktiengesellschaft, AG, är dualistisk, dvs uppdelad i ett sk two tier system, där ledningen av bolagets verksamhet och kontrollen av verksamheten i formellt hänseende är skilda åt. Det centrala ledningsorganet är Vorstand, som under eget ansvar skall sköta bolagets förvaltning och företräda bolaget gentemot tredje man. Aufsichtsrat har till uppgift att utse medlemmarna av Vorstand och övervaka dess arbete. Ledamot av Aufsichtsrat skall vara oberoende, och får inte samtidigt vara ledamot av Vorstand eller anställd i bolaget. Förbud råder sålunda mot att i Aufsichtsrat ha s k arbetande ledamöter.Vorstand har regelmässigt två eller fler ledamöter, Aufsichtsrat skall ha minst tre ledamöter. Aufsichtsrat skall i viss mån bestämma riktlinjerna för bolagets verksamhet och kan besluta att utförande av vissa uppgifter måste godkännas av Aufsichtsrat, men kan i mycket begränsad omfattning ingripa i den direkta ledningen av bolaget.

10.2 Värdepappersmarknaden och dess tillsyn och övervakning

Tyska börser skall formellt vara organiserade som offentligt reglerade institutioner, vilket innebär en form av stiftelse som inte kan vara rättssubjekt. Börsen skall vara knuten till en operatör, och denne har att ansvara för handel och motsvarande tjänster. Operatören kan vara exempelvis en lokal handelskammare, eller ett privat bolag såsom ett aktiebolag. Beslut om inregistrering och notering av värdepapper åligger de offentligt reglerade institutionerna, medan drift och verksamhet i övrigt åligger operatören. Det är emellertid vanligt att styrelsen i respektive organisation utgörs av samma personkrets. Etablering av en börs skall godkännas av kompetent delstatsmyndighet, vilken även svarar för tillsyn över börsen.

I Tyskland finns åtta Wertpapierbörsen. Den i särklass största börsen är Frankfurtbörsen, Frankfurter Werpapierbörse, där Deutsche Börse AG är operatör. Deutsche Börse AG är ett aktiebolag som ägs av banker till åttio procent, av regionala börser till tio procent och av mäklare till tio procent. Frankfurtbörsens högsta organ är ett börsråd som bl a ansvarar för börsens regelverk. Rådet, som består av 24 representanter för banker, mäklare, försäkringsbolag och andra aktörer på värdepappersmarknaden, utser även börsens ledning.

Utöver Frankfurt-börsen finns en rad regionala börser vilkas

omsättning endast utgör en liten del av den totala omsättningen värdepapper i jämförelse med Frankfurt-börsen. Marknadsvärdet på de tyska börserna var 1999-12-30 ca 14 000 miljarder SEK fördelat på 9 017 noterade bolag.[532]

År 1994 inrättades under det tyska finansdepartementet ett oberoende federalt tillsynsorgan, Bundesaufsichtsamt für dem Wertpapirhandel, BAWe. Tillsyn över inregistrering av bolag utövas av respektive börs, medan BAWe övervakar alla offentliga erbjudanden av aktier som ej sker i samband med inregistrering vid börs. Granskningen innebär inte ett godkännande i materiellt hänseende, utan endast att börsen respektive BAWe kontrollerar att alla uppgifter finns med i prospektet. Krav på innehålls ställs i WertpapierhandelsG §§ 3-11, BörsenG §§ 7, 36-49, 71-77. [533]

10.3 Prospektregler

Värdepappersmarknaden i Tyskland är reglerad främst genom federal lagstiftning. I och med Zweite Finanzmarktförderungsgesetz[534] har regelverket genomgått stora förändringar, och nya prospektregler har i och med dessa ändringar trätt i kraft den 1 mars 1998. Regelverket är därmed harmoniserat med EG:s börsdirektiv,[535] och har i övrigt anpassats efter de ökade krav på genomlysning en globalisering av marknaden ansetts medföra. En av målsättningarna med det omarbetade regelverket har bl a varit att öka tillförseln av riskvilligt kapital till medelstora bolag genom att sänka transaktionskostnaderna vid investeringar i börsnoterade bolag.[536]

Inställningen till prospektansvar präglades i Tyskland tidigare av ett utpräglat avståndstagande från aktieinnehavets spekulativa karaktär. I Reichsgesetzblatt uttalades exempelvis att ingen tvingar investerare att investera sina pengar i aktier, och att investor själv bär risken för sin kapitalplacering.[537] Såväl i rättspraxis som i doktrin var skyddet för bolagets kapital det allt överskuggande argumentet vid fråga om prospektansvar, och det klassiska borgenärsintresset gavs företräde framför skadelidande aktietecknare.[538] Under inflytande av bl a den anglo-amerikanska rättstraditionen och EG-rätten har inställningen till

---

[532] Källa: Stockholmsbörsens faktabok 1999 s 45.

[533] Jfr den svenska uppdelningen mellan Finansinspektionen och OM Stockholmsbörsen.

[534] Bundesgesetzblatt I 1994, s 1749.

[535] Se avsnitt x.

[536] "Stabilization finanzplatzes Deutchlands", Bundestags-Drucksache 13-8933, s 54 f.

[537] Warneyers Rechtsprechung 1908, nr. 146.

[538] Se avsnitt rörande praxis

investerarnas intressen på senare år förändrats. Kraven på informationsplikt vid emission av aktier och börsnotering har utvidgats, och förståelsen för att investeringar i riskkapital är en förutsättning för samhällsutvecklingen har påverkat den rättsliga bedömningen. I doktrin har diskussionen om prospektansvar i hög grad påverkats av den regel som 1998 intagits i § 45 st 2 Börsengesetz, BörsG, enligt vilken stadgas att emittent (och annan) som ålagts ansvar på grund av bristfälliga uppgifter i ett prospekt skall vara skyldig att återköpa aktierna till förvärvspriset. Den frågeställning som aktualiserats härvid är huruvida denna transaktion skulle utgöra ett olagligt återköp av egna aktier, alternativt olaglig utbetalning av bolagets kapital.[539]

Det interna ansvaret regleras i Aktiengesetz, AktG. Ledamöterna i såväl Aufsichtsrat som Vorstand skall enligt §§ 116 resp 93(1) AktG i sin ledning av bolaget iaktta ”en ordentlig och samvetsgrann affärsmans omsorg,”[540] och blir vid åsidosättande av denna plikt skyldig ersätta bolaget uppkommen skada. Skadeståndsansvaret förutsätter uppsåt eller oaktsamhet. Aktieägare, bolagsborgenärer eller annan tredje man som vilseletts av bristfälliga uppgifter i ett prospekt kan framföra yrkande om ersättning stöd av § 45 BörsG, vari stadgas prospektansvar för var och en som varit delaktig i offentliggörandet av prospektet, eller med stöd av allmänna skadeståndsrättsliga principer.

Regler rörande prospektansvar ges i §§ 36, 45-49 och § 77 BörsG, samt §§ 13-14 Börsenzulassungs-Verordnung, BörsZulVo.[541] Enligt § 36 st 2 BörsG och § 13 st 1 p 2 BörsZulVo skall emittenten, medverkande emissionsinstitut, samt annan som deltar i emissionen underteckna prospektet. Detaljerade regler för prospektets innehåll ges i BörsZulVo §§ 13-16. Prospektet skall innehålla de aktuella och juridiska villkor som är viktiga för att en investor skall kunna göra en bedömning av aktuella värdepapper, och uppgifterna skall vara korrekta och fullständiga.[542] Kravet på innehåll har i praxis uttryckts som alla för bedömning av investeringen väsentliga uppgifter, omfattande även uppgifter om

[539] Se bl a Schwark, W, Prospekthaftung und Kapitalerhaltung in der AG. Problemet kravstår även efter den frivilliga implementeringen av reglerna om förvärv av egna aktier i EG:s andra direktiv, 77/91/EEG, varigenom förvärv av egna aktier i viss utsträckning är tillåtet, eftersom denna möjlighet är begränsad till tio procent av aktiekapitalet. En diskussion rörande denna fråga förs i avsnitt x.

[540] ”…die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters.”

[541] Verordnung über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse vom 17. Juli 1996.

[542] § 13 ”Die prospekt muss ber die tatsächlichen und rechtlichen Verhältnisse, die für die Beurteilung der zuzulassenden Wertpapiere wesentlich sind, Auskunft geben und richtig und vollständig sein.”

vilka det fortfarande råder osäkerhet, men som kan komma att ändra förutsättningarna för bedömning av investeringen.[543] Krav på uppgifter om prospektansvariga personer samt styrelsens prospektförklaring ställs i § 14 BörsZulVo.

I 45 § BörsG stadgas bl a:

(1) Förvärvare av värdepapper, som utövat börshandel med stöd av uppgifter i ett prospekt vilket innehållit, för bedömning av värdepappren, oriktiga eller ofullständiga väsentliga uppgifter, kan

1. av den som åtagit sig ansvar för prospektet och

2. av den som utfärdat prospektet,

såsom solidariska gäldenärer dels kräva övertagande av värdepappren mot ersättning av förvärvspriset, om detta inte överskrider teckningspriset, dels kräva ersättning för sedvanliga kostnader i anledning av fövärvet, såvida förvärvet avslutades efter prospektets offentliggörande och inom sex månader efter emissionen.

Är teckningspris inte fastställt, gäller som teckningspris det första fastställda eller bildade börspriset efter införandet av värdepapprena, i händelse av samtidigt fastställande eller bildande på flera inhemska börser gäller det första högsta börspriset. Vid förvärv av värdepapper rörande samma emittent, vilka av de under 1 nämnda värdepapprena inte kan skiljas åt (tyska: Ausstattungsmerkmale) eller på annat sätt, skall meningarna under 1 och 2 användas på motsvarande sätt.

(2) Förvärvare som inte längre innehar värdepappren kan kräva ersättning med ett belopp utgörande skillnaden mellan förvärvspriset, såvida detta inte överskrider teckningspriset, och värdepapprens avyttringspris, och dessutom kräva ersättning för sedvanliga kostnader som hör samman med förvärvet och avyttringen. Stycke 1 mening 2 och 3 äger då tillämpning.[544]

Enligt BörsG åläggs sålunda den som är ansvarig för vilseledandet skyldighet att överta aktierna från den skadelidande investorn, jämte att ersätta denne för de kostnader han haft i anledning av förvärvet. Är den skadelidande inte längre i besittning av aktierna skall han ersättas för den förlust han lidit med anledning av sitt aktieinnehav. Denna år

[543] BGH, dom 31 .05.1990 (VII ZR 341/88) „Der Prospekt muß deshalb alle Angaben enthalten, die für die Anlageentscheidung von wesentlicher Bedeutung sind. Nur wenn diese Angaben vollständig und richtig sind, hat der Interessent die Möglichkeit, seine Entscheidung frei von Fehlvorstellungen zu treffen, die auf mangelhafter Sachinformation zurückzuführen sind. Andere Informationsquellen sind dem Interessenten regelmäßig nicht zugänglich. Nur unter der Voraussetzung, daß die durch den Prospekt vermittelte Information vollständig und richtig ist, kann der Kunde die ihm angebotene Kapitalanlage objektiv beurteilen und sein Anlagerisiko, das ihm ohnehin verbleibt, richtig einschätzen."

[544] Förfs övers.

1998 införda regel innebär att de normer som i 1900-talets början gällde i Tyskland, Storbritannien och även i Norge återinförts.

Enligt § 45 BörsG är alla som undertecknat prospektet eller på annat sätt varit delaktiga i emissionen eller offentliggörande av prospektet ansvarssubjekt. Således kan samtliga personer som medverkat till prospektets offentliggörande åläggas skyldighet att återköpa aktierna. Syftet är att ansvar även skall kunna åläggas personer som av affärsintresse initierat emissionen utan att egentligen tillhöra det emitterande bolaget. Ansvaret är inte solidariskt, utan en individuell bedömning görs för vart och ett av ansvarssubjekten. Fördelning av ansvaret görs in casu, beroende på i vilken omfattning ansvaret för ifrågavarande uppgift ålegat part.[545]

10.3.1 Rekvist för ansvar

I § 45 BörsG stadgas att för att erhålla skadestånd skadelidande skall ha förvärvat aktie i anslutning till offentliggörande av ett prospekt som innehållit vilseledande uppgifter. Orsakssamband skall sålunda föreligga mellan de vilseledande uppgifterna och svarandens förlust. I paragrafens tidigare lydelse angavs att skadelidande måste visa att han hyst tillit till uppgiften vid beslut om investering i aktien. Domstolarna har dock i rättspraxis sedan länge frångått kravet på såväl avtalsrelation som närhet för prospektansvar, och det har ej krävts att skadelidande visade att han förlitat sig på den vilseledande uppgiften.[546] I och med införandet av de ändrade reglerna år 1998 är kravet på tillit borta, och den skadelidande behöver inte visa att han vid sin investering förlitat sig på uppgifterna i prospektet vid sitt beslut om investering i aktierna. Även förvärvare av värdepapper som inte kan visa att han förvärvat värdepappren i förlitan på den vilseledande uppgiften kan således bli ersättningsberättigad.

Frågan om tillit prövades i rättsfallet BGH 1.07.1998.[547] I rättsfallet hade ett emissionsinstitut ålagts ansvar gentemot en skadelidande investor på grund av att man i ett prospekt utelämnat uppgift om att en juridisk tvist var under uppsegling i det bolag vars aktier prospektet gällde. Emissionsinstitutet invände att man ej undertecknat prospektet, samt att det ej visats att transaktionssamband förelåg mellan de bristfälliga uppgifterna och kärandens investeringsbeslut. Domstolen underströk att ett emissionsinstitut kan åläggas ansvar oavsett om detta undertecknat prospektet eller ej. Vidare menade domstolen att orsakssamband mellan uppgifter i prospektet och investeringsbeslutet

[545] Weimann, Martin, Prospekthaftung, s 62.

[546] Se bl a BGHZ 79, 337 på s 348.

[547] (XI ZR 173/97) BGHE 139, 225.

presumeras så länge det finns vad man i Tyskland kallar *Anlagenstimmung*, dock högst tolv månader efter det prospektet offentliggjorts.

I och med införandet av de nya reglerna tillämpas den omvända bevisbörda som föreslagits i EG:s förslag till femte bolagsdirektiv.[548] Det åligger sålunda enligt § 46 svaranden att visa att skadelidandens förlust inte berott på de vilseledande uppgifterna.

I § 45 st 3 har intagits en regel som stadgar att om blockutförsäljning ägt rum samtidigt med nyemissionen investor äger rätt till ersättning i det fall man ej kan särskilja de olika aktierna. Man har sålunda löst problemet med sammanblandning av nytecknade och ”gamla” aktier på så vis att de gamla aktierna betraktas vara nyemitterade.[549]

10.3.2 Ansvarslindrande omständigheter

I § 46 ges en rad grunder för befrielse från ansvar.[550] Ansvar skall enligt st 1 inte åläggas ansvarssubjektet i det fall han kan visa att han inte haft kunskap om eller bort ha kunskap om den vilseledande uppgiften. Ersättning utgår vidare enligt st 2 ej i det fall

1. värdepappren inte förvärvats med prospektet som grund *auf Grund des prospekts*

2. förlusten är hänförlig till värdemiskning på grund av andra förhållanden än den vilseledande uppgiften

3. förvärvaren kände till att uppgiften var vilseledande

4. rättelse av uppgiften offentliggjorts,

Rättelse av vilseledande uppgift genom ett offentliggörande i daglig tidning eller jämförbart tillkännagivande medför enligt st 2 p 4 att den som efter rättelsen förvärvat värdepappret inte kan göra ansvar gällande oavsett om han känt till rättelsen eller inte.

10.3.3 Särskilt om ogiltighet av friskrivningsklausuler

I § 48 BörsG stadgas att avtal om begränsning av ansvaret eller

---

[548] Se s x

[549] Stadgandet har följande lydelse: *Auf den Erwerb von Wertpapieren desselben Emittenten die von den in Satz 1 genannten Wertpapieren nicht nach Austattungmerkmalen oder in sonstiger Weise unterschieden werden können, sind die Sätze 1 und 2 ensprechend anzuwenden.* En diskussion rörande problemet med sammanblandning förs i avsnitt x.

[550] Jfr engelska och amerikanska *defences.*

ansvarsfrihet för innehållet i prospekt är ogiltigt.

(1) Eine Vereinbarung, durch welche die nach den §§ 45 bis 47 begründete Haftung ermäßigt oder erlassen wird, ist unwirksam.

Friskrivning från det ansvar som kan åläggas part med stöd av §§ 45-47 tillåts sålunda ej.[551]

10.4 Skadestånd

Utöver med stöd av reglerna i BörsG kan den skadelidande även, alternativt eller kumulativt, yrka ersättning med stöd av reglerna om ersättning vid förmögenhetsskada. Det finns stora likheter mellan den tyska och den svenska rättens sätt att söka komma tillrätta med ansvarsproblemet ren förmögenhetsskada. Sålunda har man i tysk rätt till skillnad från anglo-amerikansk rätt utvecklat läran om skyddade intressen.[552] I många fall fastställs hur man skall förhålla sig till en viss skadetyp med beaktande av det moraliskt klandervärda i skadevållarens beteende. De tyska skadeståndsreglerna finns i stor utsträckning kodifierade i Burgerliches Gesetzbuch, BGB. Vid BGB:s tillkomst ansågs spärregler mot alltför vittgående ansvar vid bl a ren förmögenhetsskada vara nödvändiga, vilket medfört betydande begränsningar i ersättningen till skadelidande tredje män vilka drabbats av förmögenhetsskada. Exempelvis stadgas i § 676 BGB att den som ger någon ett råd eller förmedlar en upplysning inte ansvarar för den skada som följer härav.[553] Skadeståndsansvaret grundar sig i stället på ett generellt professionsansvar som vuxit fram genom konstruktionen Verkehrsplichten.[554] Begreppet omfattar en särskild omsorgsplikt vid professionsutövning, och innebär ett skärpt culpaansvar vid förmögenhetsskada. [555]

Vanligen hämtas vid uppsåtligt vilseledande[556] stöd för ersättning i § 826 BGB. I paragrafen stadgas skadeståndsskyldighet för den som uppsåtligen på ett sätt som strider mot goda seder tillfogar annan skada:

Wer in einer gegen die guten Sitten verstoßenden Weise einem anderen vorsätzlich Schaden zufügt, ist dem anderen zum Ersatze des Schadens verpflichtet.

---

[551] Ang gilitgheten av friskrivningsklausuler se avsnitt x.

[552] Se avsnitt x.

[553] ”Wer einem anderen einen Rat oder eine Empfehlung erteilt, ist, unbeschadet der sich aus einem Vertragsverhältnis oder einer unerlaubten Handlung ergebenden Verantwortlichkeit, zum Ersatze des aus der Befolgung des Rates oder der Empfehlung entstehenden Schadens nicht verpflichtet.”

[554] Kleineman, J, Ren förmögenhetsskada, s 408 ff. Jfrt det engelska *duty of care.*

[555] Se Kleineman, J, Ren förmögenhetsskada, s 391 ff, för en utförlig redogörelse av möjligheten till ersättning för ren förmögenhetsskada i tysk rätt.

[556] ”Arglistige Täuschung.”

Stadgandet berättigar tredje man till ersättning för direkt skada bl a i det fall en ledamot av Vorstand eller Geschäftsführer culpöst har orsakat sådan genom att åsidosätta *die gutten Sitten,* dvs god sed. Regeln är tillämplig på rena förmögenhetsskador och är en slags generalklausul för uppsåtliga handlingar.[557] Att grov vårdslöshet är för handen är inte tillräckligt för att ersättning skall utgå. Handling skall för att överträdelse skall anses vara begången ha varit ”omoralisk” eller strida mot god sed, och skada äganderätten för ”alle billig und gerecht Denkenden”. Regeln är dock tillämplig vid fråga om ansvar för såväl styrelse som emissionsinstitut i de fall missvisande uppgifter lämnats uppsåtligen.[558]

En allmän generalklausul om skadeståndsansvar ges dessutom i 823 § BGB.

(1) Wer vorsätzlich oder fahrlässig das Leben, den Körper, die Gesundheit, die Freiheit, das Eigentum oder ein sonstiges Recht eines anderen widerrechtlich verletzt, ist dem anderen zum Ersatze des daraus entstehenden Schadens verpflichtet.

(2) Die gleiche Verpflichtung trifft denjenigen, welcher gegen ein den Schutz eines anderen bezweckendes Gesetz verstößt. Ist nach dem Inhalte des Gesetzes ein Verstoß gegen dieses auch ohne Verschulden möglich, so tritt die Ersatzpflicht nur im Falle des Verschuldens ein.

Klausulens första stycke tar i första hand sikte på person- och sakskador, medan stycke 2 stadgar ett skadeståndssansvar för den som kränker en rättsregel under förutsättning att denna regel tillkommit i avsikt att skydda just det ekonomiska intresse som kränkts genom överträdelsen, en Schutzgesetze. Detta gäller såväl straffrättsliga regler som regler av offentligrättslig karaktär. Här tillämpas således ett normskyddsresonemang, varvid regelns syfte samt de ersättningsberättigades krets skall fastställas vid bedömning av huruvida ersättning skall utgå.[559] För ansvar enligt § 823 st 2 krävs att överträdelsen skett uppsåtligen eller genom oaktsamhet, beroende på vilket av rekvisiten som skall vara uppfyllt enligt den kränkta normen. Är rekvisitet för ansvar strängare enligt den överträdda rättsregeln krävs att detta rekvisit är uppfyllt för att ansvar skall utdömas. Exempelvis innebär svindleri samt bedrägeri överträdelse av § 263 Strafgesetzbuch, StGB, vilket är en Schutzgesetze, och skadestånd kan därmed yrkas med stöd av § 823 st 2.[560]

---

[557] Assman, H D, Prospekthaftung, s 254 ff.

[558] Assman, H D, Prospekthaftung, s 254 ff. Robbers, G, An Introduction to German Law, s 252.

[559] För diskussion om normskydd se infraxx

[560] Se avsnitt x.

10.5 Bolagets ansvar

10.5.1 Ogiltighet av aktieteckningen

Som ovan nämnts stadgas i 45 § BörsG att bl a bolaget kan åläggas skyldighet att återköpa aktierna från skadelidande investor. Denna möjlighet går stick i stäv med tidigare rådande inställning i tysk rättspraxis och doktrin, där liksom i Sverige hänsynen till borgenärsintresset ansågs utgöra ett hinder mot att bolaget utbetalar ersättning till aktieägare. Problemet uppmärksammades redan tidigt av Reichsgericht, RG. I rättsfallet RGZ 54, 128 från år 1903 hade käranden utnyttjat sin förköpsrätt till teckning av aktier. Rätten konstaterade att ledamöter av Vorstand uppsåtligt hade förfalskat uppgifter i bolagets balansräkning vilka medtagits i prospektet. Domstolen avslog dock yrkandet om att teckningsförklaringens måtte ogiltigförklaras. Rätten uttalade att aktieteckning är en handling som är riktad mot allmänheten, och att detta intresse väger tyngre än en enskild investors intresse. En aktieägare kan inte fordra att bolaget självt hålls ansvarigt för företrädarnas handlingar, eftersom denna rättighet skulle komma att konkurrera med borgenärsskyddet.[561] Rättsläget motsvarade sålunda den inställning som sedan 1930-talet varit rådande i svensk praxis och doktrin.[562]

Som ovan nämnts har under inflytande av bl a EG-rätten under 1990-talet inställningen till hävning av teckningsavtalet förändrats. I ett rättsfall från 1993, innan nu gällande regler införts, har ett bolag ålagts skyldighet att återköpa aktierna från en skadelidande investor. I BGH 05.07.1993[563] beslöt rätten att transaktionen skulle återgå ”zug um zug,” dvs aktierna skulle återlämnas till bolaget, varvid investor skulle återfå det investerade beloppet. I fallet skulle en nyemission med samtidig blockutförsäljning vidtas i ett börsnoterat bolag. Dels förekom i prospektet en felaktig uppgift angående bolagsledningens ersättning i samband med vissa affärer, dels misslyckades emissionen på grund av misstag från bolagsledningens sida, varvid börskursen på bolagets aktier sjönk. Käranden hade tilldelats aktier ur det utsålda blocket aktier, och åsamkades vid kursnedgången en förlust. Han yrkade ansvar dels av ordförande i Vorstand, dels av emittentbolaget självt. BGH anförde att prospektansvaret skall gälla även om emissionen inte lyckas. Bolaget invände att orsakssamband ej förelåg mellan de felaktiga uppgifterna i prospektet och kursförlusten. Kursen hade visserligen sjunkit, men detta berodde inte på de felaktiga uppgifterna i prospektet utan på att emissionen misslyckats. BGH

[561] Jfr inställningen i svensk doktrin och praxis

[562] Se främst avsnitt x.

[563] (II ZR 194/92).

uttalade att syftet med regler för prospektansvar är att skydda köparen från att bli vilseledd. Rätten hade inställningen att investor som lidit skada skall återställas i samma ekonomiska läge som om transaktionen ej ägt rum.

Käranden hade även riktat anspråk om ersättning mot ordföranden i Vorstand, på den grund att det var dennes misstag som varit orsak till att emissionen misslyckades. Ansvaret bedömdes dock vara preskriberat.

10.5.2 Bolagets skadeståndsansvar

Bolaget kan som ovan nämnts enligt § 45 BörsG åläggas skadeståndsskyldighet gentemot de skadelidande investorer som inte längre innehar aktien då ersättningsbeloppet skall avgöras. I 31 § BGB stadgas vidare att bolaget ansvarar för utomobligatorisk skada orsakad av ledamot av Vorstand eller Geschäftsführer, i de fall organledamoten handlat inom ramen för uppdragsavtalet. Ansvaret omfattar även personer som är ställföreträdare för bolaget utan att personen ifråga ingår i ett ledningsorgan.[564] Bolaget kan därefter föra regresstalan mot de bolagsorgan eller anställda som vid prospektets framställande försummat sina plikter.

I praxis har det emellertid hittills varit ovanligt att bolaget åläggs ersättningsskyldighet, och argumenten för detta är desamma som i argumentationen rörande ogiltigförklaring av aktieteckning, dvs borgenärsintresset har givits företräde framför investerarskyddet. I avgörandet RGZ 62, 29 från år 1905 hade käranden i en sekundärmarknadstransaktion förvärvat aktier i förlitan på uppsåtligt lämnade oriktiga uppgifter från ledamöter av Vorstand i det instämda aktiebolaget. Käranden yrkade att hans anspråk skulle betraktas som en borgenärsfordran, men RG avslog yrkandet. Rätten uttalade att aktieköpare fick ”unter keinen Umstständen gestattet, seine zu Recht bestehende Aktienbeteiligung in ein Gläubigerrecht unzuwandeln und so den Gesellschaftsgläubigern Konkurrenz zu machen.”[565] Domstolens inställning överensstämmer med den i svensk rätt hävdade principen om skyddet för bolagets kapital, varvid av bolagets medel inte får utbetalas medel utöver vinst till aktieägare, oavsett om denne tecknat sig för aktie vid bolagets bildande eller vid senare tillfälle.[566]

---

[564] Jfr Beton Monierbau BGH, Die AG 1982, 278, se avsnitt x.

[565] ”… under inga omständigheter omvandla sitt rättsenligt uppkomna delägarskap till en borgenärsfordran och på så sätt göra bolagets borgenärer konkurrens,” förfs övers.

[566] Se diskussion supra

Såväl denna dom som ovan nämnda RG 54, 128 kritiserades starkt i doktrinen,[567] och RG gav år 1909 vika för detta motstånd i rättsfallet RGZ 71, 97. I målet hade käranden förvärvat aktier i bolaget Strassenbahn Hannover, och Dresdner Bank hade varit verksamt som emissionsinstitut.[568] Prospektet hade innehållit vilseledande uppgifter, varvid investorn åsamkats en förlust. Domstolen tillerkände den skadelidande investorn ersättning från bolaget, och motiverade detta med stöd av två argumentationslinjer. Rätten anförde att det för det första är en skillnad mellan den som gör en inbetalning till det ursprungliga eller utökade aktiekapitalet, och den som visserligen också förvärvade ett delägarskap i aktiebolaget, men detta i form av ett omsättningsavtal vilket syftar till ett förvärv av värdeobjekt till skillnad från delägarskap i ett bolag. Man menade att denna typ av omsättningsaffär till sin natur inte är en rättshandling som skall underkastas de bolagsrättsliga principerna. Det andra argumentet kan snarast betecknas som rättssystematiskt. Rätten menar att om nu i börsrätten allmänt introduceras ett ansvar vilket skall åläggas part oaktat de bolagsrättsliga principerna, kan detta inte bortfalla enbart på grund av förvärv av aktier. Rätten konstaterar att det i börsrätten lagstadgade prospektansvaret i så fall skulle komma att sakna verkan just i de fall för vilket det i första hand var avsett, eftersom prospektet i regel sammanställs och offentliggörs av det emitterande aktiebolaget. Inställningen var i fallet att köparen framträder i denna situation inte som delägare, utan på grund av den individualrättsliga rättstiteln som en tredje man. Domstolen uttalade vidare att om aktiekapitalet på grund av utbetalningen av ersättning inte längre är intakt är detta visserligen beklagligt, men inte värre än om den minskat genom andra åtgärder från bolagsledningens sida.

Ett par år senare bekräftade domstolen i RGZ 88, 271 denna uppfattning. I målet uttalade rätten att principen om kapitalskyddet inte av ekonomiska skäl kan utvidgas till att omfatta andra fall än teckning av aktie vid bolagsbildning samt emission. Man menade att här snarare ”allgemeinen Grundsätze des Verkehrsrechts”[569] måste gälla, dvs. det måste existera ett prospektansvar för aktiebolag.

Inställningen i rättspraxis har sålunda varit att vid teckning av aktie de bolagsrättsliga principerna om skyddet för bolagts borgenärer äger företräde framför de börsrättsliga reglerna om prospektansvar, medan börsrätten ges företräde vid sekundärmarknadstranskationer.

---

[567] Se bl a Staub, H - Pinner, A, Staub's Kommentar zum Handelsgesetzbuch, § 189 anm. 25, med hänvisningar.

[568] Det framgår inte av rättsfallet om banken hade förvärvat samtliga aktier i led av en s.k. Fremdbegebung, dvs som underwriter.

[569] Ungefär ”affärsrättens allmänna principer.”

RG:s inställning att göra åtskillnad mellan teckning av aktie vid bolagsbildning och sekundärmarknadstransaktion förespråkas fortfarande i doktrin.[570] Den idag härskande uppfattningen är dock att § 45 BörsG inte torde utesluta ett skadeståndsansvar för emittenten så länge aktiekapitalet är intakt.[571]

Även vid fråga om huruvida kommanditbolag skall åläggas skadeståndsskyldighet har domstolen på senare tid ändrat inställning. I BGHZ 71, 284 och BGHZ 72, 282 har BGH avvisat kravet mot ett Publikum-kommanditbolag, och ålagt bolagets ägare ansvar för vilseledande information som publicerats i ett prospekt. Domstolen menade att delägarna i bolaget skall likabehandlas vid fördelning av förlust i bolaget, samt att kommanditdelägaren ändå skulle komma att åläggas ansvar. I ett fall från senare tid, NJW 1992.3296 BGH, har domstolen ålagt ett kommanditbolag ersättningsansvar på grund av felaktiga uppgifter i ett prospekt. I prospektet uppgavs felaktigt att viss fast egendom var inköpt, vilket fick betydelse för bolagets utveckling. BGH fann att genom att i prospektet lämna oriktig uppgift hade den prospektansvarige försummat sin lojala upplysningsplikt. Överträdelsen bedömdes medföra en presumtion om ansvar, vilken det ålåg svaranden att motbevisa.

10.6 Oganledamöternas ansvar

Stadgandet i 45 § BörsG omfattar som framgått av redogörelsen även ansvar för organledamöter. Ansvar för prospektinnehållet kan vidare åläggas organledamot med stöd av reglerna om culpa in contrahendo, dvs på grund av att han försummat sin upplysningsplikt då avtalsförhandlingar pågått. Ledamöterna kan även åläggas ansvar med stöd av de allmänna skadeståndsrättsliga reglerna. Exempelvis kan tredje man kräva ersättning med stöd av ovan nämnda regel § 826 BGB för direkt skada som ledamot av Vorstand eller Geschäftsführer culpöst orsakat genom att åsidosätta ”die gutten Sitten.”[572]

Ledamöter i Aufsichtsrat kan åläggas prospektansvar endast i särskilda fall, nämligen i det fall organisationen av Vorstand ej varit tillfredsställande.[573]

10.7 Emissionsinstitutets ansvar

I praxis är det ofta emissionsbanken som ålagts ansvar för den vilseledande informationen, och även i doktrin finns förespråkare för

[570] Assmann, H D, Prospekthaftung.

[571] Schwark, Walter, Prospekthaftung und Kapitalerhaltung in der AG.

[572] Assman, H D, Prospekthaftung, s 254 ff.

[573] Weimann, M, Prospekthaftung, s 67.

detta betraktelsesätt. Denna inställning grundas delvis på att enligt tidigare gällande rätt det ej krävdes att emittenten var delaktig i ansökan om börsnotering, utan denna ombesörjdes av emissionsinstitutet enligt § 5, 3 st. Zulassungsbekanntmachung.[574] Enligt § 36, 2 st BörsG skall numera även emittenten underteckna ansökan.

Bankerna åläggs i Tyskland generellt ett omfattande informationsansvar gentemot sina kunder. I §§ 50 ff WertpapierHandelsgesetz ges ett särskilt konsumentskydd vid handel på värdepappersmarkanden. Bankerna skall i enlighet med § 53 årligen informera sina kunder om riskerna med investering i aktier. De flesta banker sänder ut detaljerade informationsskrifter och för register över försändelser till kunderna, eftersom det enligt regeln i § 53 är banken som har bevisbördan för att kunden informerats vederbörligen. I rättsfallet BGH 06.07.93[575] ålades en bank anvar för bristfällig rådgivning vid aktieinvestering. Banken hade givit sin kund rådet att vid ett bolags emission investera i de nyemitterade aktierna, vilka efter en tid blev värdelösa på grund av bolagets konkurs. Domstolen konstaterade att investering i bolaget medförde en hög risk, vilket banken underlåtit att informera investor om. Domstolen underströk bl a att vid rådgivning till icke-professionell investor det åligger banken en särskild skyldighet att informera investor om de risker som är förbundna med investeringen, och ålade banken skyldighet att ersätta kunden dennes förlust.

I rättsfallen Beton und Monierbau AG[576] och Bond Finance Ltd.[577] är det emissionsinstitutet som ålagts ansvaret för de i prospektet offentliggjorda vilseledande uppgifterna. Beton und Monierbau rörde ett emissionsinstituts ansvar för vilseledande framtidsinriktad information i ett prospekt. Bolaget hade försatts i konkurs fyra månader efter det att aktieteckning skett. Skadelidande aktietecknare yrkade ersättning från emissionsinstitutet med stöd av då gällande prospektregler för den förlust de åsamkats på grund av de oriktiga uppgifterna i prospektet. I prospektet hade bolagsledning gjort positiva uttalanden om bolagets orderläge, investeringar och byggproduktion. I målet konstaterades att uttalandena var överdrivet optimistiska i viss utsträckning grundlösa. Vidare hade i bolagets balansräkning resultatet förbättrats genom åtgärder rörande avskrivningen på anläggningstillgångar på ett sätt som gränsade till vad som var tillåtet enligt AktG. BGH uttalade att den som utfärdar ett

[574] Tillståndskungörelsen av den 4.7.191, Reichsgesetzblatt s 917.

[575] (XI ZR 12/93).

[576] BGH Die AG 1982, 278.

[577] OLG Frankfurt, WM 1994, 291.

prospekt inte kan garantera att en prognos skall komma att bli uppfylld, men att han är ansvarig för att *Voraussagen oder Werturteile ausreichend durch Tatsachen gestützt und kaufmännich vertretbar sind.* Rätten konstaterade att emissionsinstitutet var väl förtroget med bolagets förhållanden, och borde insett att uppgifterna inte var riktiga. BGH ålade emissionsinstutet ersättningsansvar gentemot den skadelidande investorn.[578]

I ett senare mål, där ansvaret för samma prospekt prövades i OLG Düsseldorf, hävdade emissionsinstitutet rättsvillfarelse för att undgå ansvar.[579] Man anförde att man vid upprättande av prospektet utgått ifrån att ansvar endast kunde aktualiseras för felaktiga sakuppgifter, och inte för felaktiga prognoser eller värderingar av bolagets ekonomiska situation. Domstolen ansåg dock inte denna invändning utgöra grund för ansvarbefriande.

Som ovan nämnts rättsfall ålades i rättsfallet BGH 1.07.1998[580] ett emissionsinstitut ansvar på grund av att man i ett prospekt utelämnat uppgift om att en juridisk tvist var under uppsegling, trots att emissionsinstitutet invänt att man ej undertecknat prospektet, samt att det ej visats att adekvat kausalitet förelåg mellan de bristfälliga uppgifterna och kärandens investeringsbeslut.

10.8 Revisors ansvar

Revisor torde med stöd av § 45 jämfört med § 46 kunna åläggas ansvar för de uppgifter han ansvarat för i prospektet. I praxis har emellertid revisor ej ålagts ansvar. Möjligen är detta delvis ett resultat av den ”spärregel” mot att ålägga rådgivare ansvar som ges i ovan nämnda stadgande § 676 BGB, enligt vilket den som ger någon ett råd eller förmedlar en upplysning inte ansvarar för den skada som följer härav. I ett av de få mål där revisors ansvar prövats aktualiserades den klassiska frågan om revisors ansvar gentemot en uppdragsgivares leverantör. I rättsfallet BGH NJW 1973, 321 avgjordes att revisorn ej skulle åläggas ansvar gentemot en skadelidande tredje man som givit visst bolag kredit i förlitan på ett bokslut revisorn oaktsamt reviderat. Revisors hade ej uppmärksammat att bokslutet innehållit felaktiga uppgifter.

10.9 Preskription

Preskriptionstiden för anspråk anges i § 47 till sex månader från den

[578] Se Dotevall, R, Stkadeståndsansar för styrelseledamot och verkställande direkötr, s 505.

[579]BGH Die AG 1984, 188.

[580] (XI ZR 173/97) BGHE 139, 225.

tidpunkt förvärvaren fick kännedom om den vilseledande uppgiften, dock senast tre år efter offentliggörandet av uppgiften.

10.10 Straffansvar

I 88 § BörsG stadgas fängelsestraff i upp till tre år för den som lämnar vilseledande uppgifter i avsikt att påverkar värdet på ett värdepapper. Samma straff eller böter kan med stöd av § 89 ådömas den som utövar otillbörlig handel i avsikt att skaffa sig egen vinning. Vidare kan bl a den som offentliggör ett prospekt eller en årsredovisning i strid med reglerna ådömas skyldighet att betala böter i enlighet med regler rörande *ordnungswidrigkeit* i § 90 Börsg.

I AktG Dritte Teil finns en rad stadganden vilka är sanktionerade med frihetsstraff. § 399 stadgar böter eller upp till tre års fängelse för den som lämnat *falsche Angaben* i samband med bl a handel med ett bolags aktier eller med ett bolags ekonomiska rapportering. I paragrafens andra stycke anges att straffet gäller även då organledamot lämnat vilseledande uppgift.

I § 400 AktG stadgas böter eller fängelse i upp till tre år när någon genom att dölja faktiska omständigheter förmår annan att överföra pengar till honom själv.

§ 263 Strafgesetzbuch stadgar böter eller upp till tio års fängelse för bedägeri,[581] och i § 264 a stadgas böter eller fängelse i upp till tre år vid svindleri genom vilseledande uppgift som offentliggjorts exempelvis i ett prospekt.[582]

---

[581] § 263. Betrug. (1) Wer in der Absicht, sich oder einem Dritten einen rechtswidrigen Vermögensvorteil zu verschaffen, das Vermögen eines anderen dadurch beschädigt, daß er durch Vorspiegelung falscher oder durch Entstellung oder Unterdrückung wahrer Tatsachen einen Irrtum erregt oder unterhält, wird mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe bestraft.

[582] StGB § 264a Kapitalanlagebetrug (kapitalinvesteringsbedrägeri): (1) Wer im Zusammenhang mit

1. dem Vertrieb von Wertpapieren, Bezugsrechten oder von Anteilen, die eine Beteiligung an dem Ergebnis eines Unternehmens gewähren sollen, oder

2. dem Angebot, die Einlage auf solche Anteile zu erhöhen, in Prospekten oder in Darstellungen oder Übersichten über den Vermögensstand hinsichtlich der für die Entscheidung über den Erwerb oder die Erhöhung erheblichen Umstände gegenüber einem größeren Kreis von Personen unrichtige vorteilhafte Angaben macht oder nachteilige Tatsachen verschweigt, wird mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder mit Geldstrafe bestraft.

(2) Absatz 1 gilt entsprechend, wenn sich die Tat auf Anteile an einem Vermögen bezieht, das ein Unternehmen im eigenen Namen, jedoch für fremde Rechnung verwaltet.

(3) Nach den Absätzen 1 und 2 wird nicht bestraft, wer freiwillig verhindert, daß auf Grund der Tat die durch den Erwerb oder die Erhöhung bedingte Leistung erbracht wird. Wird die Leistung ohne Zutun des Täters nicht erbracht, so wird er straflos, wenn er sich freiwillig und ernsthaft bemüht, das Erbringen der Leistung zu

11 USA

11.1 Börsbolagens organisation

I den amerikanska bolagsorganisationen är styrelsens motsvarighet ledningsorganet the board of directors, vars ledamöter väljs av bolagsstämman. Inom the board bildas en executive committee vilken får i uppgift att handha ärenden i den löpande förvaltningen. Ledmöterna kan vara ålagda vissa förvaltningsuppgifter och benämns då inside directors, vilket ungefär motsvarar en arbetande styrelseledamot. Outside directors har enbart tillsynsfunktion genom sitt ledamotskap i the board. Outside directors har dock större möjlighet att undgå ansvar för organledamöters agerande för bolagets räkning än inside directors, vilket framgår av avsnitt x.

Den dagliga skötseln ombesörjs av officers, vilka utses av the board. Motsvarigheten till vår svenska verkställande direktör är i USA the president of the company, som också är en officer.

11.2 Värdepappersmarknaden och dess tillsyn och övervakning

Den amerikanska värdepappersmarknaden är geografiskt spridd, och det finns marknadsplatser över hela USA. Aktiehandeln i New York dominerar, men omfattande handel förekommer på flera andra börser.[583] De registrerade börserna är integrerade i ett s k National Market System, vilket är ett gemensamt system för offentliggörande av priser och volymer. Volymmässigt är New York Stock Exchange, NYSE, och NASDAQ-AMSX[584] de klart viktigaste börserna för aktiehandel. Vid NASDAQ noterade bolag hade år 1999 ett marknadsvärde på ca 52 000 miljarder kronor fördelat på 4 829 bolag, och vid NYSE var år 1999 2 670 bolag noterade med ett sammanlagt börsvärde om ca 11 000 miljarder kronor.[585]

Organisation eller ägande av börser är inte lagreglerad, men av de registreringsvillkor som utfärdats av US Securities Exchange Commission, SEC, framgår att börsen skall ledas av en styrelse. New York Stock Exchange är organiserat som s k non-profit membership

---

verhindern.

[583] Följande börser 1999 är registrerade som «national securities exchange»: New York Stock Exchange, The Nasdaq Stock Market (vari sedan 1998 ingår American Stock Exchange), Boston Stock Exchange, Chicago Board Options Exchange, Chicago Stock Exchange, Cincinatti Stock Exchange, Pacific Exchange, Philadelphia Stock Exchange.

[584]

[585] Källa: International Federation on Stock Exchanges.

organisation, medan NASDAQ är organiserad som ett vanligt vinstdrivande bolag. NASDAQ ägs av National Association of Securities Dealers, NASD, som är en non-profit membership organisation. Även NASD är en självreglerande organisation under tillsyn av SEC.

I anslutning till införandet av SEA 1934 Act etablerades det ovan nämnda oberoende federala tillsynsorganet SEC som har befogenhet att utöva såväl normgivningsmakt som övervakande och dömande makt. De fem kommissionärerna utses av presidenten, med senatens medgivande, för en femårsperiod. Normgivningsverksamheten utövas genom utfärdandet av regler och tillämpningsföreskrifter. SEC skall godkänna registreringshandlingar och prospekt, och ändamålet med denna granskning är att ”facilitate the full and fair disclosure of all material facts about the issuer and the offering.”[586] SEC har kompetens i förhållande till all reglering av handel med värdepapper samt därvid aktiva emittenter, emissionsinstitut, övriga rådgivare samt marknadsplatser. Huvuduppgiften för SEC är att fortlöpande övervaka marknaden, och denna uppgift är till viss del delegerad till självreglerande organ, bl a börserna, som därmed kan uppställa speciella krav för sina medlemmar. Utöver SEC:s krav på innehåll skall bolagen uppfylla kraven i den eller de delstat/er där erbjudandet görs. 1996 infördes National Securities Markets Improvement Act som fungerar som en ”home country rule”, dvs ett prospekt som godkänts i viss stat kan under vissa omständigheter vara direkt godkänt i andra.

Amerikanska värdepappersbolag måste vara medlemmar av en self-regulatory organisation, SRO, vilket är privata medlemsorganisationer såsom exempelvis en börs. SRO:s står under tillsyn av SEC. Även SRO:s kan vidta sanktionsåtgärder vid överträdelse av federala eller andra tillämpliga regler.

Börsens medlemmar skall vara registrerade såväl hos ifrågavarande börs som hos SEC. SEC utövar som nämnts tillsyn över de registrerade börserna, och kan överpröva eventuella sanktioner som vidtagits av en börs. Börsens regler skall vidare godkännas av SEC. SEC utövar även tillsyn över aktiemarknadsbolagen. Registrerade börser fungerar som s k self-regulatory organizations, vilket innebär att börsen själv har ansvar för att utfärda ett internt regelverk i avsikt att åstadkomma skydd för investorer. Börserna utövar tillsyn över sina medlemmar samt över de noterade bolagen, och har olika medel för att söka begränsa otillbörlig handel.

586

11.3 Värdepappersmarknadsrättslig reglering

11.3.1 Inledning

Även i USA kan ansvar för bristfällig information i prospekt utdömas med stöd av reglerna på värdepappersmarknaden samt med stöd av common law alternativt eller kumulativt. Regleringen av den amerikanska värdepappersmarknaden utgör en kombination av federal lagstiftning, regler tillkomna genom beslut av SEC, viss delstatlig reglering och regler beslutade av SRO:s. Den federala lagstiftningen med inriktning på värdepappersmarknaden tillkom på 1930-talet under intryck av finansiella kriser och funktionsbrister i den fria marknaden. Regleringen ställer mycket höga krav på marknadens aktörer med skyddet för investerarna som huvudsakligt syfte. De höga kraven på information avser således att skydda investerarna genom att säkra en riktig prisbildning på aktierna.[587] Utöver den federala lagstiftningen förekommer reglering inriktad på värdepappersmarknaden även på delstatlig nivå, s k *Blue Sky regulation* eller *Blue Sky statutes*.[588] De flesta delstater har antagit en s k Uniform Securities Act, vilken har till syfte att harmonisera den delstatliga lagstiftningen på värdepappersmarknadens område. Förutom registrering av marknadsaktiviteter hos SEC måste registrering i vissa fall även ske hos delstatliga myndigheter. Så gott som all handel med värdepapper innehåller element som medför att de federala lagarna blir tillämpliga. Med stöd av Securities Act 1933 Section 22(a) har käranden möjlighet att fritt välja om han vill anhängiggöra tivsten i federal eller delstatlig domstol.

11.4 De federala ansvarsreglerna

11.4.1 The Securities Acts

De federala lagar som i och med The New Deal Securities Statutes infördes i USA år 1933 och 1934 är starkt influerade av marknadsekonomiska idéer och tankar. Målsättningen med regelverken är att förse marknaden med all väsentlig information rörande aktier som säljs offentligt och att förhindra att brott begås på värdepappersmarknaden. Det främsta medlet för att uppnå dessa mål har varit att säkra att all väsentlig information om börsbolagen offentliggörs. Securities Acts innehåller således primärt regler om

[587] Hazen, T L, The Law of Securities Regulation, s 7.

[588] Beteckningen härstammar från rättsfallet Hall v Geiger-Jones Co., 242 U.S. 539 (1917), 37 S. Ct. 217, 61 L. Ed. 480, vari uttalades att vissa personer sökte avyttra värdepapper av lika mycket värde som ”so many feet of blue sky”.

informationsplikt, och endast sekundärt direkta interventioner rörande förhandskontroll av investeringar. Målsättningen var vid införandet av Securities Act 1933, SA 1933, att garantera ”full and fair disclosure” i samband med emissioner och börshandel, och regelverket har i doktirn benämts den första lag varigenom konsumentskydd infördes.[589] Även Securities Exchange Act från 1934, SEA 1934, vilar på de grundläggande idéerna om att garantera tillgången till information för att motverka prismanipulationer och andra oönskade beteenden. Allmänt sett reglerar SA 1933 endast primärmarknaden, medan SEA 1934 innehåller regler rörande sekundärmarknaden. Såväl SA som SEA innehåller sanktionsregler av både civilrättslig och straffrättslig natur. Ansvarsreglerna i SA och SEA är mycket omfattande, och ger enskilda skadelidande betydande möjligheter att erhålla ersättning för skada vid överträdelse av värdepapperlagstiftningen. Härtill har SEC givits möjligheter att ingripa. Överträdelse av Securities Laws kan sålunda leda till administrativa åtgärder från SECs sida, brottspåföljder samt skadeståndsansvar.

Med stöd av Securities Acts kan skadelidande investor teoretiskt sett kräva ersättning från vem som helst som varit inblandad i ett erbjudande om försäljning av aktier. Möjlighet ges för vissa potentiella ansvarssubjekt att undgå ansvar genom att visa att han vidtagit tillräckliga åtgärder för att försäkra sig om att de lämnade uppgifterna varit korrekta. Detta är dock inte fallet i fråga om emittentbolaget, vilket åläggs ett nära nog strikt ansvar för de uppgifter som lämnats i prospekt eller andra handlingar. Konsekvensen av den stränga lagstiftningen är, tillsammans med möjligheten att utnyttja det s k class action-institutet,[590] ett mycket omfattande processande rörande ansvar för bristfällig information vid handel på värdepappersmarknaden. Tvister rörande vilseledande information från börsbolagen förekommer sålunda frekvent. Mellan åren 1994 och 1998 har 908 stämningsansökningar rörande aktiehandel avgjorts, i 296 av dessa har parterna förlikts.[591] Flest stämningar sker inom sektorerna IT och telekommunikation, och på grund av sitt geografiska läge prövas de flesta ansökningarna av 9th respektive 2nd circuit som har jurisdiktion över bl a respektive Kalifornien och New York City.

[589] Hazen, T L, The Law of Securities Regulation, s 7. Hazen anger här även att president Franklin Roosevelt vid sitt undertecknande av Securities Act 1933 anmärkte att principen om caveat emptor i och med lagens införande övergavs för principen om caveat vendor.

[590] Se avsnitt x.

[591] Källa: Price Waterhouse Coopers Securites Litigation 1998 Study.

11.4.1.1 Private Litigation Reform Act

11.4.1.1.1 Inledning

Den stora mängden tvister ledde under 1990-talet till ett genomgripande reformarbete i avsikt att söka komma tillrätta med problemet med att så många processer anhängiggörs på vad man ansett vara bristande juridisk grund.[592] Reformarbetet har koncentrerats till i synnerhet problemet med vad som kallats ”frivoulous and marginal litigation”, dvs tvister som anhängiggörs på grund av sitt förlikningsvärde, oftast genom s k class actions, samt tvister som är orimligt kostnadskrävande i proportion till svarandens ersättningsskyldighet. Genom reformen har det amerikanska regelverket rörande värdepapper från och med 1 januari 1996 genomgått en genomgripande förändring.

11.4.1.1.2 Bakgrund till reformen

Förekomsten av missbruk av möjligheten att anhängiggöra tvist i domstol, och hur man skall komma till rätta med detta missbruk, har varit under diskussion i många år. Den stora mängden class actions leder till att svarandeparten väljer en lösning förlikningsvis för att söka undvika stora rättegångskostnader och massmedial uppmärksamhet även i de fall man bedömer sig ha möjlighet att vinna tvisten. I sammanhanget skall dock påpekas att domstolarna värnar om class action institutet och menar att detta är ”the only efficient detterent against securities fraud.”[593] I ett av de mer omskrivna rättsfallen, Blackie v. Barrack, vilket redogörs för nedan, uttalade domstolen att effektiviteten i the federal securities litigation ”may depend on the applicability of the class action device.”[594]

En stor mängd tvister uppkommer som nämnts ovan i de delar av Kalifornien där högteknologiskt orienterade företag är lokaliserade. Bl a här har en rad advokater specialiserat sig på att initiera och leda grupptalantvister mot emittentbolaget, bolagsledningen och emittetbolagens ekonomiska rådgivare, i synnerhet revisorerna, vid emission av aktier. Detta förhållande har föranlett att revisorer och representanter för högteknologiföretag varit de mest aktiva förespråkarna för en reformering av regelverket. Företrädare för revisorer har anfört att representanter för aktieägare satt i system att lämna in en stämningsansökan så snart aktiekursen efter

[592] ”The floodgates of litigation” se x

[593] *In re* Adobe Systems, Inc. Sec. Litig., 139 F.R.D. 150 (N.D. Cal. 1991) Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 96, 051 på sid 152 f.

[594] Blackie v. Barrack, 524 F.2d 891 (9th Cir. Cal. 1975), *cert. denied*, 429 U.S. 816 (1976) på sid 903.

börsnoteringen sjunkit med mer än tio procent.[595] Eftersom tvisterna medför höga rättegångskostnader väljer svarandeparten ofta att ingå förlikning; dels för att undvika ännu större processkostnader, men även för att undvika risken för ett negativt utslag från en jury som är fientligt inställd till en svarandepart med s k ”deep pockets.”[596]

Inte minst i praxis har diskuterats problemet med överdrivet processande på området för värdepapper. Domstolarna har ansett sig ha haft svårigheter att med stöd av då gällande regelverk kunna begränsa antalet tvister rörande aktiehandel. I synnerhet två fall ådrog sig Supreme Courts uppmärksamhet, vari rätten konstaterade att möjligheten till rättegång utnyttjats på ett tvivelaktigt sätt. Det ena fallet var under avsnitt x nämnda *Central Bank v First National Bank of Denver*[597] och det andra var i avsnitt x nämnda *Gustafson v Alloyd Co*. [598]

11.4.1.1.3 Reformens innehåll

En vanligt förekommande grund för yrkande om skadestånd är att en prognos eller ett uttalande rörande ett bolags framtida utveckling sedermera visar sig inte vara i överensstämmelse med verkligt utfall. Detta har lett till att bolagen allt oftare sökt undvika att lämna information rörande bolagets framtida utveckling. För att söka begränsa ansvaret vid vad man ansett vara missbruk av regelverket har domstolarna exemplevis i *Hillson & Partners Ltd. Partnership v. Adage, Inc* tillämpat allmänna värdepappersprinciper i avsikt att söka stöd för att avvisa grundlösa tvister rörande prognoser.[599] Framåtblickande information som inte överensstämmer med verkligt utfall har sålunda inte ansetts grunda ansvar per se, utan man har i stället sett till de bakomliggande förutsättningarna för prognosen ifråga. Domstolen har fäst vikt vid huruvida uppgiftslämnaren själv kunde antas vara i god tro beträffande sitt uttalande rörande bolagets framtida intjäningsförmåga, samt hur välgrundat detta uttalande kan bedömas ha varit. Domstolarna har även avvisat talan i tvister rörande prognoser med stöd av väsentlighetsrekvisitet.

Tvister rörande innehållet i prognoser har på senare tid avgjorts i enlighet med den bespeaks caution-doctrine som kodifierats i SA 1933

---

[595] Väsentlighetsrekvisitet diskuteras i avsnitt.

[596] Arthur Andersen & Co. et al, The Liability Crisis in the United States: Impact on the Accounting Profession-a Statement of Position 1, 2 (Aug. 6, 1992)

[597] Central Bank, N.A. v First Interstate Bank, N.A., 511 U.S. 164 (1994), 128 L. Ed. 2d 119, 114 S. Ct. 1439 se x

[598] Gustafson v. Alloyd Co., 513 U.S. 561 (1995), 131 L. Ed. 2d 1, 115 S. Ct. 1061.

[599]Hillson Partners Ltd. Partnership v Adage, Inc., 42 F.3d 204 (1994), Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 98,474.

section 27A respektive SEA 1934 section 21E i och med införandet av Private Litigation Reform Act.[600] Befrielse från ansvar vid avvikande prognosutfall genom användande av bespeaks caution definieras i rättsfallet *In re Donald J. Trump Casino Sec. Litig.*[601] enligt följande:

”The essence of the doctrine is that where an offering statement, such as a prospectus, accompanies statements of its future forecasts, projections and expectations with adequate cautionary language, those statements are not actionable as securities fraud.”[602]

Genom att ange att framåtblickande information är förenad med osäkerhet kan ansvarssubjektet sålunda undgå ansvar. Bespeaks caution kan enligt SA 1933 section 27A inte utgöra grund för ansvarsbefrielse vid erbjudanden på primärmarkanden eller vid take overs. Stora krav ställs efter reformen på en stämningsansökan som grundas på ett uttalande rörande bolagets framtida utveckling. Käranden måste kunna hänvisa till specifika utfästelser, uppskattningar eller beräkningar i dokumentet. Vissa domstolar avvisar konsekvent tvister gällande framåtblickande inforamtion med undandtag för de fall bolaget lämnat garantier för visst utfall, och menar att denna typ av uttalanden inte är processbara enligt Federal Securities Laws. I exempelvis i *Malone v Microdyne Corp.*[603] uttalade domstolen att om det är uppenbart att uttalanden inte är utformade som utfästelser, och inte är detaljerade, ansvar inte skall åläggas den som är ansvarig för prospektet.

Under reformarbetet diskuterades risken för att reglerna om bespeaks caution skulle komma att innebära att även en uppgiftslämnare som är i ond tro skyddas från ansvar. I Conference Comittee Report anges uttryckligen att om tillfredsställande cautionary language lämnats ”courts should not examine the state of mind of the person making the statement.”[604] Detta torde innebära att inte ens uppsåtligt bristfälliga uppgifter kan utgöra grund för ansvar i civila tvister så länge de åtföljts av cautionary language.

I och med reformakten har kraven på stämningsansökan ökat. I stämningsansökan skall anges varje uppgift som anses vara vilseledande. Domstolen är enligt SEA section 21D(b)(2) skyldig

---

[600] Litigation Reform Act, se ovan not x, 109 Statute, s 750 och 754.x

[601] *In re* Donald J. Trump Casino Sec. Litig., 793 F. Supp. 543 (D.N.J. 1992), *aff'd*, 7 F. 3d 357 (3d Cir. N.J. 1993), *cert. denied*, 510 U.S. 1178 (1994).

[602] Id. s 549.

[603] Malone v. Microdyne Corp., 26 F.3d 471 (4th Cir. Va. 1994), Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 98,237; se även Hillson Partners Ltd. Partnership v. Adage, Inc., 42 F.3d 204 (1994), Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 98,474, se s x.

[604] 141 CONG. REC. D208 (daily ed. Feb 16, 1995).

avvisa en ansökan om stämning som inte innehåller angivna krav. I domar som avgjorts i Second Circuit hade tidigare i mål rörande aktiemarknadsbedrägeri, dvs överträdelse av Rule 10b-5, se nedan, utvecklats ett krav på pleading state of mind, t ex i *A.H. Robins Co v Ross,*[605] *vilket kodifierats genom regeln.* Kravet innebär att domstolen skall göra en bedömning av ansvarssubjektets viljeinriktning. Regeln innebär att käranden måste visa att svaranden handlat med uppsåt eller grov vårdslöshet.

Federala domstolar har även möjlighet att ingripa mot ogrundade klagomål med stöd av Rule 11 i Federal Rules of Civil Procedure. Vid ingivandet av en stämningsansökan måste intygas att to the best of my knowledge after reasonable inquiry the legal claims contained in the document are warranted by existing law or by a nonfrivolous argument for the extension, modification or reversal of existing law or the establishment of new law och att the allegations and other factural contentions have evidentiary support or, if specifically so intended, are likely to have evidentiary support after a reasonable opportunity for further investigation or discovery.

Utöver att få sin ansökan avvisad riskerar käranden att få erlägga straffavgift till domstolen, samt, i vissa fall, att åläggas ansvar för motpartens rättegångskostnader. Genom The Private Litigation Reform Act infördes en komplettering av Rule 11 i Federal Rules of Civil Procedure.[606] Regeln ökar kraven på ansökan om stämning och ålägger domstolarna skyldighet att i varje enskilt fall kontrollera att ansökan uppfyller kraven på innehåll. Uppfyller ansökan inte kraven har domstolen rätt att utdöma en straffavgift för part eller ombud. Rule 11 innehåller bestämmelser för domstolen att påföra part straffavgift vid ansökning om stämning om gjorts "for an improper purpose," i det fall part orsakar dröjsmål eller yrkar att onödigt kostnadskrävande åtgärder vidtages.

I SA 1933 section 27(a)(3) respektive SEA 1934 section 21D(a)(2) har intagits regler rörande krav på huvudrepresant vid class actions. Domstolen skall utse en huvudrepresentant för gruppen av kärande som skall företräda gruppen, och skall som huvudrepresentant företrädesvis välja den person som har det största ekonomiska intresset i tvisten. Denne har i sin tur att utse ett ombud som skall föra gruppens talan.[607]

---

[605] A. H. Robins Co. v Ross, 446 U.S. 946 (1980), 94 L. Ed. 2d 802, 100 S. Ct. 2175.

[606] Fed. R. Civ. P. 11c; Litigation Reform Act, supra not xx 109 Stat. På s 741 och 747.

[607] I exempelvis *Gluck v Cellstar Corp*.,[607] biföll domstolen ett yrkande av en innehavare av en större aktiepost att vara huvudkäranden i en tvist, i stället för den mindre aktieägare som genom ombud lämnat in stämningsansökan mot ett bolag.

11.4.1.1.4 Utvecklingen efter reformen

Under de första åren efter det att reformen införts har inte någon nedgång i antalet stämningsansökningar kunnat skönjas, tvärtom har ansökningarna fortsatt öka.[608] Däremot har grunderna för kärandeparternas yrkanden ändrats sedan införandet av reformen. Eftersom det på grund av införandet av bespeaks caution doctrine blivit svårare att erhålla ersättning i samband med vilseledande information i prognoser och uttalanden om bolagets framtida utveckling grundas efter reformen ersättningsanspråken i större utsträckning på överträdelse av redovisningsreglerna.[609] I övervägande delen av dessa ansökningar är yrkandet om ersättning grundad på överträdelse av bedrägeriregeln Rule 10b-5.[610]

11.4.1.2 Securities Act of 1933

Securities Act 1933 är tillämplig vid handel i samband med emission av aktier. De viktigaste reglerna rörande civilrättsligt ansvar vid denna typ av handel ges i

- section 5-7, regler rörande registrering av värdepapper
- section 11 som reglerar nyemissioner
- section 12 som dels behandlar ansvaret för marknadsföring av värdeppper i strid med registreringskraven, dels ålägger ansvar för bristfälligheter vid försäljning av värdepapper oavsett om detta sker i samband med börsnotering eller ej.

Med stöd av den allmänna bedrägeriregeln i Section 17(a) kan vidare SEC anhängiggöra talan om ansvar.

I SA section 5-7 regleras ansvaret för den formella registreringen av aktierna. I section 5 anges att varje värdepapper som erbjuds allmänheten skall vara registrerat hos SEC. The registration statement består av två delar; dels prospektet, dels Part II som innehåller formella uppgifter om bolaget. Den information som skall lämnas enligt Part II kan jämföras med den information det svenska PRV tillhandahåller, men är betydligt mer omfattande. Informationen i Part

---

Vissa domstolar menar att flera ombud skall tillsättas, se in re *In re* Cephalon Sec. Litig., 1996 U. S. Dist. LEXIS 13492 (E.D. Pa. 1996), Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 99,313.

[608] 1996 ingavs 102 ansökningar om stämning i aktiemarknadsmål, 1997 ingavs 154 st och 1998 ingavs 239 ansökningar. Källa: Price Waterhouse Coopers Securites Litigation 1998 Study.

[609] Generally Accepted Accounting Principles, GAAP, se s x.

[610] Se s x.

II är offentlig, och skall fortlöpande finnas tillgänglig för allmänheten. I Section 6 görs en uppräkning av de ansvarssubjekt av vilka registreringshandlingarna skall undertecknas. Dessa ansvarsubjekt kan som framgår nedan åläggas ansvar för eventuell bristfällig information i de handlingar som ingivits i enlighet med section 5.

De sålunda uppräknade ansvarssubjekten är

- emittenten, dvs bolaget samt dess stiftare
- de personer som är huvudsakligen ansvariga för den dagliga verksamheten (the principal executive officer or officers)
- ekonomichef och revisor
- en majoritet av styrelseledamöterna.

I section 7 regleras kravet på innehåll i registreringshandlingar och prospekt. Regeln ger endast den yttre ramen för kraven på innehåll, och hänvisar till de detaljerade krav som anges i Schedule A i regelverket.[611] Innehållskravet enligt Schedule A är betydligt mer omfattande än motsvarande krav i EG:s direktiv. Argumentet för de stränga kraven är att högre krav på information anses leda till bättre genomlysning och därmed en säkrare prissättning på aktien.[612]

SEC har i ett tillägg till SA 1933 definierat kraven på den text som återges i prospekt. Texten skall utformas bl a med användning av korta meningar och vardagliga ord, och med undvikande av tekniska termer. Texten får heller inte innehålla dubbla negationer.[613]

11.4.1.2.1 Ansvar enligt SA section 11

I SA section 11 regleras ansvaret för överträdelse av ovan angivna section 5-7, dvs för vilseledande eller utelämnad uppgift i registreringshandlingarna, inklusive den information som offentliggjorts i prospektet. Section 11 ger rätt för varje köpare av värdepapper att inge ansökan om stämning rörande skadestånd för förlust som uppkommit på grund av överträdelse av reglerna i section 5-7. För att överträdelsen skall vara ansvarsgrundande krävs att en uppgift i registreringshandlingarna som är väsentlig för att informationen inte skall vara vilseledande varit bristfällig eller utelämnad. De ansvarssubjekt som anges i section 11 är:

(1) person som undertecknat registreringshandlingen (i enlighet med

[611] Respektive B för utländska emittenter.

[612] Avery, J, Securities Litigation Reform: The Long and Winding Road to the Private Securities Litigation Reform Act of 1995. The Business Lawyer vol 51 1996, s 2 ff.

[613] I tillägg till SA Rule 421.

section 6)

(2) director

(3) person som har godkänt att kallas director eller blivande director

(4) revisor, ingenjör, värderingsman eller annan expert som medgivit att han deltagit i föreberedelser eller intygat innehållet till någon del

(5) emissionsinstitut

Enligt section 11 har varje person som köpt aktie vars värde varit påverkat av den bristfälliga uppgiften rätt till ersättning. Köpet behöver sålunda ej ha skett i anslutning till ifrågavarande emission, utan rätten tillkommer även köpare på sekundärmarknaden. Köparen måste dock kunna visa att han köpt aktierna efter det att kursen på aktierna påverkats av den bristfälliga uppgiften. I rättfallet *Barnes v Osofsky*[614] yrkade i en class action tre grupper av investorer med stöd av SA section 11 ersättning från emittentbolaget, dess directors samt medverkande emissionsinstitut. Grunden för samtliga yrkanden var att prospekt och registreringshandlingar innehållit bristfälliga uppgifter. Uppgiftslämnarna hade underlåtit att informera om vissa varningssignaler rörande bolagets intjäningsförmåga, vilka de enligt kärandena måste ha ägt kännedom om vid tidpunkten för offentliggörandet av erbjudandet om aktieteckning. Samtliga parter utom två privatpersoner löste tvisten genom förlikning, varvid målet prövades. Domstolen avslog yrkandena om ersättning. I det ena fallet var grunden för detta att käranden inte kunde visa att hans förlust uppkommit i samband med ifrågavarande nyemission, dvs käranden kunde inte visa att han inte förvärvat aktierna vid en tidigare emission av bolagets aktier. I det andra fallet avslogs yrkandet på grund av att preskriptionstiden löpt ut. Genom rättsfallet fastslogs sålunda att innehavare av aktie som inte kan visa att förvärvet skett efter tid för ifrågavarande emission ej är berättigad till ersättning.

Ansvar enligt section 11 utdöms solidariskt, vilket innebär att skadelidande aktietecknare kan välja att rikta hela sitt anspråk mot vem som helst av i stadgandet uppräknade ansvarssubjekt. Undantag görs för den som kan definieras vara expert enligt 11(a) (4), eftersom denne endast ansvarar för den information han på ett eller annat sätt åtagit sig ansvar för, samt för outside director. I section 11(f) anges att outside director kan åläggas solidariskt ansvar endast om han varit medveten om att överträdelse skett, dvs överträdelsen har varit uppsåtlig från hans sida. Saknas uppsåt kan ansvar endast åläggas honom ”solely to the portion of the judgement that corresponds to

[614] Barnes v. Osofsky, 373 F.2d 269 (2d Cir. N.Y. 1967), 1 A.L.R. Fed. 1011.

(his) percentage of responsibility."[615] Ansvaret för underwriter begränsas vidare enligt regeln till det belopp underwritern utfäst sig att förvärva aktier från emittentbolaget för.

Section 11 ansågs vid införandet utgöra en så sträng regel att emissionsinstituten skulle komma att bli arbetslösa, med påföljd att "the grass will grow on Wall Street."[616] Det dröjde dock 35 år innan reglerna prövades av domstol.[617] När denna dom föll fick den desto större genomslag. I det mycket omfattande fallet *Escott v Bar Chris Construction Corp*.[618] prövades ansvaret för samtliga i section 11 nämnda ansvarssubjekt. Ersättning yrkades dock ej från bolaget, eftersom detta var försatt i konkurs. 65 personer som köpt konvertibler i bolaget *BarChris Construction Corp*. yrkande med stöd av SA section 11 ersättning för sin förlust vid bolagets konkurs. Grunden för yrkandena var bl a att prospektet innehållit oriktiga uppgifter rörande bolagets finansiella ställning. Ersättning krävdes av samtliga personer som undertecknat registreringshandlingen, av de elva deltagande emissionsinstituten, samt av *BarChris* revisorer. Prospektet hade undertecknats av nio styrelseledamöter i *BarChris* samt av bolagets controller. Av de nio var fem s k *inside officers*; verkställande direktör, två vice verkställande direktörer, finansdirektör, samt "secretary". En av styrelseledmöterna var bolagets advokat, en annan var delägare i det emissionsinstitut som var lead manager för emissionen.

Bolaget startades 1946 av VD och vice VD under namnet *B&C Bowling Alley Builders, Inc*., vilket sedemera ändrades till *BarChris Construction Corp*. Bolaget gjorde under åren två nyemissioner, den sista 1961. Vid registreringen av den senare emissionen innehöll prospektet uppgifter som domstolen fann vilseledande. Samtliga svaranden yrkade ansvarsbefrielse på gund av due diligence med stöd av SA section 11(b). Domstolen menade att samtliga parter borde visat mer noggrannhet vid uppgiftslämnandet. Vidare menade rätten att emissionsinstiutet inte vidtagit "reasonable investigation". Samtliga ansvarssubjekt ålades skadeståndsansvar gentemot de skadelidande konvertibelinnehavarna.

Emissionsinstituten invände att felaktigheterna i prospektet var hänförliga till de uppgifter bolaget lämnat. J McLean uttalade härvid:

" The underwriters say that the prospectus is the company´s prospectus. Doubtless this is the way they customarily regard it. But the Securities Act makes no such distinction. The underwriters are just as responsible as the company if the prospectus is false. And prospective investors rely upon the reputation of the underwriters in deciding whether to purchase the securities."[619]

---

[615] Detsamma stadgas i SEA § 21D(g).

[616] Ratner, D.L.- Hazen, T.L., Securities Regulations, s 251.

[617] 27.000 emissioner täckande 384 miljoner aktier, ibid.

[618] Escott v BarChris Constr. Corp., 283 F. Supp. 643 (S.D.N.Y. 1968), [1967-1969 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 92,179.

[619] Id på s 695.

I section 11(b) finns en regel som ger svaranden möjlighet att undgå ansvar genom att åberopa s k affirmative defenses, alternativt due diligence defence. Denna möjlighet finns dock inte för emittenten, som är undantagen möjligheten till ansvarsfrihet genom defences. Övriga ansvarssubjekt kan dock invända att

(1) köparen varit medveten om felaktigheten vid köptidpunkten eller att

(2) kursnedgången berott på andra faktorer än den bristfälliga uppgiften.

I exempelvis *Beecher v Able* undgick svaranden ersättningsansvar genom att visa att kursnedgången drabbat företag i samma bransch överlag, och därvid var hänförlig till branschkonjunkturen i stället för till den företagsspecifika uppgiften rörande bolaget.[620]

Svaranden kan undgå ansvar genom att visa att han uppfyllt sin undersökningsplikt i fråga om den information han varit med att förmedla, s k due diligence defence. Således kan svaranden undgå ansvar om han kan visa att han

(3) efter tillfredsställande undersökning hade anledning att förlita sig på, och verkligen förlitade sig på, att dokumenten inte innehöll felaktiga uppgifter.

I section 11 (c) stadgas att vid bedömning av vad som skall utgöra tillfredsställande undersökning utgångspunkten skall vara ”that required of a prudent man in the management of his own property.” Regeln har dock i praxis tolkats snävt. I exempelvis *Feit v Leasco* konstateras rörande ansvaret för inside directors att ”their liability approaches that of the issuer as guarantor of the accuracy of the prospectus.” [621] Outside directors har däremot i hög grad möjlighet att förlita sig på uppgifter som lämnats av inside directors. I exempelvis *Weinberger v Jackson, Laven and Flanagan* undgick outside director ansvar på den grund att han inte personligen deltagit i utformningen av innehållet i prospektet, utan förlitat sig på de uppgifter inside directors lämnat.[622]

I ovan nämnda rättsfall *Escott v Bar Chris Constr. Corp.* sökte domstolen dra upp riktlinjerna för due diligence-ansvaret för aktuella ansvarssubjekt. Domstolen konstaterade att

---

[620] ”Would-have-purchased-anyway-defence” , Beecher v Able, 435 F. Supp. 397 (S.D.N.Y. 1975), Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 96,104.

[621] Feit v Leasco Data Processing Equip. Corp., 332 F. Supp. 544 (E.D.N.Y. 1971), Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 93,163.

[622] Weinberger v Jackson, Laven & Flanagan, [Transfer Binder 1990-1991] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 95,693.

- för en chief executive officer är kraven på due diligence mycket höga
- kraven är för en outside officer, oavsett nivå, lägre än de krav på due diligence som ställs på en inside director

I Bar Chris konstaterades att det åligger uppgiftslämnare såsom emisissionsinstitut och revisor en undersökningsplikt rörande uppgifter som kan vara av väsentlighet för bedömning av erbjudandet. Det är således inte tillräckligt att uppgiftslämnare förlitar sig på muntliga uppgifter från anställda i bolaget. Domstolen fastställde vidare att medverkande jurister ej skall åläggas expertansvar, samt att revisor inte kunde åläggas ansvar för annat innehåll än den ekonomiska rapportering han ansvarat för revision av.

11.4.1.2.1.1 Rekvisit för ansvar

För att bli ersättningsberättigad enligt section 11 måste käranden visa att

- registreringshandlingarna innehållit bristfällig uppgift
- felet har viss grad av väsentlighet
- han har åsamkats förlust
- orsakssamband föreligger mellan den bristfälliga uppgiften och förlusten

I Bar Chris formulerades väsentlighetskravet såsom att den ansvarsgrundande bristfälligheten ”would have deterred or tended to deter the average prudent investor from purchasing the securities in question.”[623] Däremot krävs inte att den skadelidande skall ha hyst tillit till den vilseledande uppgiften för att ersättning skall utgå. Krav på tillit uppställs dock i section 11(a)(5) för vissa fall. Har transaktionen skett efter det tolv månader passerat från det att den bristfälliga uppgiften registrerats, och emittenten därvid publicerat en prognos omfattande dessa tolv månader avseende perioden efter registrering av aktien, skall för att ersättning skall utgå den skadelidande visa att han förlitat sig på uppgiften. Enligt regeln krävs dock ej att den skadelidande bevisar att han läst uppgiften.

11.4.1.2.2 Ansvar enligt SA section 12

I SA 1933 section 12 återfinns två sins emellan helt olika ansvarsregler:

(1) ansvaret för försäljning av oregisterad aktie, eller teckning av aktie har ägt rum trots att formellt fel var begånget respektive

[623] 283 F.Supp.643(S.D.N.Y. 1968) på s 655.

(2) ansvaret för vilseledande eller utelämnad uppgift i samband med aktieförsäljning.

Till skillnad från section 11 är ansvaret enligt section 12 begränsat till de personer som ”offers or sells” aktierna. Regeln har i praxis dock utvidgats till att omfatta samtliga personer som kan ha ett ekonomiskt intresse av försäljningen. I exempelvis *Pinter v Dahl* har styrelseledamöter och tidigare ägare ålagts ansvar trots att ett emissionsinstitut sålt aktierna som underwriter, och ansvarat för framtagande av prospektet i anslutning till försäljningen av aktierna.[624]

För att erhålla ersättning enligt 12(a)(1) behöver käranden endast grunda sitt yrkande på att han köpt aktie trots att de formella kraven enligt section 5-7 ej var uppfyllda. Bevisbördan övergår därefter till svaranden, som har att visa att de formella kraven var uppfyllda, eller att aktieförsäljningen var undantagen registreringsskyldighet. Säljaren kan undgå ansvar om han kan visa att han inte hade kännedom och ”in the exercise of reasonable care” inte kunde haft kännedom om att formkraven inte varit uppfyllda vid försäljningen av aktien.

I section 12(a)(2) regleras ansvaret för felaktig eller bristfällig muntlig eller skriftlig uppgift i samband med försäljning av aktie. Före 1987 ansågs section 12 vara tillämplig på alla transaktioner på såväl primär- som sekundärmarknaden. Därefter har dock domstolarna haft inställningen att section 12 endast skall gälla primärmarknadstransaktioner, och inte vara tillämplig på andra transaktioner.[625] Denna tolkning har i doktrin kritiserats för att vara felaktig.[626] Frågan prövades slutligen av Supreme Court 1995 i *Gustafson v Alloyd Co*.[627] Tvisten rörde bristfällig information i samband med försäljning av aktie, dvs överträdelse av SA Section 12(a)(2). Supreme Court slog fast att tillämpligheten av Section 12(a)(2) skall begränsas till offentliga erbjudanden och uppgifter lämnade i en prospekthandling, men inte omfatta privata försäljningar eller försäljning på sekundärmarknaden. Beslutet togs med fem röster mot fyra.

Ansvaret gäller enligt stadgandet ”any person who offers or sells a security…”. Att ansvaret är begränsat till ”any person” har exempelvis

---

[624] SA Sec 15; Pinter v Dahl, 486 U.S. 622 (1988), 100 L. Ed. 2d 658, 108 S. Ct. 2063 på s 646-647; se även *In re* Craftmatic Sec. Litig. v Kraftsow, 890 F.2d 628 (3d Cir. Pa. 1989), Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 94,805; Wilson v. Saintine Exploration & Drilling Corp., 872 F.2d 1124 (2d Cir. N.Y. 1989), Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 94,358; Crawford v Glenns, Inc., 876 F.2d 507 (1989), Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 94,540.

[625] Se Ballay v Legg Mason Wood Walker, Inc., 925 F.2d 682 (3d Cir. 1991).

[626] Soderquist, L, Securities Regulation, s 182 f.

[627] Gustafson v. Alloyd Co., 513 U.S. 561 (1995), 131 L. Ed. 2d 1, 115 S. Ct. 1061.

i *Collins v Signetics*[628] tolkats som att emittentbolaget självt inte kan åläggas ansvar enligt section 12 (a)(2). I praxis har även fastslagits att ansvar för medverkan, aiding and abetting, inte kan utkrävas med stöd av section 12(a)(2).[629]

11.4.1.2.2.1 Rekvisit för ansvar

Ansvar åläggs part vid oaktsamhet, dvs ansvarssubjektet skall ha visat ”reasonable care”, och liksom vid talan med stöd av section 11 kan svaranden försvara sig genom att visa att han inte haft kännedom om att uppgiften var bristfällig. Lokutionen ”in the exercise of reasonable care”, har i praxis tolkats som ett något lägre krav än det krav på ”reasonable investigation” som anges i section 11. Ansvarssubjektet är sålunda egentligen inte ålagd undersökningsplikt i lika stor utsträckning enligt section 12. Vissa domstolar har trots detta ställt vissa krav på att ansvarsubjektet skall ha vidtagit viss due diligence, dvs försäkrat sig om att uppgivna förhållanden överensstämmer med de verkliga. I exempelvis *John Nuveen & Co. . Sanders*[630] ålades ett emissionsinstitut ansvar för att man ej tillräckligt noga undersökt de finansiella uppgifter emittentbolaget tillsammans med sina revisorer tillhandahållit, vilka sedermera visat sig innehålla uppsåtligt vilseledande uppgifter. Denna inställning har kritiserats, bl a från advokathåll, med krav på att domstolarna bör klargöra skillnaden mellan ”reasonable care” och ”reasonable investigation.”[631]

Som framgår av redogörelsen nedan har i praxis har domstolarna inte ställt krav på att tillitsrekvisitet skall vara uppfyllt för att ersättning skall utgå.[632]

I och med införandet av Private Litigation Reform Act infördes en regel i 12(b) vari stadgas att svaranden kan få göra avdrag från ersättningsbeloppet, om han kan visa att viss del av förlusten inte är hänförlig till överträdelsen enligt 12(a)(1). Kan svaranden sålunda visa att kursförlusten delvis har andra orsaker än den bristfälliga uppgiften så skall ersättningen jämkas med motsvarande belopp.

---

[628] Collins v Signetics, 605 F.2d 110 (3d Cir. Pa. 1979), Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 97,110, 56 A.L.R. Fed. 649.

[629] Första gången i Wilson v. Santine Exploration & Drilling Corp., 872 F.2d 1124, 1127 (2d cir 1989). Supreme Court hade året dessförinnan lämnat frågan om ansvar för aiding and abetting vid överträdelse av s 12(1)öppen i det i avsnitt x nämnda Pinter v Dahl, 486 U.S. 622 (1988), 100 L. Ed. 2d 658, 108 S. Ct. 2063.

[630] John Nuveen & Co. v. Sanders, 450 U.S. 1005 (1981), 68 L. Ed. 2d 210, 101 S. Ct. 1719 på s 1009 ff.

[631] American Bar Association, Report on Task Force on Seller´s Due Diligence and Similar Defences Under the Federal Securities Laws, 1992 s 92 ff.

[632] Ex Caviness v. DeRand Resources Corp., 983 F.2d 1295 (4th Cir. Va. 1993), Blue Sky L. Rep. (CCH) ¶ 73, 803, Fed. Sec. L. Rep. ¶ (CCH) 97,354.

11.4.1.2.3 Ansvar enligt SA section 17

I section 17 regleras SEC:s möjlighet att föra talan om ansvar för uppsåtligt vilseledande eller utelämnade uppgifter i samband med erbjudande om försäljning av värdepapper.[633] Section 17 stadgar sålunda ansvar för ”fraudulent” lämnande av bristfälliga uppgifter, dvs de bristfälliga uppgifterna skall för att vara ansvarsgrundade ha lämnats uppsåtligt.[634]

11.4.1.3 Securities Exchange Act of 1934

Ett år efter införandet av Securities Act utvidgades investerarskyddet till att omfatta även sekundärmarknadstransaktioner, samt ansvar för andra aktörer än de som varit direkt engagerade i registrering och offentliggörande av en emission, genom införandet av Securities Exchange Act. Målsättningen med införandet av SEA 1934 var att försäkra marknaden om en ”fair och orderly stockmarket.”[635]

11.4.1.3.1 Ansvar enligt SEA Rule 10b-5

Den regel som oftast åberopas i skadeståndsprocesser rörande aktietvist återfinns i SEA section l0b-5, som stadgar ansvar vid fraud, dvs bedrägeri. I section 10(b) bemyndigas SEC att utfärda viss reglering, och med stöd av detta bemyndigande utfärdade SEC år 1942 rule 10b-5. Rule 10b-5 kan tillämpas vid alla fall av vilseledande, såsom muntliga eller skriftliga uttalanden i prospekt, publicerade eller uttalade i massmedia eller uttalade på bolagsstämma. Regeln utgör en s k implied remedy, dvs den ger inget uttalat stöd för enskilt skadestånd, men amerikanska domstolar har ansett att regeln underförstått konstituerar en sådan rättighet.[636] Vid prövning av huruvida enskilt anspråk skall tillåtas tillämpas en form av normskyddsprövning, dvs käranden måste tillhöra den grupp som lagstiftningen avsett erbjuda ett särskilt skydd.[637]

Rule 10 b-5 har följande lydelse:

---

[633] Regeln är snarlik rule 10b-5 i SEA med stöd av vilken civil talan förs. Rule 10b-5 omfattar dock ansvar även vid erbjudande om köp av aktie.

[634] Uppsåtsrekvisitet fastslogs bl a i Aaron v. SEC, 446 U.S. 680 (1980), 100 S. Ct. 1945, 64 L. Ed. 2d 611, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 97,511.

[635] Rep 39 Wash & Lee L Rev (19829 s 879.

[636] Första gången en domstol tillerkände en kärande rätt att med stöd av Rule l0b-5 framställa enskilt skadeståndsanspråk var år 1947 i Kardon v National Gypsum Co., 73 F. Supp. 798 (D. Pa. 1947), och första gången frågan prövades i Supreme Court var år 1971 i fallet Superintendent of Ins. v Bankers Life & Casualty Co., 404 U.S. 6 (1971), 30 L. Ed. 2d 128, 92 S. Ct. 165.

[637] Hazen, T L, The Law of Securities Regulation, s 775 ff.

”It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails, or of any facility of any securities exchange,

(a) to employ any device, scheme, or artifice to defraud,

(b) to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of circumstances under which they were made, not misleading, or

(c) to engage in any act, practice, or course of a business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.”

Rule 10b-5 har nästan exakt samma lydelse som SA section 17(a), kompletterad med orden ”in connection with the purchase or sale of any security”. Till skillnad från section 17(a) omfattar sålunda rule 10b-5 såväl köp som försäljning av aktie.

Att Rule 10b-5 omfattar såväl köp som försäljning av värdepapper innebär att Rule 10b-5 har ett mer vidsträckt tillämpningsområde än section 17 i SA 1933. Regeln stadgar ansvar för ”any person”, vilket i praxis även kommit att omfatta respondent superior, dvs det i commom law utvecklade principalansvaret.[638] Arbetsgivare kan sålunda åläggas strikt ansvar för den handling i strid med Rule 10b-5 en anställd utfört inom ramen för sin tjänst. Ansvarssubjekt kan vara såväl emittent, emissionsinstitut, revisor och annan som varit inblandad i transaktionen. Supreme Court har dock på senare år fastslagit att Rule 10b-5 inte är tillämplig vid civila tvister rörande medverkan till bedrägeri.[639]

Konkursen i ovan nmnda Bar Chris Construction Corp. gav upphov till fler domstolsärenden. I *Lanza v Drexel* [640] yrkade investorer som köpt aktier i bolagets första nyemission ersättning för den förlust som drabbat dem genom att aktierna blivit värdelösa. Eftersom de skadelidande inte köpt sina aktier i anslutning till det vilseleddande prospektet kunde de inte yrka ersättning med stöd av section 11, utan ersättning yrkades i stället med stöd av Rule 10b-5, dvs med bedrägeri som grund. Domstolen ålade tre directors i Bar Chris ansvar för överträdelse av Rule 10b-5.

---

[638] Såsom i Hollinger v Titan Capital Corp., 914 F.2d 1564 (9th Cir. Wash. 1990), Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 95,500 på s 1576 f.

[639]Central Bank, N.A. v. First Interstate Bank, N.A., 511 U.S. 164 (1994), 128 L. Ed. 2d 119, 114 S. Ct. 1439 på s 1454 f. Se avsnitt x.

[640] Lanza v Drexel & Co., 479 F.2d 1277 (2d Cir. N.Y. 1973), Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 93,959.

11.4.1.3.1.1 Rekvisit för ansvar

Inte heller i 10b-5 stadgas vilka rekvisit som skall vara uppfyllda för att ansvar skall ådömas skadevållare, varför förutsättningarna för ansvar i stället fastställts genom en mycket omfattande praxis. Traditionella skadeståndsrättsliga principer har här kommit att utgöra den teoretiska utgångspunkten. Vid talan om enskilt skadeståndsanspråk med stöd av Rule l0b-5 tillämpas stränga krav på bevisning, varvid följande rekvisit skall vara uppfyllda:

a) vilseledande uppgift skall ha förekommit
b) skadevållaren skall har agerat uppsåtligt, eller med grov vårdslöshet
c) uppgiften skall uppfylla kraven på väsentlighet
d) käranden skall ha åsamkats en förlust
e) det skall föreligga orsakssamband mellan den vilseledande uppgiften och förlusten

Vissa domstolar ställer även upp krav på att tillitsrekvisitet är uppfyllt, dvs käranden skall även visa att hans investeringsbeslut grundades på den vilseledande uppgiften.[641]

Supreme Court har avgjort att för att ansvar skall utdömas med stöd av Rule 10b-5 scienter, dvs uppsåt, skall påvisas hos svaranden i såväl mål anhängiggjorda av SEC som i ett civilt skadeståndsmål.[642] I regeln anges att avsikten med överträdelsen skall ha varit ämnad ”to employ any device, scheme, or artifice to defraud,” för att ansvar skall inträda, dvs svarandens viljeinriktning skall påvisas. Scienter tolkades i *Ernst & Ernst v Hochfelder* som ”a mental state embracing intent to deceive, manipulate or defraud.”[643] Trots detta har kravet på scienter i en rad rättsfall frångåtts. Bl a har i ovan nämnda Sanders v. John Nuveen [644] recklessness, vårdslöshet, ansetts vara tillräcklig grund för ansvar skall utdömas. En definition av begreppet rekvisitet recklessness gjordes i

[641] Vid handel på sekundärmarknaden tillämpas dock ofta numera teorin om effektiva marknader vid överträdelse av regeln, se avsnitt x. och Apple Computer SEC Litigation, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 96,252, 1991 U.S. Dist. Lexis 15608 vari svaranden friades för ansvar för utelämnad information på grund av att den utelämnade informationen offentliggjorts i massmedia.

[642] I t ex Aaron v. SEC, 446 U.S. 680 sid 690 (1980), Ernst & Ernst v. Hochfelder, (1976).

[643] Ernst & Ernst v Hochfelder, 425 U.S. 185 (1976), [1975-1976 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 95,479.

[644] Se s x.

sin tur av domstolen i *Sundstrand Corp. v Sun Chemical Corp*.,[645] där fråga var om utelämnad uppgift. Rätten uttalade att recklessness innebär ”a highly unreasonable omission, involving not merely simple, or even inexcusable negligence, but an extreme departure from the standards of ordinary care, and which presents a danger of misleading buyers or sellers that is either known to the defendant or is so obvious that the actor must have been aware of it.” Detta uttalande har citerats i en rad rättsfall rörande såväl utelämnad information, omissions, som vilseledande uppgift, misrepresentation.[646]

Väsentlighetskravet vid överträdelse av Rule 10b-5 har preciserats i det ovan nämnda *TSC Industries Inc. v. Northway Inc.*,[647] där J Marshall uttalade att begreppet materiality, väsentlighet, skall tolkas enligt följande: ”An omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote…there must be a substantial likelihood that, under all the circumstances, the omitted fact would have assumed actual significance in the deliberations of the reasonable shareholder.”[648] Kan uppgiften förmodas ha påverkat investorns bedömning av investeringen skall den sålunda anses uppfylla väsentlighetsrekvisitet.[649]

I vissa rättsfall har domstolen krävt att tillit skall vara för handen för att ersättning skall utgå till den skadelidande investorn, såsom i *Levine v Prudential Bache Properties, Inc*.[650] Käranden kunde i målet inte

---

[645] Sundstrand Corp. v Sun Chemical Corp., 553 F. 2d 1033 (7th Cir. Ill. 1977), Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 95,887.

[646] Ex Hollinger v. Titan Capital Corp., 914 F.2d 1564, s 1569-70. (9th Cir. 1990) cert. Den 499 U.S. 976 (1991). Efter ikraftträdandet av Private Litigation Reform Act har i domstolarna diskuterats huruvida införandet av de nya ”pleading requirements” inneburit att recklessness inte längre skall utgöra tillräckligt rekvisit för ansvar, utan att viljeinriktningen uppsåt skall krävas för att Rule 10b-5 skall vara tillämplig. I en rad fall har sålunda domstolarna tolkat lagstiftaren som att ”deliberate recklessness” till skillnad från ”non-deliberate recklessness” skall krävas för regelns tillämplighet, se t ex *In re* Silicon Graphics Sec. Litig., 970 F. Supp. 746 (N.D.Cal. 1997), Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 99,468; *In re* Glenayre Techs., Inc. Sec. Litig., 982 F. Supp. 294 (S.D.N.Y. 1997), Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 99,571; Voit v. Wonderware Corp., 977 F. Supp. 363 (E.D. Pa. 1997), Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 99,541. Praxis är emellertid inte samstämmig, utan i exempelvis *In re* Basea Sec. Litig., 969 F. Supp. 238 (S.D.N.Y. 1997), Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 99,535 uttalar rätten att man inte funnit något syfte hos lagstiftaren att ändra förutvarande rättsförhållande.

[647] TSC Indust. v Northway, 426 U.S. 438 (1976), 48 L. Ed. 2d 757, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 95,615.

[648] Id på s 449.

[649] Se även avsnitt x.

[650] Levine v Prudential Bache properties, Inc., 855 F.Supp. 924 (N D I11 1994).

visa att han förlitat sig på en felaktig uppgift som offentliggjorts i ett prospekt, varvid domstolen avslog hans yrkande om skadestånd. Domstolarna frångår emellertid oftast detta krav, och i de fall en bristfällig uppgift påverkat värdet på aktien presumeras tillit till uppgiften i enlighet med i avsnitt x förda resonemang.

11.4.1.4 Ansvaret för prognoser och uttalanden om framtiden

Grundregeln rörande ansvar för uppgifter om ett bolags framtida utveckling ges i SA Rule 175, enligt vilken en uppgift som rör bolagets framtida utveckling inte kan utgöra en ”omission” eller ett ”misstatement”, och därmed inte utgöra ansvarsgrund i mål som anhängigjorts med stöd av sections 11 eller 12. I exempelvis *The Roots Partnership v Lands´ End Inc*. undgick bolagets directors ansvar genom att visa att uppgifterna var lämnade i god tro.[651] Undantag görs dock enligt regeln för de fall käranden kan visa att uppgiften ”was made or reaffirmed without a reasonable basis or was disclosed other than in good faith.” Är uppgiften grundad på uppenbart orealistiska bedömningar, eller uppsåtligt felaktig, kan ansvar därmed åläggas den ansvarige med stöd av SA section 17 eller Rule 10b-5.

I Rule 175a stadgas att ansvarssubjektet kan undgå ansvar om han kan visa att

- han varit i god tro
- det finns grund för denna tillit
- han inte utelämnat uppgift som han haft kännedom om vilken skulle ha påverkat prognosen

Kan skadelidande visa att någon av dessa förutsättningar ej är uppfylld tillerkänns han ersättning.[652]

11.4.1.4.1 Ansvar enligt SEA section 18

SEA section 18 innehåller de ansvarsregler som kan aktualiseras vid vilseledande eller utelämnad uppgift i den löpande information som bolaget skall inge till SEC för registrering. Uppgifterna utgörs av löpande ekonomisk rapportering, presskommunikéer etc. Den som köpt eller sålt ett värdepapper under den tid priset varit påverkat av sålunda offentliggjord bristfällig uppgift kan bli tillerkänd ersättning med stöd av regeln i section 18. Svaranden kan försvara sig genom att visa att han inte haft kännedom om den bristfälliga uppgiften. För att ersättning med stöd av SEA section 18 skall kunna utgå krävs dock att

---

[651] The Roots Partnership v. Land’s End, Inc., 965 F.2d 1411, 1992 U.S. App. LEXIS 8494, Fed. Sec. L. Rep. (CCH)p96,633.

[652] Såsom i rättsfallet rörande Apple Computer, se avsnitt x, på s 1113.

tillitsrekvisit är uppfyllt, dvs käranden har att visa att han fäst tillit till den bristfälliga uppgiften vid sitt beslut om investering i aktien.[653]

11.5 Skadestånd

I amerikansk rätt har varje enskild skadesituation har haft sin egen utvecklingslinje, inte minst beroende på att rättsutvecklingen skett genom s k case made law.[654] Trots detta har utvecklingen på många sätt resulterat i ett betraktelsesätt som är mycket likt det engelska rättssystemet, vilket snarast är hänförligt till uppbyggnaden av det för länderna gemensamma common law systemet. Det amerikanska tillvägagångssättet vid problemlösning kan sägas vara pragmatiskt inriktat, på så sätt att i varje aktuellt mål ställning tas till faktorerna in casu, vilket ger domstolarna stor frihet vid ansvarsbedömningen. Kriterier för bedömning av ansvaret för förmögenhetsskada har sålunda utvecklats inom ramen för bedömningen i vissa specifika relationer, såsom revisors ansvar i relation till olika parter vilka fäst tillit till viss av revisor intygad uppgift, eller förhållandet mellan advokat-klient-tredje man. Inte heller i det amerikanska rättssystemet tilläts tidigare rätt till ersättning vid utomobligatoriskt vållad förmögenhetsskada utom i de fall bedrägeri var för handen. Det första rättsfall i vilket den skadelidande blev tillerkänd ersättning trots att uppsåt ej kunde visas, utan endast negligent misrepresentation, oaktsamhet, var *Glanzer v Shepard* år 1922.[655] I det därpå följande rättsfallet *Ultramares Corp. v Touch* från 1931,[656] däremot, vari den klassiska frågan om ansvar för revisor prövades, avslogs yrkandet om ersättning med stöd av vad som kommit att kallas ”the floodgate argument.”[657] Målet gällde ansvar för revisorer vilka felaktigt lämnat ett positivt yttrande över ett bolags ekonomiska ställning. Ett annat bolag gav i förlitan på intyget det insolventa bolaget ett lån, men bolaget försattes en kort tid därefter i konkurs. Trots att vårdslöshet konstaterats, ålades inte revisorerna skadeståndsansvar. Justice Cardozo formulerade i domen sin ståndpunkt, som därefter kommit att bli klassisk:

”If liability for negligence exists (to third parties), a thoughtless slip or blunder, the failure to detect a theft or forgery beneath the cover of

---

[653] Tillitspresumtionen, såsom den fastställts i teorin om marknadsbedrägeri, se avsnitt x, har hittills inte ansetts omfatta fråga om ansvar med stöd av SEA Section 18.

[654] En utförlig redogörelse för de olika skadesituationerna görs av Kleineman i Ren förmögenhetsskada, s 373 ff.

[655] Glanzer v Shepard, 233 N.Y. 236 (1922), 135 N.E. 275, 23 A.L.R. 1425.

[656] Ultramares Corp. v Touche, 255 N.Y. 170 (1931), 174 N.E. 441, 74 A.L.R. 1139, se s x

[657] Se avsnitt x.

deceptive entries, may expose accountants to a liability in an indeterminate amount for an indeterminate time to an indeterminate class. The hazards of business conducted on these terms are so extreme as to enkindle doubt whether a flaw may not exist in the implication of a duty that exposes to these consequenses."

Domstolens klargjorde dock att avsikten med domen inte var att ändra inställningen från bedömningen i *Glanzer*. Man hade i stället använt sig av den s k "end and aim rule" för att avgöra huruvida ersättning skulle utgå. Sålunda såg man till vilken målgrupp respektive rättshandling var riktad. Rätten fann att intyget i *Glanzer* berörde en bestämd användare, medan i *Ultramares* informationen berörde en obestämd krets av användare. I *Glanzer* ansågs sålunda ett kvasikontraktuellt förhållande ha förelegat, men man menade att detta inte kunde vara fallet i fråga om den obestämda kretsen potentiella användare av intyget i *Ultramares*.

Efter detta uttalande dröjde det trettio år innan ersättning för vilseledande information i utomobligatoriskt förhållande utdömdes. Från slutet av 1950-talet avgjordes en rad rättsfall som kom att indikera en "uppmjukande attityd" till domstolarnas bedömning av ansvaret vid utomobligatorisk förmögenhetsskada.[658] Förändringen kom således ungefär samtidigt som inställningen ändrades i Storbritannien genom Hedley Byrne v. Heller.[659] Rättsfallen innehåller dock en markant skillnad i respektive domstols argumentation vid bedömning av ansvaret. Ansvaret bedöms emellertid fortfarande in casu, beroende på huruvida olika omständigheter såsom exempelvis reliance, tillit, och foreseeability, förutsägbarhet, är för handen. Från mitten på 1950-talet har emellertid ersättning tillerkänts skadelidande i utomobligatoriska sammanhang i en rad fall.[660] Exempelvis har i *Rusch Factors Inc. v Levin*,[661] där rättsfakta var snarlika förhållandena i ovan nämnda *Ultramares Corp v Touch*,[662] samt i *Hadden View Investment Co. v Coopers & Lybrand*[663] domstolen tillerkänt käranden ersättning för förlust som orsakats av att revisor förfarit vårdslöst. Domstolen har i dessa fall tagit avstånd från resonemanget i

[658] Kleineman, J, Ren Förmögenhetsskada, s 380 f.

[659] Se s x

[660] Inledningsvis Biakanja v Irving, 49 Cal. 2d 647 (1958), 320 P.2d 16, 65 A.L.R. 2d 1358; Lucas v Hamm, 56 Cal. 2d 583 (1961), 15 Cal. Rptr. 821, 364 P.2d 685.

[661] Rusch Factors, Inc. v Levin, 284 F. Supp. 85 (D. R. I. 1968), 1968 U.S. Dist. LEXIS 7731.

[662] Ultramares Corp. v Touche, 255 N.Y. 170 (1931), 174 N.E. 441, 74 A.L.R. 1139, se s x.

[663] Hadden View Inv. Co. v Coopers & Lybrand, 70 Ohio St 2d 154 (1982), 436 N.E. 2d 212.

Ultramares, och tagit sin utgångspunkt i ett s k foreseeability test:"…an accountant may be held liable to a third party for professional negligence when that third party is a member of a limited class whose reliance on the accountant´s representation is specificially foreseen." Har uppgiftslämnaren sålunda kunna förutse att viss krets av personer kan komma att förlita sig på uppgiften skall han åläggas skadestånd i det fall förlust uppstått på grund av hans oaktsamhet.

11.6 Bolagets ansvar

11.6.1 Ogiltigförklaring av aktieteckningen

I det amerikanska rättssystemet har som framgått sedan införandet av Securities Acts skyddet för investerare spelat en framträdande roll. Någon motsvarighet till den svenska, norska och tidigare även tyska, regeln som hindrar ogiltigförklaring av aktieteckning finns inte i amerikansk rätt. Som framgår i avsnitt x skiljer sig proceduren kring aktieteckningen i USA från tillvägagångssättet i övriga undersökta länder. Flera preliminära prospekt, de s k *red herrings*, offentliggörs innan det slutgiltiga prospektet registreras hos SEC. Med de sålunda preliminära prospekten som underlag anmäler investorer sitt intresse för hur många aktier han kan komma att vara villig att teckna. Innan dess prospektet registrerats, och sålunda har "become effective" i enlighet med section 5 i SA 1933, kan investorn inte bli bunden av sin intresseanmälan. Efter förvärv av aktierna har investorn möjlighet att söka få aktieteckningen ogiltigförklarad med stöd av section 12 i SA 1933, om han kan visa att aktieteckningen skett under inverkan av fraud, eller om han kan visa att aktieteckningen skett trots att det säljande bolaget gjort ett formellt fel och därmed inte uppfyllt de krav som uppställs i regelverket.

I praktiken löses tvister rörande missnöjd aktietecknare dock sällan genom att aktieteckningen ogiltigförklaras. Skälet till detta är, liksom vid emissioner i Storbritannien och även internationella erbjudanden som görs i de övriga länderna, att vid flertalet emissioner emissionsinstitutet, innan försäljning av aktierna till allmänheten äger rum, förvärvat de nyemitterade aktierna genom att teckna ett s k underwriting agreement med emittentbolaget.[664] Det är sålunda i praktiken ovanligt att det är emittentbolaget som är säljare av aktierna, varför ogiltigförklaring av aktieteckningen gentemot emittentbolaget inte aktualiseras. I the underwriting agreement förbinder sig emittentbolaget bl a att hålla emissionsinstitutet skadelöst i det fall emissionsinstitutet drabbas av ersättningsansvar gentemot skadelidande investorer, och detta berott på försumlighet från

[664] Se avsnitt x.

emittentbolagets sida.[665] Har emittentbolaget sålunda tillhandahållit bristfällig information som offentliggjorts i prospektet, och emissionsinstitutet ålagts skyldighet att ersätta skadelidande investorer, vänder sig emissionsinstitutet till emittentbolaget för att erhålla ersättning för sålunda erlagt belopp. Skadelidande aktietecknare vänder sig dock ofta till såväl emissionsinstitut som emittent, och även övriga aktörer med sina ersättningsanspråk, även i det fall emissionsinstitutet ansvar för försäljningen som underwriter.

11.6.2 Bolagets respektive organledamöternas skadeståndsansvar

Såväl bolaget som dess företrädare kan åläggas ansvar enligt reglerna i SA och SEA, och något hinder att utbetala medel ur bolagets kapital till aktieägarna finns ej i det amerikanska rättssystemet. Enligt SA Section 11(b) har alla ansvarssubjekt utom emittenten möjlighet att befrias från ansvar genom att anföra ”defences” om vissa förutsättningar är uppfyllda. Oftast riktas dock ersättningsanspråken mot det emitterande bolagets styrelseledamöter, inside respektive outside directors, samt mot medverkande emissionsinstitut och revisorer, inte minst på den grund att det aktuella bolaget vid tidpunkt för framställande av ersättningskraven varit försatt i konkurs. I en undersökning av vilka parter som instämts som svarande i aktiemarkandstvister där målen rörde bolag som offentliggjort bristfälliga uppgifter rörande bolagets ekonomi var resultatet följande:

Svarande	Antal mål	Procent
Emittenten	7	14.9
Anställda organledamöter	38	80.9
Övriga anställda	0	
Icke anställda styrelseledamöter	14	29.8
Aktieägare vid block-utförsäljning	5	10.6
Emissionsinstitut, revisor och konsult	28	59.6

Källa: Arlen, Jennifer H.-Carney, William J., Vicarious liability for fraud on securities markets:theory and evidence. University of Illinios Law Review vol 3 1992. Procenttalet överstiger 100 eftersom flera ansvarssubjekt varit svarandepart i flertalet mål. Underlaget för undersökningen var samtliga federalt prövade mål i Lexis som anhängiggjordts med stöd av rule 10b-5 mellan åren 1975 och 1990.

Skadelidande aktieägare riktar som framgått ofta sin talan mot

[665] Detta är även fallet då svenska bolag riktar erbjudande om försäljning av aktier på den internationella kapitalmarknaden, se avsnitt x.

samtliga inblandade aktörer. Sålunda yrkas vanligen skadestånd från såväl emittentbolaget, dess organledamöter, inblandade emissionsinstitut samt revisorer och övriga rådgivare. Det är emellertid ovanligt att domstolen ålagt bolaget ansvar för vad som benämns *corporate misstatements*. Detta beror som ovan nämnts delvis på att det aktuellt bolag ofta väljer en lösning förlikningsvis.[666] Ansvar åläggs bolaget endast i det fall det är uppenbart att skada föreligger, men att uppsåt, scienter, från organledamöternas sida ej varit för handen. Rättsfallet *Beecher v Able* är ett av de fall där bolaget betalat skadestånd till skadelidande aktietecknare.[667] I *Beecher v Able* yrkade tecknare av konvertibler med stöd av SA section 11 ersättning från bolaget Douglas Aircraft Company Inc. för förlust i samband med att bolaget lämnat vilseledande uppgifter det prospekt som offentliggjorts i samband med emissionen. Emissionen omfattade 75 millioner USD. Domstolen fann att prospektet innehållit bristfällig information. I synnerhet fäste domstolen vikt vid att vissa uppgifter om bolagets intäkter respektive intjäningsförmåga varit vilseledande. I prospektet uppgavs att ”it is very likely that the net income, if any, for the fiscal year of 1966, will be nominal,” medan det verkliga utfallet blev en nettoförlust på 52 M USD för 1966. Bolaget invände att värdeminskningen i aktiekursen främst var hänförlig till andra faktorer än den vilseledande uppgiften, s k affirmative defence med stöd av section 11(b), men domstolen ansåg inte detta vara visat. Gruppen av skadelidande tilldelades fem miljoner USD.[668]

I avsnitt x beskrivna *In re Apple Computer*[669] och avsnittx beskrivna *Basic v Levinson*[670] yrkade skadelidande aktietecknare ersättning från såväl ifrågavarande emittentbolag som som företrädare för respektive bolags organ. Bolagen ålades dock ej ansvar i något av fallen.

11.7 Emissionsinstitutets ansvar

Enligt reglerna i SA och SEA kan även emissionsinstitutet åläggas ansvar. Emissionsinstitutets ansvar regleras på samma sätt oavsett vilken funktion detta haft ifråga om erbjudandet om försäljning av aktier. Avgörande blir vid ansvarsbedömningen culpafrågan, dvs huruvida respektive part utövat ”reasonable investigation” ifråga om

---

[666] Se avsnitt x.

[667] Beecher v Able, 435 F. Supp. 397 (S.D.N.Y. 1975), Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 96,104.

[668] Av vilket advokaterna erhöll 1,5 miljon USD i arvode.

[669] *In re* Apple Computer Sec. Litig., 886 F.2d 1109 (9th Cir. Cal. 1989), Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 94,714.

[670] Basic v Levinson, [1987-1988 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 93,645.

lämnade uppgifter. Som nämnts ovan är det vanligen emissionsinstitutet som är säljare till aktierna, genom att ett underwriting agreement tecknats mellan emissionsinstitutet och emittentbolaget. Yrkanden om anspråk på skadestånd riktas sålunda ofta mot aktuellt emissionsinstitut, vilket har möjlighet att undgå ansvar genom att anföra någon av i avsnitt x angiven grund för frihet från ansvar. I praktiken löses dock även tvister gentemot emissionsinstitut genom att parterna förliks, och/eller att medverkande emissionsinstitut återköper aktierna från missnöjda investerare.[671]

Som nämnts ovan har i rättsfallet *John Nuveen & Co. v Sanders*[672] ett emissionsinstitut ålagts ansvar för att man ej tillräckligt noga undersökt de finansiella uppgifter emittentbolaget tillsammans med sina revisorer tillhandahållit, vilka sedermera visat sig innehålla uppsåtligt vilseledande uppgifter.

11.8 Revisors ansvar

Revisor kan åläggas ansvar med stöd av reglerna i Securities Acts, och på grund av det stora antalet tvister som anhängigörs mot revisorer har ansvaret i praxis ansetts behöva begränsas, vilket som ovan nämnts är en av grunderna för införandet av The Private Litigation Reform Act 1995.[673] På senare tid har domstolarna varit alltmer restriktiva vid bedömning av revisors ansvar. Vidare krävs i praxis ofta att scienter bedöms föreligga för att revisor skall åläggas ansvar, såsom exempelvis i ovan nämnda Ernst & Ernst v. Hochfelder.[674] I *Bily v Arthur Young and Co*.[675] har domstolen utdömt ersättning endast till skadelidande som bedömdes tillhöra en ”limited number of persons for whose benefit and guidance (the defendant) intends to supply the information or knows that the recipient intends to supply it.” I målet hade revisorerna förfarit oaktsamt vid sin revision av ett bolags räkenskaper. Revisorerna hade inte upptäckt att bolagets finansiella ställning var betydligt sämre än vad bolagets företrädare uppgivit. Det reviderade bokslutet offentliggjordes i ett prospekt i samband med att bolaget emitterade aktier. Efter det att de verkliga förhållandena offentliggjorts sjönk aktiekursen, varvid aktietecknarna åsamkades förlust. Domstolen resonerade vid sin bedömning på ungefär samma

[671] Anledningen till detta är dels att emissionsinstitutet är mån om sitt renommé och sina kundrelationer, men även de höga processkostnaderna och den osäkerhet rörande domslutet en tvist kan innebära. Se avsnitt x.

[672] John Nuveen & Co. v. Sanders, 450 U.S. 1005 (1981), 68 L. Ed. 2d 210, 101 S. Ct. 1719 på s 1009 ff.

[673] Se x

[674] Ernst & Ernst v Hochfelder, 425 U.S. 185 (1976), [1975-1976 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 95,479. Se x

[675] Bily v Arthur Young and Co 834 P.2d 745 (Cal.) 1991.

sätt som rätten gjort i Storbritannien i det ovan nämnda rättsfallet Caparo plc v Dickman.[676] Man menade att ersättning endast skall utgå till den krets personer som uppgifterna var avsedda för, dvs bolagets aktieägare, och inte potentiella investorer, varvid revisorerna friades från ansvar.

I rättsfallet *Central Bank of Denver, N.A. v First Interstate Bank of Denver*[677] avgjorde Supreme Court att ersättning ej kan krävas vid medverkan till bedrägeri, d v s överträdelse av Rule 10b-5, vilket inneburit att möjligheten att hålla revisor och advokat ansvarig för vilseledande information ytterligare begränsats. I målet ändrade domstolen 25 års praxis genom att avvisa enskilt åtal vid tvist rörande medverkan till bedrägeri. Fem mot fyra ledamöter menade att om lagstiftarens avsikt varit att Rule 10b-5 skulle vara tillämplig vid medverkan till bedrägeri skulle detta klart ha uttryckts i lagtexten.[678] Följden av detta domstolsutslag torde vara att Rule 10b-5 inte längre kan användas som grund vid enskild talan mot rådgivare, utom i de fall rådgivaren officiellt åtagit sig ansvar för vissa uppgifter. Supreme Court konstaterade att ”Litigation under Rule 10b 5 presents a danger of vexatiousness different in degree and in kind from that which accompanies litigation in general.”[679] Domstolen uttalade att det osäkra och överdrivna processande även leder till att nya och mindre företag har svårigheter att få råd från professionella rådgivare, eftersom dessa kan komma att åläggas ekonomiskt ansvar i det fall företaget inte blir framgångsrikt.[680]

SEC har fortfarande möjlighet att föra talan mot person som medverkat till överträdelse av Rule 10b-5.[681]

11.9 Preskription

I praxis har fastslagits att någon preskriptionstid inte existerar i det fall SEC för talan mot en skadevållare.[682] Skälet till detta har angivits till att vara att SEC bevakar allmänhetens intressen. För civila tvister har domstolarna tillämpat olika frister fram till dess Supreme Court år

---

[676] Se x

[677] Central Bank, N.A. v. First Interstate Bank, N.A., 511 U.S. 164 (1994), 128 L. Ed. 2d 119, 114 S. Ct. 1439 se avsnitt x

[678]” The text of the 1934 Act does not itself reach those who aid and abet a Sec. 10(b) violation.” Id. s.1448.

[679] Domen s 1450. Domstolen har härvid citerat domen Blue Chip Stamps v Manor Drug Stores421 U.S. 723 (1975), 44 L. Ed. 2d 539, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 95,200, på s 739 se s x.

[680] Idem.

[681] Litigation Reform Act, 109 Stat, på s 757.

[682] SEC v Rind, 991 F.2d 1486 (9th Cir. Cal 1993), Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 97,421.

1991 fastslog att tvisten skall påbörjas inom ett år från det den bristfälliga uppgiften upptäcktes eller borde upptäckts, dock senast tre år efter det den offentliggjorts.[683] Detta har sedermera kodifierats i SA section 13. Enskilt åtal skall sålunda väckas inom ett år från det den bristfälliga uppgiften upptäcktes eller borde upptäckts, dock senast tre år efter erbjudandet offentliggjordes eller i vissa fall transaktionen ägde rum.

11.10 Straffansvar

Vid överträdelse av SA kan SEC enligt SA section 20 meddela förbud mot fortsatt verksamhet och/eller avstänga officer eller director som handlat i strid med regelverket. SEC kan vidare med stöd av section 20(2)(c) anhängiggöra yrkande om ersättning, civil penalty, mot den person som överträtt en regel i Securities Laws. Enligt samma stadgande kan skadestånd i stället åläggas den juridiska personen. Storleken på sålunda yrkat belopp är uppdelat på tre nivåer, beroende på hur grov överträdelsen bedöms ha varit, med ett högsta belopp om 100.000 USD för privatperson respektive 500.000 USD för en juridisk person.[684] Sålunda utdömd ersättning skall erläggas till the Treasury of the United States.

Åklagarmyndigheten kan vidare med stöd av SA section 24 respektive SEA section 32 anhängiggöra talan mot ”any person who wilfully violates any provision of this title.” Straffet är böter på för en privatperson upp till en miljon USD, för en juridisk person upp till 2,5 miljoner USD, eller fängelse i upp till tio år.

[683] I rättsfallet Lampf, Pleva, Lipkind, Prupis & Petigrow v Gilbertson, 501 U.S. 350 (1991), 115 L. Ed. 2d 321, 111 S. Ct. 2773.

[684] Juridiska peroners straffansvar diskuteras i avsnitt x.

DETTA ÄR ETT OTYPOGRAFERAT 0-KORREKTUR

AVDELNING D
Det civilrättsliga ansvaret

12 Bolagets ansvar

12.1 Olika möjliga ansvarsgrunder

Vid skada på grund av oriktig information i prospekt kan det te sig mest naturligt att investorerna har möjlighet att vända sig till det emitterande bolaget med sina ersättningsanspråk, och även att krav på hävning eller ogiltighet av teckningsavtalet skall riktas mot bolaget. Från marknadens perspektiv kan det vara mer lönsamt att se bolaget som ansvarig part, och kan ett utvidgat culpaansvar tillämpas i enlighet med resonemanget under avsnitt x träder den juridiska personen fram som primärt ansvarssubjekt. Anspråken skulle då kunna riktas mot bolaget i första hand i stället för mot dess företrädare, och medges skadestånd kan bolaget regressvis rikta anspråk mot enskild organledamot med stöd av ABLs regler. Frågan om bolagets ansvar regleras dock ej i ABL. Detta borde leda till att allmänna skadeståndsrättsliga principer blir avgörande för ansvaret, på så vis att bolagets skadeståndsskyldighet skulle komma att grundas på skadeståndslagen och inte på bestämmelser i ABL. Som inledningsvis konstaterats har emellertid i svensk praxis och doktrin fastslagits att möjligheten för ett aktiebolag att utbetala skadestånd till sina aktieägare strider mot de aktiebolagsrättsliga reglerna om skyddet för bolagets borgenärer. Samma argument har använts för att förbjuda ogiltigförklaring av aktieteckning, eftersom aktiekapitalet skulle komma att urholkas vid återbetalning av för aktierna erlagd likvid.[685]

12.1.1 Ansvar enligt den s k organmodellen

Liksom varje annat rättssubjekt kan ett bolag, som är en juridisk person, bli ersättningsskyldigt gentemot den som bolaget tillfogat skada.[686] Enligt den sk organteorin, som vuxit fram genom praxis och i doktrin, anses en juridisk person i vissa situationer få bära ansvaret för skador som orsakats av dess organ. De som intar ställning av legala ställföreträdare för ett bolag handlar sålunda för detta och inte för egen del även när de gör sig skyldiga till rättsstridiga åtgärder.[687] Ansvar för företrädares culpa åläggs i dessa fall bolaget i stället för enskilda personer, och bolaget blir ansvarigt som för eget handlande i

[685] Se s x.

[686] I viss utsträckning har bolaget även ett företagaransvar, som inte är beroende av skuld hos företrädarna. Detta berör dock inte bolagets förhållande till aktieägare.

[687] SOU 1941:9 s 638, NJA 1960 s 243; Hellner, J, Juridiska personers skadeståndsansvar, s 149 f., 158 f.

enlighet med reglerna om skadestånd i 2 kap SkL. Hur långt detta från organteorin emanerande ansvar som åvilar bolag för dess organföreträdares handlingar sträcker sig är dock oklart.[688] Utgångspunkten för bedömningen är i doktrinen att bolaget kan åläggas ansvar i de fall organledamoten handlat i tjänsten samt inom ramen för bolagets verksamhet.[689] Organledamoten skall även ha handlat inom ramen för sin befogenhet.[690] Detta gäller oberoende av vilket organ som orsakat skadan; styrelse, VD eller revisor. Nial/Johansson påpekar att associationers skadeståndsskyldighet inte grundas på bestämmelser i associationsrättsliga lagar utan grundas på SkL, alternativt, vid kontraktsrättsligt ansvar, enligt de regler som gäller för ifrågavarande avtal.[691] Taxell har inställningen att man för bolagets ansvar i förhållande till aktieägarna inte kan skilja på ansvaret i och utanför kontraktsförhållanden.[692] Mellan aktieägare och bolaget råder enligt hans uppfattning inget avtalsförhållande, men styrelsen är skyldig att tillvarata aktieägarnas intressen vid förvaltning av bolaget. Försummar styrelsen sina plikter gentemot aktieägarna och aktieägarna därför lider skada är detta en skada som är vållad i bolagets verksamhet och som bolaget därför får ansvara för. Taxell menar i enlighet med ovan nämnda inställning att de som intar ställningen av legala ställföreträdare för ett aktiebolag, handlar för detta och icke för egen del även när de gör sig skyldiga till rättsstridiga åtgärder.[693] Han menar att styrelse och ledning står utanför de rättsliga relationerna mellan bolaget och tredje man och endast är företrädare för bolaget. Taxell formulerar en ”allmän princip” innebärande att ansvar för skada som orsakats tredjeman vilar på bolaget och inte på dess organ eller andra företrädare enligt grundsatsen att organets handlande är bolagets. Slutsatsen härvidlag är att skadelidande tredjeman inte skall kunna utkräva ersättning för skada av någon annan än den ”vars verksamhet det gäller, dvs bolaget.”[694]

Beträffande bolagets ansvar i avtalsförhållanden kan konstateras att om bolaget är bundet av avtalet, skulle bolaget i princip enligt avtalsrättsliga regler vara ansvarigt för den skada som inom avtalets ram har tillfogats den skadelidande av någon av bolagets

[688] Se t ex Kleineman, Ren förmögenhetsskada, s 311.

[689] Hellner, J, Juridiska personers skadeståndsansvar, s 123; Taxell, L-E, Ansvar och ansvarsfördelning i aktiebolag, s 163.

[690] Dotevall, R, Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör, s 485.

[691] Nial, H, - Johansson, S, Svensk associationsrätt, s 348x.

[692] Taxell, L E, Ansvar och ansvarsfördelning, s 39.

[693] Taxell, L E, Ansvar och ansvarsfördelning, s 163.

[694] A.s.

organföreträdare. Ett prospekt utges i bolagets namn, och organföreträdare agerar vid framtagande av prospektet inom ramen för sitt uppdrag för bolaget. I det fall en organföreträdare lämnar bristfällig information i prospektet skulle sålunda skadeståndsskyldighet för bolaget föreligga på grund av allmänna skadeståndsrättsliga regler om culpa in contrahendo. Frågan om bolagets ansvar mot aktieägare har endast aktualiserats i ett fall från senare tid. I det omdiskuterade hovrättsfallet RH 1984:28 ålades ett aktiebolag skadeståndsansvar gentemot en aktieägare, på den grund att ledningen för ett bolag förfarit oaktsamt vid utförande av sina plikter. Den rättsliga grunden för skadeståndet var dock skadeståndslagens regler. Aktiebolaget Kema Nobel ägde mer än 90 procent av aktierna i Nitro Nobel AB, varvid Kema Nobel begärde hos styrelsen i Nitro Nobel att frågan om inlösen av resterande aktier i bolaget skulle hänskjutas till avgörande av skiljemän. Enligt lag åligger det styrelsen i det bolag vars aktier är föremål för inlösen att sålunda meddela aktieägarna. Det övertagande bolaget Kema Nobel åtog sig dock att i samband med detta inlösenförfarande till minoritetsaktieägarna i Nitro Nobel utsända en anmodan att utse skiljeman. En av aktieägarna i Nitro Nobel blev på grund av försumlighet hos företrädare för Kema Nobels inte tillsänd något meddelande, och ådrog sig på grund av detta skada i form av kostnader. Den skadelidande aktieägaren yrkade av Kema Nobel ersättning för den skada som åsamkats honom på grund av att han ej tillställts aktuellt meddelande. Hovätten gjorde bedömningen att företrädare för Kema Nobel förfarit oaktsamt. Rätten konstaterade att utöver ersättning för skada vid brott, regeln i 2 kap 4 § SkL även är tillämplig på grund av särskilt stadgande eller på grund av kontraktsförhållande. Man fann att underlåtelsen att utsända aktuellt meddelande till den skadelidande utgjorde en överträdelse av 14 kap 10 § st 2 ABL. Eftersom Kema Nobel hade åtagit sig att utföra uppgiften, som enligt lag åligger styrelsen i det bolag vars aktier är föremål för inlösen, hade bolaget förfarit oaktsamt vid sin underlåtenhet att meddela den skadelidande aktieägaren. Kema Nobel ålades att *enligt grunderna* för ABL 15 kap 1 § ersätta skadan.[695] I rättsfallet åläggs bolaget ansvar för skadan som drabbat tredje man, trots att inget avtal förelåg mellan parterna. HovR har i ingressen, men inte i domsreferatet, angivit att ett kvasikontraktuellt förhållande förelåg mellan parterna.

Kleineman har kritiserat domen, och menar att man av hovrättens resonemang i målet kan få intrycket av att ett ”kvasikontrakt” följer av grunderna i 15 kap 1 § ABL.[696] Enligt Samuelsson kan rättsfallet

[695] Se sid ang utvidgning av culpaansvaret xx

[696] Kleineman, J, Ren förmögenhetsskada, s 307.

tolkas på så sätt att skadeståndsreglerna i ABL kan utvidgas till att omfatta skadeståndsansvar även för bolaget självt. Han menar att hovrättens inställning i målet innebär att aktieägare torde kunna erhålla ersättning av bolaget för skada vållad av dess bolagsorgan. Samuelsson menar att hovrättens val av ord, ”grunderna för ABL,” medför att brott mot en förpliktelse mot aktieägare alltid utgör en skadeståndsgrundande handling. Samuelsson påpekar vidare att hovrättens resonemang innebär att regler om ren förmögenhetsskada kan komplettera ansvarsreglerna i ABL.[697]

Domens prejudikatvärde kan ifrågasättas, men den innebär tvivelsutan en ”mer generös inställning till ansvar för t. ex. emissionsprospekt än som tidigare antagits.”[698]

Bolags ansvar för dess företrädares vårdslöshet kan i vissa fall grundas på regeln om principalansvar för arbetstagare i 3 kap 1 § SkL. Principalansvaret omfattar de personer som i civilrättslig mening är att betrakta som arbetstagare, vilket normalt sett innebär att verkställande direktören omfattas, men inte styrelseledamot.[699] I exempelvis det under avsnitt x diskuterade Kone-fallet var det den vårdslöse värderingsmannens arbetsgivare, JM Bygg, som förpliktades att utge ersättning.

Börsens disciplinnämnd har uttalat sig avseende ett bolags ansvar för sina anställda i ett beslut som rörde aktiemäklare.[700] Mäklarna

---

[697] Samuelsson, P, Information och ansvar, s 273. Se även Dotevall, R, Skadeståndsansvar för styrelse och verkställande direktör, s 483; Karlgren, H, Skadeståndsrätt, s 106.

[698] Kedner, G - Roos, CM - Skog, R, Aktiebolagslagen, del II s 266; Dotevall, R, Skadeståndsansvar för styrelse och verkställande direktör, s 483.

[699] Med undantag för anställd styrelseledamot, prop 1972:5, s 471.

[700] Disciplinnämnden vid Stockholms Fondbörs beslut 10 maj 1999.
Börsmedlemmarna Credit Suisse First Boston (CSFB), London, och Nordiska Fondkommission (NOF), Stockholm, blev ålagda att betala viten till börsen, CSFB med 2 MSEK och NOF med 1 MSEK, för överträdelser av de regler som gäller vid börsen.
Disciplinnämnden fann klarlagt att en börsmäklare hos NOF den 29 december 1998 med CSFB som slutkund lagt en köporder i börsens handelssystem SAX på 80 0000 A-aktier i Stora (STOR A) med en limit på högst 60 kr samtidigt som aktien handlades till 90 kr. Strax därpå lade en mäklare - som saknade behörighet att handla i SAX-systemet - hos CSFB en säljorder för CSFB:s räkning på lägst 60 kr, vilket ledde till ett avslut mellan NOF och CSFB på 72 200 STOR A till 60 kr. Affären - som senare makulerades genom Fondbörsens ingripande - skulle ha påverkat indexen OMX och OMSX och därigenom givit CSFB en vinst på ca. 700 000 USD. Senare samma dag träffade de berörda mäklarna ett nytt avslut avseende 72 200 STOR A, nu till 75 kr per aktie och även denna gång med CSFB som slutkund på såväl sälj- som köpsidan.
Enligt disciplinnämnden hade CSFB och NOF brutit mot medlemsavtalet genom att företagen via sina respektive mäklare handlat på ett sätt som strider mot god sed. För CSFB:s del tillkom att dess mäklare utnyttjat handelssystemet utan att ha behörighet till detta.

fingerade transaktioner i avsikt att påverka aktiekurser och OMX-index. Disciplinnämnden konstaterade i sitt beslut att de fingerade transaktionerna iscensatts av de berörda mäklarna i samråd. Dessa hade därmed på ett allvarligt sätt åsidosatt god sed på värdepappersmarknaden och således brutit mot de regler som gäller för börshandeln, och en sanktion kan utdömas. Nämnden slog fast att de aktuella transaktionerna hade ägt rum utan respektive företagsledningars godkännande eller vetskap. Enligt nämnden hade det inte heller kommit fram något underlag för att klandra respektive bolags ledning för det inträffade. Nämnden uttalade dock att ”emellertid gäller enligt svensk rätt att ett företag vid kontraktsbrott har ett strikt ansvar för sina anställdas handlande - ett s.k. principalansvar - vilket innebär att den anställdes brott betraktas som vållat av företaget självt,”[701] och nämnden fann inte skäl att frångå denna princip.

Är det en ledamot av styrelsen som orsakar skada blir inte principalansvaret i 3 kap 1 § SkL tillämpligt, eftersom styrelseledamöter normalt sett inte är anställda i bolaget. Betydande skillnad föreligger mellan principal- respektive organansvaret som grund för ansvar, emedan principalansvaret omfattar ansvar för annans handlande under det att organansvaret omfattar ansvar endast för eget vållande. Vidare påverkas regressmöjligheten, genom att aktiebolagslagens regler om ersättning för internt ansvar endast aktualiseras i fall av organansvar.

Är skadevållaren samtidigt arbetstagare och person i organställning, såsom VD eller s k arbetande styrelseledamot, kompliceras ansvarsbedömningen. Vid överträdelse av ABL:s regler skall dessa tillämpas. Har skadan skett inom ramen för vederbörandes ställning som arbetstagare, och inte vid utövande av VD-skapet skall ansvaret bedömas enligt SkL 4 kap 1 §. Sic; en VD är dels arbetstagare, dels organ, och bedömningen av hans handlingar skall ske utifrån den konkreta handlingen.

12.1.2 Avtalsförhållande som grund för hävning och ersättning

Skadeståndslagen är i princip tillämplig på skadestånd även i kontraktsförhållanden.[702] Detta framgår av 1 kap 1 §, men det kan även utläsas att undantagen är betydande. Bl a är lagen inte tillämplig om annat överenskommits i avtalet, eller i övrigt följer av regler om skadestånd i kontraktsförhållanden. Även med avseende på skada i avtalsförhållanden gäller som allmän princip att den som företrätt ett

[701] Jfr s x – inom straffrätten finns ej något principalansvar.

[702] Hellner, J, Speciell avtalsrätt II, kontraktsrätt, s 312.

bolag vid ingående av avtal eller annars i avtalsförhållande inte personligen är ansvarig i relation till motparten. Ansvaret för skada vilar på huvudmannen och inte på hans företrädare. Följaktligen måste fastställas huruvida aktieteckning konstituerar ett inomobligatoriskt förhållande mellan bolaget och aktietecknare eller inte.

En förutsättning för att ett aktiebolag skall bli skadeståndsskyldigt för inomobligatorisk skada är att bolaget är bundet av organföreträdarens rättshandling. I kontraktsförhållanden är ren förmögenhetsskada först och främst ersättningsgill om den vållats uppsåtligen eller av oaktsamhet. S k rent strikt ansvar är inte lika vanligt, men kan enligt bl a köplagens regler förekomma i fall av bl a rättsligt fel och rådighetsfel. Skall bolaget bedömas stå i en avtalsrättslig relation till aktietecknare kan det komma att ansvara även för emissionsinstitutets och övriga rådgivares oaktsamma uppgiftslämnande i prospektet. Typiskt för kontraktsförhållanden är att olika parter frivilligt utfäst sig att fullborda vissa prestationer. Den utomobligatoriska skadeståndsrätten reglerar däremot ett förhållande mellan parter som har sammanförts genom en viss oväntad, och i vissa fall oönskad händelse. En direkt konsekvens av denna systematik är att det finns ett gränsområde mellan skadestånds- och kontraktsrätt, där skadefallen inte alltid entydigt kan definieras som det ena eller det andra. Det är dock långt ifrån självklart att relationen mellan ett bolag och en aktietecknare skall ses som inomobligatoriskt. Aktieteckningen uppvisar på många sätt tecken på att vara ett avtalsförhållande, men ett direkt kvalificerande som obligationsrättsligt framstår som tveksamt. Aktie utgör lös egendom, och kan på samma sätt som annan sådan överlåtas och förvärvas, med iakttagande av de begränsningar som kan följa av lag eller ingångna avtal. Att förvärv av aktie vid nyteckning däremot inte är att hänföra till köp är klargjort i förarbeten och doktrinen.[703] I kommentaren till 1905 års KöpL anges att ”det avtal, som genom själva akiteteckningen kommer till stånd, är uppenbarligen inte något köp utan ett bolagsavtal.”[704]

Det finns olika sätt att argumentera när en utvidgning av culpaansvaret på ett visst område eftersträvas, och ett sätt är att föra över skadan till kontraktssfären i de fall det finns en viss närhet mellan skadevållare och skadelidande. I tysk rätt har utvecklats en konstuktion genom vilken prekontraktuella omsorgsförpliktelser vilka åsidosatts genom

[703] Bl a departementschefen i prop till lagen (1983:1053) om skatt på omsättning av vissa värdepapper:”Jag vill i detta sammanhang framhålla att förvärv av aktier genom aktieteckning vid bolags bildande eller vid nyemission inte anses utgöra förvärv genom köp eller byte.” Prop 1983/84:48 s 15; SOU 1997:22 s 227; Almén, T, Om köp och byte av lös egendom, s 6 not 9; Nial, H, Om handelsbolag och enkla bolag, s 133; Aarbakke, M, Om ugyldighet, milslighold og ansvar, på s 335.

[704] Almén, T-Eklund, R, Om köp och byte av lös egendom, s 6.

vårdslöshet kan ge rätt till skadestånd, s k ”culpa in contrahendo”. Denna konstruktion används som en komplettering av det kontraktsrättsliga ansvaret, och har i synnerhet tillämpats för att kunna utsträcka möjligheterna att tillerkänna tredje man skadestånd i frågor rörande rådgivaransvar.[705] I svensk doktrin har relationen mellan ett bolag och en aktietecknare beskrivits som kvasikontraktuellt eller kontraktslikande. Göranson konstaterar att det i svensk rätt saknas en allmängiltig lära om ersättning på kvasikontraktuell grund, och att vi i stället haft en starkt inskränkande reglering, där ett ansvar möjligen kan åläggas part på subjektiv grund, dvs vid culpa.[706]

Lüning menar att förvärv av aktie genom nyteckning inte utan vidare kan klassificeras som köp, utan kallar förvärvet i brist på annan benämning ”förvärv av särskilt slag.” Han påpekar dock att slutsatser analogivis kan dras till köplagen vid lösande av problem av köprättslig natur.[707] Almén menar att aktieteckningen inte är att beteckna som ett köp, utan är att betrakta som ett bolagsavtal.[708] Detta uttalades dock innan den nya köplagen trätt i kraft. Aarbakke anför att allmänna avtalsrättsliga principer torde vara tillämpliga på aktieteckning, men påpekar att en del bolagsrättsliga hänsyn bör jämföras med frågor som är speciella vid exempelvis ett köpavtal. Aarbakke har inställningen att dessa speciella hänsyn ej kan förbigås vid frågor som rör ogiltighet, missförhållanden och ansvar i anledning av aktieteckning.[709]

Aktiebolagskommittén gör bedömningen att eftersom teckning av aktier regelmässigt sker på grundval av de uppgifter och under de villkor som anges i prospektet, aktieteckning närmast kan betraktas som en form av standardavtal.[710] Göranson konstaterar man ”med en anpassning till näringslivets realiteter” måste utgå ifrån att standardvillkor endast otydligt säger något om parts verkliga önskemål beträffande avtalsbindningen till medkontrahenten, men att avtalet skall tolkas ha det innehåll som kan utläsas ur en faktiskt överensstämmande partsvilja.[711] Göransons resonemang rör kolliderande standardavtal, men analogier kan dras till situationer av prospektansvar, eftersom det på samma sätt som vid kolliderande

[705] Se avsnitt x. Kleineman redogör för konstruktionen i Ren förmögenhetsskada, bl a s 400.

[706] Göranson, U, Kolliderande standardavtal, s 133. I Danmark gäller generellt en vidare norm, utgående från en allmän lojalitetsplikt motsvarande det tyska rättssystemet, vilket även är fallet i det anglo-amerikanska common law systemet, se avsnitt x.

[707] Lüning,W, Prospektansvaret, s 27.

[708] Almén, T, Om köp och byte, s 6.

[709] Aarbakke, M, Ugyldighet, mishold og ansvar, på s 335.

[710] SOU 1997:22 s 223 f.

[711] Göranson, U, Kolliderande standadavtal, s 157.

standardavtal inte är fråga om en renodlad avtalsmekanism i form av anbud och accept. Han påpekar att vid culpa in contrahendo begreppet vårdslöshet blir extra väsentligt.[712] Göranson menar att så länge det saknas bevisning för mera individuella drag i parternas agerande kring vad de själva eller endera av dem uppfattar som avtalsbindning, finns det inget i rättskällorna, som kan tjäna som underlag för en säker prognos om utgången i en tvist.

Om ett börsbolag offentliggör ett prospekt och erbjuder placerare att teckna aktier i bolaget kan bolaget anses stå i ett kontraktsliknande förhållande till potentiella aktietecknare, och prospektet kan uppfattas som ett bindande anbud. Att då uppfatta investorers viljeförklaring att teckna aktier som en accept känns inte helt främmande. Jämlikt allmänna avtalsrättsliga principer skulle följaktligen ett avtal ha kommit till stånd mellan parterna. Eftersom anbudet inte uppfyller kravet att anbudet skall vara riktat till en begränsad mängd adressater, kan å andra sidan inbjudan att teckna aktier snarare ses som en uppfordran att avge bud.[713] Detta innebär att aktietecknarens förbindelse att teckna sig för aktier först skall accepteras av bolaget för att ett bindande avtal skall komma till stånd. Det är följaktligen oklart om ett erbjudande om teckning av aktier riktad till en obestämd krets är att se som ett juridiskt bindande anbud från bolagets sida, eller endast som en inbjudan till potentiella investorer att framställa ett erbjudande om att vilja teckna aktier, vilket erbjudande bolaget sedan kan välja att acceptera genom att tilldela investorn aktier. Väljs den sista lösningen innebär detta att bolagets erbjudande inte omfattas av avtalslagens regler om förpliktande anbud, men av avtalslagens regler om icke bindande uppfordran, varvid bolaget kan återkalla sitt erbjudande inom teckningstiden. Bestämningen av bolagets inbjudan i ABL 4 kap 18 § till teckning av aktie som ett erbjudande och själva aktieteckningen som accept av inbjudan kan tala för den förstnämnda lösningen. Bolaget torde emellertid inte vara skyldigt genomföra erbjudandet. Bolaget kan besluta dra tillbaka erbjudandet av olika skäl, och en aktietecknare kan inte heller vara säker på att han kommer att tilldelas aktier p g a risken för överteckning. Erbjudandet är bindande i likhet med andra erbjudanden om att framställa bud, men det är inte ett bindande löfte om att investor som anmäler sig för teckning av aktien även kommer att erhålla tilldelning. Däremot är tecknarna bundna av sin viljeförklaring att teckna aktier, och är därför bundna av avtalslagens regler fram till angivet datum för tilldelning.

[712] Göranson, U, Kolliderande standardavtal, s 129 f.

[713] Normann Aarum, K, Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper, s 416; Aarbakke, M, Om ugyldighet, milslighold og ansvar, s 333 ff. Vid aktieteckning i mindre bolag där prospekt ej framställs menar Aarbakke att det är stiftaren som gör erbjudandet och tecknarna som accepterar.

Vid emissioner fastställs ett visst teckningsdatum, och tecknarna torde inte vara bundna efter detta datum i det fall det överskrids. Vanligare är att ange att tilldelning väntas ske vid en ungefärlig tidpunkt, varvid tecknarna torde vara bundna inom rimlig tid efter detta angivna datum.[714] Följaktligen är det mer närliggande att se inbjudan som en uppfordran att avge bud. Skall motsatt förhållande råda måste bolaget förbehålla sig möjligheten att avbryta emissionen i prospektet.[715]

En jämförelse kan göras med domstolens inställning i RH 1995:57, som visserligen inte gällde ett prospekt riktat till allmänheten, men till innehavare av konvertibler. Den teckningsberättigade kretsen var sålunda bestämd. I fallet erbjöd ett bolag i ett prospekt ägare av konvertibla skuldebrev att i enlighet med i prospektet angivna villkor överlåta sina skuldebrev till bolaget mot erhållande av nyemitterade konvertibla vinstandelslån i detsamma. Frågan rörde giltigheten av efterställningsvillkor i vinstandelsbeviset när villkoret varken skriftligen eller muntligen avtalats mellan parterna innan det intagits i skuldebrevet. Domstolen anger i domen att i och med att tecknare ”gav in den av honom undertecknade anmälningssedeln antog han bolagets anbud. Parterna måste härigenom anses ha träffat ett bindande avtal.”[716]

När investor skrifligen anmält intresse för att teckna sig för aktier uppstår ett ömsesidigt förpliktigande. Bolaget förpliktar sig att tilldela aktietecknaren en aktie - med förbehåll för situationen när emissionen blir övertecknad varvid tilldelning till samtliga intresserade investorer ej kan ske - och tecknaren förpliktar sig att erlägga köpeskilling för aktien. Slutsatsen av ovan förda argumet för respektive emot att se aktieteckningen som en inomobligatorisk relation mellan aktietecknare och bolag är att aktieteckning i utgångsläget måste anses grunda ett rättsförhållande mellan parterna. Med denna utgångspunkt är det närliggande att anta att aktieteckningen är underkastad allmänna avtalsrättsliga och obligationsrättsliga regler som gäller för ömsesidigt förpliktande avtal.

12.2 Möjlighet till ogiltigförklaring av aktieteckningen

12.2.1 Inledning

Ett resonemang i enlighet med avtalslagens ogiltighetsregler kan

[714] Vid riktade emissioner är det mindre viktigt att skilja mellan bolagets erbjudande, investorns accept och bolagets senare bekräftelse av tilldelning, eftersom beslut om kapitalhöjning, teckning och tilldelning sker i bolagstämmoprotokollet.

[715] Teckningen kan behöva avbrytas på grund av att emissionen skall dras tillbaka eller på grund av att emissionen är fulltecknad.

[716] RH 1995:57 s 2. Se även avsnitt x

ibland vara en genväg genom bolags- och börsrättens specialregler. Att få aktieteckningen ogiltigförklarad har inte minst sakrättslig betydelse. Ogiltighet kan medföra vindikation, dvs innebära en sakrättsligt verkande ogiltighet. I en konkurs kan sålunda rättighetsinnehavaren begära separationsrätt till sin egendom i det fall han kan få köpet ogiltigförklarat genom att åberopa avtalslagens ogiltighetsgrunder. Har tecknaren blivit vilseledd av missvisande information från bolagsorganen utgiven i bolagets namn skulle aktietecknaren följaktligen kunna kräva att hans teckning ogiltigförklaras med stöd av 3 kap AvtL. Ogiltigförklaring av aktieteckningen innebär att parterna skall återbära vad som redan uppburits.[717] Ändamålet med prospektreglerna är som ovan nämnts att tecknare av värdepapper skall få korrekt och fullständig information för att kunna fatta sitt investeringsbeslut. Denna förutsättning är en praktisk och tämligen närliggande grund att åberopa vid önskan att få aktieteckning ogiltigförklarad. En grundläggande uppfattning i svensk aktiebolagsrätt är dock att avtalslagens ogiltighetsregler inte är tillämpliga på förvärv av aktie direkt från det emitterande bolaget. Enligt svensk aktiebolagsrätt kan i det fall aktieteckning skett i strid med lagtexten eller under felaktiga villkor aktieteckningen endast förklaras ogiltig innan kapitalhöjningen blivit registrerad hos Patent- och Registeringsverket. Detta gäller enligt 2 kap 5 § ABL vid bolagsbildning, och enligt 4 kap 8 §, som hänvisar till 2 kap, vid senare emission av aktier. Enligt lagrummen är nyteckning av aktier ogiltig om teckningen skett på villkor som inte överensstämmer med emissionsbeslutet, men möjligheten till ogiltigförklaring av aktieteckningen gäller endast fram till dess registrering skett hos PRV. Detta innebär att efter det att aktieteckningen registrerats, ofullständiga eller felaktiga uppgifter inte kan leda till ogiltigförklaring av aktieteckningen. Syftet med 2 kap 5 § 3 st är att förhindra att aktiekapitalet, efter det att ett bolag registrerats, minskas genom att aktieteckningen blir ogiltig. Bolagets registrering skall således ha en reparerande verkan, och avtalslagens regler blir efter tidpunkten för bolagets respektive kapitalhöjningens registrering inte längre tillämpliga.

12.2.2 Gällande rätt

Enligt svensk rättspraxis och doktrin anses dock som ovan nämnts en aktieägare inte kunna föra talan mot en bolag om att få sin aktieteckning ogiltigförklarad. Inte heller anses ett aktiebolag ens på kontraktsrättslig grund kunna bli skadeståndsskyldigt mot sina aktieägare när dessa personers anspråk hänför sig till teckning eller

[717] Grönfors, K, Kommentarer till avtalslagen, s 182.

förvärv av aktier som utgivits av bolaget. Detta har i doktrinen motiverats av hänsyn till skyddet för bolagets kapital och med understrykande av att utbetalning till aktieägare endast kan ske enligt aktiebolagslagens regler. Aktiebolagskommittén konstaterar i SOU 1997:22 att ett aktiebolag inte på kontraktsrättslig grund kan bli skadeståndsskyldigt mot sina aktieägare, ”när dessa personers anspråk hänför sig till teckning eller förvärv av aktier eller andra fondpapper som utgivits av bolaget. Detta avsteg från allmänna rättsgrundsatser har i doktrinen motiverats med hänsynen till skyddet för aktiebolagets kapital, och med understrykande av att utbetalning till aktieägarna kan ske endast enligt aktiebolagslagens regler om vinstutdelning, nedsättning av aktiekapitalet eller reservfonden samt utskiftning vid likvidation.”[718] Aktiebolagskommittén konstaterar att ”principen har kommit till uttryck i rättsfallet NJA 1935 s 270 samt i en artikel där Karlgren diskuterar denna i 1935 års fall fastslagna princip.”[719]

I EG:s första bolagsdirektiv artikel 11 stadgas att ett bolag kan ogiltigförklaras av domstol om något av följande villkor är uppfyllt:

a) när stiftelseurkund saknas eller när antingen formaliteterna för den förebyggande kontrollen eller formkraven för det officiella bestyrkandet inte har iakttagits;

b) när föremålet för bolagets verksamhet är olagligt eller strider mot allmän ordning (”ordre public”);

c) när stiftelseurkunden eller bolagsordningen inte anger bolagets namn, insatsernas storlek, storleken av det tecknade kapitalet eller föremålet för bolagets verksamhet;

d) när den nationella lagstiftningens krav på inbetalning av en minsta del av bolagskapitlet inte har uppfyllts;

e) när samtliga stiftare saknar rättshandlingsförmåga; eller

f) när antalet stiftare i strid med den nationella lagstiftningen har understigit två.

EG:s regler hindrar således inte att aktieteckning ogiltigförklaras i vart fall om de formella kraven ej varit uppfyllda vid bolagsbildning, eller om aktiekapitalet ej inbetalts i vederbörlig ordning.[720]

Aktiebolagskommittén konstaterar att ABL inte innehåller några bestämmelser om aktiebolags ogiltighet, och att efter registreringen av ett bolag detta kan upplösas endast genom likvidation, fusion eller i

[718] SOU 1997:22 s 227.

[719] Ibid. Karlgrens artikel diskuteras i avsnitt x.

[720] Jfr 7 kap 10 § ABL, se s x.

vissa fall konkurs.[721]

Regler om ogiltighet och hävning är centrala styrnings- och sanktionsregler i avtals- och andra rättsförhållanden. Vid aktieteckning aktualiseras dock risken för skadeverkningar för tredjeman, vilket utgör argumentet för att särskilda regler gäller vid fråga om ogiltighet av aktieteckning. Aktieteckning anses stå i en särställning jämfört med andra avtalsförhållanden, eftersom handlingen inte endast berör avtalsparterna tecknare och bolag, utan även tredje man såsom framtida köpare av aktierna samt bolagets borgenärer, i långt större utsträckning än vid andra köp. När registrering skett och kapitalhöjningen blivit offentlig är avtalet om köp av aktie inte längre en sak enbart för köpare och säljare av aktien, utan berör även i allra högsta grad tredje man. En återbetalning av likviden för aktier kan ju eventuellt leda till att en nedsättning av aktiekapitalet måste vidtagas. Anledningen till att en aktieteckning inte får angripas med utgångspunkt från de allmänna ogiltighetsreglerna i civilrätten efter tidpunkten då registrering av kapitalökningen har skett är således hänsynen till skyddet för bolagets borgenärer. Detta gäller såväl när bolaget är under bildande som när aktiekapitalet skall ökas i ett befintligt bolag.[722]

I doktrin konstateras samstämmigt att aktietecknare inte har möjlighet till ogiltigförklaring av aktieteckning efter det att registrering vidtagits. I kommentaren till gamla aktiebolagslagen anför Stenbeck, Wijnbladh och Nial att aktietecknare vid bolagsbildning efter bolagets registrering inte gentemot bolaget kan åberopa vilseledande uppgifter som grund för ogiltigförklaring av aktieteckningen.[723] Här konstateras att av aktiebolagsrättens grunder och allmänna civilrättsliga principer torde följa, att aktietecknare efter bolagets registrering gentemot bolaget inte kan åberopa att hans aktieteckning tillkommit under sådana omständigheter som enligt allmänna avtalsregler föranleder ogiltighet. Man menar dock att ogiltighetsgrunder som gäller mot medkontrahent oberoende av god tro torde kunna åberopas efter registrering. Detta innebär att aktieteckningen torde kunna hävas i de fall en stark ogiltighetsgrund är för handen.[724] Denna inställning delas av Kedner-Roos och Rodhe, samt hävdas i förarbetena till såväl 1975

[721] SOU 1992:83 s 230.

[722] Ogiltighetsfrågan är särskilt intressant så länge köpeskillingen ej är erlagd, eftersom det är enklare att underlåta att betala framför att återkräva betalning. xx

[723] Aktiebolagslagen, s 53.

[724] Såsom bristande rättshandlingsförmåga, grovt tvång enligt AvtL § 28 eller förfalskning eller förvanskning enligt AvtL § 32 2 st. Svek är däremot en svag ogiltighetsgrund., se t ex Ussing, H, Aftaler, s 123 f.

års ABL som 1999 års ändringar.[725]

12.2.2.1 Rättspraxis som grund för gällande rätt

Aktiebolagskommitténs slutsats av rättsfallet NJA 1935 s 270, att aktiebolag ej på kontraktsrättslig grund kan åläggas skadeståndsskyldighet gentemot aktieägare i bolaget i de fall skadeståndet grundas på teckning eller förvärv av aktier, kan framtona som något förvånande eftersom det i fallet rörde sig om en utomobligatorisk relation mellan bolaget och aktieägaren. Denne hade, som framgår nedan, i fallet inte förvärvat aktierna från bolaget Kreuger & Toll utan på sekundärmarknaden. Rättsfallet NJA 1935 s 270, Kreuger & Toll, gällde sålunda inte aktieteckning, utan förvärv av aktie från tidigare aktieägare. Flera köpare av participating debentures utfärdade av Kreuger & Toll bevakade i bolagets konkurs sin fordran i enlighet med den skada de lidit med anledning av att dessa debentures blivit värdelösa i konkursen. Grunden för yrkandet om skadestånd var att köparen vid förvärvet förlitat sig på de uppgifter som lämnats i bolagets balansräkningar och i andra handlingar som offentliggjorts av bolaget och som senare visat sig var oriktiga. De oriktiga uppgifterna hade uppsåtligen offentliggjorts av Ivar Kreuger, som var styrelseledamot i bolaget och bolagets ledare, i avsikt att ge allmänheten en felaktigt positiv uppfattning om värdet på skuldebreven. Konkursförvaltarna bestred bevakningarna med motiveringen att fordan å skadestånd inte lagligen kan göras gällande i förhållande till andra borgenärer. Förvaltarna åberopade även omständigheten att köpet av debentures hade skett av tredje man, och inte av bolaget självt.

HD hade i rättsfallet att ta ställning till två frågor, dels huruvida innehavarna av ”participating debentures” skulle jämställas med aktieägare eller ses som borgenärer i sin relation till bolaget, dels, för det fall innehavarna vore att betrakta såsom aktieägare, huruvida deras rättsförhållande till bolaget medförde en möjlighet att föra skadeståndstalan mot bolaget för skada som bolagets företrädare åsamkat dem. HD kom till slutsatsen att debentureinnehavarna vore att likställa med aktieägare, samt att, oavsett under vilka omständigheter innehavarna förvärvat skuldebreven, denna ställning uteslöt att skadeståndsanspråk kunde riktas mot bolaget:

”Med hänsyn till den rätt i avseende å vinstutdelning och andel i bolagets tillgångar vid likvidation, som sålunda tillförsäkrats debenturesinnehavarna, måste dessa vara i väsentlig mån likställda med aktieägare och förty, oansett de omständigheter under vilka de förvärvat förbindelserna, icke kunna å dylikt förvärv grunda

[725]Kedner, G - Roos, C M, - Skog, R, Aktiebolagslagen med kommentarer, s 52; Rodhe, K, Aktiebolagsrätt, s 45; Prop 1975:103 s 298; SOU 1997:22, s 227.

skadeståndsfordran mot bolaget."[726]

HD slog sålunda fast att aktieägare som förvärvat aktie av annan inte kunde föra talan om skadestånd mot bolaget på grund av fel eller brist i av bolaget offentliggjorda balansräkningar och andra handlingar. Domen avviker från allmänna rättsgrundsatser på så sätt att det svek som företagits från bolagsorganens sida inte ansågs kunna tillmätas relevans. Domskälen är mycket knapphändiga. Den fråga som gavs central betydelse i målet var huruvida innehavarna av värdepappren kunde likställas med aktieägare. Det har dock i doktrinen i anslutning till rättsfallet gjorts gällande att det var principen om kapitalskyddet som låg till grund för utgången i målet.[727]

Principen att aktieteckning inte kan ogiltigförklaras på grund av vilseledande slogs fast av HD i rättsfallet NJA 1918 s 398, Nya Metallfabriksaktiebolaget Kontrollkranen. Rättsfallet rörde aktieteckning som skett på en av bolagets stiftare vid teckningslistan fogad handling innehållande oriktiga uppgifter av väsentlig betydelse för teckningens genomförande. I den bifogade handlingen uppgavs felaktigt att bolaget innehade patent på kontrollkranen i 13 länder. Vid tidpunkten för aktieteckningen hade patentet förfallit i flera av länderna, och bolaget innehade vid aktuell tidpunkt patent endast i fem länder. Aktietecknaren yrkade att aktieteckningen skulle ogiltigförklaras, varvid bolaget skulle åläggas att återbetala erlagd likvid för aktierna. Trots att det i fallet var ostridigt att svek förelåg, ansågs aktietecknaren bunden av aktieteckningen. HD fastslog att en aktietecknare inte ens med hänvisning till svikligt förledande kunde "undandra sig de förpliktelser, som på grund av aktieteckningen ålåge honom gentemot det sedermera bildade bolaget."[728]

I enlighet med resonemanget under avsnitt x ovan rörde 1918 års rättsfall ett inomobligatoriskt förhållande till skillnad från 1935 års fall.

I ett senare rättsfall, NJA 1936 s 527, var fråga om rätt att få ersättning för sina aktier i Kreuger-konkursen i ett fall där förvärvet skett genom byte med Ivar Kreuger personligen.

Ivar Kreuger, som var styrelseledamot i bolaget Kreuger & Toll, bytte med en annan person ett antal av sina egna aktier i Kreuger & Toll mot aktier i Bergvik och Ala Nya Aktiebolag. Efter konkursen i

[726] NJA 1935 s 270 på s 277.

[727] SOU 1997:22 s 227; Karlgren, H, Några aktierättsliga anteckningar i anledning av ett par rättsfall, s 203 ff; Danielsson, E, Aktiekapitlaet, s 83 ff.

[728] NJA 1918 s 398 på s 401. Danielsson tolkar rättsfallet så att domstolen verkar ha tillämpat synsättet att bolaget behandlas som godtroende part, trots att organledamöterna är i ond tro. Danielsson, E, Aktiekapitalet, s 83 f.

Kreuger & Toll bevakade motparten sin fodran i konkursen. HD fann att bytesavtalet, som tillkommit genom svikligt förfarande från Kreugers sida, inte var bindande för motparten. Bytesaktierna skulle återlämnas till motparten, alternativt skulle han ersättas för sin förlust.[729]

Skillnaden mellan 1935 års fall och 1936 års fall är att det var Kreuger själv, dock som privatperson även om han var styrelseledamot i Kreuger & Toll, som svikligen förlett motparten, och inte bolaget. Men det anmärkningsvärda med domen är att HD tillerkände käranden rätten att erhålla ersättning för aktierna från bolaget, dvs som fordringsägare i konkursen. Här har således HD, dessutom i en konkurssituation där ersättningen verkligen ledde till förfång för bolagets borgenärer, ålagt bolaget ersättningsansvar. Inte heller i 1936 års fall var det dock fråga om teckning av aktie, utan det var sina egna aktier Kreuger använde i byteshandeln. HD:s mening synes ha varit att eftersom Kreuger själv ej kunde åläggas ansvar, bolaget i stället skulle åläggas ersättningsskyldighet. HD berörde i fallet inte heller utbetalningsförbudet i ABL 12 kap, trots att detta åsidosattes genom domslutet.[730]

I flera fall rörande ansvar för fordringar i Ivar Kreugers och Kreuger & Tolls konkurser har HD tillämpat rättsfiguren "omdirigering".[731] Behållningen i bolagets konkurs var nämligen större än i Ivar Kreugers personliga konkurs, vavid bolages fordringsägare erhöll en högre procentuell utdelning än de fordringsägare vars krav var hänförliga till Ivar Kreugers personliga affärer. HD har i fallen ålagt bolaget Kreuger & Toll ansvar för de avtal som privatpersonen Ivar Kreuger ingått. Ett exempel på när HD tillämpat omdirigering är NJA 1937 s 312, i vilket Ivar Kreuger i egenskap av behörig företrädare för bolaget Kreuger & Toll befanns ha bundit bolaget Kreuger & Toll vid ett avtal med utomstående part trots att avtalet inte hade ingåtts för bolagets räkning. HD:s argument för sin sak var att det måste stått klart för konrahenterna att Kreuger handlade såsom ledamot av Kreuger & Tolls styrelse, och att avtalet slöts med bolaget.

I såväl 1935 som 1936 års fall var fråga om personer som på grund av vilseledande uppgifter i offentliggjorda handlingar lämnade av Ivar

---

[729] JustR Wedberg framförde sin skiljaktiga mening. Han ansåg att, mot bakgrund av NJA 1935 s 270, Kreuger & Toll ej skulle åläggas ersättningsskyldighet gentemot käranden. JustR Wedberg framförde att målet borde prövas i plenum, eftersom HD:s mening avvek från den rättsgrundsats som fastställts i 1935 års fall. Övriga ledamöter fann dock detta ej vara behövligt.

[730] Vilket även kommenteras av Danielsson, E, Aktiekapitalet, s 246. Aktiebolagskommittén har ej offentliggjort någon kommentar till 1936 års fall. Ang 12 kap ABL se avsnitt x.

[731] Hellner redogör för förhållandet i Kommersiell avtalsrätt, s 85.

Kreuger, träffat avtal och och därvid förvärvat aktier i Kreuger & Toll. I det senare men inte det förra fann HD Kreuger & Toll skyldigt att utge skadestånd till den svikligt förledde aktieägare. I 1935 års fall förelåg inte något avtalsförhållande mellan bolaget Kreuger & Toll och den skadelidande, eftersom fallet rörde en sekundärmarknadstransaktion.

I sammanhanget bör nämnas det under avsnitt x diskuterade hovrättsfallet RH 1984:28. Aktiebolaget Kema Nobel ålades häri ersättningsskyldighet gentemot aktieägare som lidit skada på grund av oaktsamt förfarande från bolagsledningens sida. Fråga var här visserligen om skadestånd i anledning av innehav av aktier i bolaget (Nitro Nobel), men förlusten var inte hänförlig till den skadelidande aktieägarens förvärv eller försäljning av aktier. Fallet är därför inte relevant i fråga om bolagets ansvar för bristfällig information lämnad av företrädare för bolaget vilken påverkat aktieägaren i hans investeringsbeslut.

12.2.2.2 Inställningen i doktrin

I doktrin fördes under en tid efter det att Kreuger & Toll-målen avgjorts i HD en diskussion om aktietecknares respektive borgenärers intressen i anslutning till rättsfallen. Karlgren diskuterar i nämnda artikel bägge rättsfallen utifrån frågan om huruvida ogiltighetsreglerna i avtalslagen kan tillämpas på aktieteckning.[732] Karlgren konstaterar att HD i 1936 års rättsfall måste funnit att bolaget Kreuger & Toll skulle åläggas ansvar som om bolaget varit part i bytesavtalet. Karlgren instämmer i att ogiltigförklaring av aktieteckning skulle kunna leda till urholkning av aktiekapitalet till förfång för bolagets borgenärer, varvid syftet med reglerna om skyddet för aktiekapitalets bestånd skulle förfelas.[733] Han kommer till slutsatsen att i stället för att tillämpa allmänna ogiltighetsregler på aktieteckning kan svikligt beteende i viss mån beaktas på annat sätt, främst genom straffrättsligt ansvar och personlig skadeståndsskyldighet.[734] Karlgren intog dock ståndpunkten att aktietecknare borde kunna åberopa allmänna rättsgrundsatser om ogiltighet av sin rättshandling och om skadestånd så länge anspråket inte inkräktar på bolagets egna kapital. Karlgren anför också att starka ogiltighetsgrunder skall kunna åberopas för ogiltighet oberoende av registrering av aktieteckningen.[735]

Fredenberg framförde kritik mot domen i 1935 års rättsfall och vad han menar vara ”uppseendeväckande undantag från civilrättens allmänna ogiltighets- och skadeståndsregler.”[736] Fredenbergs

[732] Karlgren, H, Några aktierättsliga anteckningar i anledning av ett par rättsfall, s 187 ff.

[733] Id , s 198.

[734] Id, s 199.

[735] Ibid, samt Karlgren, Om stiftelseurkund, s 87 f.

[736] Fredenberg, G, Skyddsbehövande bolagsborgenärer, s 714 f. (Fredenberg var en

inställning är att aktiebolagets tillgångar skall kunna utnyttjas till att ersätta vilseledda aktietecknare så länge aktiekapitalet är intakt, varför ”denna aktiekapitalets fridlysning” i vart fall inte skall utsträckas till att gälla reservfonden; medel i reservfonden ingår inte i aktiekapitalet och är därför inte till för borgenärernas skydd.[737] I ett genmäle anför Karlgren att svensk rättspraxis inte ger stöd för att endast aktiekapitalet är ”fridlyst,” även om han tillstyrker att borgenärernas behov av skydd med belopp överstigande det bundna kapitalet inte är lika stort.[738]

Även Danielsson diskuterar frågan om avtalslagens tillämplighet i anslutning till rättsfallen.[739] Enligt Danielsson har domstolen i NJA 1935 s 270 visserligen gjort en avvägning mellan allmänna civilrättsliga regler om skydd mot svek m m och aktiebolagsrättsligt skydd för bolagets borgenärer, och givit borgenärsskyddet företräde. Detta val grundades dock enligt Danielsson på aktieägarnas rätt till del i vinst och likvidationskvot, vilket likställde ifrågavarande debentures med aktier.

12.2.2.2.1 Registreringen som tidpunkt för hinder mot ogiltigförklaring

Aktieteckningen kan som nämnts under avsnitt x endast begäras ogiltigförklarad fram till dess registrering skett hos PRV. Efter registreringen är aktietecknaren bunden av aktieteckningen. Danielsson förhåller sig i diskussionen kring ovan nämnda rättsfall frågande till registreringen som tidpunkt för att avskära aktietecknares möjlighet till ogiltigförklaring av aktieteckningen. Danielsson påpekar att registreringen inte anförts som grund i 1918 års rättsfall.[740] Även Karlgren är av uppfattningen att det är oväsentligt huruvida registrering av kapitalet skett eller ej. Hans åsikt är att tredje man i lika stor utsträckning kan tänkas ta hänsyn till uppgifter i bolagets räkenskapshandlingar som registrerat kapital.[741]

Bolagets aktiekapital offentliggörs först i och med registreringen av bolagets bildande respektive kapitalökning.[742] Det är vid denna tidpunkt uppgifter om bolagets kapital publiceras. Registreringstidpunkten torde följaktligen vara den mest rimliga

---

av fordringsägarna.)

[737] Id. s 715.

[738] Ibid.

[739] Danielsson, E, Aktiekapitalet, s 73 ff och s 84.

[740] Danielsson, E, Aktiekapitalet, s 73 resp 87.

[741] Karlgren, Aktierättsliga anteckningar, s 202 f.

[742] Nial, H, Om aktiebrev, s 95.

tidpunkten för att avskära aktietecknare från möjligheten att få sin aktieteckning ogiltigförklarad, i den mån detta skall vara gällande rätt.

12.2.2.2.2 Motiv för att göra åtskillnad mellan starka och svaga ogiltighetsgrunder

Som framgått ovan har i doktrinen inom ramen för möjligheten till ogiltighetsförklaring av aktieteckningen även diskuterats frågan om vilka ogiltighetsgrunder som skall utgöra hinder mot ogiltigförklaring. Bl a Karlgren anför att starka ogiltighetsgrunder bör kunna åberopas för ogiltighet oberoende av registrering av aktieteckningen.[743] I princip råder samstämmighet i inställningen att aktieteckning torde vara möjlig att få ogiltigförklarad i det fall en stark ogiltighetsgrund är för handen.[744]

Framförs argumentet skyddet för bolagets kapital som grund för att teckningen inte skall kunna ogiltigförklaras saknas dock motiveringen att göra åtskillnad mellan de fall där en svag respektive en stark ogiltighetsgrund är för handen. Som nämnts inledningsvis i denna avhandling är de i lag och förarbeten framträdande ändamålen med regelverket kapitalmarknadens allokeringsfunktion samt skyddet för investerare.[745] Blivande aktieägare bör sålunda i lika mån skyddas mot att träffa sina investeringsbeslut på grund av vilseledande uppgifter som på grund av exempelvis tvång.

12.2.2.3 Senare tids diskussion

Frågan om avtalslagens tillämplighet på aktieteckning har diskuterats i doktrinen även på senare tid. I en kommentar till Aktiebolagskommitténs uttalande i SOU 1997:22 framför Kleineman inställningen att man även fortsättningsvis bör vara försiktig med att ålägga bolaget ansvar för organföreträdares oaktsamma spridande av vilseledande information, eftersom denna skada då kan drabba andra intressen än de som förorsakat skadan.[746] Kleineman påpekar att om skada som åsamkats förvärvare av aktie skall anses ha orsakats av bolaget självt, måste bolagets övriga intressenter träda tillbaka till förmån för ersättningsberättigade förvärvare. Kleineman påminner om att det var Kreuger själv som genom brottslig verksamhet orsakat att

[743] Id, samt Karlgren, H, Om stiftelseurkund, s 87 f.

[744] Hessler för en diskussion rörande giltighet vis a vis skadestånd ifråga om skuldebrev i Obehöriga förfaranden rörande värdepapper, s 90 ff.

[745] Se exempelvis prop 1990/91:142 s 78 f samt avsnitt x.

[746] Kleineman, J, Påföljder vid brott mot det s k aktiebolagsrättliga låneförbudet, på s 714.

bolagets offentliggjorda handlingar innehöll uppgifter som sedermera visade sig vara falska, och ifrågasätter därmed om Kreuger verkligen bort identifieras med bolaget Kreuger & Toll.[747] Vid obestånd är ju inte bolagets tillgångar dess ägares, utan en del av borgenärernas förmögenhetstillgång. Identifierar man i detta läge Kreuger med bolaget får borgenärerna betala skadestånd för den av Kreuger förorsakade skadan.[748]

Även Hultmark har framfört åsikten att så länge det bunda kapitalet inte äventyras, inga principiella hinder föreligger mot att tillgodose aktietecknares intressen genom att aktieteckningen ogiltigförklaras. Hultmark nämner även vikten av att göra bedömningen av vem som är mest skyddsvärd; bolagets borgenärer eller en förledd aktietecknare.[749]

12.2.3 Möjlighet till ogiltighetsförklaring av aktieteckningen i vissa andra länders rättssystem

Som framgått av avsnitt x är inställningen i såväl praxis som doktrin i Danmark att teckning av aktie kan ogiltigförklaras. Gomard framhåller att aktieteckningen är en viljeförklaring, och att teckningen liksom andra viljeförklaringar kan ogiltigförklaras enligt Aftalelovens kap. 3 och andra likande regler och rättsgrundsatser om ogiltighet.[750] Ogiltighetsgrunder kan göras gällande även efter det aktieteckningen registrerats, men bör ”af hensyn til selskabets kreditorer ske hurtigt”.[751] Även Schaumburg Müller pekar på aktietecknares möjlighet att få aktieteckningen ogiltigförklarad i fall av vilseledande prospektinnehåll.[752]

I Norge liksom i Sverige har i rättspraxis en restriktiv hållning gjort sig gällande ifråga om bedömningen av möjligheten till ogiltigförklaring av aktieteckning. I portalfallen Rt. 1926 s 512 och Rt. 1932 s 145 fastslogs att oriktiga och missvisande upplysningar i prospektet inte kunde utgöra grund för ogiltigförklaring av aktieteckningen.[753] I ett fall från 1988, Norske Cruise-dommen,[754] som gällde teckning av andelar i ett kommanditbolag, kom dock Højesterett till motsatt slutsats. I fallet biföll domstolen kärandens talan om att få teckningen ogiltigförklarad trots att registrering skett.

---

[747] I rättsfallet NJA 1935 s 270.

[748] Ibid.

[749] Hultmark, C, Upplysningsplikt vid ingående av avtal, s 48.

[750] Gomars, Aktieselskaber og anpartsselskaber, s 101.

[751] Se t ex UfR 1921.988 H och 1921.1005 H.

[752] Schaumberg Müller, P, - Bruun Hansen, E, Dansk börsret, s 145.

[753] Däremot ålades styrelseledamöterna ansvar. Se infra. Se även Rt 1926 s 519; Rt 1934 s 946.

[754] Rt. 1988 s 982.

Domstolens argumentation gick ut på att det är egalt för bolagsborgenärena om den ogiltighetsgrundande händelsen inträffat före eller efter registreringen, eftersom borgenärsintresset endast skadas i de fall bolaget är insolvent.

I ett par avgöranden från senare tid har i Norge tidigare gällande rättsläge bekräftats. I Rt 1996 s 1463, Labogas-domen, var visserligen fråga om ogiltighet av andelar i ett kommanditbolag, men Højesterett klargör obiter att rättsläget gäller även i fråga om aktiebolag.[755] I domen slår Højesterett fast att ”…et erstatningskrav må rettes mot personer som eventuelt er ansvarlige for uriktige opplysninger i tegningsgrunnlaget.”[756] Innebörden av uttalandet är att krav på ersättning inte kan riktas mot bolaget, utan mot för de oriktiga uppgifterna ansvariga personer.

I norsk praxis har fastslagits att aktieteckning är bindande även om den skett med stöd av felaktiga dokument.[757] Detta har i doktrin tolkats som att även vid vilseledande uppgifter i teckningsinbjudan aktietecknaren är avskuren från möjligheten att få aktieteckningen ogiltigförklarad.[758] Rätt till ogiltigförklaring har däremot givits om ansökan därom gjorts innan registrering skett.[759]

Även i norsk doktrin är inställningen att aktieteckningen inte kan ogiltigförklaras efter det att registrering skett.[760]

I Tyskland finns till och med en lagstadgad möjlighet för vilseledd aktietecknare att få aktieteckningen ogiltigförklarad. I BörsG § 45 anges sålunda att ..x”…als Gesamtschuldern die Übernahmne der Wertpapiere gegen erstattung des Erwerbspreises…”.[761]

I de engelska respektive amerikanska rättssystemen är ogiltighet av aktieteckningen teoretiskt möjlig, men förekommer i princip inte i praxis.[762]

---

[755] Rt. 1996 s 1463 s 7 f.

[756] Xx

[757] Rt 1978.786; Rt 1997.1010 Mycron..

[758] Augdahl, P, Aksjeselskapet etter norsk rett, s 79 f; Andenaes, M, Aksjeselskaper og Allmennaksjeselkaper, s 109 f; Marthinhussen/Aarbakke Aksjeloven , s 85.

[759] Rt 1915 s 265 Skauger Fabrikker. Fallet gällde uppgifter i prospektet att styrelsen rådfrågat expert, vilket var felaktigt; I Rt 1926 s. 471 blev stiftare ersättningsansvariga på grund av att de felaktigt uppgivit att varv där skepp skulle byggas var ”förstklassigt”.

[760] Se s x

[761] Se avsnitt x. Detsamma gällde tidigare i Norge, se Augdahl, P, Aksjeselskapet etter norsk rett, s 79. Om vid bolagsbildning enskild teckning var behäftad med fel skulle stiftare eller styrelseledamöter enligt aksjeloven x § 13 nr. 5 d och § 27, 2 överta de felaktigt förvärvade aktierna.

[762] Se avsnitt x respektive x.

12.2.4 Skyddet för aktiebolagets kapital

Det argument som i 1935 års fall och i doktrinen framhävts mot att tillåta utbetalning av bolagets medel till dess aktieägare i form av skadestånd är skyddet för bolagets borgenärer. Aktiebolaget intar som bolagsform en särställning genom att ägarna inte är personligen ansvariga för bolagets skulder utöver det belopp som är registrerat som aktiekapital. I och med att bolaget inlett sin verksamhet måste enligt 12 kap ABL en viss del av nettoöverskottet för varje räkenskapsår avsättas till en s k reservfond. Vidare avsätts det belopp som betalas för aktien utöver aktiens nominella belopp i en s k överkursfond. Aktiekapitalet, reservfonden och överkursfonden utgör tillsammans stommen i det s k bundna kapitalet.[763]

Balansräkning

Tillgångar	Skulder
	Eget kapital:
	Bundet eget kapital
	Aktiekapital
	Reservfond
	Överkursfond
	Fritt eget kapital
	Vinst

Att tillgångarna är bundna innebär att de inte får användas för att utdelas till aktieägarna. Reglerna om det bundna kapitalet syftar till att utgöra den kapitalbas som skall tillgodose skyddet för bolagets borgenärer. De av bolagets överskjutande medel som inte utgör bundet eget kapital är fritt eget kapital. Tillgångar motsvarande det egna fria kapitalet kan i princip fritt delas ut till aktieägarna. Den fråga som här aktualiseras är om bolagets fria egna kapital kan delas ut till aktieägarna i form av skadestånd.

För att besvara denna fråga krävs en prövning av huruvida utbetalning av skadestånd är lagligt i enlighet med ABL:s regler om vinstutdelning. Andersson finner att alla transaktioner som inte skett

[763] Aktiebolagskommittén har föreslagit att reservfoden skall anskaffat, SOUxx

med iakttagande av bestämmelserna i ABL skall prövas mot vinstutdelningsreglerna i ABL 12 kap.[764] Enligt ABL 12 kap 1 § får utbetalning till aktieägarna ske endast enligt aktiebolagslagens regler om vinstutdelning, nedsättning av aktiekapitalet eller reservfond samt utskiftning vid likvidation. I 12 kap 2 § 1 st stadgas att vinstutdelning till aktieägarna inte får överskrida vad som i fastställd balansräkning för det senaste räkenskapsåret redovisas som bolagets eller koncernens nettovinst för året, balanserade vinst och fria fonder, beräknat för avdrag för vissa poster. Enligt reglerna kan sålunda det fria kapitalet tas i anspråk för utdelning till aktieägare, men utbetalningen får inte inkräkta på bolagets bundna kapital. Vidare skall hänsyn tas till den s k försiktighetsregeln i 12 kap 2 § 2 st, som anger att utbetalning inte får ske ”med så stort belopp att utdelningen med hänsyn till bolagets eller koncernens konsolideringsbehov, likviditet eller ställning i övrigt står i strid mot god affärssed”. Detta leder till att utbetalning av skadestånd som inkräktar på det bunda egna kapitalet skulle kunna komma att betraktas som olovlig utdelning.

Reglerna i 12 kap omfattar enligt ordalydelsen endast utbetalning till aktieägare. Emellertid har i doktrinen[765] och i rättspraxis fastställts att reglerna skall anses vara analogt tillämpliga på andra än aktieägare, främst ifråga om personer som som ”haft ägarliknande kopplingar till bolaget”.[766] Detta medför att vinstutdelningsreglerna i ABL 12 kap även skall tillämpas vid utbetalning till investor som avhänt sig sina aktier, och därefter kräver ersättning av bolaget på grund av att han gjort en förlust i anledning av sitt (tidigare) innehav av aktier i bolaget.

Slutsatsen blir att utbetalning av skadestånd till skadelidande aktieägare eller förutvarande aktieägare är tillåten enligt vinstutdelningsreglerna i 12 kap i det fall det belopp med vilket bolaget skall utbetala skadestånd ryms inom bolagets fria egna kapital och inte heller strider mot försiktighetsprincipen.[767]

12.2.5 Inverkan av att en handling sker i strid med legala förbud

Utbetalning av skadestånd ur bolagets medel i strid med gällande rätt utgör en överträdelse av ett legalt förbud. Överträdelse av legala förbud leder emellertid inte alltid till att rättshandlingen skall förklaras vara ogiltig. Andersson diskuterar frågan om verkan av legala förbud

[764] Id, s 179.

[765] SOU 1997:168 s 66.

[766] NJA 1999 s 426 på 434.

[767] Fallenius diskuterar ingående huruvida skadestånd kan anses innebära en affärsmässigt betingad värdeöverföring från bolaget till den ersättningsberättigade aktieförvärvaren i NJA 1935 s 270 ur ett borgenärsskyddsperspektiv.

utifrån huruvida ett avtal eller en annan rättshandling som syftar till att kringgå tvingande lag skall bedömas enligt den tvingande lagstiftningen genom en extensiv tolkning eller laganalogi, alternativt med en tillämpning av 36 § AvtL.[768] Andersson anför att störst betydelse torde möjligheten till en extensiv tolkning få vid tolkning av normer vilka tillgodoser allmänna samhälleliga intressen såsom olika tredjemansskyddsintressen.[769] Enligt Andersson har flera faktorer betydelse för tolkningen:

1. Dels har förbudets juridisk-tekniska konstruktion betydelse. Andersson menar att en skillnad i bedömningen bör göras mellan förbud som enbart tar sikte på en viss typ av avtal eller annan rättshandling, och förbud som tar sikte på effekten av ett visst avtal eller rättshandling.

2. Vidare kan förbudets historiska bakgrund vara av intresse.[770]

3. Även systematiska synpunkter och allmänna principer bör ha betydelse. Saknades sålunda andra lagbestämmelser eller allmänna principer då förbudet infördes finns det mindre anledning att i rättspraxis tillämpa förbudet återhållsamt.

4. Förbudets ändamål och /eller skyddsändamål är av väsentlig betydelse. Andersson finner att ju starkare ändamål förbudet tillgodoser, desto större anledning finns det att tillämpa förbudet analogt.

5. Finns en straffsanktion bör analog tillämpning av förbudet sällan ske.

6. Andersson framför vidare att förbudets civilrättsliga verkningar samt eventuellt godtrosskydd bör tas i beaktande. Han menar att i det fall de civilrättsliga verkningarna är allvarliga för den som får bära konsekvenserna därav, eller om godtrosskydd saknas, analog tillämpning bör tillämpas med försiktighet.[771]

7. Hänsyn bör enligt Andersson även tas till syftet med avtalet eller rättshandlingen. Var syftet att kringgå det legala förbudet bör hänsyn tas till detta.

8. Slutligen anför Andersson omständigheten att avtalet innefattar något otillbörligt eller oskäligt moment eller resultat. Att avtalet strider mot förbudets ändamål eller skyddsändamål bör således tas i beaktande. Finns ett moment som inte är hänförligt till förbudets

[768] Andersson, J, Legala förbud, s 717 ff.

[769] Id s 241.

[770] Jfr Hellner, varit i kraft s

[771] Andersson, J, Legala förbud, s 744 f.

ändamål eller skyddsändamål bör 36 § AvtL tillämpas.[772]

Med stöd av Anderssons argumentation torde i fall där någon som haft bestämmande inflytande i det emitterande bolaget medverkat till en överträdelse av prospektreglerna inte kunna åberopa att de allmänna ogiltighetsreglerna är tillämpliga på aktieteckningen.

12.3 Bolagets skadeståndsansvar

12.3.1 Gällande rätt

Aktiebolagskommittén instämmer som ovan nämnts i att NJA 1935 s 270 ger uttryck för principen att ett aktiebolag inte skulle kunna bli skadeståndsskyldigt mot sina aktieägare på kontraktsrättslig grund. Kommittén menar att det är tveksamt om detta avsteg från det aktiebolagsrättsliga x kolla cit regelverket motsvarar en modern syn på prospektansvaret,[773] men kommer till slutsatsen att svensk rätt för närvarande inte ger möjlighet att ens i inomobligatoriska fall ålägga aktiebolag en obegränsad skadeståndsskyldighet mot aktieägare eller aktietecknare. Karlgren diskuterar under i avsnitt x nämnda artikel huruvida svek utövat av bolagets styrelse eller stiftare kan utgöra grund för skadeståndsansvar gentemot ett bolag i det fall bolaget är part, eller huruvida aktiebolagsrättsliga hänsyn även i detta fall skall äga företräde. Karlgren ifrågasätter att ett bolag på individualrättslig grund skall kunna åläggas skadeståndsskyldighet gentemot part som förvärvat sina aktier från bolaget ifråga,[774] och finner att det vore ett slag i luften att inte tillåta ogiltighet vid aktieteckning, men väl skadestånd motsvarande den förlust tecknaren lidit på grund av sitt delägarskap i bolaget. Hans slutsats är följaktligen att aktietecknare inte kan vända sig till bolaget med sina skadeståndsanspråk.[775]

Möjligheten att använda bolagets kapital till att ersätta skadlidande aktieägare som vilseletts av bolagets företrädare har även diskuterats i bl a Danmark, Norge och Tyskland.[776] I Danmark intar Schaumburg/Müller och Werlauff ståndpunkten att bolaget inte bör åläggas skadeståndsansvar vid vilseledande prospektinnehåll.[777] Författarna har inställningen att om detta trots allt skall förekomma bör utbetalning i vart fall endast kunna ske med medel ur bolagets fria

[772] Id s 745.

[773] SOU 1997:22 s 227.

[774] Id, s 206.

[775] Id, s 201.

[776] Schwark, W, Prospekthaftung und Kapitalerhaltung in der AG; Schmidt, K. & Schwark, E., eds. Unternehmen, Recht und Wirtschaftsordnung.

[777] Schaumburg-Muller och Werlauff, Ansvar för börsemission, s 456.

reserver.[778] Werlauff påpekar att ett bolag som genom en nyemission ökar sitt kapital med 1000 kr per aktie långt efter det att bolaget registrerats skulle komma att riskera att behöva betala detta belopp till aktietecknare eller hans successorer. Ännu mer betänkligt anser Werlauff det vara om bolaget efter ett par år kan riskera att få betala ersättning till en investor på sekundärmarknaden[779]

12.3.2 Den amerikanska modellen

I Sverige har Samuelsson förespråkat att emittentbolaget efter amerikansk modell[780] skall kunna åläggas ansvar för skada som uppkommer i anledning av bristfälliga uppgifter på sekundärmarknaden.[781] Samuelsson vill se relationen mellan bolaget och aktieägare som ett löpande avtalsförhållande, och anför till stöd för sitt resonemang att aktieägare i börsnoterade bolag ser sitt innehav av aktier i bolaget som en kapitalplacering, och aktieägarens möjlighet till inflytande i bolaget är sekundär. Detta leder till att ”identiteten mellan aktieägare och börsbolag…ofta är alltför uttunnad för att kunna utgöra ett hinder mot aktieägarens rätt att kunna rikta skadeståndsanspråk mot den juridiska personen,” och Samuelsson anför att reparationshänsyn i detta fall bör väga tyngre.[782] Schaumburg/Müller och Bruun Hansen ställer sig frågande till Samuelsson inställning. Samuelssons diskussion rör skadeståndsansvar vid skador på sekundärmarknaden, men i den undersökta doktrinen görs i övrigt i princip inte någon skillnad mellan möjligheten att ålägga bolaget ersättningsansvar vid primär- resepktive sekundärmarknadstransaktioner. Schaumburg-Müller och Bruun Hansen menar att det ur aktiebolagsrättslig synvinkel är betänkligt att låta bolaget betala ersättning, eftersom detta skulle komma att innebära att bolagets kapital utdelas till ett fåtal aktieägare. Enligt dem torde gällande rätt i Danmark vara att ansvaret begränsas till ett culpabaserat ansvar för emissionsinstitut och organledamot (ledelse), utöver aktietecknares möjlighet att få aktieteckningen ogiltigförklarad i fall av vilseledande prospektinnehåll.[783] Werlauff invänder även tillsammans med Schaumburg-Müller mot att bolaget självt åläggs ansvar, och påpekar att det skulle vara synnerligen opraktiskt om bolaget ålades ansvar. Eftersom det är bolagets ledning som genom prospektförklaringen står som ansvarig för

[778] Id s 461.

[779] Werlauff, Erik, Börsselskabers erstatningsansvar, på s 285.

[780] Se supra

[781] Samuelsson, P, s 332 ff. Se även Moberg, K, - Samuelsson, P, Börsrätt, s 144.

[782] A a s 333-34.

[783] Schaumberg Müller, P, - Bruun Hansen, E, Dansk börsret, s 145.

prospektinnehållet och genom ansvarsreglerna i aktiebolagslagen kan göras ersättningsskyldig ”synes det mest praktisk at skadevolder søger at gøre et deliktsansvar gaeldende, således at erstatningsansvaret påhviler den personkrets, der på selskabets vegne har gennefört emissionen – og som normalt vil have tegnet behörige forsikringer, der vil kunne daekke selv betydelige tab blandt en større krets af investorer, dog at medvirkende emissionbanker eventulet er ”selvforsikrende.”[784] Artikelförfattarna påpekar att i framtiden kommer emissionsförsäkring krävas för samtliga inblandade aktörer.[785]

Lindskog diskuterar frågan om bolagets ansvar gentemot skadelidande aktieköpare för en årsredovisning som är fundamentalt oriktig.[786] Lindskog har inställningen att köp av enstaka noterade aktier omfattas av 17 § köplagen, och menar att de adekvata förväntningar en köpare bygger på den offentliga årsredovisningen i princip är köprättsligt befogade. Han ifrågasätter dock om detta gäller även om hela marknaden vilseletts, och kommer till slutsatsen att köpare förmodligen kan hävda ett felansvar endast om han in casu har byggt sin förväntning på den felaktiga årsredovisningen. Har han däremot litat till marknadens egen värdering torde felansvar inte kunna utkrävas oaktat att marknadens egen värdering bygger på den felaktiga årsredovisningen.[787] Detta torde innebära att Lindskog menar att presumerad tillit[788] inte kan tillämpas vid denna typ av skador, utan att såväl adekvat orsakssamband som tillit skall krävas för att ersättning skall utgå.

I såväl Storbritannien, Tyskland och USA finns ett lagstadgat ersättningsansvar för bolaget självt.

12.4 Rättspolitisk diskussion rörande möjlighet till ogiltigförklaring av aktieteckningen respektive bolagets ersättningsansvar

12.4.1 Inledning och avgränsning av frågeställningar

Karlgren kommer till slutsatsen att ogiltighet av aktieteckning respektive ersättning från bolaget inte torde vara möjlig oavsett om aktieförvärvet skett vid bolagsbildning, nyemission eller genom en sekundärmarknadstransaktion. Frågan är dock om man kan behandla dessa situationer lika. Aktieteckning vid bolagsbildning skiljer sig på

[784] Schaumburg Müller, P, - Werlauff, E, Ansvar for börsemission, s 461.

[785] Ibid.

[786] Lindskog, S, En avhandling om aktieöverlåtelser, s 97.

[787] Jfr teorin om effektiva marknader avnistt x.

[788] Se avsnitt x.

många sätt från aktieteckning vid nyemission. Den huvudsakliga skillnaden är att om samtliga teckningar av aktier vid bildande av ett bolag skulle ogiltigförklaras blir följden att bolagsbildning ej kommer till stånd. Vid ogiltigförklaring av aktieteckningen berörs aktiekapitalet, vilket inte nödvändigtvis är situationen vid skadestånd, vilket skulle kunna utgöra ett argument för att ogiltigförklaring av aktieteckningen inte skall vara möjlig. Men ogiltigförklaring av aktieteckning vid nyemission påverkar inte nödvändigtvis bolagets existens. Är avsikten med nyemissionen att tillföra bolaget kapital för investering, utvidgning av verksamheten genom förvärv eller annat skäl kan aktieteckningen ogiltigförklaras utan att det påverkar bolagets ursprungliga bundna kapital. Gjordes en nyemission i avsikt att konsolidera en verksamhet som inte var tillräckligt solid skulle detta ha framgått av prospektet. De investorer som trots uppgift om verkliga förhållanden varit villiga att investera i bolaget hade möjlighet till detta. Framgick inte de verkliga förhållandena av prospektet har investorerna vilseletts att investera på felaktiga grunder. I detta fall borde aktieteckningen kunna ogiltigförklaras, eftersom borgenärernas ställning redan före emissionen var påverkad. Vid sekundärt förvärv av aktie aktualiseras inte frågan om ogiltigförklaring av aktieteckningen, men väl frågan om ersättning ur bolagets medel.

Frågan om bolagets ersättningsskyldighet till skadelidande aktieägare måste således delas upp i flera, nämligen respektive frågan om

1. möjlighet till ogiltigförklaring av köpet vid bolagsbildning
2. möjlighet till ogiltigförklaring av köpet vid nyemission
3. möjligheten att utbetala skadestånd ur bolagets medel till aktietecknare
4. möjligheten att utbetala skadestånd ur bolagets medel till förvärvare på sekundärmarknaden.

En förutsättning för att bolaget skall åläggas ansvar är att bolagets företrädare agerat på ett sätt som orsakat en förlust hos aktietecknare eller aktieägare.

Skadestånd och ogiltighet utgör de huvudtyper av sanktioner som är uppställda inom det aktiebolagsrättsliga området till skydd för olika intressenter. Vid lagtolkning inom såväl det aktiebolagsrättsliga som det skadeståndsrättsliga området måste den aktuella regelns skyddsintresse fastställas vid avgörande av regelns tillämpningsområde.[789] Det synes stå klart att ett aktiebolag hittills inte kunnat bli ersättningsskyldigt mot sina aktieägare oavsett om

[789] Kleineman, J, Aktiebolagsrättsliga skyddsintressen, s 431.

anspråket hänfört sig till förvärv av aktier från bolaget eller från aktieägare på sekundärmarknaden, och att ogiltighet av aktieteckningen inte är möjlig efter registrering.[790] Även om gällande rätt medför att skadelidande aktietecknare inte kan rikta skadeståndsanspråk mot den juridiska personer kan ifrågasättas om det är en situation som bör upprätthållas de lege ferenda.

Skall då ogiltighet vid bolagsbildning som får till följd att bolaget inte kan registreras tillåtas? Hur ställer vi oss till fallet där aktieteckningen skett under tvång, eller av person som saknat rättshandlingsförmåga? Eller, för all del, där aktieteckningen skett på grundval av uppgifter i vid bolagsbildningen offentliggjorda handlingar som inte varit korrekta, dvs svek? Är det rättspolitiskt motiverat att bolagsorganen skall fortsätta bedriva verksamhet i bolaget, eller skall helt enkelt bolagsbildningen falla? Vem är i detta fall mest skyddsvärd, bolagets borgenärer eller de personer som på felaktiga grunder tillskjutit kapital?

Och hur skall man ställa sig till nyemissionsfallet, där ett verksamt bolag på felaktiga grunder ”lurat” aktietecknare att tillskjuta ytterligare kapital till bolaget? Utgör det faktum att aktieförvärvet skett från annan än bolaget något skillnad från kapitalskyddssynpunkt?

12.4.2 En avvägning av skyddsvärda intressen

Skadestånd och ogiltighet skulle kunna användas som en skyddsändamåls- eller intresseavvägningslära vid avgörandet om bolaget kan åläggas skadeståndsskyldighet gentemot aktieägare på grund av bristfälligheter i den information bolaget offentliggjort. Kleineman presenterar i anslutning till det under avsnitt x diskuterade rättsfallet NJA 1992 s 717 en normskyddsmetod som kan användas vid analys av om handlande i strid med aktiebolagsrättsliga regler skall medföra ogiltighet. Kleineman menar att avvägningen kan utföras i tre steg. Steg ett är sålunda att fastställa de aktuella ogiltighetsreglernas syfte. Steg två är att analysera huruvida den yrkade ogiltigheten bidrar till dessa intressen. I steg tre vägs andra intressen mot de förra i syfte att fastställa om den yrkade ogiltigheten skulle föra för långt såtillvida att andra viktiga intressen träds för när eller om betydande skador skulle uppkomma i det fall en viss rättshandling förklaras ogiltig.[791]

Den norm som sålunda skall undersökas i steg ett är aktietecknares möjlighet till ogiltigförklaring av aktieteckningen. Syftet med denna

[790] Se t ex prop. 1975:103, s 298 f samt SOU 1997:22, s 227.

[791] Kleineman, J, Aktiebolagrättsliga skyddsintressen, s 456 f.

norm kan konstateras var skyddet för aktietecknare, d v s investorer. Det kan vidare konstateras att ogiltigheten tveklöst bidrar till investorernas intressen genom att utgöra ett skydd i det fall aktieteckningen skett under felaktiga förhållanden. Förklaras aktieteckningen ogiltig kan å andra sidan borgenärsintresset komma att trädas för när. Skador uppkommer i bägge fallen, men är det så att skadorna är större om bolagsborgenärerna har åsamkas skada än när det är investorerna som åsamkas denna skada? Aktiebolagsinstitutet bygger på frihet från personligt ansvar för bolagets ägare. Detta utgör ett tungt vägande argument för att aktieägarna skall vara bundna vid sin aktieteckning. Men så länge aktieägarnas anspråk inte inkräktar på bolagets bundna kapital kan inte borgenärernas intresse anses vara kränkt.

Vid många emissioner sker registrering direkt efter inbetalning av teckningsbeloppet, trots att inbetalningsfristen endast är ett par dagar efter teckningsperiodens slut. Oftast förekommer att teckning sker i och med att betalning för aktierna sker, genom att likviden för aktierna skall finnas tillgängligt på ett konto under viss tid. Aktietecknaren har följaktligen inte mycket tid på sig att ångra sig. Vilseledande information i prospektet uppenbaras dock i allmänhet först en tid efter det att tilldelning av aktier skett. Inte minst i de fall bolagets ledning uppsåtligt vilselett aktietecknare gör bolagets företrädare troligen sitt bästa för att dölja den bristfälliga informationen om bolaget. Möjligheten till ogiltigförklaring är mot bakgrund av detta relativt begränsad.

Har en lag varit i kraft länge, eller, som i fråga om ABL, tillämpningsområdet undergått stora förändringar sedan lagens ikraftträdande, kan det ligga nära till hands att söka avhjälpa lätt iakttagbara svagheter, utan att ifrågasätta om grundvalarna för lagstiftningen är hållbara.[792]Argumentationen vid lagstiftning bör präglas av problemanalys, målananlys och rättvisehänsyn av olika slag.[793] Argumentationen kan vidare delas upp i bundna respektive fria argument. De bundna argumenten bestäms av normer som kan vara av materiell natur eller reglera proceduren runt beslutsfattandet. Övriga argument är fria argument. Det resonemang rätten fört i praxis rörande bolagets ansvar gentemot skadelidande aktieägare har präglats av fria argument, där man genom att hävda borgenärsskyddet framför investerarskyddet gjort avsteg från det allmänna förmögenhetsrättsliga regelverket. På detta sätt ges ett visst intresse rättsordningens skydd för att underkänna tillämpligheten av ett allmänt lagrum, utan att

[792] Hellner, J, Lagstiftning inom förmögenhetsrätten, s 173.

[793] Hellner, J, a a s 185.

analogi från någon rättsregel kan göras.[794]

HD har i ovan redovisade rättsfall från 1935, utöver bolagets och aktieägares intresse, även haft att beakta skyddet för bolagets borgenärer. Skulle aktieägare kunna åberopa avtalslagens ogiltighetsregler mot bolaget med avseende på aktieteckning anses borgenärernas ställning undermineras, varvid det skydd ABLs regler utgör för borgenärerna skulle komma att framstå som förfelade. Vid aktieteckning måste vid lagstiftning hänsynen till tredjemansintresset väga tungt. Men i ljuset av allt starkare fokus på investerarskydd och krav på information i prospekt, kan det diskuteras om en så sträng regel som den nu gällande bör upprätthållas. Borgenärsskyddet i aktiebolagsrätten har tillkommit som ett resultat av lagstiftarens prioritering av bolagsborgenärernas intressen framför delägarnas. En rad argument kan framföras såväl för som emot detta prioriteringssätt. I motsats till det klassiska borgenärsskyddet har investerarskyddet haft svårt att hävda sig som rättsprincip i Sverige,[795] och rättspraxis grundas på en historiskt betingad intresseavvägning med rötter i mellankrigstidens rättspraxis och juridiska teori, där hänsynen till bolagets borgenärer vägt tyngre än aktieägarintresset. Frågan är om ett regelkomplex till skydd för bolagsborgenärerna även de lege ferenda skall vara avgörande för frågan huruvida en aktietecknare skall kunna åberopa avtalsrättsliga ogiltighetsregler gentemot bolaget. I detta sammanhang skall påpekas att även aktieägares fordringsägare torde vara i behov av skydd. Förvärvet av aktier är ju ofta finansierat med lån.

Problemet har identifierats som en konflikt mellan borgenärs- och investerarskydd. En relevant fråga i sammanhanget är dock huruvida kapitalskyddsreglerna verkligen uppfyller borgenärsskyddsyftet.[796] Skyddet för bolagets borgenärer har utvecklats under lång tid. Visserligen innehåller aktiebolagsrätten många bestämmelser till skydd för minoriteten, men på riskkapitalmarknaden är aktieägare främst investor, utan nämnvärd möjlighet till inflytande. Anledningarna till att investerarskyddet försummats är flera. Dels har riskkapitalmarknaden i Sverige traditionellt varit relativt begränsad, och investorerna var tidigare fåtaliga. Aktiebolagsrätten har vidare varit marknadsanpassad i långt mindre utsträckning än den

[794] Karlgren, H, Några aktierättsliga anteckningar i anledning av ett par rättsfall, s 187ff.

[795] Aktiebolagsrätten innehåller visserligen bestämmelser till skydd för minoriteten, och investor skyddas även genom bestämmelser rörande ansvaret för bolagets organ i fråga om kapitalskydd, publicitetskrav etc.

[796] Frågan huruvida kapitalskyddsreglerna verkligen uppfyller borgenärsskyddsyftet diskuteras av Andersson, J, i Kapitalkrav, och Krüger Andersen, P, Kapitalregler og ansvar, s 32.

näringsrättsligt präglade kapitalmarknadsrätten. Den som sysslar med traditionell bolagsrätt är därför mindre van vid att använda kapitalmarknadens allokeringsfunktion som juridiskt bedömningskriterium. Svensk aktiebolagsrätt är historiskt sett präglad av den tyska intresseavvägningen mellan borgenärsskydd och skyddet för investorer, vilken tidigare präglats av inställningen att investering i kapitalmarknaden sker på egen risk.[797] Såväl den tyska som den svenska kapitalmarknadsrätten präglas dock i allt större utsträckning av det anglo-amerikanska perspektivet där investors intressen ges företräde. I amerikansk rätt överges successivt principen om skyddet för bolagets kapital. Krav på eget kapital och aktier till nominellt värde anses vara missvisande för borgenärskollektivet, och till nackdel för den ekonomiska utvecklingen.[798] Många av USA:s delstater kräver därför inte längre något minimikapital vid bolagsbildning, utan borgenärskollektivets skydd tillgodoses i stället genom säkerheter eller kontroll av företagets finansieringspolicy. Kreditgivaren fäster därvid inte vikt vid det egna kapitalets storlek, utan på likviditet, cash flow och jämförbara nyckeltal i företaget. Ett exempel är att bolagets förvärv av egna aktier länge betraktats som en naturlig del i bolagets styrning. Det belopp som får delas ut som vinst till aktieägare får också användas till uppköp av andelar, eftersom det ur borgenärens perspektiv är likgiltigt av vilka skäl bolagets förmögenhet minskar. Perspektivet präglas av insikten att kapitalmarknadens allokeringsfunktion är nödvändigt som juridiskt bedömningskriterium.

Det är visserligen inte tillräckligt att konstatera att ett investerarskydd har börjat växa fram även i Sverige, men att fråga om prospektansvar utgör ett kapitalmarknadsrättsligt och inte ett bolagsrättsligt anspråk skulle kunna utgöra ett argument för att göra avsteg från det bolagsrättsligt etablerade borgenärsskyddet. Ett annat argument är att borgenärerna blir lidande i andra situationer av bolagsledningens handlande, såsom vid undermålig skötsel av bolagets affärer. Man kan ifrågasätta varför just aktieteckning skall stå i en särställning.

12.4.3 En jämförelse med bolagets nedsättning av aktiekapitalet vid utebliven betalning av aktier

Om ogiltighet av aktieteckning eller skadestånd som bolaget blivit ålagt att erlägga får till följd att bolagets bundna kapital inte längre är täckt kan transaktionen jämställas med en nedsättning av

[797] Se bl.a. Warneyers Rechtspechung 1908 nr. 146.

[798] Se t.ex. Revised Model Business Corporation Act. Om detta se Andersson, J, Kapitalkrav och kapitalskydd s 38.

aktiekapitalet.[799] Enligt 6 kap 1 § ABL får nedsättning av aktiekapitalet göras för tre ändamål, nämligen

1. avsättning till omedelbar täckning av förlust enligt fastställd balansräkning
2. återbetalning till aktieägarna
3. avsättning till reservfond eller annan fond

Återbetalning till aktieägarna samt avsättning till reservfond får enligt regeln endast ske med medel överskjutande bolagets bunda egna kapital efter nedsättningen. Men enligt 4 kap 13 § ABL skall registrering av nedsättning av aktiekapitalet även ske i det fall likvid för tecknade aktier ej erläggs. De aktier som ej betalats blir sålunda ogiltiga när nedsättningen registrerats.

12.4.4 En jämförelse med bolagets förvärv av egna aktier

Ogiltigförklaring av aktieteckningen kan även jämföras med bolagets förvärv av egna aktier. Sett ur ett bolagsrättsligt perspektiv och ur kapitalskyddssynpunkt är det ingen skillnad om bolaget återköper andelar i samband eller ej med ogiltigförklaring av aktieteckning. Bolagets köp av egna aktier är från och med 1 mars 2000 tillåtet med fria medel och med upp till tio procent av bolagets aktier genom en regel införd i 7 kap 9 § ABL. Härigenom har EG:s regler om förvärv av egna aktier i EG:s andra bolagsdirektiv, 77/91/EEG implementerats. De svenska reglerna är strängare än vad som stadgas i EG:s direktiv, på så sätt att i § 8 har intagits en motsvarighet till vinstutdelningsreglerna i 12 kap ABL. Förvärvet får sålunda inte ske med större belopp än att det efter förvärvet finns täckning för det bundna kapitalet i bolaget, och heller inte i strid med en motsvarighet till försiktighetsprincipen i 12 kap 2 § 2 st ABL.[800] Så länge transaktionen håller sig inom ramen för fritt eget kapital kan det inte göra någon skillnad för principen om kapitalskyddet om förvärvspriset betalas tillbaka mot att aktierna återlämnas, eller om det genom skadestånd bara delvis återbetalas och aktierna stannar hos förvärvaren.[801]

Grunden för det tidigare förbudet mot förvärv av egna aktier diskuterade i förarbetena till 1975 års ABL i anslutning till möjligheten att införa inlösenförfarande:[802]

---

[799] Se nedan s x samt Andersson, J, Om vinstutdelning från aktiebolag, s 175 ff; Danielsson, E, Aktiekapitalet, s 209.

[800] Se prop 1999/2000:34 s 65.

[801] Däremot kan skillnad uppstå för övriga aktieägare.

[802] SOU 1971:15 s 329 f.

> ”Det huvudsakliga skälet är att regeln inte överensstämmer med grunderna för förbudet att förvärva egna aktier utan tvärtom innebär ett tvång till sådant förvärv. Skäl som föranlett uppställandet av förbudet att förvärva egna aktier gäller enligt utredningens mening även i fråga om tvångsinlösen. Ett sådan inlösen kan komma att medföra att bolaget saknar täckning för aktiekapitalet, kanske också för en del av skulderna.”

När det nu är tillåtet med bolagets köp av egna aktier faller detta argument mot ogiltigförklaring av aktieteckningen, och ersättning till vilseledda aktietecknare borde kunna utbetalas.[803]

I 7 kap 10 § ABL regleras vad som gäller vid handlande i strid med reglerna om förvärv av egna aktier. Här anges att aktier som förvärvats i strid med bestämmelserna skall avyttras inom sex månader från förvärvet, samt vidare att aktier som inte avyttras inom denna tid skall av bolaget förklaras ogiltiga, vilket anges uttryckligen i direktivet art 20 p 3. Bolaget skall härvid sätta ned aktiekapitalet med aktiernas nominella belopp, och nedsättningsbeloppet skall överföras till reservfonden. Reglerna gäller enligt 7 kap 3 § även publika bolag. Skulle nedsättningen strida mot gällande bestämmelser om lägsta tillåtna aktiekapital, skall bolaget träda i likvidation.[804]

12.4.5 1935 års dom jämfört med HD:s resonemang på senare tid

HD:s inställning till möjligheten att använda bolagskapitalet har på senare år blivit belyst exempelvis i NJA 1994 s 418, som gällde giltigheten av en vederlagsfri borgensförbindelse. Frågan gällde vid vilken tidpunkt giltigheten skulle prövas, vid avtalets ingående eller vid tidpunkten för ianspråktagande av förbindelsen. HD konstaterade att den med allmänna principer mest förenliga ståndpunkten är att pröva en borgensförbindelses giltighet med utgångspunkt i förhållandet då den ingicks. Med en sådan lösning undviks också den osäkerhet för alla berörda som det skulle innebära att låta frågan om borgensförbindelsens giltighet vara svävande och beroende av borgensmannens framtida ekonomiska situation.

HD anför vidare att borgensförbindelsen ”…med hänsyn till de aktiebolagsrättsliga reglerna om olovlig vinstutdelning och verkan därav och med beaktande särskilt av reglernas syfte att utgöra ett borgenärsskydd, är giltig endast om och i den mån bolaget har fritt eget kapital vid den tidpunkt då förbindelsen görs gällande.”[805]

Gränsen för möjligheten till betalning av bolagets medel drogs således

---

[803] I förarbetena har diskuterats huruvida en komplettering av regeln bör ske på så sätt att även försiktighetsregeln i 12 2 ABL skall tillämpas vid förvärv av egna aktier.

[804] Prop 1999/2000:34 s 66.

[805] NJA 1995 s 418 på s 421.

vid bolagets fria egna kapital.

12.4.6 Frågan om rättvisehänsyn

Det kan vidare ifrågasättas om det är riktigt att bolag vars företrädare svikligen förlett placerare att betala in pengar till bolaget skall kunna tillgodogöra sig detta kapital med stöd av regler till skydd för bolagets borgenärer. Visserligen bidrar även hänsynen till övriga aktieägare till att det kan medföra betydande svårigheter att ålägga bolaget ersättningsskyldighet. Detta kan ju föranleda att olika aktieägare skulle komma att ges olika ekonomiska rättigheter i bolaget. Utbetalningar till ersättningskrävande aktietecknare reducerar relativt sett det underliggande värdet på bolaget räknat per aktie, vilket innebär en reducering av aktieägarens förmögenhet. Men det kapital som bör skyddas såväl till förmån för bolagets borgenärer som till tidigare aktieägare bör endast omfatta kapitaltillskott som skett i behörig ordning, och inte pengar som tillskjutitis på felaktiga grunder. Nya borgenärer kan visserligen ha förlitat sig på aktiekapitalets storlek, men att låta dessa få prioritet i förhållande till en aktietecknare som fattat beslut om köp av aktier grundat på felaktig information strider mot allmänna förmögenhetsrättsliga grundsatser.[806]

Än mindre försvarbart att avskära aktietecknare från möjligheten att erhålla skadestånd är det ur rättspolitisk synvinkel när inga aktuella borgenärsintressen blir lidande. Borgenärerna lider inte skada i det fall fråga är om att återbetala medel utöver bolagets bundna kapital. Vid nyemission blir tidigare aktieägare lidande endast i det fall ersättning skall utbetalas med större belopp än vad som erlagts som likvid för aktien; i annat fall försätts de i samma situation som innan emissionen. Inte heller i de fall det efter emissionen visar sig att bolaget varit insolvent vid emissiontillfället hamnar de tidigare borgenärerna i en sämre situation för att aktieköp återgår. I dessa fall torde det vara svårt att försvara att aktietecknare inte återfår inbetalt belopp, utan detta i stället främjar borgenärerna.

Detta torde leda till att hänsynen till borgenärsintresset skulle kunna få överväga vid bedömningen i de fall aktietecknarnas ersättningskrav verkligen medför att bolaget blir insolvent.[807]

---

[806] Borgenär skall inte kunna sko sig på gäldenärs ogiltiga avtal, se t ex Lennander, G, i Festskrift till Hellner s 323 ff.

[807] Givetvis kan det i vissa situationer vara svårt att avgöra huruvida bolagets ekonomiska situation försvagats av en ogiltigförklarad aktieteckning. Samuelsson menar att hänsynen till skyddet av bolagets kapital är av mindre intresse för bedömningen om aktieägares krav mot bolaget bör tillåtas, eftersom det kan förmodas höra till ovanligheterna, i synnerhet vid börsnotering av bolag, att bolagets bundna kapital äventyras. Samuelsson, P, a a s 260 vid not 64.

Problemet skulle delvis kunna lösas med att tidsbegränsa aktietecknares möjlighet till att begära ersättning. Preskriptionstiden för anspråk anges i 47 § i den tyska BörsG till sex månader från den tidpunkt förvärvaren fick kännedom om den vilseledande uppgiften, dock senast tre år efter offentliggörandet av uppgiften.[808] Vid införandet av en motsvarande regel i svensk rätt kommer preskriptionsfristen aldrig att överstiga tre år, vilket torde vara en rimlig tidsutdräkt för framställan av anspråk. En regel motsvarande den tyska sexmånadersregeln skulle kunna utgöra ett kompletterande skydd för såväl bolaget och dess företrädare som för borgenärerna.

12.4.7 Skadeståndssanktionens inverkan på den svenska riskkapitalmarknaden

Hur skulle då en tillämpning av skadeståndssanktionen komma att påverka den svenska riskkapitalmarknaden?

Tillförseln av riskkapital på den svenska aktiemarknaden var åren 1990-99 drygt 170 miljarder kronor, vilket innebär i snitt 17 miljarder per år.[809] Av detta belopp var drygt 72 miljarder hänförligt till nyemissioner. Den största introduktionen under perioden var Scania med ett tecknat belopp om 18,8 miljarder kronor, vilket är det största belopp som tillförts börsen genom notering av ett bolag före Telia-introduktionen. Den största emissionen under perioden var Ericssons emission om 7,8 miljarder kronor 1995. 1995 var den totala tillförseln av riskkapital i form av teckning av aktier till börsen ca 25,4 miljarder kronor. Antag att prospektet innehöll vilseledande information vid teckning av aktierna, att bolaget börsnoteras och att därefter, när verkliga förhållanden uppdagas, kursen sjönk med 20 procent. Det belopp aktietecknare skulle komma att kräva ersättning för hade varit 1,6 miljarder kronor. Detta belopp motsvarar knappt 6 procent av den totala riskkapitaltillförseln ifrågavarande år, 20 procent av emissionsvolymen och ca 1,1 procent av bolagets börsvärde som aktuellt år var 142 518 miljoner kronor. Ericssons emission är som nämnts den största emissionen före Telia-utförsäljningen. Ersättningen skulle i Ericsson-fallet utgöra en avsevärd del av årets tillförsel av riskkapital, men inte av bolagets börsvärde. Det genomsnittliga belopp som tillförs börsen vid emission av aktier mellan åren 1990-1996 var ca 940 miljoner kronor; 382 miljoner kronor om de 10 procent som utgör de allra största introduktionerna inte ingår. Det genomsnittliga värdet från försäljning av aktier var under samma period 208

[808] Se sid x

[809] Om Stockholmsbörsen, Faktabok, s 43.

miljoner.[810] Antag att hela aktieteckningen skulle komma att ogiltigförklaras, varvid emittentbolaget ålades att återbetala hela den sålunda erlagda likviden för aktierna. Beloppet utgör i stället 1,2 procent av den totala riskkapitaltillförseln ifrågavarande år. Ur marknadens perspektiv är detta inte ett stort belopp, även om det är det ur bolagets och investerarens synvinkel. Skadeståndet utgör således inte något generellt hot mot börsbolagens solvens eller mot marknadens funktionssätt, utan en väl tillämpad skadeståndssanktion torde leda till en förbättrad marknadssituation.[811]

12.4.8 Skillnaden mellan primär- och sekundärmarknadstransaktion

I samband med frågan om kollisionen mellan bolags- och kapitalmarknadsrätt kan vidare diskuteras vari skillnaden för borgenärerna består vid primär- respektive sekundärmarknadstransaktion. Det torde med tiden bli svårare och svårare för börsbolag som lämnat vilseledande information att undgå skadeståndsansvar till aktieägare på sekundärmarknaden. Som framgår av den komparativa delen av avhandlingen är det av de undersökta ländernas rättssystem endast i Sverige och i Norge som denna regel fortfarande upprätthålls. Karlgren diskuterar i den under avsnitt x och x nämnda artikeln huruvida samma princip skall tillämpas i fall där aktieköpare förvärvat sina aktier av annan än bolaget (dvs på sekundärmarknaden). Han finner härvid att ”alldeles samma motiv – ja man kan väl säga än starkare – som ha till följd att den allmänna skadeståndsskyldigheten i obligatoriska rättsförhållanden anses böra vika för aktiebolagsrättsliga hänsyn, tala för att så bör ske även med den utomobligatoriska.”[812] Samuelsson menar å andra sidan att rättspolitiska grunder är tillräckliga för att börsbolags ansvar för felaktig information i analogi med SkL 2 kap 4 § utvidgas till att omfatta skada som åsamkats aktieinnehavare på sekundärmarknaden.[813] Skulle regeln att bolaget inte kan bli skadeståndsansvarigt gentemot vare sig aktietecknare eller aktieägare börja luckras upp i fråga om aktieägare på sekundärmarknaden, kan inte regelns tillämpning på primärmarknaden upprätthållas. Samma argument rörande skyddet för bolagets kapital som vid aktieteckning torde ju kunna göras gällande vid bolagets ersättning till aktieägare på

[810] Högfeldt, P, Vad vet vi om svenska börsintroduktioner?, s 37.

[811] Samuelsson, P, Information och ansvar, s 277.

[812] Id, s 202. Karlgren påpekar att HD i 1935 års fall inte tagit hänsyn till skillnaden i fall där aktuella värdepapper är fordringsrätter efterställda bolagets borgenärer, men förespråkar att nämnda princip tillämpas analogt även i dessa fall, s 203.

[813]

sekundärmarknaden. Om aktietecknare inte kan erhålla ersättning från bolaget grundat på argumentet skyddet för bolagets borgenärer, skulle på samma grund inte heller aktieägare på sekundärmarknaden kunna erhålla ersättning. Skall bolaget kunna åläggas ansvar vid vilseledande information, torde detta kunna ske oavsett om informationen publicerats i ett prospekt eller offentliggjorts utan samband med aktieteckning.

I två norska underrättsfall från senare tid har slagits fast att inte heller vid bristfällig information vid handel på sekundärmarknaden aktieägare kan kräva ersättning från det felande bolaget, vilket grundades på principen om skyddet för bolagets borgenärer.[814] Rätten koncentrerar i ett fall från 1998 sig på frågan om aktieägaren över huvud taget kan kräva ersättning från bolaget. Man konstaterar att frågan inte är direkt reglerad i lag, men att regeln i aksjeloven § 2-5 om att aktieägare inte kan få aktieteckning ogiltigförklarad på grund av fel i teckningsdokumenten i rättspraxis och doktrin tolkats som att aktieägare inte äger rätt att få aktieteckningen ogiltigförklarad på grund av händelser inträffade efter det att registrering skett. I Labogasdomen fastslogs att inte ens medel överskjutande det bundna kapitalet kunde användas till att ersätta aktietecknare. Rätten tolkar denna dom så att det inte endast är i förhållande till oriktiga upplysningar i teckningsunderlaget, utan även vid oriktigheter som framkommit vid senare tillfälle som investorer är avskurna från möjlighet till ersättning. Det avgörande, menar rätten, är att ersättningskrav från investorerna kan försvaga skyddet för bolagets kapital till nackdel för bolagets borgenärer.[815] Det är således inte fråga om huruvida det bundna kapitalet in casu blir förbrukat, utan en generell inställning att krav från aktieägare kan framtvinga situationer där det bundna kapitalet, som skall utgöra skyddet för bolagsborgenärerna, förbrukas.

12.4.9 Sammanfattande slutsatser rörande ogiltighet av aktieteckning samt bolagets skadeståndsansvar

I avsnitt x gjordes en uppdelning i fyra olika situationer där bolagets kapital kan komma att påverkas på grund av att bolaget på något sätt åläggs skyldighet att återbetala ersättning till aktieägare som åsamkats förlust i samband med sitt aktieinnehav. Dessa situationer är

1. möjlighet till ogiltigförklaring av förvärvet vid bolagsbildning

[814] Christiania Bank och Kreditkasse A/S Oslo byretts dom 10 desember 1993 (sak 92-07397 A/67), Vital Forsikring ASA/DNO ASA Bergen byrett 4 augusti 1998, sak nr 96-2147 A

[815] Vital domen s 7.

2. möjlighet till ogiltigförklaring av förvärvet vid nyemission

3. möjligheten att utbetala skadestånd ur bolagets medel till aktietecknare

4. möjligheten att utbetala skadestånd ur bolagets medel till förvärvare på sekundärmarknaden.

Sammanfattningsvis kan konstateras följande i anslutning till respektive situation:

1. Möjlighet till ogiltigförklaring av förvärvet vid bolagsbildning

Möjlighet till ogiltighet vid bolagsbildning kan få till följd att bolaget inte kan registreras. Men frågan är om det är rättspolitiskt motiverat att bolagsorganen skall fortsätta bedriva verksamhet i bolaget i det fall aktieteckningen skett trots att exempelvis en stark ogiltighetsgrund varit för handen. Skall i dessa fall inte helt enkelt bolagsbildningen falla? Vem är i detta fall mest skyddsvärd, bolagets borgenärer eller de personer som genom tvång eller svindleri tillskjutit kapital? Och varför skall det faktum att en svag ogiltighetsgrund varit för handen i stället för en stark påverka bedömningen? Ur perspektivet skyddet för bolagsborgenärerna utgör grunden för ogiltigheten inte någon skillnad. Att helt erkänna möjligheten till ogiltigförklaring av aktieteckningen vid bolagsbildning torde dock medföra allt för stor osäkerhet för samtliga inblandade aktörer. En möjlighet är att erkänna ogiltigförklaring av aktieteckningen med upp till viss procent av aktiekapitalet, så länge aktiekapitalet därvid inte understiger i ABL stadgat minimibelopp. Huruvida en stark eller svag ogiltighetsgrund är för handen är därvid inte relevant ur bolagsrättslig synvinkel, utan vilseledande bör utgöra skälig grund för ogiltigförklaring av aktieteckningen.

2. Möjlighet till ogiltigförklaring av köpet vid nyemission

Situationen är annorlunda i nyemissionsfallet, där ett företrädare för ett verksamt bolag på felaktiga grunder ”lurat” aktietecknare att tillskjuta ytterligare kapital till bolaget. En ogiltigförklaring av aktieteckningen, även om detta skulle komma att innebära att hela emissionsbeloppet återbetalas och emissionen faller, påverkar inte bolagets existens på samma sätt som vid bolagsbildning. Ogiltigförklaring torde härvid vara möjlig oavsett grund för ogiltigheten. Bolaget har alltid möjlighet att förnya sitt erbjudande om teckning av nyemitterade aktier, och denna gång på riktig grund.

3. Möjligheten att utbetala skadestånd ur bolagets medel till aktietecknare

Vid ogiltigförklaring berörs aktiekapitalet, vilket inte nödvändigtvis är

situationen vid skadestånd. Borgenärernas skydd borde kunna tillgodoses genom aktiekapitalet, och så länge detta är intakt kan inte borgenärsskyddet anföras som argument mot att bolaget blir skadeståndsskyldigt. Argumentet skyddet för bolagets borgenärer kan således inte vara hållbart ifråga om bolagets fria reserver.

Det torde vara rimligt att borgenärsskyddsargumentet inte kan användas mot en reservation av den fria förmögenheten och inte heller de medel som accumulerats i överkursfond och reservfond för prospektansvarsanspråk. En lösning är således att tillåta ersättning ur bolagsförmögenheten såvida aktiekapitalet inte minskas. Utbetalning kan ske så länge inte de mot aktiekapitalet motsvarande tillgångarna undergrävs, eftersom syftet med 2 kap 5 § 3 st som ovan nämnts endast är att förhindra att de mot aktiekapitalet svarande tillgångarna minskas. Bolagets vinst och reserververade medel borde sålunda kunna stå till förfogande för utbetalning till skadelidande aktieägare.

Av ovan förda resonemang torde följa att bolaget kan åläggas skadeståndsskyldighet gentemot aktietecknare med det belopp överskjutande bolagets aktiekapital.

4. Möjligheten att utbetala skadestånd ur bolagets medel till förvärvare på sekundärmarknaden.

Utgör då det faktum att aktieförvärvet skett av annan än bolaget något skillnad från kapitalskyddssynpunkt? En skillnad är att det i sekundärmarknadstransaktioner inte rör sig om en inomobligatorisk relation mellan bolaget och den skadelidande aktieförvärvaren. Men från kapitalskyddssynpunkt föreligger inte någon skillnad. Samma argument rörande möjligheten till ersättning till skadelidande aktieförvärvare på sekundärmarknaden torde göra sig gällande som rörande aktieteckning.

Eftersom aktieägare som nyligen förvärvat aktier kan anses utgöra en särskild grupp fordringsägare vid ett bolags konkurs borde vid bolagets likvidation eller konkurs vara efterställd övriga borgenärers fordringar men ges företräde framför övriga aktieägare.

Möjlighet till ogiltigförklaring av aktieteckningen vid nyemission samt möjlighet att kräva skadestånd av bolaget borde således finnas för vilseledda aktietecknare samt aktieförvärvare på sekundärmarknaden.

12.4.10 Bolagets ansvar för garantier och ersättningsklausuler

Frågan om bolagets ersättningsansvar gentemot aktieägare aktualiserar frågan om bolagets möjlighet att utbetala ersättning i enlighet med

ställda villkor och garantier.[816] Som framgår av avsnitt x kan vid emission respektive blockutförsäljning av aktier emissionsinstitutet åtaga sig ansvaret för emissionen i olika stor utsträckning. Oavsett vilken roll emissionsinstitutet sålunda iklätt sig kräver normalt sett emissionsinstitutet att det emitterande bolaget lämnar vissa garantier avseende lämnade uppgifter. Garantierna kan vara utformade på olika sätt, men genom garantierna förbinder sig emittentbolaget att ersätta emissionsinstitutet för den skada emissionsinstitutet kan komma att drabbas av på grund av att ersättningsanspråk i anledning av emissionen riktas mot emissionsinstitutet. Syftet med garantierna är att emissionsinstitutet vid skadeståndsskyldighet regressvis skall kunna återkräva utbetald ersättning från det emitterande bolaget. Vid bolagets ställande av garantier föreligger emellertid samma intressekonflikt mellan parternas förpliktelser och borgenärsskyddsreglerna i aktiebolagsrätten som redogjorts för i avsnitt x ovan. Av detta följer att det kan ifrågasättas om bolaget kan utbetala skadestånd till emissionsinstitutet. I vissa fall utgör utbetalningen ersättning för det belopp emissionsinstitutet utbetalt till aktieägarna, i andra fall har emissionsinstitutet förvärvat aktierna och har därmed självt inträtt som aktieägare. I analogi till resonemanget ovan rörande bolagets möjlighet att ersätta aktieägare torde bolaget inte kunna utbetala ersättning till emissionsinstitutet, vare sig detta är aktieägare eller i sin tur har utbetalt ersättning till aktieägare. Detta förhållande medför att ersättningsklausulerna skulle vara ogiltiga.

Bolaget ställer ut garantier mot emissionsinstitutet i syfte att hålla emissionsinstitutet skadeslöst. Bolaget förbinder sig sålunda i en ersättningsklausul att ersätta emissionsinstitutet för de kostnader som kan uppkomma i anledning av mot emissionsinstitutet framförda anspråk i anledning av emissionen. Blir emissionsinstitutet ålagt skyldighet att utbetala ersättning till skadelidade aktietecknare så skall beloppet kontraktsenligt ersättas av bolaget.

Vid emission av aktier kan emissionsinstitutet teckna aktierna i egenskap av *underwriter*. Har emissionsinstitutet tecknat aktierna är emissionsinstitutet att betrakta som aktietecknare. Garantin skulle sålunda vara ogiltig.

Vid *blockutförsäljning* utbjuds aktier till försäljning av en huvudaktieägare i ett bolag. Emissionsinstitutet förvärvar vid blockutförsäljning i normalfallet inte aktierna, utan det är aktieägaren som är säljare av aktierna. Något avtal om förvärv av aktier mellan emissionsinstitutet och bolaget föreligger sålunda ej, utan det avtal som föreligger mellan emissionsinstitutet och bolaget rör den säljande

[816] Danielsson, E, Aktiekapitalet, s 243.

aktieägarens egendom. Bolaget förbinder sig i avtalet dock att ersätta skadelidande aktieförvärvare på den grund att bolagets företrädare handlat på ett sätt som lett till skada för någon av parterna i tranksaktionen. Det är fortfarande bolaget som ställer ut garantier mot emissionsinstitutet i syfte att hålla emissionsinstitutet skadeslöst, och den säljande aktieägaren kan endast i undantagsfall åläggas ersättningsskyldighet.[817] Blir emissionsinstitutet ålagt skyldighet att utbetala ersättning till aktieägarna skall beloppet kontraktsenligt ersättas av bolaget. Det blir sålunda indirekt bolaget som ersätter aktieägarna.

Även i de fall emissionsinstitutet har åtagit sig ansvaret för *placering* av de emitterade aktierna blir det indirekt bolaget som ersätter aktieägarna, varför garantierna därför torde vara ogiltiga.

När betalning av aktier sker genom apport av aktier i annat bolag ställer det aktiesäljande bolaget ut garantier gentemot aktietecknare om att de uppgifter som lämnats avseende bolaget är riktiga. Relationen är densamma som i emissionsfallet, och garantin skulle fölaktligen inte heller i detta fall vara giltig.

Garantier kan även uppställas gentemot annan än emissionsinstitutet vilket kan ha betydelse för bolagets möjlighet att uppfylla garantiåtagandet, eftersom det endast är gentemot skadelidande aktieägare som bolaget ej kan åläggas ersättningsskyldighet.

12.4.10.1 Inställningen i amerikansk rätt

Trots att i USA något motsvarande förbud att ålägga bolag ersättningsskyldighet gentemot sina aktieägare inte finns,[818] pekar rättsutvecklingen mot att de förbindelser om att hålla vissa aktörer skadeslösa som avtalsparter ingår i samband med försäljning av aktier skall vara ogiltiga. I rättspraxis har visserligen domstolarna varit tveksamma till hur man skall förhålla sig i frågan. I *Globus v Law Research Service Inc*.[819] sökte ett emissionsinstitut kontraktsenligt ersättning från emittentbolaget för den ersättningsskyldighet som ålagts emissionsinstitutet med stöd av SA Section 17a, dvs skadestånd vid uppsåtligt vilseledande, för bristfällig uppgift i prospekthandling. Domstolen fann att emissionsinstitutet varit i ond tro, eftersom företrädare för emissionsinstitutet vid offentliggörande av prospektet haft kännedom om den bristfälliga uppgiften. Rätten anförde att det därför skulle strida mot allmänna rättsprinciper att ge

[817] Se avsnitt x.

[818] Se avsnitt x

[819] Globus v Law Research Service, Inc., 418 F.2d 1276 (2d Cir. N.Y. 1969), Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 92,474.

emissionsinstitutet rätt till ersättning. Man betonade dock att så var ”… only the case where the underwriter has committed a sin graver than ordinary negligence.”[820]

Oaktat detta påpekande har osäkerheten rörande giltigheten av garantier och ersättningsklausuler varit stor. Efter rättsfallet *Globus* är det vanligt att rådgivande advokater i prospektet uttrycker sin osäkerhet rörande giltigheten av dessa garantier och ersättningsklausuler.

SEC har intagit hållningen att det skulle strida mot allmänna rättsprinciper att en emittent förbinder sig att utbetala ersättning till ett ansvarssubjekt som medverkat vid försäljningen av aktier, vare sig ansvarssubjektet är organledamot, huvudaktieägare eller underwriter.[821] I synnerhet motsätter SEC sig ersättning från emittentbolag till emissionsinstitut som förfarit oaktsamt. SEC påpekar att även om det är emittenten som betalar ersättning till emissionsinstitutet, så sker betalningen ur aktieägarnas förmögenhetsmassa, samt att det är dessa aktieägare emisionsinstitutet genom sitt förfarande åsamkat skada.

I ett rättsfall från 1995, *Eichenholtz v Brennan*,[822] slog domstolen så fast att de allmänna rättsprinciper som ligger bakom Securities Acts hindrar möjligheten för emissionsinstitut att få ersättning från emittenten då ansvar utdömts med stöd av Section 11 och 12(a)2.[823] Domstolens inställning var att denna möjlighet för emissionsinstitut att försäkra sig om att det skall hållas skadelöst skulle ”eliminate the underwriter´s incentive to fulfill its investigative obligation,” och ”the statute would fail to serve the prophylactic purpose that…underwriters make some reasonable attempt to verify the data submitted to them.”[824] Man uttalar även att ”(d)enying claims for indemnification would encourage underwriters to exhibit the degree of reasonable care required by the 1933 and 1934 Acts.”[825]

12.4.10.2 Sammanfattande slutsatser

I enlighet med resonemanget i avsnitt x torde enligt gällande rätt ett emittentbolag ej kunna åläggas ersättningsskyldighet gentemot ett emissionsinstitut på den grund att emissionsinstitutet utbetalat

---

[820] Id s 1288.

[821] Commission Federal Report § 230.460.

[822] Eichenholtz v Brennan, 52 F.3d 478 (3rd Cir. N.J. 1995), Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 98,658.

[823] ”…the policy underlying the securities acts…”, id. s 4 82.

[824] Id s 483.

[825] Ibid.

ersättning till aktieägare. Ersättningsklausulerna torde vara ogiltiga även i de fall emissionsinstitutet inte förvärvat aktierna, eftersom det är bolaget som drabbas av ersättningsskyldigheten gentemot aktieägare.

I enlighet med den rättspolitiska diskussion som förts i avsnitt x skulle emellertid garantierna kunna vara giltiga så länge inte de mot aktiekapitalet svarande tillgångarna undergrävs.

12.5 Bolagets administrativa ansvar

12.5.1 Finansinspektionens övervakning

Utöver straff- och skadeståndsrättsliga påföljder finns de sanktioner som närmast brukar karakteriseras som administrativa. De värdepappersmarknadsrättsliga lagarna rörande prospekt är som ovan nämnts inte sanktionerade med skadestånd eller straff, utan i stället har Finansinspektionen givits funktionen av tillsynsmyndighet. Vid överträdelse kan Finansinspektionen således förelägga den ansvarige att vidta rättelse, och detta föreläggande kan förenas med vite. Finansinspektionen kan även välja att meddela erinran eller varning.

Vid överträdelse av LHF, LBC eller Finansinspektionens föreskrifter kan Finansinspektionen sålunda tillgripa vitessanktionen. Upprättas exempelvis inte prospekt i enlighet med reglerna kan Finansinspektionen vid vite förelägga den ansvarige att vidta rättelse. Det är emellertid inte Finansinspektionen som meddelar vite, utan Finansinspektionen har att ansöka hos länsrätten i Stockholm att meddela vite.

12.5.2 Börsens regler

Handläggningen av påföljdsfrågor regleras i noteringsavtalet. I och med inrättandet av en disciplinkommitté har ett domstolsliknande förfarande skapats. Disciplinkommittén består av fem ledamöter vilka utses av börsens styrelse. Kommitténs ordförande skall vara lagfaren och erfaren "i domarvärv". Börsens juridiska avdelning granskar att de prospekt som inges i samband med ansökan om registrering eller i förekommande fall notering innehållsmässigt överensstämmer med kraven för inregistrering samt regelverket i övrigt.

Inom enheten Börshandel har med stöd av FFFS 1998:17 skapats en särskild grupp för marknadsövervakning, vilken kontinuerligt bevakar börshandeln samt bolagens informationslämning. Börser eller auktoriserade marknadsplatser skall enligt 1 § i föreskrifterna organisera eller låta organisera sin marknadsövervakning på sådant

sätt att misstänkta fall av insiderhandel eller otillbörlig kurspåverkan eller handel som på annat sätt strider mot god sed på värdepappersmarknaden kan upptäckas och utredas. Marknadsövervakningen skall också vara organiserad så att den kan på ett tillfredsställande sätt övervaka att emittenter och medlemmar följer de regler som gäller vid börsen eller den auktoriserade marknadsplatsen. I 2 § anges att marknadsövervakningen skall förfoga över tillräckliga personella resurser med erforderlig kompetens för att kunna upprätthålla en effektiv övervakning i enlighet med vad som sägs i 1 §. För att uppfylla kraven i första stycket skall marknadsövervakningen ha kapacitet att

1. kontinuerligt följa handeln och kursutvecklingen,

2. granska uppgifter i massmedia och informationssystem i syfte att göra bedömningar av den faktiska kursutvecklingen,

3. inhämta information från medlemmar, emittenter och slutkunder i syfte att finna förklaringar till utredningsvärda händelser,

4. inhämta information från andra svenska och utländska börser eller auktoriserade marknadsplatser, såväl avista som derivat, i syfte att få en förklaring till utredningsvärda händelser i handeln.

Det ankommer enligt 3 § på börsen eller den auktoriserade marknadsplatsen att för respektive marknad eller finansiellt instrument definiera och i det tekniska systemet införa lämpliga gränsvärden för vad som är att anse som onormala eller avvikande händelser. I 5 § anges att vid misstanke om insiderhandel eller otillbörlig kurspåverkan eller annat som anges i 1 § och som omfattas av Finansinspektionens tillsyn skall företagen utredning skyndsamt överlämnas till Finansinspektionen.

Informationsbevakningen innebär granskning och analys av bolagens informationsgivning i samband med bokslut, andra resultatrapporter och väsentliga händelser. Vid mer långsiktig brist på information kan beslut fattas om att det aktuella bolaget tillfälligt överförs till en "observationslista" i avvaktan på att samtliga krav uppfylls från bolagets sida. Notering på observationslistan är inte en sanktionsform, utan en praktisk åtgärd inom ramen för börsens löpande verksamhet.

Börsens disciplinnämnd handlägger de sanktionsfrågor som kan aktualiseras, och kan besluta om påföljd för aktiemarknadsbolag dels vid överträdelse av inregistreringskontraktet, dels vid brott mot lag eller annan författning. De sanktionsmöjligheter som står till buds är erinran, vite samt avregistrering/avnotering. Avnotering kan ske med stöd av lagen om börs- och clearingverksamhet eller med stöd av noteringsavtalet. I noteringsavtalet stadgas att börsen kan besluta om

avnotering av bolag om bolaget åsidosätter lag, annan författning, noteringsavtalet eller annan börsregel. Överträdelsen skall vara av allvarlig natur för att beslut om avnotering skall fattas. Även enligt 5 kap 4 § LBC skall avregistrering ske om utgivaren av fondpappren allvarligt åsidosatt sina förpliktelser enligt lag eller annan författning. Såsom åsidosättande av informationsplikten anges att bolaget gör sig skyldigt till grova eller upprepade överträdelser av informationsplikten. Avregistrering kan ske enligt noteringsavtalet om bolaget allvarligt åsidosätter sina förpliktelser enligt avtalet och förfarande inte leder till avregistrering enligt börslagen. Avregistrering kan vidare ske i det fall bolaget i väsentligt avseende inte längre uppfyller gällande krav för inregistrering. För aktier inregistrerade på A-listan kan då en notering på O- eller OTC-listan bli aktuell, i de fall kraven för notering är uppfyllda. I det fall bolaget åsidosätter lag, annan författning eller noteringsavtalet kan börsen ålägga bolaget vite motsvarande högst tio årsavgifter. Vite utdöms regelmässigt, i flertalet fall för brott mot informationsplikten.

En mildring av straffet ges i det fall åsidosättande av avtalet är ringa eller ursäktligt. Börsen kan då i stället för att ålägga vite meddela enerinran eller välja att helt avstå från påföljd.

Enligt noteringsavtalet skall ifrågavarande bolag omedelbart informera börsen om alla åtgärder och förändringar av väsentlig art, och flertalet ärenden som behandlats av tidigare Börsstyrelsen, sedan 1993 Fondbörsens disciplinkommitté, har rört bristfällig information till börsen respektive aktiemarknaden vid olika åtgärder.[826] Disciplinstraff för bristfällig information i prospekt har endast meddelats i ett fåtal fall. I Börsstyrelsens avgörande 1987-06-04 § 1 angående bolaget Piren hade i ett emissionsprospekt redovisats innehållet i ett garantiavtal mellan bolagets huvudägare, VBB AB, och Pirens helägda bolag Pelagus AB, enligt vilket VBB förband sig att överta aktierna i Pelagus för 20 miljoner kronor senast visst datum. I en förbindelse till de båda fondkommissionärerna som biträdde Piren i emissionsärendet förklarade Piren att bolaget till fullo skulle efterleva de villkor som angavs i garantiavtalet och inte i något avseende efterge sin rätt enligt detsamma. En tid därefter uppgav Piren i ett pressmeddelande att aktierna i Pelagus AB övertagits av VBB för en krona.

Börsstyrelsen fann att bolagets agerande mot bakgrund av informationen om garantiavtalet i prospektet varit oacceptabelt. Börsstyrelsen fann att Piren hade brutit mot punkt 10 i då gällande inregistreringskontrakt och bestämde vitet till tre gånger årsavgiften.

[826] 1994:2, Wihlborg och son, 1996:1 SEB, 1996:2 IRO AB,

Disciplinnämndens under avsnitt x nämnda avgörande 1996:3 rörde felaktig icke-obligatorisk information i prospekt. Getinge invände att man inte varit skyldig att lämna ifrågavarande uppgift, men Disciplinnämnden menade att enligt NBK:s rekommendation alla de uppgifter som behövs för en allsidig bedömning av erbjudandet skall lämnas i prospektet, och uttalade att "…om ett börsbolag lämnar information som det bedömer vara av betydelse för aktiemarknaden, bolaget därigenom har underkastat sig samma krav på informationens kvalitet som upprätthålls i praxis för det fall att skyldighet att lämna information föreligger, nämligen att informationen skall vara korrekt, relevant och tillförlitlig." Vitet utdömdes till en årsavgift.

13 Ansvar för bolagsorgan samt företrädare för bolaget

13.1 Styrelsens ansvar

13.1.1 Inledning

Ett av aktieägares viktigare rättsskydd i aktiebolagslagen är möjligheten att enligt 15 kap 1 § erhålla skadestånd av styrelseledamot och verkställande direktör.[827] Har styrelseledamot agerat i strid med i ABL angivna regler står det klart att denne med stöd av 15 kap 1 § st 2 ABL kan åläggas skadeståndsskyldighet gentemot den skadelidande aktietecknaren.[828] Som ovan konstaterats ges dock regler rörande prospekt utöver i ABL även i LHF, LBC samt i Finansinspektionens föreskrifter.[829] Att ålägga styrelseledamöterna ansvar med stöd av ABL för överträdelse av annan regel än de ABL hänvisar till torde inte vara en möjlig lösning av ansvarsfrågan. Har överträdelse av regelverket skett utom ramen för ABL:s prospektregler skall skadeståndsansvaret således inte bedömas enligt ABL, utan allmänna skadeståndsrättsliga principer blir i stället avgörande för ansvaret.

Reglerna rörande ansvar för bolaget står som framgått ovan i en särställning beroende på de aktiebolagsrättsliga regelsystemets krav på skydd för bolaget och dess borgenärer. Ansvar för organledamoter kan dock ses i ett helt annat ljus, eftersom de inte påverkar bolagsförmögenheten.[830] Att göra bedömningen att ett rent

[827] Dotevall, R, Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör, s 486, Taxell, L E, Aktieägarens rättsskydd, s 14 ff.

[828] Dotevall, R, Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör, s 554.

[829] Se avsnitt x

[830] Utom i de fall bolaget åläggs principalansvar eller regressivt ansvar gentemot

inomobligatoriskt förhållande föreligger mellan aktietecknare och styrelseledamöter ter sig alltför långsökt. Ansvaret torde sålunda komma att bedömas enligt de skadeståndsrättsliga principerna om ersättning för ren förmögenhetsskada i utomobligatoriska förhållanden. Vid en jämförelse av förhållandet mellan skadeståndslagens och aktiebolagslagens regler konstaterades ovan att organledamot åläggs ett mer omfattande skadeståndsansvar mot aktietecknare och aktieköpare enligt aktiebolagslagens regler än vad som följer av allmänna skadeståndsrättsliga regler om ansvar för ren förmögenhetsskada i utomobligatoriska förhållanden. Organledamotens ansvar enligt aktiebolagslagen begränsas inte alls av spärregeln i 2 kap 4 § skadeståndslagen. Ansvar för överträdelse av regel som inte ingår i det regelverk ABL omfattar är således inte lika självklar som det ansvar en överträdelse av ABL:s regelverk skulle komma att vara. Har styrelsen förfarit brottsligt vid överträdelse av prospektbestämmelserna i LBC, LHF eller FFFS[831] står det klart att styrelseledamot med stöd av 2 kap 4 § SkL kan åläggas ansvar för den skada han vållat aktietecknare. Men på grund av regeln i 2 kap 4 § SkL måste ansvar åläggas styrelseledamot med stöd av en utvidgning av culpaansvaret.

I enlighet med redogörelsen under avsnitt x finns det olika sätt att argumentera när en utvidgning av culpaansvaret på ett visst område eftersträvas. Styrelseledamotens ansvar skulle sålunda kunna grundas på konstruktionen culpa in contrahendo, eller på att relationen mellan styrelseledamöterna och aktietecknare betecknas som kvasikontraktuellt. Det största stödet för att kunna ålägga styrelsedamot ansvar torde dock vara den subjektiva grunden, dvs den individuella culpan. Kan ett utvidgat culpaansvar tillämpas skulle organledamot kunna komma att åläggas ansvar i det fall tillämpliga rekvisit är uppfyllda.

Även en tillämpning av normskyddsresonemanget skulle kunna leda till att styrelseledamöterna åläggs ansvar. En tillämpning av normskyddsläran torde leda till att prospektreglerna anses ha givits i avsikt att bereda ett direkt skydd åt investerare.[832]

13.1.1.1 Ansvarsfördelningen inom styrelsen

13.1.1.1.1 Inledning

Genom Kreugerfallen och en serie avgöranden i samma riktning utvecklades ett regelsystem rörande den straffrättsliga

skadelidande, se avsnitt x

[831] Såsom exempelvis vid svindleri.

[832] Se SOU 1997:22 s 229.

ansvarsfördelningen i ledningen för aktiebolag och andra juridiska personer, vilken även ger vägledning vid bedömning av organledamöters civilrättsliga ansvar.[833] Av denna äldre praxis framgår även att styrelsen ansvarar för att organisationen av förvaltningen är ordnad på ett så pass tillfredsställande sätt att skada inte tillfogas annan. Denna ordning motsvaras av den reglering av ansvaret som numera återfinns i ABL 8 kap.

Fallen har sitt upphov i den s k Kreugerkraschen. I NJA 1934 s 582 väcktes åtal mot styrelseledamot och VD i AB Kreuger & Toll för bl a bokföringsbrott. Av utredningen framgick att det var Ivar Kreuger som utövat den egentliga ledningen av bolaget. VD hade dock i ej obetydlig mån deltagit i bolagets angelägenheter. Med hänsyn härtill fann HD att VD eftersatt sin skyldighet att övervaka bokföringen, och ålade denne ansvar.

Även NJA 1936 s 78 gällde bokföringsbrott. I fallet fälldes två av fyra anklagade styrelseledamöter till ansvar för bristfällig bokföring, trots att de inte haft hand om den dagliga skötslen av bolagets ekonomi och bokföring. Ledamöterna hade enligt HD underlåtit att utöva av omständigheterna påkallad övevakning och kontroll. HD uttalade att ”då/ de berörda styrelseledamöterna/ icke omhänderhaft den omedelbaera ledningen av Kreuger & Tolls angelägenheter hava de väl… varit fritagna från åläggandet att i första hand tillse, att bokföringsskyldigheten fullgjordes. Ansvar för den felaktiga bokföringen kan emellertid drabba dem, om och i den mån de, genom underlåtenhet att utöva av omständigheterna påkallad övervakning och kontroll i detta hänseende, ådagalagt uppenbar vårdslöshet.” De två styrelseledamöter som fälldes till ansvar ansågs ha befattningar som omfattade större tillsynsplikt än de två ledamöter som friades av domstolen. Den ene hade i praktiken fungerat som styrelsens ordförande. Han hade vidare erfarenhet från tidigare verksamhet av betydelse för hans ställning som styrelseledamot, och bedömdes ha insikter i och erfarenheter av behandling av ekonomiska frågor. Den andre styrelseledamoten som ålades ansvar var verkställande direktör i Kreuger & Tolls främsta svenska bankförbindelse, och hade särskilda kunskaper och erfarenheter rörande internationella ekonomiska frågor. Han bedömdes därför ha haft kunskap nog för att kräva nödvändig information av bolagets företrädare.

[833] Bl a NJA 1924 s 298, NJA 1934 s 582 och NJA 1936 s 78.

13.1.1.1.2 Ansvarsfördelning enligt 8 kap ABL

13.1.1.1.2.1 Inledning

Det legala organisationsmönstret för bolagsledningen bygger på två delvis mot varandra stående principer. Å ena sidan svarar styrelsen och verkställande direktören gemensamt för bolagets förvaltning. Detta gäller såväl den inre som den yttre förvaltningen. Å andra sidan förekommer en uppdelning av uppgifter med olika tyngdpunkt, där styrelsen har det överordnade ansvaret för hela verksamheten, och verkställande direktören har ansvaret för den löpande förvaltningen. Av 8 kap 3 § ABL framgår att styrelsen skall svara för att en tillfredsställande organisation av bolagets verksamhet samt förvaltningen av bolagets angelägenheter föreligger. Enligt förarbetena till 1975 års aktiebolagslag omfattar det senare driften av rörelsen, anställningar, bokföring, medelsförvaltning samt ingående av avtal och andra rättshandlingar med utomstående.[834] Ansvaret för den löpande förvaltningen har ålagts bolagets verkställande direktör, och en av styrelsens huvuduppgifter är att tillsätta en lämplig person som verkställande direktör, och i förekommande fall avsätta denne. Därutöver skall styrelsen utöva tillsyn över att verkställande direktören fullgör sina skyldigheter på ett tillfredsställande sätt. Som förutsättning för att styrelsen skall kunna fullgöra sin tillsynsplikt i denna del gäller att information måste tillställas styrelsen, och ansvaret för att styrelsen erhåller tillräcklig information åvilar styrelseledamöterna själva. Sker regelbunden rapportering från verkställande direktör, och organisationen i övrigt fungerar ändamålsenligt är styrelseledamöterna skyldiga att enbart i särskilda fall ägna verksamheten personlig tillsyn.[835] Exempel på situation då det torde föreligga skyldighet för styrelsen att mer aktivt ta del i bolagets verksamhet är när bolagets resultat försämras.[836]

Styrelsens förvaltningsuppgifter kan dels framgå av bolagsordningen och styrelseinstruktionen, dels fördelas mellan styrelseledamöterna internt.[837] Även en arbetsfördelning som vuxit fram inom styrelsen utan att formellt ha reglerats internt kan ligga till grund för ansvar.[838] Denna interna arbetsfördelning undanröjer dock inte den övervakningsskyldighet som åligger varje styrelseledamot. I förarbetena till 1944 års aktiebolagslag anges att ”ansvarighet inträder

[834] SOU 1971:15 s 220.

[835] Prop 1975:103 s 375.

[836] Dotevall, R, Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör, s 244.

[837] Se Svernlöv, Carl, Arbetsordning och andra instruktioner i aktiebolaget.

[838] NJA 1974 s 297.

endast för den styrelseledamot som genom åsidosättande av den vårdplikt som måste anses åvila honom vid åsidosättandet av sitt uppdrag, medverkat till skadan. En behörig arbetsfördelning kan hava till följd, att en styrelseledmot är fri från ansvarighet för skada som till följd av åtgärd av annan styrelseledamot, nämligen ifall han ej ens eftersatt honom åvilande tillsynsplikt."[839]

13.1.1.1.2.2 Det reformerade ansvaret

I de i 1999 års reformerade aktiebolagslag införda reglerna preciseras styrelsens och verkställande direktörens arbetsuppgifter. Liksom tidigare är styrelsens övergripande uppgift att svara för bolagets organisation och förvaltning av bolagets angelägenheter. Styrelsen har emellertid i lagens nya lydelse, för att skapa bättre klarhet om ansvarfördelningen i bolaget, i 8 kap 4-5 §§ ålagts att i instruktioner bestämma arbetsfördelningen styrelseledamöterna emellan, samt när och hur uppgifter rörande bolagets ekonomi skall lämnas styrelsen. Syftet med införandet av den tydligare ansvarsfördelningen mellan styrelsen och den verkställande direktören var bl a att ge bättre verkan åt skadeståndsbestämmelserna i ABL.[840] I förarbetena uttalas även att om omfattningen och beskaffenheten av bolagets verksamhet påkallar det, bör styrelsen utfärda instruktioner också för enskilda befattningshavare, t.ex. den vice verkställande direktören och de högre tjänstemännen i bolaget. Aktiebolagskommittén menar att avsikten är att styrelsen härigenom kan "mejsla fram en organisation där ingen kan tveka om arbetsfördelningen mellan styrelsen, styrelsens arbetsutskott, den verkställande direktören, direktionen, divisionsstyrelserna och de övriga organ som kan ingå i organisationen."[841] Styrelsen har vidare ålagts skyldighet att bygga upp ett fungerande rapporteringssystem, i avsikt att fortlöpande kunna bedöma bolagets ekonomiska situation. Att styrelsen skall se till att organisationen är ändamålsenlig och tillfredsställande organiserad innefattar ett ansvar för att organisationen inrymmer funktioner för betryggande kontroll av den ekonomiska förvaltningen.

I Danmark har diskuterats frågan om styrelsens ansvar för bolagets organisation i anslutning till i avsnitt x redovisade rättsfallet Nordisk Fjear. Domstolen frikände i rättsfallet de tilltalade från ansvar för bristande organisation enligt strafflagen § 54 st 1 på den grund att man menade att åklagaren inte bevisat organisationens "uforsvarlighed".

[839] SOU 1941:9 s 633.

[840] Prop 1997/98:99 s 188.

[841] Prop 1997/98:99 s 80.

Krüger Andersen påpekar att för att kunna klargöra vad kraven på en tillräcklig organisation förväntas vara ur ekonomiskt hänseende måste hänsyn tas till en rad områden såsom affärsmässiga, tekniska och sociologiska. Grunden i en straffrättslig prövning av vad som är en ”forsvarlig” organisation blir vilka element som skall inbegripas i begreppet organisation, och därefter en ”försvarlig” organisation.

Utgångspunkten i § 54 st 1 är enligt Werlauff att styrelsen skall organisera bolaget så att inga onödiga förluster uppstår, att ansvaret för bolagsinstruktionerna åvilar direktionen som härvidlag skall vara underställd styrelsens tillsyn och kontroll, och att styrelsen kan få stöd av den externa revisionen till att effektivisera denna kontroll. Ordet organisation kan dels avse bolagets struktur, dels organens sammansättning. Rättsregler ställer i så fall krav på ett antal organ med viss minimikompetens. Å andra sidan kan man betrakta kavet på organisation så att styrelsen skall se till inte endast att bolaget inte gör förlust, utan även att det åligger styrelsen en skyldighet till vinstmaximering.[842]

Brister i styrelsens ledning eller tillsyn av bolaget kan medföra att styrelseledamöterna kan bli ansvariga för åtgärder eller underlåtenheter av den verkställande direktören inom den löpande förvaltningen. Styrelsen ansvarar således för att den verkställande direktören vid behov ges direktiv av vederbörlig omfattning, och kan i annat fall bedömas ha förfarit vårdslöst. En viktig uppgift för styrelsen är att tillse att organisationen av bokföringen samt medelsförvaltningen innefattar en betryggande kontroll, vilket stadgas i 8 kap 3 § ABL. Detta ansvar ingår i den legala funktionsfördelningen mellan bolagsorganen. Dessutom ansvarar styrelsen för att den verkställande direktören fullgör sin skyldighet.[843] Styrelsen ställning som överordnat organ i förhållande till den verkställande direktören innebär att styrelsen kan välja att själv avgöra vilka ärenden som ingår i den löpande förvaltningen. Styrelsen kan dock inte ingripa i den verkställande direktörens rätt att sköta den löpande förvaltningen på ett så omfattande sätt att denne i realiteten inte längre kan anses ha ställning som verkställande direktör. Styrelsen kan även bemyndiga den verkställande direktören att vidta förvaltningsåtgärder som ligger utanför ramen för den löpande förvaltningen. Denna möjlighet får dock inte användas i sådan utsträckning att styrelsen inte längre fullgör sitt sin uppgift som överordnat ledningsorgan. Styrelsen kan följaktligen inte delegera uppgifter som enligt lag hör till styrelsens

[842] Krüger Andersen, P, Studier i dansk koncernret, s 212; Werlauff, E, Selskabsret, s 719.

[843] Prop 1975:103, s 375; Hemström, C, Om styrelseledamots plikt mot bolaget enligt svensk aktiebolagsrätt, JT 89-90, s 95.

ansvarsområde.[844] Enskild styrelseledamot kan sålunda inte undadraga sig ansvar genom att överlåta uppgift åt övriga styrelseledamöter, utan tillsynsplikten åvilar samtliga ledamöter av styrelsen. En fråga som aktualiseras härvid är vilket ansvar som åvilar ledamot som förhållit sig passiv och inte känt till att de uppgifter som offentliggjorts inte varit korrekta. Avgörande för ansvarets placering är därvid i första hand om en fördelning av arbetsuppgifterna skett mellan ledamöterna. I första hand anses den ledamot inom vars verksamhetsområde en lagöverträdelse skett sålunda ha varit oaktsam. I praxis har fastslagits att styrelseledamot i princip inte ansvarar för skada som är orsakad av förhållade han inte bort uppdaga.[845] Å andra sidan kan ledamot som ej haft viss bestämd funktion och som inte heller haft vetskap om eller aktivt bidragit till en lagöverträdelse trots detta anses ha förfarit oaktsamt. Grunden för detta är den allmänna plikten att leda och övervaka verksamheten och förvissa sig om att den är lagenlig som följer med ledamotskapet. Avgörande vid bedömningen av styrelseledamöternas individuella ansvar är emellertid den individuella culpan. Normann Aarum påpekar att med en delegering av uppgifter förljer en skärpning av ansvaret för den styrelseledamot som uppgiften delegerats till, eftersom han är mer informerad om förhållandena än övriga styrelseledamöter.[846] Vidare bör av samma skäl culpabedömningen göras enligt en snävare norm i det fall den ansvarige styrelseledamoten är anställd i bolaget.[847] Detta leder till att ansvaret för övriga styrelseledamöter, vilka ej ålagts specifik uppgift, inte skall bedömas lika strängt. Normann Aarum anför att avgörande för styrelseledamots individuella ansvar blir huruvida den aktuelle styrelseledamoten kan exculpera sig genom att ange en godtagbar grund för att han ej skall åläggas ansvar.[848] Normann Aarum konstaterar att bristande kompetens inte utgör godtagbar grund för att undgå ansvar, utan den som åtagit sig ett styrelseuppdrag vilket förutsätter att styrelseledamoter besittter vissa kvalifikationer inte kan undgå ansvar på grund av bristande kunskap.[849] Olika möjligheter att

[844] Prop 1997/98:99 s 79.

[845] NJA 1936 s 78, NJA 1913 s 96, NJA 1886 s 259.

[846] Normann Aarum, Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper, s 218. Jämför även rättsfallet UfR 1982.595 H, avsnitt x.

[847] Se skillnaden i ansvarsbedömningen för inside respektive outside director i amerikansk rätt avsnitt x .

[848] Id s 220 f.

[849] Undantag kan enligt Normann Aarum göras från denna princip för styrelseledamots ansvar gentemot bolaget i de fall styrelseledamoten valts av bolagsstämman trots att aktieägarna varit medvetna om den bristande kunskapen, men valt in denne specielle styrelseledamot på grund av andra kvalifikationer. Bolagsstämman kan i dessa fall anses medvållande med stöd av den skadeståndsrättsliga principen om accept av risk, id. s 224.

undgå ansvar eller erhålla lindring i ansvaret diskuteras i avsnitt x.

Hur inverkar adekvanskravet när flera bolagsorgan medverkat till att skadan uppkommit?[850] När flera ledamöter i bolagsledningen ansvarar för en skada gäller att orsakssambandet måste bestämmas individuellt. Varje ledamot skall endast ansvara för den del av skadan som han själv orsakat. Antag att styrelsen fattar ett rättsstridigt beslut, verkställande direktören verkställer detta, och revisorerna underlåter att framställa anmärkning. Bör de olika instansernas medverkan bedömas på samma sätt med avseende på adekvanskravet? Om en åtgärd eller underlåtelse av en instans är mer skadeframkallande än en de andras insats finns fortfarande ett orsakssamband mellan de övrigas agerande och skadan. Revisorernas försummelse kan innebära ett adekvat orsakande, även om denna är perifer i förhållande till styrelsens agerande. Och styrelsen är fortfarande ansvarig, även om skadan uppkommit först sedan verkställande direktören verkställt beslutet.

En verkställighetsåtgärd kan avvika från själva beslutet eller ges en sådan utformning att skadan blir större eller en annan än beslutet i och för sig betingar. I detta fall kan ansvar vara uteslutet till den del skadan blivit större eller annorlunda än man vid beslutets fattande kunnat inse eller bort förutse. Skadan är i detta fall inte en normal och förutsebar påföljd av beslutet. Här måste även hänsyn tas till skuldmomentet. Har verkställande direktören när han verkställt styrelsens beslut orsakat större skada genom att uppsåtligen avvika från beslutet ligger det nära till hands att befria styrelsen från ansvar i denna del. Har verkställande direktören däremot endast handlat vårdslöst är det inte lika naturligt att avskära orsakssambandet mellan styrelsens beslut och den större skadan.

Enligt lag (1976:351) om styrelserepresentation för de anställda i aktiebolag och ekonomiska föreningar har under vissa omständigheter arbetstagare rätt att utse representant till styrelsen i bolaget. Särskilda ansvarsregler finns ej rörande löntagarrepresentant, men i doktrinen förespråkas att culpabedömningen skall vara något mer generös i dessa fall. Bl a Krüger Andersen har dock framfört att löntagarrepresentant bör undantas från ansvar vid bedömning av styrelseledamöters oaktsamma handlande.[851]

Styrelsesuppleanters ansvar bestäms enligt 8 kap 2 § ABL utifrån samma grunder som för reguljär styrelseledamot, varvid ansvarsregeln

[850] Se därom Dufwa, B, Flera skadeståndsskyldiga.

[851] Krüger Andersen, P, Aktie- og anpartsselskabsret, s 268x. Se även det danska rättsfallet Nordisk Fjaer, avsnitt 7.9, där arbetstagarrepresentanterna ålades ett mildare straff än övriga styrelseledamöter.

i 15 kap 1 § ABL i princip blir tillämplig även vid fråga om suppleants ansvar. En förutsättning för ansvar är emellertid att suppleanten inträtt i ordinarie befattningshavares ställe.[852] Ansvar kan sålunda endast aktualiseras i det fall suppleanten deltagit i ett ansvarsgrundande styrelsebeslut.[853]

Styrelsen och styrelsens arbete har utomlands diskuterats livligt inom ramen för reformarbete med de aktiebolagrättsliga regelsystemen. Inte minst har styrelsens arbete kommit att stå i centrum för corporate governance-debatten. Bl a diskuteras i vilken utsträckning personer ur företagsledningen skall tillåtas ingå i styrelsen. I anglo-amerikanska bolag ingår ofta personer i bolagets ledning även i styrelsen, sk inside directors, till skillnad från outside directors, och i USA och England har man ansett sig föranledd att införa olika modeller för att begränsa antalet inside directors i bolagsstyrelserna.

Aktiebolagslagen innehåller inga regler rörande styrelsens sammansättning. Däremot ställer börsen vissa krav på styrelsens sammansättning i börsnoterade bolag. Sålunda anges i noteringsreglerna att för att säkerställa likabehandling av aktieägarna det i styrelsen bör finnas en till två ledamöter (exklusive löntagarrepresentanter) som är oberoende av huvudaktieägaren/-na. Med huvudaktieägare avses aktieägare som äger mer än tio procent av antalet aktier eller röster. Vidare anges att representanter för företagsledningen inte bör ingå i styrelsen med undantag för VD.[854]

13.1.1.1.2.3 Styrelseordförandens ansvar

På grund av den rådgivande och ledande uppgift styrelseordföranden har vilar ansvaret för styrelsearbetet tyngre på styrelseordföranden än på övriga ledamöter. Styrelseordförandes uppgift är enligt ABL att sammankalla styrelsen, att ange vilka ärenden som skall behandlas på styrelesammanträden, samt att leda styrelsens arbete. Det åligger vidare ordföranden enligt ABL 8 kap 14 § att tillse att interna instruktioner och dokument upprättas. I och med att ordförandens ansvar lagfästs torde det inte råda något tvivel om att ordföranden kan hållas ansvarig för försumlighet i fråga om organisationen av bolagets interna rutiner.[855] Taxell menar redan före de nya reglernas införande

[852] NJA 1985 s 439; SOU 1941:9 s 318 ff; prop 1975:103 s 369.

[853] En ingående redogörelse för när suppleant skall åläggas ansvar görs i Svernlöv, C, Aktiebolagets suppleanter - suppleantinstitutet i svensk aktiebolagsrätt. Se även Dotevall, R, Bolagsledningens skadeståndsansvar, s 41.

[854] OM Stockholmsbörsens listningskrav.

[855] Prop 1997/98:99 s 214.

1999 att ett större ansvar kunde ligga till grund för ett utvidgat skadeståndsansvar.[856] Stöd för detta ges av hovrättsfallet RH 1981:129, vilket rörde styrelseordförandens ansvar för att övriga styrelseledamöter har försetts med ett tillfredsställande beslutsunderlag. I det aktuella bolagets styrelse hade information rörande ett ärende om utseende av VD lämnats två dagar innan sammanträdet. Hovrätten konstaterade att detta var alltför sent med hänsyn till ärendets betydelse. Ordföranden hade dock muntligen informerat en av ledamöterna, vilket var praxis i bolagets styrelsearbete. Domstolen menade att ordföranden därför med fog kunnat räkna med att informationen meddelades övriga styrelseledamöter, varför han undgick ansvar.

13.1.2 Styrelsens ansvar för standardiserade ansvarsförklaringar

13.1.2.1 Inledning

En särskild fråga utgör den förklaring prospektansvarig i enlighet med FFFS 1995:21 3 kap 6 § och 17 kap 6 § skall lämna i börs- respektive emissionsprospekt. Denna s k prospektförklaring innebär att de fysiska eller juridiska personer som är ansvariga för hela eller delar av prospektet däri skall avge en försäkran med innebörd att, så vitt de känner till, uppgifterna i hela eller den del av prospektet för vilken de är ansvariga överensstämmer med de faktiska förhållandena och att ingenting av väsentlig betydelse är utelämnat som skulle kunna påverka den bild av bolaget som skapats av prospektet.

I anslutning till denna förklaring aktualiseras frågan i vilken mån en sådan allmän ansvarsförklaring påverkar förklaringslämnarens ansvar för prospektinnehållet, dvs huruvida styrelseledamöter kan hållas ansvariga på objektiva grunder för innehållet i dessa särskilda ansvarsförklaringar de lämnat i prospektet. Är så fallet skulle oaktsamhetsrekvisitet falla bort, och förklaringarna skulle kunna tolkas som garantier, vilket gör den juridiska bedömningen mer komplex. [857] Den juridiska bedömningen kompliceras av det garantiansvar förklaringarna i sig själva uttrycker. Försäkran kan tolkas som en fullständighetsförklaring, där bolagets styrelse i detalj påtar sig ansvaret för hela eller delar av prospektinnehållet, och även garanterar att all information av vikt lämnats till aktuellt emissionsinstitut eller den som ansvarat för informationsinsamlingen.

---

[856] Taxell, L E, Ansvar och ansvarsfördelning, s 88.

[857] Detsamma skulle kunna göras gällande för emissionsinstitut och övriga rådgivare som lämnat prospektförklaring se infrax

Styrelsen garanterar sålunda i prospektet riktigheten av uppgifterna i prospektet, samt att de är fullständiga. En sådan garanti konstituerar i vanliga fall ett avtalsförhållande, varvid allmänna avtals- och garantiregler blir tillämpliga.[858] Frågan är om detta ansvar kan åläggas part strikt, dvs utan att culpa är för handen, eller om uppgiftslämnare skall kunna åläggas objektivt ansvar endast vid uppsåtligt vilseledande, dvs i de fall prospektet innehåller upplysningar som står i strid med vad han faktiskt haft kunskap om.

13.1.2.2 En jämförelse med förvärv av bolag

Först och främst måste man ta ställning till om det över huvud taget finns underlag för att ålägga part garantiansvar, för det andra måste man ta ställning till innehållet i ett dylikt ansvar. En jämförelse kan göras med köp av aktiebolag. Vid bolagsförvärv preciseras vanligen säljarens garantier i ett antal att-satser, vari säljaren garanterar att bolaget besitter respektive saknar vissa egenskaper. Förekomsten av olika garantier är i förvärvsfallet en förhandlingsfråga, men vissa garantier ingår normalt sett i överlåtelseavtalen. Till dessa hör exempelvis ägarens äganderätt till aktierna, att senaste balans- och resultaträkning är upprättad i enlighet med ABL:s och bokföringslagens regler, att bolaget inte är invecklat i någon form av tvist, etc. Dessa garantier torde gå att jämföra med de uppgifter ansvarigt subjekt lämnat i ett prospekt. Konsekvenserna av att förvärvsobjektet saknar eller i förekommande fall besitter viss egenskap kan medföra att sanktioner utlöses, i enlighet med avtalet eller i enlighet med 42 § köplagen. Garantin kan neutraliseras av att säljaren anmanar köparen att undersöka omständighet, trots att den är garanterad, eller i fall där köparen vid köpet faktiskt känt till brister avseende förhållande som säljaren garanterat.[859]

13.1.2.3 Inställningen i norsk doktrin

I såväl dansk som norsk rätt skall ansvarsförklaringar lämnas såväl av styrelsen som av emissionsinstitutet,[860] och i den norska doktrinen har diskuterats huruvida förklaringen uppfyller kraven på strikt ansvar i enlighet med allmänna avtalsrättsliga ersättningsregler, såväl vad beträffar att samtliga relevanta uppgifter är medtagna i prospektet som att prospektet ger en adekvat bild av verkliga förhållanden. Inställningen till det objektiva ansvaret för garantiutfästelser är i

[858] Hagström , V, Selgerens ansvar, s 776 f.

[859] Johansson, A, Undersökningsplikt vid aktiebolagsförvärv, s 96.

[860] I Norge enligt vphl § 5-20 och börsföreskriften § 14-2, i Danmark enligt Köpenhavns fondsbörs regler för utstedtere av börsnoterede vaerdipapir § 49, se avsnitt x.

doktrin inte homogen, utan olika inställningar har redovisats.[861] Bergo diskuterar frågan mot bakgrund av inställningen till ansvaret för garantiutfästelser i teckningsinbjudan, där en central fråga varit om ansvar för garantiutfästelser kan åläggas part strikt, dvs utan att culpa är för handen.[862] Augdahl menar att ansvaret i subjektivt hänseende som regel är beroende av vårdslöshet eller oaktsamhet om inte stiftare åtagit sig ett ytterligare garantimässigt ansvar, men att en sådan garanti inte kan presumeras. Bergo framhåller att avsikten med ansvarsförklaringarna inte var att ändra de civilrättsliga ansvarsreglerna, och menar att trots förklaringen gäller endast ett oaksamhetsansvar. Han anför att lokutionen ”såvitt vi vet” måste tolkas så att förklaringen gäller för förklaringslämnarna kända förhållanden. Vid ansvarsbedömningen skall hänsyn således tas till styrelsens kännedom om faktiska och rättsliga förhållanden och presentationen av dessa i prospektet. Avgörande blir återigen aktsamhetsvärderingen, dvs huruvida ledamöterna vidtagit tillräckliga åtgärder för att försäkra sig om att all relevant information var medtagen, eller om de härvidlag förfarit oaktsamt. Används reservationen ”såvitt vi känner till” skulle enligt Bergo ansvar kunna utkrävas endast vid oaktsamhet.

Utan denna reservation är med denna inställning situationen mer osäker. Ordagrannt har man ju garanterat att prospektinnehållet är fullständigt och riktigt. Beträffande urvalet av information bör styrelsen enligt Bergo ansvara på objektiva grunder i det fall de avgivit en standardformulering av prospektförklaringen, dvs utan den fritagande lokutionen "såvitt vi känner till." Visar det sig vid senare tvist att uppgifter som varit väsentliga för bedömningen av bolaget bör styrelseledamöterna inte ha så stora möjligheter att exculpera sig genom argumentet att de inte ansett uppgiften vara viktig nog att ta med i prospektet.

I praxis har frågan varit uppe till diskussion i ett par rättsfall under senare tid, och domstolarna har hittills inte tillerkänt utfästelser av dylikt slag objektivt ansvar.[863]

[861] För är bl a Krüger, K, Norsk kontraktsrett, s 268, mot är bl a Werlauff, E, Börsret, s 564 och Augdahl,P, Aksjeselskapet etter norsk rett, s 83 ff.

[862] Bergo, K, Börs- og verdipapirrett, s 406 ff.

[863] I ND 1994 s 350 KS Norman Merchant, ND 1994 s 440 KS Alexita/KS Mega Brook, den danska Hafniadomen s 17.x

13.1.3 Styrelsens ansvar för experts/konsults uppgifter

Beräkningar och kalkyler som medtagits i prospektet baseras i stor utsträckning på externa uppgiftslämnares värderingar, och i vissa fall hänvisas i prospektet till material som är tryckt eller publicerat i annan form. Är underliggande värden felaktiga eller bristfälliga kommer även de uppgifter i prospektet som bygger på dessa att vara bristfälliga.

Vid uppdrag för bolagets räkning uppstår mellan parterna inomobligatoriskt ansvar, och ansvarsreglerna för uppdragstagare i 18 kap 3 § HB och 25 § AvtL blir tillämpliga. Experten ansvarar sålunda gentemot emittentbolaget respektive emissionsinstitutet för den skada han åsamkat respektive uppdragsgivare. Mellan experten och skadelidande aktietecknare föreligger dock inget kontraktsförhållande. Har styrelsen anlitat expertis inom ett område där de själva inte besitter den nödvändiga kompetensen måste de som huvudregel kunna lita på expertens utlåtande.[864] Är valet av expert rimligt, och har styrelsen inte anledning att tvivla på expertutlåtandet, kan ledamöterna i utgångsläget inte bedömas ha varit culpösa, och således inte kunna åläggas ansvar.[865]

13.1.4 Styrelsens ansvar för värdet på apportegendom

En speciall situation uppkommer då betalning för aktie skall ske med apportegendom, i fråga om börsbolag i typfallet med aktie i ett annat bolag. Via en riktad nyemission blir säljaren aktieägare i det köpande bolaget, och säljaren presterar genom att apportegendom tillförs det köpande bolaget. Är fråga om ett uppköpserbjudande blir förhållandet det omvända. En värdering skall göras av det betalande bolaget i vars aktier köpeskillingen skall erläggas. En redogörelse för apportegendomen skall enligt 2 kap 2 § ABL framläggas på bolagsstämman tillsammans med förslaget till nyemission, och vidare skall ett värderingsintyg från revisor lämnas. I 2 kap 2 § st 2 finns en bestämmelse om tillskottsplikt för aktietecknare som lämnat övervärderad egendom. Denna regel är avsedd att säkra att det tecknade aktiekapitalet verkligen tillförs bolaget till ett för bolaget relevant värde. Värderas den apporterade egendomen för högt urholkas ju nämligen aktiekapitalet. Aktiebolagslagen innehåller inga

[864] I den engelska Companies Act 1985, sec 67 regleras styrelsens ansvar för oriktiga upplysningar i prospekt. I de följande sec 68 och 69 ges en rad grunder för ansvarsfrihet. Bl a blir styrelsen fri från ansvar i fall då bristfällig uppgift i prospektet är grundad på uppgift från expert, och styrelsen inte haft anledning att tvivla på expertens kompetens inom området ifråga, sec 68 (2) (b). Se s .

[865] Detta är i Norge fastslaget i rättsfallet Rt 1932 s 857. Ansvaret för konsult diskuteras i avsnitt x.

särregler om ansvar för apportör. Av 2 kap 9 § st 2 p 3 ABL framgår att egendomen ifråga skall ”tillföras” bolaget, och i 2 kap 2 § st 2 åläggs apportören en tillskottsplikt med innebörden att i det fall apportegendom undervärderats det felande beloppet ”ändå skall betalas”.

Ägaren av apportegendomen ansvarar gentemot bolaget enligt allmänna avtalsrättsliga regler. Vidare skall aktieägare som skadar bolaget eller annan aktieägare ersätta skadan enligt 15 kap 3 § ABL. Det är sålunda apportören som bär risken för att egendomen är riktigt värderad, och som vid felaktig värdering blir skyldig att ersätta mellanskillnaden enligt 2 kap 2 § st 2 ABL.[866] Apportören kan vidare bli skyldig att ersätta eventuell uppkommen skada i anledning av eventuella fel med vilka de apporterade aktierna varit behäftade med stöd av köplagens regler.[867] Vid utebliven betalning är det dock styrelseledamöterna som blir ersättningsskyldiga i enlighet med reglerna i 15 kap ABL, dvs i det fall de varit oaktsamma vid genomförande av apporten. Emellertid torde det endast vara bolaget som kan kräva ersättning. Har styrelseledamöterna, exempelvis genom oaktsamhet, inte uppmärksammat oegentligheter från apportörens eller revisorns sida kan de åläggas ansvar gentemot bolaget för den skada som åsamkats bolaget. Att utvidga apportörens ansvar till att omfatta även aktietecknares indirekta skada torde inte vara möjligt.[868] Har skada däremot uppstått hos aktieägare genom att värdet på aktierna sjunkit, exempelvis på grund av att information om den felaktigt, i typfallet övervärderade, apporten offentliggjorts, kan ersättningsanspråk riktas mot culpös styrelseledamot med stöd av 15 kap 1 §.

Revisor skall som ovan nämnts avge intyg om värdet på apportegendomen. Revisors utfästelse att värderingen är korrekt torde inte utan vidare ge den prospektansvarige ansvarsfrihet, utan i det fall aktierna åsatts ett för högt värde uppstår frågan om hur noggrant styrelsen skulle ha undersökt revisorns uppgift. Generellt anses i enlighet med resonemanget under avsnitt x den som engagerat en expert, och inte haft anledning att tvivla på expertens uppgifter, inte behöva bära ansvaret i det fall experten förfarit felaktigt eller oaktsamt.[869] Uppdragsgivare skall således kunna förlita sig på expertens uppgifter.

---

[866] Se t ex NJA 1934 s 55. I norsk rätt finns i aasl § 2-12 st 1 en regel som stadgar att innehavaren av apportegendomen i förekommande fall ansvara för mellanskillnaden mellan apportegendomens verkliga värde och åsatt värde.

[867] Hultmark, C, Kontraktsbrott vid köp av aktie, s 253 ff.

[868] Se avsnitt x.

[869] Se avsnitt x

Apportavtal är en form av köpavtal eller bytesavtal varvid köplagen är gällande. Är köplagens regler tillämpliga vid apportavtal som omfattar teckning av aktie måste köplagens regler om säljarens felansvar och ABL:s regler om apport tillämpas parallellt, vilket får vissa speciella konsekvenser i fråga om möjligheterna för det köpande bolaget att göra gällande påföljder på grund av fel i köpet.[870] Skulle köplagens regler vara tillämpliga kommer en hävning av apportavtalet att innebära att prestationerna återgår. Emissionen faller därmed, och ingen höjning av aktiekapitalet är aktuell. Vidare skulle en diskussion om prisavdrag, och i förekommande fall omleverans, eventuellt kunna föras.[871] Är köplagen tillämplig kan även skadestånd utkrävas enligt köplagens regler för skadestånd som påföljd vid fel. Enligt Hultmark innebär detta att säljare som haft kontrollerande inflytande i det bolag vars aktier skall utgöra apportegendom bär anvaret för skadelidande investorers direkta förlust.[872]

Styrelsens eventuella ansvar bedöms genom en avvägning av huruvida styrelsen förfarit culpöst vid värdering av apportegendomen eller ej. Värderingen kan ske utifrån en rad olika metoder, och i typfallet överlåter styrelsen uppgiften till en eller flera fristående värderingsexperter.[873] I enlighet med resongmanget i avsnitt x torde styrelsen inte kunna åläggas ansvar i det fall värderingskonsulten förfarit oaktsamt.[874]

13.1.5 Betydelsen av beviljad ansvarsfrihet

Talan om skadestånd till bolaget får väckas om majoriteten eller en minoritet av aktieägare vid bolagsstämma har biträtt ett förslag om att väcka en skadeståndstalan, eller, när det gäller en styrelseledamot eller den verkställande direktören, har röstat mot ett förslag om ansvarsfrihet. Frågan om beviljande av ansvarsfrihet är ett obligatoriskt ärende på den ordinarie bolagsstämman. Ansvarsfrihetsbeslutet innebär inte att stämman konstaterar att inga mot bolaget ansvarsgrundande handlingar förekommit, utan endast att bolagsstämman funnit att några ansvarsåtgärder inte skall vidtas mot styrelsens ledamöter eller verkställande direktören med anledning av de uppgifter som framkommit vid stämman.[875] För styrelseledamöterna

[870] Hultmark, C, Kontraktsbrott vid köp av aktie, s 251 ff.

[871] För denna diskussion hänvisas till Hultmark, id, på sid 252.

[872] Ibid.

[873] Se avsnitt x.

[874] Se även Rt 1928 s 736 vilket omtalas i avsnitt x. Styrelsen hade här använt börskursen vid värdering av det apporterande bolagets aktier, varefter kursen föll kraftigt. Højesterett menade dock att styrelseledamöterna ej kunde förväntas ha anat att kursen skulle falla.

[875] Johansson, S, Bolagsstämma, s 322.

och den verkställande direktören innebär beviljande av ansvarsfrihet att bolagsstämman godkänner förvaltningen under räkenskapsåret och avstår från att göra skadeståndsanspråk gällande. Innebörden av vägrad ansvarsfrihet är inte nödvändigtvis att talan väcks, utan enbart att det ännu står öppet huruvida skadeståndsanspråk kommer att göras gällande. I 15 kap 11 § ABL stadgas att om bolagsstämman beslutat bevilja ansvarsfrihet, eller tiden för att väcka talan passerat, talan ändå får väckas, om det i årsredovisningen eller i revisionsberättelsen eller på annat sätt inte har lämnats i väsentliga hänseenden riktiga och fullständiga uppgifter till bolagsstämman om det beslut eller den åtgärd som talan grundas på. Ansvarsfrihetsbeslutet har betydelse endast för talan om skadestånd till bolaget. En aktieägare som vill föra talan mot styrelseledamot för egen räkning kan göra detta oberoende av om frågan behandlats av stämman.[876] Att bolagsledningen av bolagsstämman beviljats ansvarsfrihet utesluter följaktligen inte att aktieägare eller tredje man kan föra talan om ersättning för skada som åsamkats honom i anledning av bristfälliga uppgifter i ett prospekt. Bestämmelsen i 15 kap ABL medför att beslutet att bevilja ansvarsfrihet i allmänhet är blott en gest utan juridisk betydelse, eftersom skadeståndstalan under alla förhållanden kan anhängiggöras om förutsättningarna i övrigt är för handen.

Ansvarsfrihetsbeslutet fattas med enkel majoritet på bolagsstämman. Eftersom styrelseledamöternas ansvar är individuellt kan ansvarsfrihet beviljas vissa men inte andra i styrelsen. Likaså kan beslutet omfatta del av räkenskapsår.

13.1.6 Delegation och ansvar

Vid ansvarsbedömningen är en av frågorna huruvida delegation av ansvar skall kunna ske från företagsledningen till befattningshavare på lägre nivå, d v s i vilken mån organledamot kan delegera uppgift och därmed även ansvaret för uppgiften. Enklast skulle vara om fördelning av ansvar skulle kunna ske med hänsyn till omständigheterna in casu beroende på åtgärd eller handling, insats, insatthet, grad av inflytande, ställning och auktoritet. Utgångspunken måste dock vara aktiebolagets ansvarssystem. Den legala funktionsfördelningen mellan bolagsorganen, dvs bolagsorganens kompetensområden, framgår av ABL. Vissa regler är fakultativa, dvs organet har möjlighet att delegera utförandet av uppgiften, medan andra uppgifter är av obligatoriskt slag. Det obligatoriska ansvarsområdet omfattar således uppgifter som inte kan delegeras mellan bolagsorganen, medan det fakultativa kompetensområdet innefattar områden där delegation av arbetsuppgift kan ske. Huvudregeln beträffande överflyttningen av

[876] Johansson, S, Bolagsstämma, s 320.

ansvaret torde vara att delegering av förvaltningsuppgift inom det fakultativa området medför att en motsvarande överflyttning av ansvaret sker. Bestämmelse i aktiebolagslagen eller bolagsordningen varigenom visst bolagsorgan åläggs särskild uppgift, torde utesluta delegation med åtföljande ansvarsöverflyttning; detta under förutsättning att det inte implicit eller explicit förutsätts i bestämmelsen att delegering skall kunna ske. Saknas delegeringsmöjlighet tillhör således förvaltningsuppgiften det obligatoriska kompetensområdet, varvid delegering av utförande av uppgiften samt beslutskompetens visserligen kan ske, men utan åtföljande möjlighet till delegering av ansvaret gentemot medkontrahent eller tredje man.

Aktiebolagskommittén har klart uttalat att reglerna rörande den interna arbetsordning och den instruktion för styrelsens arbete som styrelsen skall utforma inte innebär att styrelsen genom utfärdandet av dessa instruktioner kan frånhända sig det övergripande ansvaret för bolagets förvaltning. Som ovan har angetts kan styrelsen över huvud taget inte delegera bort tillsynsplikten för frågor som hör till styrelsens kompetensområde. Om styrelsens ledamöter inte dagligen arbetar i bolaget, kan det visserligen inte begäras att de skall känna till alla detaljer i bolagets förhållanden. Men aktieägarna skall ha rätt att kräva att styrelsen fortlöpande håller sig underrättad om omständigheter som är av betydelse för en mera övergripande bedömning av bolagets ekonomiska situation. Kommittén menar att det redan innan införandet av de nya reglerna var en av styrelsens viktigaste uppgifter att se till att den hela tiden hålls underrättad om vad som på detta plan sker i bolaget. Det torde dock finnas större möjlighet för organledamot att exculpera sig om han kan visa att det inom styrelsen skett en arbetsfördelning och att han själv inte tagit del av de dokument eller den information som kunde gjort att han insett eller bort inse ifrågavarande förhållande.

Detta innebär att varje organledamot har ett övergripande ansvar för bolagets verksamhet. Men ju mer bolagets interna struktur byggs upp genom upprättande av interna instruktioner och checklistor, desto klarare torde det bli att vart och ett av organen har sin självständiga kompetens och därmed sitt självständiga ansvar.

Dotevalls uppfattning är att varje i ABL konkret angiven förvaltningsuppgift på ett eller annat sätt kan delegeras, men att detta inte innebär att styrelsen kan frånhända sig all kompetens, och heller inte delegera bort sin tillsynsplikt. [877] Resonemanget bygger på att det är allmänt vedertaget att styrelsen delegerar vissa uppgifter, att ABL

[877] Dotevall, Bolagsledningens skadeståndsansvar, s 100 f.

inte uttryckligen uppställer någon gräns för denna delegationsrätt, samt på att tillsynsplikten (kontrolansvaret) alltid åvilar styrelsen.[878] På detta sätt slipper man helt ifrån svåra gränsdragningsfrågor vad gäller delegationsrätten. Å andra sidan torde ansvarsfrågorna bli desto mer komplicerade. Delegering av en förvaltningsuppgift torde dock dels innebära en reduktion av ansvaret för det delgerande organet, dels en skärpning av ansvaret för den som ålagts ifrågavarande uppgift.[879]

Av resonemanget följer att även om styrelsen delegerar framtagande och utformning av prospektet till den verkställande direktören, ingen motsvarande ansvarsöverflyttning sker eftersom det enligt textens lydelse åvilar styrelsen ensam att upprätta prospektet. Normann Aarum menar att i det fall en styrelseuppgift, som är odelegerbar därför att den framgår av uttrycklig lag, ändå delegeras, kan själva delegationsbeslutet betraktas som culpöst.[880] Har sådan uppgift delegerats och har delegaten orsakat skada, torde alltså ingen bevisning utöver om delegationen fordras vad gäller styrelseledamöternas culpa. I enlighet med resonemanget i avsnitt x torde dock, i det fall verkställande direktören lämnat styrelsen felaktig eller missvisande information som kommit att ingå i prospektet, verkställande direktören kunna åläggas ansvar för prospektinnehållet dels med stöd av 15 kap 1 § ABL, dels med stöd av allmänna skadeståndsrättliga principer.

13.1.7 Culpabedömningen vid styrelseansvar

Det är styrelsens skyldighet att via instruktioner utforma bolagets organisation i syfte att klarlägga arbetsfördelningen inom bolaget, och den högsta ledningen ansvarar för ”culpa in eligendo, instruendo vel inspiciendo”, dvs för vållande vid val, instruktion och övervakning av de som anlitats.[881] Som nämnts ovan har i doktrinen redan före införandet av regler rörande styrelsens interna instruktioner anförts att ett strängare ansvar kan åligga de styrelseledamöter som är specialister inom något område om fel förekommer inom det område han är verksam, jämfört med andra styrelseledamöter. Är den culpösa gärningen begången inom ett specifikt område varinom specialisten är

[878] Idem.

[879] Dotevall, R, Skadeståndsansvar för styrelse och verkställande direktör, s 226 ff; Nial, H, - Johansson, S, Svensk associationsrätt i sammandrag, s 120; Normann Aarum, K, Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper, s 217; Samuelsson, P, Information och ansvar, s 250; Taxell, L E, Bolagsorganens ansvar, s 67; Åhman, O, Behörighet och befogenhet, s 642. Se även NJA 1936 s 78, NJA 1974 s 297, UfR 1989 s 812 H.

[880] A a s 219.

[881] Hellner, J, Lagstiftning inom förmögenhetsrätten, s 139.

verksam torde culpa vara lättare att styrka avseende denne än för övriga ledamöter. De övriga ledamöterna kan således sällan lastas för culpa avseende de fel som uppkommer inom det speciella området.[882] En anledning till att uppdelning av arbetsuppgifter skall beaktas vid culpa-bedömningen är att det måste föreligga ett visst utrymme för bolaget att rekrytera styrelseledamöter med skiftande expertkompetens. Dock bör i detta sammanhang återigen framhållas att de övriga ledamöternas tillsynsplikt fortfarande kvarstår, och att försummelse av denna kan utgöra grund för skadestånd.

I den skriftliga arbetsordningen kan styrelseledamöterna dela upp ansvarsområdena, varvid ansvaret för ett visst avgränsat område kommer att vila tyngre på den för området ansvarige personen. Även om styrelseledamöterna har en övervakningsskyldighet gentemot varandra ändras bevisläget då i arbetsordningen angivits att en ledamot har anvar för viss uppgift. Eventuellt skulle även en väsentlig differens i fråga om arvode kunna komma att påverka ansvarsbedömningen, i den mån den utgör en indikation om en differens i arbetsfördelningen.[883]

13.1.8 Sammanfattning

Styrelseledamöternas ansvar vid överträdelse av ABL:s regler framgår klart av 15 kap ABL. Kan ett utvidgat culpaansvar tillämpas skulle organledamot kunna komma att åläggas ansvar vid överträdels av prospektregler i LHF, LBC samt Finanasinspektionens föreskrifter i det fall tillämpliga rekvisit är uppfyllda. En tillämpning av normskyddsresonemanget torde kunna leda till att prospektreglerna anses ha givits i avsikt att bereda ett direkt skydd åt investerare, varvid styrelseledamot skulle med stöd av normskyddsläran kunna komma att åläggas ansvar även i andra fall än i samband med brottslig gärning.[884] Avgörande för huruvida styrelseledamot skall åläggas ansvar är aktsamhetsvärderingen, dvs huruvida ledamöterna vidtagit tillräckliga åtgärder för att försäkra sig om att alla uppgifter som offentliggjorts i prospektet är riktiga, eller om de härvidlag förfarit oaktsamt. Den arbetsfördelning som enligt 8 kap ABL skall utformas av styrelsen innebär en förenkling av möjligheten att göra en individuell bedömning av respektive styrelseledamots grad av oaktsamhet. Detta gäller såväl vid överträdelse av ABL:s regler som med bedömning av skadeståndsskyldigheten med stöd av allmänna skadeståndsrättliga

[882] Taxell, L E, Bolagsledningens ansvar, s 24.

[883] Jfr beträffande ansvar för revisorer, Moberg, K, Bolagsrevisorn, s 173.

[884] SOU 1997:22 s 229.

principer. Ansvar vid överträdelse av ABL är dock mer långtgående än ansvar vid överträdelse av övriga relevanta regler, vilken skall bedömas enligt allmänna skadeståndsrättsliga principer. Innebörden av detta är att gränsen för oaktsamhet möjligen kan komma att bedömas snävare vid överträdelse av annan norm än ABL:s regelverk, dvs av LBC, LHF eller Finansinspektionens Föreskrifter.

Trots kraven på detaljerad fullständig information begränsas möjligheten att lämna information av praktiska överväganden, och delvis lämnas ett möjligen ganska grovt sammandrag av fakta och uppgifter om bolagets situation, verksamhet och framtida intjäningsförmåga. Av praktiska skäl och av konkurrensskäl görs en avvägning av vilken information som skall lämnas. In casu bör en rimlighetsbedömning kunna göras av vad uppgiftslämnaren i verkligheten känt till eller borde känt till. Vid ansvarsbedömningen skall hänsyn således tas till styrelsens kännedom om verkliga förhållanden och presentationen av dessa i prospektet. Att ålägga styrelsen strikt ansvar för innehållet på grund av den s k prospektförklaringen kan inte vara rimligt. Möjligen skulle detta komma ifråga i det fall lokutionen ”såvitt vi känner till” är utelämnad, men detta framtonar inte som ett särskilt praktiskt problem. Avgörande blir återigen aktsamhetsvärderingen, dvs huruvida ledamöterna vidtagit tillräckliga åtgärder för att försäkra sig om att all relevant information var medtagen, eller om de härvidlag förfarit oaktsamt. Visar det sig vid senare tvist att uppgifter som varit väsentliga för bedömningen av bolaget bör styrelseledamöterna inte ha så stora möjligheter att exculpera sig genom argumentet att de inte ansett uppgiften vara viktig nog att ta med i prospektet.

Har styrelsen anlitat expertis inom ett område där de själva inte besitter den nödvändiga kompetensen måste de som huvudregel kunna lita på expertens utlåtande. Är valet av expert rimligt, och har styrelsen inte anledning att tvivla på expertutlåtandet, kan ledamöterna i utgångsläget inte åläggas ansvar.[885]

13.2 Ansvar för verkställande direktör

Ansvaret för den interna kontrollen i bolaget åvilar primärt verkställande direktören enligt 8 kap 25 § ABL. Verkställande direktör har utöver den löpande förvaltningen att bereda frågor som ligger utanför den löpande förvaltningen för styrelsen, samt att inför styrelsen föredra sådana frågor. Verkställande direktör har en närmast total informationsplikt, dels gentemot styrelsen som kollektiv, dels

[885] Jfr avsnitt x amerikanska och engelska regler

mot enskilda styrelseledamöter. Av praxis framgår att det närmast är den verkställande direktören som ansvarar för att bolaget beaktar de särskilda författningar som gäller inom bolagets verksamhetsområde.[886] Till den verkställande direktörens uppgifter hör inte bara att leda bolagets verksamhet, utan han har även att under styrelsens överinseende tillse att en tillfredsställande organisation av verksamheten föreligger. I detta avseende skall direkt eller indirekt tillsyn utövas över de olika befattningshavarna i bolaget. I enlighet med 8 kap 25 § st 2 ABL har verkställande direktören ansvaret för att bolagets bokföring fullgörs i överenskommelse med lag, samt att medelsförvaltningen sköts på ett betryggande sätt. Verkställande direktören har således det primära ansvaret, och styrelsen blir ansvarig först vid brister i tillsynsplikten.[887] Verkställande direktören deltager endast i beslutsfattande utom den löpande förvaltningen såvida han är styrelsemedlem, varför han endast i dessa fall kan hållas ansvarig på samma grunder som styrelsen för beslut fattade av styrelsen. Dock är verkställande direktören i allra högsta grad ansvarig för framtagandet av beslutsunderlag för vars riktighet han ansvarar. Han handhar de dagliga affärerna och styrelsen övervakar och ger råd. Det är den verkställande direktören och inte styrelsen som har kontakt med de anställda. Den verkställande direktören kan även genom sin starka ställning i bolaget ha ett stort inflytande över beslutsprocessen i bolagets styrelse.

Den verkställande direktören är ansvarig främst för åtgärder som han har vidtagit eller har underlåtit att vidta inom den löpande förvaltningen.[888] Omfattningen av ansvaret varierar från bolag till bolag, där de uppgifter som ingår i den löpande förvaltningen är individuellt avgränsade för respektive bolag. Ansvar för den verkställade direktören kan komma ifråga även på grund av det sätt på vilket han berett eller föredragit ärenden för styrelsen eller på grund av underlåtenhet att för styrelsen lägga fram ärenden som det ankommit på styrelsen att avgöra. Eftersom ansvaret för framtagande av prospekt åvilar styrelsen, har styrelseledamöterna en central roll i emissionen, men informationsinsamling och – bearbetning sker främst av andra representanter för bolaget, samt av externt engagerade konsulter. Verkställande direktör är inte uttryckligen ålagd ett ansvar i anslutning till prospektet enligt ABL. Om prospekt inte upprättas när skyldighet därtill föreligger enligt ABL eller annan överträdelse av

[886] Se Dotevall, R, Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör, s 236, samt bl a NJA 1943 s 76, NJA 1943 s 507, NJA 1946 s 605, NJA 1973 s 544, NJA 1993 s 81.

[887] Id s 253, samt NJA 1972 s 115.

[888] Taxell, L E, Bolagsorganens ansvar, s 37.

ABL:s prospektregler gjorts torde i i första hand styrelsen åläggas ansvar för skada med stöd av ABL:s regler i anledning härav, eftersom skyldigheten uttryckligen åvilar bolagets styrelse. I praktiken spelar verkställande direktören dock en väsentlig roll i förberedelsearbetet. Om han deltar i upprättandet av ett prospekt och därvid uppsåtligen eller av oaktsamhet vållar skada för bolaget, aktieägare eller annan, torde läget vara annorlunda. Roos menar att mot bakgrund av hovrättens resonemang i rättsfallet RH 1984:28 man kan tänka sig ansvar för t.ex. en verkställande direktör mot aktieägarkretsen för felaktiga uppgifter i ett prospekt såväl inom som utom den ram som skadeståndsreglerna i ABL stakar ut.[889] Eftersom ABL:s regler lägger skyldigheten att upprätta prospektet på styrelsen är styrelsen primärt ansvarig för innehållet. Ligger en åtgärd inom ramen för styrelsens kompetens skall i princip verkställande direktören gå fri från ansvar, men ansvaret skall för verkställande direktören i en sådan situation enligt Taxell bedömas med hänsyn till omständigheterna in casu.[890] Verkställande direktören torde exempelvis kunna hållas ansvarig i de fall han förfarit culpöst vid sitt uppgiftslämnande till styrelsen. Grundas styrelsens beslut på material som verkställande direktören framlägger bör verkställande direktören kunna åläggas ansvar. Eftersom styrelsen ytterst ansvarar gentemot aktietecknare kan styrelseledamot dock inte exculpera sig genom att skylla ifrån sig genom att ange att han förlitat sig på uppgifter som lämnats av den verkställande direktören.

En jämförelse kan göras med beslut om information till sekundärmarknaden. Samuelsson menar att det är den verkställande direktören som bör svara för den kontinuerliga information som börsbolag skall tillhandahålla marknaden, varvid styrelsen har att övervaka att informationsrutinerna är sådana att kraven i enlighet med noteringsavtalet kan uppfyllas på ett tillfredsställande sätt.[891] Har styrelsen inte försummat sin plikt härvidlag torde en lindring i ansvaret för styrelseledamot kunna ske vid bristande åtgärd från den verkställande direktörens sida.[892]

Hur skall då ansvaret bedömas om en åtgärd eller underlåtelse från att handla från verkställande direktörens sida är mer skadeframkallande

---

[889] Roos, C-M, anmälan av Jan Kleineman, Ren förmögenhetsskada, SvJT 1988, s 43 på s 50. Rättsfallet kommenteras på s x.

[890] Taxell, L E, Bolagsorganens ansvar, s 35 ff.

[891] Samuelsson, P, Information och ansvar, s 285.

[892] Se Dotevall, R, Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör, s 252. Dotevall menar att styrelseledamot generellt bör undgå ansvar om verkställande direktör försett styrelsen med bristfälligt material. Dotevall tar dock inte specifikt ställning till fall där styrelsen explicit ålagts ansvar, som i fråga om prospektansvar.

än vad ett handlande i enlighet med styrelsens anvisningar egentligen skulle inneburit?[893] En verkställighetssåtgärd kan avvika från själva styrelsebeslutet, eller ges en sådan utformning att skadan blir större eller en annan än beslutet i och för sig betingar. I detta fall torde ansvar för styrelösen vara uteslutet till den del skadan blivit större eller annorlunda än man vid beslutets fattande kunnat inse eller bort förutse. En bedömning av kravet på orsakssamband mellan styrelsens beslut och skadan ger i detta fall till resultat att skadan inte är en normal och förutsebar påföljd av beslutet.

Hur skall ansvaret bedömas om styrelsen fattat ett rättsstridigt beslut, vilket därefter verkställs av den verkställande direktören? En åtgärd från verkställande direktörens sida kan innebära adekvat vållande, även om denna är försumbar i förhållande till styrelsens agerande. Ett bolagsorgan får enligt 8 kap 34 § ABL inte verkställa ett beslut som strider mot lag eller bolagsordning. I ett dylikt fall torde culpabedömningen bli avgörande, varvid man måste ta ställning till huruvidaverkställande direktören varit medveten om att beslutet inneburit en överträdelse. Är verkställande direktören ej medveten om regelöverträdelsen torde styrelsen bli ansvarig även om skadan uppkommit först sedan verkställande direktören verkställt beslutet.

Styrelseledamots insyn i bolagets angelägenheter begränsas av att han är hänvisad till den information som presenteras honom av bolagets anställda. Styrelseledamoten måste kunna förlita sig på att de uppgifter han presenteras är tillförlitliga, och han kan inte behöva göra en självständig prövning i vidare mening än att han skall göra en kritisk granskning. Å andra sidan åligger det styrelsen att se till att förse sig med tillräcklig information frånverkställande direktören och från olika avdelningar i bolaget. Ligger en uppgift som ej specialreglerats i gränslandet mellan styrelsens och den verkställande direktörens ansvar torde i första hand styrelsen hållas ansvarig.

Sammanfattningsvis kan konstateras att eftersom prospektskyldigheten enligt regelverket åligger styrelsen vid culpa, torde det i första hand vara styrelseledamöter vilka förfarit culpöst som kan komma att åläggas ansvar. Har verkställande direktören lämnat styrelsen felaktig eller missvisande information som kommit att ingå i prospektet torde det dock vara rimligt att verkställande direktören dels kan åläggas ansvar för prospektinnehållet med stöd av 15 kap 1 § ABL, dels med stöd av allmänna skadeståndsrättliga principer.

[893] Se resonemang om orsakssamband xx

13.3 Ansvar för koncernchef, direktion och övriga anställda

Enligt ABL finns som framgått ovan två ledningsorgan; styrelse och verkställande direktör. I praktiken förekommer dock variationer av ansvarets fördelning mellan de olika personerna i ledningsorganen. Det förekommer sålunda att styrelsens ordförande eller annan styrelseledamot fullgör uppgifter inom bolagets löpande förvaltning, vilket vanligen benämns arbetande styrelseledamot, ibland koncernchef. I dessa fall sker en uppdelning av verkställande direktörens uppgifter mellan denne och den arbetande styrelseledamoten. En arbetande styrelseledamot som från verkställande direktören övertagit en del av arbetet med den operativa ledningen av bolaget intar en position som inte är förenlig med ABL:s regler om ansvar inom företagsledningen. Denna arbetsform kräver en hög grad av samstämmighet då i fall av oenighet styrelseledamoten inte kan fatta ett för verkställande direktören bindande beslut, utan frågan måste hänföras till styrelsen i sin helhet. En koncernchef som inte samtidigt har en ställning som är reglerad i aktiebolagslagen är ur aktiebolagsrättslig synvinkel en nullitet.[894] Han kan åläggas ansvar i enlighet med allmänna sysslomannarättsliga principer, och skulle eventuellt kunna åläggas skadeståndsansvar gentemot skadelidande aktieägare eller tredje man med stöd av den i avsnitt x diskuterade normskyddsläran.[895] I många bolag finns vidare en ledningsgrupp eller direktion bestående av den verkställande direktören och hans närmaste män.[896] Denna direktion är en skapelse helt vid sidan av ABL:s regler. Direktionen kan därför i förhållande till den verkställande direktören endast ha en rådgivande funktion.[897] En anställd styrelseledamot torde dock vid utförande av sysslor som inte ligger inom ramen för styrelseuppdraget komma att omfattas av principalansvaret i 4 kap 1 § SkL.

---

[894] Kleineman, J, Ren förmögenhetsskada, s 316.

[895] Idem.

[896] Jfr den danska uppdelningen av bolagsorgan avsnitt x.

[897] I dansk rätt medges däremot att direktion bestående av en grupp verkställande direktörer tillsätts. I Danmark har införts förbud mot arbetande styrelseordförande i börsnoterade bolag; aksje- og årsregnskabsloven § 51 stk 3. I Tyskland skall alla Aktiengesellschaft ha ett Vorstand som ansvarar för den operativa ledningen med en eller flera ledamöter. I USA är det vanligt att VDs uppgifter delas upp på två befattningshavare, the chief executive officer,CEO, och the chief operating officer, COO, av vilken CEO är överordnad COO. Vidare bildas inom styrelsen vanligen en executive committee som har ansvaret för uppgifter inom den löpande förvaltningen.

I USA är speciella audit committees, AC, föreskrivna för börsbolag. En av AC:s uppgifter är att oberoende av bolagsledningen övervaka redovisning och kontrollsystem. I en AC skall enligt SEC:s förekrifter de styrelseldamöter som ingår vara outside directors, dvs de får inte vara anställda i bolaget. Å andra sidan benämner man ibland outside directors ”disinterested directors….” Se avsnitt x

I dokrinen framförs att ABL:s ansvarssystem skulle kunna tillämpas analogt beträffande skada vållad av person som utan att vara utsedd till verkställande direktör eller styrelseledamot har ett bestämmande inflytande i bolaget.[898] Av NJA 1997 s 418 framgår att även HD är av inställningen att den som framstår som den i själva verket bestämmande i ett bolag utan att formellet ingå i ett att bolagets organ i skadeståndshänseende kan jämställas med person i organställning. Sålunda skulle även en person som inte är organledamot, men som utövar ett bestämmande inflytande i ett bolag vid överträdelse av ABL:s regler eventuellt kunna komma att åläggas ansvar gentemot skadelidande aktietecknare.

Anställda längre ner i ett bolags hierarki kan spela en viktig roll vid planläggningen av och det förberedande arbetet före emissionen, såsom anställda vid en juridisk avdelning på ett större bolag, bolagets finansdirektör, marknadsdirektör och ekonomichef. Är vederbörande anställd i bolaget skall reglerna rörande principalansvar i 4 kap 1 § SkL tillämpas. Om vederbörande inte är anställd måste dock ersättningsansvar utkrävas med stöd av allmänna skadeståndsrättsliga principer.

13.4 Preskription av ansvar

Ett sätt att avgränsa den ersättningsberättigade kretsen på ett naturligt sätt är att införa en snäv tidsmässig begränsning av de skadelidande aktieägarnas rätt att framställa ersättningsanspråk.

De speciella preskriptionsreglerna i ABL 15 kap avser endast talan för bolagets räkning, och den enda materiella ändring i skadeståndsbestämmelserna som Aktiebolagskommittén föreslog rörde preskriptionstiden för bolagets skadeståndsanspråk. I ljuset av att den tidigare yttersta fristen på tre år för talan som inte grundats på brott av bl. a. styrelseledamot i flera fall visat sig vara för kort för att möjliggöra en ordentlig utredning av framförda skadeståndsanpråk, föreslog kommittén att preskriptionstiden för talan i dessa fall förlängs till fem år, vilket införts från och med 1 januari 1999. Fristen börjar löpa vid utgången av det räkenskapsår då beslut eller åtgärd varpå talan grundas fattades eller vidtogs och för revisorn det räkenskapsår som revisionsberättelsen avser.

Frågan om att införa särskilda regler rörande preskription vid fordran på skadestånd diskuterades vid tillkomsten av 1981 års preskriptionslag (1981:130). Man kom dock till slutsatsen att avstå från detta, bland annat på den grund att det endast är vissa

[898] Se bl a Svernlov, C, Aktiebolagets suppleanter, s 159.

skadståndsfordringar som medför risk för ”fördröjda skador”.[899] Vid skador på värdepappersmarknaden är skadan dock i normalfallet fördröjd. Preskriptionsfristen anses börja löpa från den tidpunkt då avtalet ingicks. Ifråga om prospektansvar kan dock vilseledandetillfället bedömas ha inträffat vid olika tidpunkter. Inte minst vid skador som inträffat i anledning av en sekundärmarknadstransaktion kan preskriptionstiden komma att bli synnerligen utsträckt. Bedömningen av när preskriptionsfristen börjat löpa kan sålunda vålla avsevärda komplikationer, och preskriptionstiden kan komma att bli synnerligen utsträckt. Den ersättningsberättigade kretsen kan på ett naturligt sätt avgränsas genom att begränsa skadelidande aktieägares rätt att framtälla ersättningsanspråk i tiden. En sådan preskriptionsregel bidrar till att minska osäkerheten för såväl organföreträdare som borgenärer. Preskriptionstiden för anspråk anges i tysk rätt i 47 § BörsG till sex månader från den tidpunkt förvärvaren fick kännedom om den vilseledande uppgiften, dock senast tre år efter offentliggörandet av uppgiften. Vid införandet av en motsvarande regel i svensk rätt kommer preskriptionsfristen aldrig att överstiga tre år, vilket torde vara en rimlig tidsutdräkt för framställande av anspråk.

14 Revisors ansvar enligt ABL

14.1 Inledning

Revisorns ansvar aktualiseras typiskt sett då revisorn i strid med god redovisningssed lämnat uppgifter vilka givit en alltför förmånlig bild av bolagets ekonomi. Detta kan ha skett culpöst men även uppsåtligt, i avsikt att vilseleda exempelvis investerare. Liksom för organledamot kan ansvaret för revisor aktualiseras i enlighet med aktiebolagslagens regler, övrig civilrättslig lagstiftning samt brottsbalkens regler. Disciplinära åtgärder såsom upphörande av auktorisation, utdelande av varning etc. kan vidare vidtas mot revisor.

Enligt 4 kap 24 § ABL skall revisor granska vissa uppgifter i prospektet, samt i prospektet intyga att de uppgifter ifråga om bolagets årsredovisningar som enligt ABL samt FFFS skall medtas i prospektet blivit korrekt återgivna. Vidare skall enligt FFFS 1995:21 3 kap 7 § i börsprospekt samt 17 kap 7 § i emissionsprospekt anges namn och titel eller annan kvalifikation avseende de revisorer som i enlighet med lag granskat årsredovisningen för de tre senaste räkenskapsåren, samt revisorernas förklaring att årsredovisningarna har blivit föremål för revision. Revisorerna skall intyga att förekommande uppgifter ur

[899] Prop 1979/80:119 s 39 ff.

årsredovisningarna blivit korrekt återgivna i prospektet, samt uppgift om eventuella anmärkningar som intagits i revisionsberättelse för de tre senaste räkenskapsåren. Uppgift skall också lämnas om huruvida andra delar av börsprospektet har granskats av revisorerna. Över sin granskning skall revisorerna avge en berättelse som skall intas i prospektet.

Revisorsuppdraget omfattas av aktiebolagslagens regler, men vid arbetet med prospektet engageras revisor ofta även för en rad uppgifter utöver själva revisionen, som t ex för att göra en finansiell genomgång av bolaget. Delaktigheten i prospektarbetet omfattar således uppgifter vid sidan av den egentliga revisionen, i form av framtagande av sådana uppgifter rörande bolagets ekonomi som skall offentliggöras i prospektet, utöver uppgifter intagna i bolagets årsredovisning. I den mån dessa uppgifter inte omfattas av aktiebolagslagens regler blir det allmänna skadeståndsrättsliga regelverket i stället tillämpligt. Ansvaret påverkas sålunda av skillnaden i uppdrag mellan revisorsuppdraget och uppdrag om övrig rådgivning. Revisors uppdrag utöver revisionsuppdraget definieras i avtal mellan uppdragsgivaren, som kan vara emittentbolaget eller emissionsinstitutet, och revisorn. Avtalet definierar de plikter revisorn åtar sig. Vid revision är klientens ansvar för de utlämnade uppgifterna övervägande, och revisorns uppgift grundas på de handlingar han meddelar uppdragsgivaren att han vill ta del av. Är fråga om annat uppdrag än revision är avtalsinnehållet bestämmande för uppdraget. Klienten kan definiera uppdragets art, men det är upp till revisorn att avgöra hur uppdraget skall lösas. En jämförelse av förhållandet mellan skadeståndslagens och aktiebolagslagens regler ger vid handen att revisor enligt aktiebolagslagens regler, på samma sätt som ifråga om organledamöters ansvar, åläggs ett skadeståndsansvar mot tredje man som sannolikt går längre än vad som traditionellt skulle följa av allmänna skadeståndsrättsliga regler om ansvar för ren förmögenhetsskada i utomobligatoriska förhållanden. Det ansvar som kan åläggas revisorn för oaktsamt lämnade uppgifter utanför de som krävs inom ramen för ABL:s regelverk behandlas under avsnittet rörande konsultansvar, avsnitt x.

Den största risken att drabbas av ersättningsansvar mot tredje man torde revisor ha att räkna med jämlikt reglerna i ABL. Enligt 4 kap 24 § ABL skall revisor granska prospektet, och i den mån han handlat oaktsamt inträder ansvar jämlikt 15 kap 2 §. En revisor som vid fullgörande av sitt uppdrag uppsåtligen eller av oaktsamhet skadar bolaget är enligt 15 kap 2 § ABL skadeståndsansvarig i samma omfattning som styrelseledamöter och verkställande direktör. Den allmänt hållna regeln i 2 § innefattar ansvar såväl gentemot bolaget

som aktieägare och annan. Av regeln följer att varje tredje man som lider skada till följd av att en revisor, uppsåtligen eller av oaktsamhet, överträder aktiebolagslagen, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen, kan vara berättigad till ersättning för sin skada. Revisorn ansvarar dessutom för skada som vållats av hans medhjälpare enligt 15 kap 2 §. Är det ett revisionsbolag som är revisor, åligger ersättningsskyldigheten detta bolag och den för revisionen huvudansvarige.

Det lagfästa ansvaret för revisor för skada som han av oaktsamhet orsakat tredje man infördes i svensk rätt genom 1944 års aktiebolagslag. Lagberedningen fann det önskvärt att genom en sådan regel betona revisorns ansvar mot den allmänhet som trädde i förbindelse med bolaget.[900] Ansvaret har motiverats med att det bland revisorernas främsta åligganden ingår att se till att sådana regler i aktiebolagslagen inte överträds som syftar till att skydda enskild aktieägare, bolagsborgenär eller annan tredje man. I förarbetena betonas vikten av att revisorerna beaktar den aktieköpande allmänhetens intresse.[901] Här aktualiseras uppgifterna om årsredovisning, vilka avser skydda såväl bolaget som tredje man, och i förarbetena exemplifieras med att oriktiga uppgifter i årsredovisning kan föranleda tredje man att lämna bolaget kredit eller att köpa aktier till ett oförmånligt pris.[902]

14.2 Revisorsuppdraget

Revision av bolaget skall ske enligt de allmänna reglerna om revision i aktiebolag som finns i ÅRL, samt i särbestämmelser rörande börsnoterade bolag.[903] Karakteristiskt för revisionsuppdraget är att uppdraget delvis är definierat och reglerat i lag. Uppdraget skall sålunda i princip inte skall vara avhängigt av klienten, och målsättningen med detta är att revisorn skall vara oberoende. Revisionsuppgiften består av kontinuerlig granskning av bolagets räkenskaper, av dess interna kontroll under löpande räkenskapsår, granskning av bokslut och årsredovisning samt granskning av styrelsens och verkställande direktörens förvaltning. Det primära ansvaret för bokföringen och den interna kontrollen åligger enligt 8 kap 3 respektive 25 §§ ABL styrelsen och den verkställande

[900] SOU 1941:9 s 643 f.

[901] Prop 1975:103 s 224 ff.

[902] Prop 1975:103 s 540 f.

[903] Bl a skall i börsnoterade bolag två revisorer väljas varav den ena skall vara auktoriserad.x

direktören. Ansvaret åvilar inte revisor och kan heller inte delegeras till denne.[904] Revisorn har primärt ett kontrollansvar för den interna skötseln av bolaget, och hans ansvar inskränker sig sålunda till att granska och bedöma huruvida bolagsledningen fullgjort sin skyldighet att ombesörja att tillfredsställande intern kontroll föreligger. Revisor kan ej fatta beslut åt bolagsledningen, utan endast förse ledningen med beslutsunderlag. Finner revisorn att det föreligger brister i den interna kontrollen har revisorn till uppgift att påtala detta till tillämpligt organ i enlighet med god revisionssed. Huruvida styrelsen eller verkställande direktören skall uppmärksammas på bristen är avhängigt av inom vilket kompetensområde bristen föreligger samt bristens art.

Revisorns skadeståndsansvar enligt aktiebolagslagen förutsätter att den skadeståndsgrundande åtgärden utförts vid fullgörande av hans uppdrag inom ramen för ABL. I praxis har dock skadestånd utdömts i ett fall där den skadevållande handlingen ingick i uppdrag för bolaget vilket i viss mån gick utöver revisorns egentliga åligganden som revisor, men som revisorn erhållit av bolaget på grund av att han var dess revisor. I NJA 1996 s 224 ålades revisor skadeståndsansvar då han medverkat till en vilseledande värdering av ett bolag vars bokslut han reviderat. Överträdelsen bedömdes av HD ha skett i strid med dåvarande 10 kap 7 § ABL. HD fann det styrkt att den vilseledande värderingen av tillgångarna i bolaget, och det pris som kom att fastställas för överlåtelsen av vissa rättigheter från bolaget till ett annat företag, måste anses ha påverkat det kreditbeslut en bank fattat, varvid orsakssamband konstaterades föreligga mellan revisorns handlande och kreditgivningen. Bankens skada ansågs dessutom ha uppkommit direkt genom kreditgivningsbeslutet. I det fall banken fått korrekt information skulle banken inte lämnat krediten, och följaktligen inte drabbats av skadan.

HD:s val av metod för att ålägga revisorn ansvar har kritiserats, i synnerhet från revisorskretsar. Till skillnad från den normalt stränga culpabedömningen har domstolen gjort en mycket extensiv tolkning av ansvarsregeln i 15 kap 2 § ABL, och ålagt revisorn ansvar trots att han inte agerat inom ramen för sitt revisorsuppdrag i bolaget, utan utfört ett konsultuppdrag för bolagets räkning.[905] Domstolens bedömning av culpafrågan är i fallet mycket kortfattad och inskränker sig till en mening: ”Bengt J får anses genom sitt handlande ha i vart fall av oaktsamhet orsakat skadan.” Domstolen har tydligen ansett det mer eller mindre självklart att revisorn agerat vårdslöst.[906]

---

[904] Se avsnitt x samt bl a Dotevall, R, Skadeståndsansvar för styrelseledamot och vekställande direktör, s 254.

[905] Diskuteras av Pehrson och Gometz i JT 1996/97 s 133 resp s 214.

[906] Pehrson, L, JT 1996/97 s 133 ff.

I fallet har HD tagit lätt på frågan huruvida revisorns agerande föll inom ramen för hans uppdrag som bolagsrevisor. Den enda omständighet som åberopas till stöd för att handlandet låg innanför denna ram är att det var på grund av att Bengt J var bolagets revisor som bolagsledningen anlitat honom för att biträda vid ifrågavarande bolagskonstruktion.

HD:s avgränsning av ansvaret skulle kunna medföra att revisorns ansvar enligt 15 kap 2 § ABL kan komma att omfatta allt arbete som revisorn gör för bolaget, varvid stadgandets begränsning till att omfattas av bolagsrevisorsuppdraget i så fall skulle komma att sakna betydelse. Domstolen gjorde bedömningen att skadan orsakats den skadelidande parten inom ramen för revisorsuppdraget. Hade bedömningen att skada uppstått inom ramen för ett från revisorsuppdraget avskiljt uppdrag gjorts, skulle istället Bengt J:s arbetsgivare blivit skadeståndsskyldig gentemot den skadelidande parten, och inte Bengt J personligen, jämlikt reglerna om principalansvar i 3 kap 1 § SkL.[907]

Även NJA 1998 s 734 rörde fråga om revisors skadeståndsskyldighet enligt 15 kap 2 § ABL för felaktiga uppgifter i årsredovisning. En bank hade med stöd av ett bolags årsredovisning lämnat bolaget krediter, varefter bolaget försattes i konkurs. Banken väckte talan mot bolagets revisor och yrkade, med åberopande av 15 kap 1 och 2 §§ aktiebolagslagen, att revisorn skulle åläggs skadeståndsansvar gentemot banken på grund av att han i vart fall av vårdslöshet brustit i sitt uppdrag som revisor, och därigenom varit medvållande till att banken som kreditgivare åsamkats ekonomisk skada. HD slog fast att generellt sett bör var och en ha rätt att utgå från att uppgifter i ett aktiebolags balansräkning är riktiga om det uppges att den har upprättats enligt tillämplig lag om årsredovisning och har godkänts av en revisor, varvid revisorn ålades ersättningsansvar.

Olika medel står till buds för revisor som har att påverka bolagets ledning till att korrigera en brist. Enligt 10 kap 6 och 35 §§ ABL samt ÅRL har revisorn möjlighet att göra framställan om korrigering i form av muntligt påpekande, i form av erinran eller genom att lämna en s k oren revisionsberättelse i enlighet med 10 kap 29-31 §§ ABL. Vilket medel revisorn skall använda är beroende av vilka omständigheter som föreligger, såsom hur väsentlig bristen kan bedömas vara. Revisionsberättelsen är det medel revisorn kan använda då han skall

[907] Arbetsgivaren hade i sin tur bara kunnat kräva Bengt J om synnerliga skäl hade förelegat med hänsyn till den skadegörande handlingens beskaffenhet, arbetstagarens ställning, den skadelidandes intresse och övriga omständigheter enligt 4 kap 1 § SkL.

avge sitt yttrande över bolagets skötsel. Eftersom revisionsberättelsen utgör underlag för den bedömning av bolaget som intressentkretsen gör, är det av synnerlig vikt att revisorerna utnyttjar det instrument som avgivandet av en ren respektive oren revisionsberättelse utgör. En oren revisisonsberättelse betraktas som graverande för bolaget och dess ledning, vilket leder till att orena revisionsberättelser inte avges annat än i flagranta fall av förekommande brister. I doktrinen framhålls att det är ”synnerligen ovanligt” att revisorn i praktiken använder sig av möjligheten att avge en oren revisionsberättelse.[908] Stor hänsyn tas till risken att bolaget skulle komma att lida skada av att en oren revisionsberättelse avges, eftersom det indikerar att bolagsledningen försummat sina plikter och att detta påverkar bolagets verksamhet och ekonomiska ställning. Särskilt allvarlig blir situationen i det fall bolaget är börsnoterat, eftersom reaktionen från marknaden inte torde utebli. En annan anledning till restriktiviteten torde vara att revisorn riskerar skadeståndsanspråk om en ogrundad anmärkning framförts.

Revisors granskningsuppgift härleds ur ett uppdragsförhållande, vilket medför ett sysslomannaansvar i förhållande till bolagsstämman.[909] Beträffande revisor finns ej föreskrivet att fråga rörande ansvar skall prövas av bolagsstämma. För talan mot en revisor krävs att minst en minoritet biträtt förslag att väcka skadeståndstalan. Av NJA 1990 s 286 framgår att kravet på bolagsstämmobehandling utgör en processförutsättning för en talan med anledning av bristfällig revision, oberoende av om talan riktas mot revisorn själv eller det revisionsbolag där revisorn är anställd.

Kommerskollegium har i sitt beslut rörande granskningen av revisorernas ansvar i Fermenta-fallet uttalat att avgörande för revisors prövning måste vara ”vad en revisors granskning med god revisionssed som utgångspunkt – givetvis med beaktande av de särskilda omständigheter som kan påverka granskningen – rimligen kan resultera i eller ”avslöja” och vad som enligt författning och god revisionssed bör komma till en vidare krets än bolaget självt till del.”[910] Dels rörde ärendet frågan om revisorerna hade uppfattat att indikationer rörande missvisande uppgifter förelåg, vilket borde föranlett en mer intensiv granskning, dels frågan om avgivande av revisionsprotokoll i stället borde bestått i att oren revisionsberättelse

[908] Kedner, G, - Roos, CM, Aktiebolagslagen, Del I, s 321. I en undersökning från 1992 befanns dock 12,5 % av samtliga revisisonsberättelser vara orena, Hasselberg, S - Kehrer, M, Vanligt med oren revisionsberättelse i svenska aktiebolag, Balans nr 5/95, s 20 ff.

[909] SOU 1995:44 s 252.

[910] Kommerskollegiets beslutx, s 12. Fermenta diskuteras i avsnitt x.

avlämnats.

I en dom meddelad av Kammarrätten i Stockholm[911] fastställer Kammarrätten den varning Revisorsnämnen tilldelat en revisor på grund av att han åsidosatt sina plikter som revisor. Revisorn hade undertecknat två prospekt utan att uppmärksamma att prospekten gav en missvisande bild av bolagets verksamhet.

Den auktoriserade revisorn var revisor för ett holdingbolag och dess dotterbolag vilka sedermera försattes i konkurs. Holdingbolagets verksamhet gick främst ut på att sköta holdinggruppens finansiella verksamhet. I juni 1998 beslöt bolagsstämman genomföra en nyemission av aktier samt att utge ett konverteringslån. I de prospekt som därvid upprättades nämndes inte att verksamheten till 80-90 procent utgjordes av finansverksamhet. Ingen information lämnades heller om holdingbolagets skalbolagsaffärer, av vilka merparten av bolagets verksamhet bestod. Inte heller nämndes i prospekten den fastighetsaffär på 105 miljoner SEK holdingbolaget genomfört med ett dotterbolag. Revisorn undertecknade trots detta prospekten. Revisorn tilldelades en varning av Revisorsnämnden, men revisorn invände mot varningen och överklagade Revisorsnämndens beslut till Kammarrätten. Kammarrätten fastställde emellertid Revisorsnämndens beslut.

Skadeståndanspråk från revisorer på grund av brister vid utförande av revisionen är inte ovanligt. Normalt sett utnyttjas dock revisorernas ansvarsförsäkringar till att betala skadestånd vid oaktsam revision, utan att frågan hänskjuts till domstols prövning.[912] I ett fåtal fall har revisor ålagts skadeståndsskyldighet för brister vid utförande av revisorsuppdraget. I det omdiskuterade Gusum-fallet[913] ålades revisor ansvar för att han ej iakttagit god revissionssed vid revision av bolagets räkenskaper. Köpare av metallverksamheten i Gusums bruk yrkade skadestånd av huvudrevisorn, i första hand på grund av att han begått svindleri enligt 9 kap 9 § BrB, i andra hand på grund av överträdelse av 15 kap 2 § ABL. Käranden grundade sin talan på att revisorn brustit i omsorg vid utförandet av sitt uppdrag, och underlåtit

[911] Kammarrättens i Stockholm dom den 13 juni 2000 i mål 5136-1999. Domen har vunnit laga kraft.

[912] SOU 1995:44 s 256.

[913] Stockholms tingsrätts dom, DT 138, 1993-07-09, T 6-80-90 – T 6-95-90. Domen överklagades till Svea hovrätt, där parterna återkallade sin respektive talan. Detta innebar att hovrätten undanröjde tingsrättens dom och avskrev målet från vidare handläggning, Svea hovrätts beslut 1995-01-17, T 1343-93. Bolaget försattes i konkurs 1988, varvid det uppdgades att det genomförts omfattande manipulaitoner av bolagets bokföring. På aktieägarnas begäran tillsattes en särskild granskningsman i enlighet med 10 kap 14 § ABL. Vidare beslutade Kommerskollegium och FAR:s disciplinnämnd om granskning av revisorernas arbete, vilket ledde till att huvudrevisorn meddelades varning av Kommerskollegium och av disciplinnämnden. Granskningsmannen kom fram till att revisorerna förfarit i strid med 10 kap 7 ABL och 10 §§ samt med regler i 11 kap och därmed gjort sig skyldiga till skadeståndsgrundande underlåtenhet enligt 15 kap 2 § ABL. Verkställande direktören och vice verkställande direktören (tillika ekonomichef) är dömda för brottslig gärning.

att iaktta god revisionssed. Årsredovisningen samt revisionsberättelsen hade avgivits utan anmärkning, vilket var i strid med ABL:s regler. Käranden menade att man förlitat sig på att dessa felaktiga handlingar var rättvisande, och härigenom föranletts förvärva aktier i Gusum. Då oegentligheter uppdagades konstaterades att aktierna vara värdelösa, varvid förvärvaren av aktierna lidit skada motsvarande köpeskillingen. Revisorn bestred att vårdslöshet förelåg, och invände att det inte förelåg något rättsligt relevant orsakssamband mellan den oriktiga årsredovisningen och den kursförlust som drabbat kärandesidan. Revisorn menade att då han ansåg sig ha följt aktiebolagslagens regler, och därvid inte upptäckt oegentligheter i bolagets redovisning, han inte varit vållande till kärandens skada.

Svindleriyrkandet avslogs, och huvudfrågan i tingsrätten blev huruvida adekvat kausalitet förelegat dels mellan årsredovisningen och kärandens förlust, dels mellan revisorns försummelse och förlusten. Revisorn invände att käranden inte förlitat sig på den bristfälliga årsredovisningen, utan i stället på en för förvärvet särskild upprättad balansräkning. Han anförde vidare att revisorns ansvar inte kan utsträckas till att omfatta en aktieköpande allmänhet, och stödde sig därmed på ett utlåtande av Kleineman. Kleineman betonade vikten av att fastställa den skadelidande kretsen i avsikt att undvika att en culpös revisor skulle komma att bli ”skadeståndsskyldig mot en alltför vid krets av investerare.”[914] Enligt Kleineman borde en viss närhet föreligga mellan revisorn och investeraren för att ansvar skulle komma ifråga, och enbart det faktum att investeraren läst en av revisor reviderad årsredovisning uppfyllde enligt Kleineman inte detta krav på närhet.

Rättens inställning var dock att på grund av att det inte var fråga om något anonymt förvärv av aktier eller en ren kapitalplacering, utan förvärvet skedde i avsikt att erhålla kontroll över bolaget, hade ”aktieförvärvarna ett särskilt intresse av att det ekonomiska underlag som köparen förlitade sig på var tillförlitligt”.[915] Man ansåg att av det ekonomiska underlaget årsredovisningen var av speciell betydelse. Rätten fann det uppenbart att käranden grundat sitt förvärv på den bristfälliga årsredovisningen, vilken även innehållit revisorns revisionsberättelse där ingen anmärkning gjorts. Rätten konstaterade att uttrycket ”annan” inte utesluter att förvärvare av aktier i ett bolag på grundval av felaktig information kan anses omfattas av det externa ansvaret i 15 kap 2 § ABL.[916] Rätten anförde vidare att fråga om

[914] Gusumdomen s 88.

[915] Gusumdomen s 89.

[916] Gusumdomen s 88.

skadestånd skall utgå i det enskilda fallet måste bedömas utifrån allmänna skadeståndsrättsliga principer, varvid man framförde åsikten att denna bedömning även omfattar en tillämpning av normskyddsläran. Skadeståndsansvaret skulle således bedömas utifrån de intressen som varit avsedda att skyddas med normen ifråga, och grunderna för 10 kap 7 § ABL bedömdes därmed vara av särskilt intresse. Vidare uttalade rätten att departementschefen i förarbetena till ABL betonat ”vikten av att revisorerna också beaktar den aktieköpande allmänhetens intresse.”[917]

Rätten fann att revisorn handlat i strid med god revisionssed, och därigenom oaktsamt medverkat till den bristfälliga årsredovisningen och kärandens skada. Vidare konstaterades att kausalitet förlåg mellan revisorns culpa och kärandens förlust. Eftersom revisorn borde tagit förlusten i beräkning bedömdes kausaliteten vara adekvat, varvid revisorn ålades skadeståndsansvar i enlighet med 10 kap 7 § och 15 kap 2 § ABL.

Rättens resonemang väcker frågan om det är motiverat att göra skillnad mellan kärandens aktieförvärv i syfte att få kontroll och bedriva affärsverksamhet i det förvärvade bolaget, och förvärv som görs i rent kapitalplaceringssyfte. Respektive kategori borde ha lika stort intresse av att årsredovisningen ger en rättvisande bild av bolagets ekonomi, och det torde inte finnas någon rättslig grund för en dylik åtskillnad.

14.3 Culpabedömningen vid revisors ansvar

14.3.1 Regler rörande revisors bedömning

Av 10 kap ABL samt regler utgivna av Föreningen Auktoriserade Revisorer, FAR, följer en skyldighet för revisor att utföra sina uppgifter inom ramen för god revissionssed, god redovisningssed och god revisorssed.[918] De organ som utfärdar rekommendationer på området är utöver FAR Bokföringsnämnden, BFN, och Redovisningsrådet, RR. Dessa organ har till uppgift att utfärda rekommendationer och informera om redovisningsfrågor.

God redovisningssed kan sägas vara normer för bokföring och bokslut. Bokföringsnämnden ansvarar enligt 8 kap 1 § bokföringslagen (1999:1078) för utvecklandet av god redovisningssed. I förarbetena till bokföringslagen beskrivs god

[917] Gusumdomen s 88, prop 1975:103 s 224-244. Revisor som utfört sin uppgift i strid med god revisionssed har i såväl Norge som Danmark ålagts ansvar, se t ex Rt 1957 s 607 samt UfR 1978 s 653.

[918] FAR:s etikregler, regel 4.

redovisningssed som "en faktiskt förekommande praxis hos en kvalitativt representativ krets bokföringsskyldiga."[919] Den rättsliga standarden god revisionssed härleds dock även ur 10 kap 3 § ABL, varvid domstolarna har en viktig roll vid angivande av ramarna för god revisionssed.

Enligt 14 § lagen (1995:528) om revisorer skall auktoriserad revisor utföra sina uppdrag omsorgsfullt och enligt god revisorssed. Vad god revisorssed kräver är inte närmare angivet i lagen. I stället har FAR:s föreningsstämma antagit ”Regler för god revisorssed”[920], vilka återges i FAR:s samlingsvolym som publiceras årligen. I FAR:s etikregler stadgas att medlemmar skall beakta FAR:s rekommendationer i revisionsfrågor vid all revisionsverksamhet, samt att revisor vid utförande av sitt uppdrag skall iaktta god revisionssed och god revisorssed.

14.3.2 Aktsamhetsbedömningen

Genomför flera revisorer ett revisionsuppdrag i samma bolag är deras ansvar individuellt, och varje revisor är ansvarig för hela den granskning som ingår i revisionsuppdraget.[921] För revisorsprofessionen följer graden av omsorg i första hand av lagens och bolagsordningens bestämmelser om revisors plikter och kvalifikationer. 15 kap 2 § ABL stadgar att revisor är ersättningsskyldig enligt samma grunder som stiftare och bolagsledning enligt 15 kap 1 §. De rent formella förutsättningarna för revisors skadeståndsansvar skiljer sig med andra ord inte från dessa, utan skada som vållats genom uppsåt eller oaktsamhet skall ersättas. Enligt stadgandet i 10 kap 3 § ABL skall revisor utföra revisionen såsom god revisisonssed kräver, vilket innebär att om revisorn inte följer reglerna avseende god revisionssed, han får anses ha varit oaktsam.[922] Vidare kan vid culpabeömningen enligt doktrinen principerna för syssloman användas som måttstock.[923] Därvid skall klarläggas vilken grad av omsorg, skicklighet och förtroende som rimligen kan och bör fordras av en revisor. Viktiga faktorer vid detta klarläggande är uppdragets art och eventuella inskränkningar, eller utvidgningar av uppdraget.[924]

---

[919] Prop 1975:104 s 148.

[920] Antagna första gången vid årsstämman 1976.

[921] Prop 1975:103 s 434. Moberg anför att en väsentlig differens i fråga om arvode kan påverka ansvarsbedömningen eftersom det indikerar en differens i arbetsfördelningen, Moberg, Bolagsrevisorn, s 173.

[922] Moberg, K, Bolagsrevisorn, s 171 f.

[923] Kedner, G - Roos, CM, Aktiebolagslagen Del II, s 357 f.

[924] Gorton, L, Revisorns ställning, s 197.

Bedömningen av revisors ansvar enligt ABL skall, som framgått, vara i hög grad objektiviserad. Som konstaterats under avsnitt x måste emellertid vid en objektiv culpabedömning utrymme finnas även för subjektiva faktorer.[925] Utgångspunkten är därvid att bristande sakkunskap eller avsaknad av andra personliga kvalifikationer inte minskar det ansvar som åvilar revisorn enligt aktiebolagslagen. Men culpabedömningen skulle kunna utfalla olika i förhållandet mellan kvalificerade och övriga revisorer i samband med bedömningen av mycket invecklade affärstransaktioner, då högre krav generellt kan ställas på de förstnämnda.[926] En annan subjektiv faktor är passivitet. Som huvudregel gäller att passivitet inte kan medför någon lindring i skadeståndsansvaret för revisorer.[927] Ett undantag kan dock föreligga då revisorn påtvingas en passiv roll av bolagsledningen. Ett exempel på en dylik situation kan vara när revisorn inte erhåller den information som krävs att organledamöterna tillhandahåller i enlighet med 10 kap 7 § ABL. Den påtvingade passiviteten kan dock endast ursäktas under en begränsad tid, varefter revisorn åter befinner sig inom de ramar som huvdregeln anger.

Vid bedömningen av revisors ansvar måste även hänsyn tas till det faktum att bolagets ledning eventuellt avsiktligt undanhållit revisorn information. Vill bolagsledningen dölja att bolagets ekonomi inte är tillfredsställande söker ledningen undvika en regelrätt revidering av bolagets siffror och finanser, eftersom denna skulle avslöja de verkliga förhållanden ledningen sökt dölja. Situationen blir mer komplicerad i de fall ledningen inte uppsåtligt lämnar vilseledande uppgifter till revisorn, utan endast presenterar bolaget i så fördelaktig dager som möjligt.

14.4 Kravet på orsakssamband

I överensstämmelse med allmänna ersättningsregler krävs orsakssamband mellan revisorns bristfälliga uppgifter och uppkommen skada, dvs den skadelidandes förlust. Har revisorn varit försumlig vid utförande av sitt uppdrag, varigenom bolagets årsredovisning kommit att innehålla felaktiga uppgifter vilka orsakar investor skada, är det inget tvivel om att orsakssambandet är uppfyllt. Skadan hade inte inträffat utan revisorns bristfälliga insats. Även underlåtelse att korrigera felaktigheter i det uppdragsgivande bolagets uppgifter ger upphov till ersättningsansvar och uppfyller kravet på orsakssamband. Har revisorn vid sin revision av bolagets räkenskaper

[925] Se culpaavsnittet s supra

[926] Dotevall, R, Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör, s 106.

[927] Moberg, K, Bolagsrevisorn, s 173.

varit försumlig eller underlåtit att påtala brister i den ekonomiska rapportering som intagits i prospektet, kan skadelidande investorer med stöd av 15 kap 2 § yrka skadestånd från revisorn.

14.5 Ansvarsuppdelningen mellan styrelsen och revisorn

En fråga som aktualiseras vid bedömning av revisors ansvar är huruvida en ren revisionsberättelse kan exculpera bolagsledningen. Nära samband föreligger mellan revisors anmärkning och den ansvarsfrihet bolagsstämman har att lämna styrelsen.[928] Har revisor vid sin granskning funnit att en åtgärd eller försummelse kan föranleda ansvar, skall detta enligt 29-31 §§ ABL anmärkas i revisionsberättelsen. Påpekar revisorn brister i förvaltningen eller i organisationen av bokföring och medelsförvaltning, och ledningen inte vidtar åtgärder i enlighet med de påtalade bristerna, kan revisorn ej åläggas ansvar, men det ligger nära till hands att betrakta bolagsledningens underlåtenhet som skadeståndsgrundande för bolagsledningen. Styrelsen torde dock inte kunna förlita sig enbart på revisionsberättelsen och medges ansvarsfrihet genom att åberopa att en ren revisionsberättelse avgivits. Besitter revisorn inte tillräckliga kvalifikationer, eller har revisorn reviderat bolaget i strid med god revisionssed kan revisor hållas ansvarig. Detta torde inte minska bolagsledningens ansvar för de legala uppgifter som åligger organledamöterna enligt ABL, dvs styrelsens har fortfarande ett kontrollansvar över att revisor utför sina uppgifter i enlighet med tillämpligt regelverk.[929]

14.6 Revisors administrativa ansvar

Förfar revisor vid granskningen av prospektet oaktsamt kan han komma att drabbas av olika adminstrativa sanktioner. Revisorsnämnden är tillsynsmyndighet över auktoriserade och godkända revisorers verksamhet, samt över revisionsbolagen.[930] Nämnden har att pröva frågor om disciplinära åtgärder, och skall i sin verksamhet utveckla och främja god revisorssed. Nämnden granskar verksamheten, och ärendena publiceras i anonymiserad form.

De viktigaste disciplinära åtgärder som kan komma ifråga enligt 22 § i lagen (1995:528) om revisorer är upphävande av auktorisation eller godkännande. Upphävande kan ske om revisor uppsåtligen gör orätt i sin verksamhet eller eljest förfar oredligt. Är omständigheterna

[928] infra

[929] Se redogörelse för den legala funktionsfördelningen under avsnitt x.

[930] Lag (1995:528) om revisorer § 3.

förmildrande får i stället varning meddelas. Varning kan även meddelas om revisor i annat fall åsidosätter vad som åligger honom som revisor. Auktorisationen kan upphävas om omständigheterna i dessa fall är försvårande. Revisorsnämnden kan även meddela erinran, samt ålägga revisorn att betala straffavgift.

Även FAR utövar tillsynsverksamhet avseende frågor om disciplinärt ingripande mot medlem. FAR:s disciplinnämnd kan således besluta om uteslutning ur FAR, samt meddela varning eller erinran.[931]

14.7 Sammanfattande slutsatser

Revisorn torde bära ett långtgående ansvar för de uppgifter han enligt aktiebolagslagen ansvarar för, eftersom aktiebolagslagens regler innebär att revisor åläggs ett skadeståndsansvar mot tredje man som inte alls begränsas av spärregeln i 2 kap 4 § SkL.[932] Eftersom revisorn vanligen reviderat de tre senaste årens räkenskaper, vilka enligt 4 kap 20 § ABL skall intas i prospektet, och därigenom har ingående kunskaper om bolagets ekonomiska förhållanden, torde man kunna kräva att revisor aktivt utnyttjar denna kunskap, och tar ställning till huruvida de uppgifter som skall publiceras i prospektet är riktiga. Har revisorn därmed inte gjort en anmärkning, trots att en dylik varit befogad, torde ansvar kunna åläggas revisorn. Har revisor framfört kritik och rättelse i enlighet därmed inte skett bör det åligga revisorn att åter framställa synpunkter. Underlåtelse av revisor att skärpa graden av framställd kritik kan i annat fall komma att anses strida mot god revisionssed.

Även revisorns intygande enligt 3 kap 7 § respektive 17 kap 7 § FFFS 1995:21 torde medföra ett långtgående ansvar för att de sålunda intygade uppgifterna är korrekta.[933] Eftersom överträdelse av FFFS 1995:21 ej är sanktionerad skall överträdelsen bedömas med stöd av de allmänna skadeståndsrättsliga principer för vilka redogörs i avsnitt x.

[931] FAR:s stadgar 32 §.

[932] SOU 1995:44 s 254.

[933] Jfr diskussion om ansvar för standardiserade ansvarsförklaringar under abvsnitt x.

15 Emissionsinstitutets ansvar

15.1 Inledning

Emissionsinstitut kan fungera som mäklare på såväl primär- som sekundärmarknaden. På den förra, dvs vid emission av värdepapper, används benämningen emissionsinstitut, på den senare har emissionsinstitutet rollen som fondkommissionär. Lagen (1991:981) om värdepappersrörelse innehåller näringsrättsliga regler för företag som bedriver verksamhet på värdepappersmarknaden. I enlighet med denna lag kan som emissionsinstitut fondkommissionsavdelningen på en bank eller en fristående fondkommissionär fungera. För emissionsmedverkan krävs tillstånd enligt 1 kap 3 § 5. Tillstånd att bedriva handel med värdepapper ges av Finansinspektionen.

I förarbetena till ny börslagstiftning uttalades att verksamheter som består i att erbjuda allmänheten tjänster på värdepappersmarknaden bör bedrivas så att allmänheten förtroende för marknaden inte rubbas, och att aktörer som bedriver yrkesmässig verksamhet som kan påverka allmänhetens intresse inom värdepappershandeln bör stå under det allmännas tillsyn, och kunna bli föremål för korrigerande ingripanden från en statlig myndighets sida. I fråga om medverkan i samband med emissioner uttalades att det behövs ett utökat skydd för investerarna, och man konstaterar att det inträffat att erbjudanden till allmänheten saknat de mest grundläggande uppgifter som bör ingå i ett prospekt, trots att en emissionsförmedlare medverkat.[934] Enligt förarbetena tar lagens regler sålunda sikte på företag som genom sin medverkan i emissioner och andra erbjudanden utåt framstår som garanter för att de till allmänheten riktade erbjudandena är utformade i enlighet med gällande normer. Enligt lagtexten omfattas ”garantigivning eller annan medverkan vid emissioner av fondpapper eller erbjudanden om köp eller försäljning av finansiella instrument som är riktade till en öppen krets.” En väsentlig del i dessa uppdrag består i att upprätta prospekt, vilka skall kunna ligga till grund för marknadens bedömning av värdet av ett erbjudande.

Emissionsinstituts medverkan krävs ej i lag, och teoretiskt sett kan emittentbolaget självt svara för upprättande av prospektet. Emissionsinstitutets praktiska ansvar begränsas då till att tillhandahålla och emotta anmälningssedlar om teckning av aktie.[935] Ett erbjudande om teckning av aktier till allmänheten är emellertid en komplicerad och tidsödande uppgift, och som regel ansvarar ett eller

[934] Prop 1991/92:113 s 165 f.

[935] Detta förekommer dock sällan vid börsnotering, då de komplicerade reglerna kräver medverkan av emissionsinstitut.

flera emissionsinstitut för den praktiska hanteringen av emissionen, vari oftast ingår insamling av information och upprättande av prospekt samt rådgivning i ekonomiska och juridiska frågor kring erbjudandet. Emissionsinstitutet svarar vidare för den praktiska hanteringen av anmälningssedlar och aktier samt betalning av dessa.

I 1 kap 7 § lagen (1991:980) om värdepappersrörelse har de s k uppföranderegelrna i EG:s investeringstjänstedirektiv, 93/22/EEG, intagits. I regeln anges bl a att ”värdeppersrörelse skall bedrivas så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och den enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras samt i övrigt så att rörelsen kan anses sund.” Vidare skall enligt paragrafen ett värdepappersinstitut skall

-i sin verksamhet handla på ett ärligt och rättvist sätt,

-handla med erforderlig skicklighet, omsorg och skyndsamhet,

-inneha och effektivt använda sådana resurser och rutiner som behövs för att rörelsen skall kunna bedrivas på ett riktigt sätt,

-från sina kunder inhämta uppgifter om deras ekonomiska situation, erfarenhet av värdepappersmarknaden och syftet med de tjänster de efterfrågar,

-vid sina kontakter med kunder lämna tillräcklig information om sådana omständigheter som är väsentliga i sammanhanget,

-undvika intressekonflikter och, om sådana inträffar, se till att kunderna behandlas rättvist, och

-i övrigt följa alla regler som gäller för verksamheten.

Reglerna skall iakttas av värdepappersinstitut precis som annan lagstiftning, men den allmänt hållna texten kan vålla tolkningsproblem. Enligt 8 § kan Finansinspektionen förelägga ett värdepappersinstitut att upphöra med sin verksamhet om det är uppenbart olämpligt att institutet bedriver handel.[936] Även Finansinspektionen har utfärdat regler för värdepappersrörelse i FFFS 1998:21, och allmänna råd om etiska riktlinjer i FFFS 1998:22. Finansinspektionen föreskriver att värdepappersinstitut skall utfärda etiska riktlinjer avseende dess verksamhet.

[936] Svensk Fondhandlareföreningens rekommendationer, feberuari 1996.

15.2 Ansvaret mot bolaget och dess aktieägare

Mellan ett emissionsinstitut som fått i uppdrag att upprätta ett prospekt och det uppdragslämnande bolaget och/eller säljande aktieägare föreligger ett uppdragsavtal. Ansvaret gentemot aktiesäljare respektive det emitterande bolaget grundas på det avtal som tecknas mellan parterna, och blir följaktligen ett inomobligatoriskt ansvar. Skyldighet för emissionsinstitutet att ersätta skada som vållats uppdragsgivaren vid utförande av uppdraget skall bedömas enligt vanliga regler om skadestånd i kontraktsförhållanden. Ansvaret kommer därför att omfatta hela den förlust säljaren eller bolaget kan ha lidit på grund av emissionsinstitutets fel eller oaktsamhet.[937] Ansvaret gentemot tidigare aktieägare är inte självklart inomobligatoriskt, utan beror på om avtalet är träffat endast mellan bolaget och emissionsinstitutet, eller även mellan aktieägaren och emissionsinstitutet.

15.3 Ansvaret gentemot investorerna

För emissionsinstitut som medverkar vid börsnotering eller offentligt erbjudande om försäljning av aktier finns inte ett i lag föreskrivet ansvar för prospektets innehåll eller utformning, och det ansvar emissionsinstutitet kan komma att åläggas är beroende av det uppdrag emissionsinstitutet fått av det aktiesäljande bolaget, vilket i sin tur påverkar ansvaret gentemot skadelidande investorer.

Som framgått av avsnitt x kan emissionsinstitutet åtaga sig att ta olika stor del av ansvaret för emissionen:

a) Vid såväl emission som försäljning av aktier kan emissionsinstitutet genom uppdraget få det praktiska ansvaret att samla in information, ombesörja sammanställning av den beskrivning av företaget som prospektet skall utgöra, samt ombesörja genomförandet av försäljningen. Emissionsinstitutet tecknar då ett s k best effort eller placeringsavtal med det emitterande bolaget. Emissionsinstitutet åtar sig härigenom att på vissa villkor sälja vissa eller samtliga aktier. Emissionsinstitutet kan även i emissionsavtalet med det emitterande bolaget åtaga sig att överta de aktier som inte tecknas av andra investorer.

b) I synnerhet vid internationella emissioner är det vanligt att emissionsinstitutet ikläder sig rollen av s k underwriter och säljer aktierna i fast räkning, s k firm committment underwriting. Underwriting innebär att emissionsinstitutet vid emission förvärvar aktierna från bolaget genom teckning, för att sedan själv

[937] Misstagen kan exempelvis leda till att tecknare inte betalar för sig tilldelade aktier. Föreligger en fullteckningsgaranti uppstår frågan om garantins omfattning.

sälja ut dem. Typiskt sett är det en grupp emissionsinstitut som åtar sig att sälja aktierna, av vilka ett eller par emissionsinstitut, s k lead managers" undertecknar emissionsavtalet. Dessa engagerar sedan ytterligare emissionsinstitut för försäljningen av aktierna, vilka endast agerar säljare av aktierna.

c) Emissionsinstitutet kan åtaga sig att endast ansvara för försäljningen av aktierna.

Vid en blockutförsäljning kan emissionsinstitutet även uppträda som kommissionär, vilket medför att kommissionslagens regler blir tillämpliga.

Agerar emissionsinstitutet endast mellanhand föreligger inte ett klart avtalsförhållande mellan emissionsinstitutet och investor. Ansvaret torde följaktligen i denna situation bli att bedöma enligt allmänna skadeståndsrättsliga principer.

Har emissionsinstitutet förvärvat aktierna från bolaget som s k underwriter för att vidaresälja dem aktualiseras köplagens regler.

15.3.1 Emissionsinstitutet ansvarar för emissionen utan att förvärva aktier

En vanligt förekommande situation är att emissionsinstitutet anvarar för framtagandet av prospektet och är ytterst ansvarigt för sammanställning och tryckning av informationsmaterialet i samband med försäljningen av aktierna. Emissionsinstitutet spelar då en central roll vid genomförandet av emissionen, men har emissionsinstitutet endast rollen av mellanhand föreligger inte ett klart avtalsförhållande mellan emissionsinstitutet och investor. Vid ett offentligt erbjudande om teckning eller köp av aktier lämnas anmälningssedlar om deltagande in till emissionsinstitutet. Dessa sedlar kan vara utformade på olika sätt. I nyemissionsfallet är de regelmässigt utformade som fullmakter för emissionsinstitutet att för aktietecknares räkning teckna aktier.[938] Eftersom det är emittentbolaget som lämnar erbjudandet om att teckna aktier föreligger inte något avtalsförhållande mellan emissionsinstitut och investor. Återigen hamnar vi i en situation där relationen möjligen kan bedömas vara kvasikontraktuell.[939] Den rimligaste slutsatsen måste vara att emissionsinstitutets ansvar gentemot investorer i ifrågavarande fall är beroende av den grad av ansvar som emissionsinstitutet tagit för emissionen. Om bolaget förser emissionsinstitutet med den information som skall medtagas i

[938] Vid blockutförsäljning är de normalt utformade som anbud om aktieförvärv.

[939] Se avsnitt x.

prospektet, och emissionsinstitutet därefter uteslutande har att sammanställa informationen, torde ett mindre ansvar åligga emissionsinstitutet än i det fall emissionsinstitutet svarat för genomgång av verksamheten utifrån all tillgänglig information om bolaget.

Bankinspektionen har vid ett par tillfällen uttalat sig beträffande emissionsinstituts ansvar för prospektinnehåll, dels i cirkulärskrivelser, dels i de etikmeddelanden som lämnats i samband med överträdelse av börsens inregistreringskontrakt. I cirkulärskrivelse 1984:1, med hänvisning till etikuttalande nr 36 och cirkulärskrivelse 1983:7, har Bankinspektionen uttalat sig i frågan i anledning av ett offentligt erbjudande av köp av aktier. Bankinspektionen fastslog att åtagande som market maker innefattar ett särskilt ansvar gentemot den investerande allmänheten. Bankinspektionen menade att det därvid åligger market makern en skyldighet att tillse att prospektets innehåll överensstämmer med ABL:s regler om prospektinnehåll. Vad angår ansvaret för innehållet i prospekt uttalar inspektionen:

”Vad först angår ansvaret för innehållet i prospektet anser inspektionen lika med börsstyrelsen att de båda emissionsbankerna har ett medansvar även om de inte aktivt medverkat vid utarbetandet av prospektet. Ett prospekt som fondkommissionär ställer sig bakom genom att medverka i emissionen skall aktiemarknaden kunna lita på.”

Ett börsnoterat bolag, A, hade lämnat ett offentligt erbjudande om köp av samtliga aktier i ett inofficiellt noterat bolag, B. Av det prospekt som tillställts aktieägarna i bolaget B framgick att den som önskade acceptera erbjudandet under en viss tid skulle lämna in sina aktier till någondera av två namngivna banker. Upplysningar om erbjudandet, utöver de som framgick av prospektet, kunde erhållas hos bankkontoren. Av prospektet framgick vidare att uppgifterna om B var hämtade från bolagets senaste hel- och delårsrapporter.[940] En privatperson klagade hos Bankinspektionen bl a över att prospektet var olämpligt utformat då fastighetsbeståndets m fl tillgångar reella värde inte framgick. Klaganden framförde vidare att en av emissionsbankerna för bolaget A och/eller närstående intressen konsekvent, efter det att erbjudandet blev offentligt, på börsen köpt upp aktier i bolaget B till ett annat pris än det som gällde i erbjudandet.

Bankerna framförde att de inte deltagit i utformningen av prospektet. Beträffande fastighetsbeståndets värde uppgav en av bankerna bl a att vad A maximalt tänkt sig betala för tillgångarna kunde uppskattas med utgångspunkt från det antal aktier i bolaget A som erbjudits för varje aktie i bolaget B, aktiekursen i bolaget A samt aktiekapitalet i bolaget B. Mot bakgrund av att styrelsen i B inte var positivt inställd till samgåendet måste man, enligt banken, acceptera att informationen om B inskränkte sig till vad som kunde inhämtas ur officiella redovisningar. I sitt yttrande menade banken att vidare att den mottagit och utfört köporder från bolaget A avseende aktier i B enär reglerna för vad som kan anses vara tillåtet är oklara i detta

[940] Före 1993 saknades kravet på godkännande av prospektet av statlig myndighet innan detta ges ut.

avseende.

Efter att ha inhämtat yttrande från börsstyrelsen uttalade Bankinspektionen bl a följande:

Enligt inspektionens uppfattning är det väsentligt för en sund utveckling av en fondkommissionsrörelse att fondkommissionären i sin verksamhet respekterar de principer som fastslagits i det inregistreringskontrakt som Stockholms Fondbörs slutit med de på börsen noterade bolagen och som en följd härav även näringslivets börskommittés rekommendationer rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv i och för samgående mellan bolag.

Vad så angår frågan om det reella värdet av B:s fastighetsbestånd bort redovisas i prospektet anser inspektionen att en sådan uppgift varit betydelsefull och alltså inte bort utelämnas. Även om bankerna inte kunnat ta fram uppgifter om detta värde, hade de bort tillse, att den sannolika förefintligheten av högre reella värden än de bokförda påpekades i prospektet. Då så ej skett kan de båda bankerna inte undgå kritik i denna del.

Vad härefter angår förvärv på börsen av aktier på andra villkor än i prospektet anser inspektionen lika med börsstyrelsen att principen om likabehandling inte låter sig förenas med ett förfarande som innebär att det erbjudande bolaget förvärvar aktierna på villkor som avviker från prospektet. Inspektionen kan för sin del inte finna att de av börsbolagen godtagna etiska grundsatserna är oklara på denna punkt. Tvärtom föreligger här en anmärkningsvärd avvikelse från en grundläggande regel. Alla fondkommmissionärer, som medverkat till förvärven på börsen, hade bort avstå härifrån, men ett särskilt ansvar åvilar banken såsom en av emissionsbankerna. I denna del måste inspektionen uttala allvarlig kritik."

Bankinspektionens inställning till om fondkommissionär skall anses vara ansvarig för icke finansiella uppgifter i prospekt framgår av uttalandet nedan. Ärendet gällde ett prospekt vid börsintroduktion av ett svenskt börsnoterat bolag, Fermenta, på Londonmarknaden. Efter utgivandet av prospektet framkom att uppgifterna om verkställande direktörens akademiska meriter var felaktiga.

"Vad först angår frågan om en bankfondkommissionär bör anses ha en skyldighet att företa en kontroll även av icke finansiella uppgifter som kan ha betydelse för bedömningen av t ex en företagslednings kompetens anser bankinspektionen att det i princip bör åligga en bank/fondkommissionär att företa sådan kontroll. Allmänhetens förtroende för prospekt och liknande information i samband med marknadsintroduktion bygger i hög grad på att en bank eller fondkommissionär med sitt namn garanterar riktigheten av uppgifter som är väsentliga för bedömning av företaget. Enligt bankinspektionens uppfattning har en bank eller fondkommissionär alltid ett medansvar för riktigheten av sådana uppgifter. Kravet på kontroll bör å andra sidan vara rimligt. Kravet blir mindre om banken har en nära och ingående kännedom om företaget. Uppgifter av nu antydd art som företaget i första hand bör svara för och banken inte har någon anledning att ifrågasätta bör banken normalt kunna godta. Bankinspektionen kan dock inte dela bankens uppfattning att vissa sådana uppgifter ligger helt utanför bankens ansvar. Ansvaret för riktigheten av en uppgift bör enligt inspektionens uppfattning vara densamma så snart informationen vänder sig till marknaden på t e x sätt som skett i det aktuella fallet även om det inte är ett emissionsprospekt enligt aktiebolagslagen. En annan sak är att innehållet i

dokumentet kan vara mer eller mindre utförligt."[941]

Bankinspektionen har vidare uttalat att

"En fondkommmissionär som medverkar vid marknadsintroduktion till allmänheten bör noggrant undersöka vilka ägarförändringar som ägt rum i bolaget under sådan tid innan uppdraget aktualiseras att förändringarna kan anses ha ett samband med den planerade introduktionen. Därvid bör en fondkommissionär göra sig underrättad om pris och andra faktorer av intresse."[942]

Emissionsinstitutet ansvarar således enligt bankinspektionen för att uppgifterna är riktiga i varje situation då informationen vänder sig till marknaden. Kravet på kontroll måste dock förmodas hålla sig inom rimliga gränser.

I hovrättsfallet T 866/95[943] undgick emissionsinstitutet ansvar trots att detta varit ansvarigt för utformningen av prospektet och det informationsmaterial som tillhandahölls i samband med emissionen, och informationsmaterialet innehållit uppgifter som skulle kunna bedömas vara vilseledande. Målet gällde fråga om återbetalning av lån. Ett bolag inbjöd sina anställda att förvärva konvertibla förlagsbevis, vilket de anställda finansierade med lån i den bank som ansvarade för prospektet. När bolaget försattes i konkurs blev konvertiblerna värdelösa, och kärandena ansökte hos tingsrätten om att få bli befriade från betalningsansvaret för lånen. Grunden för yrkandena var att banken varit försumlig vid lämnade av information i samband med erbjudande om att köpa konvertibler, bristande pantvård, att banken brustit i sin roll som syssloman, samt att banken medverkat till skadan. Bland annat saknades i prospektet information om vad som skulle komma att hända vid en eventuell konkurs. I informationsmaterialet fanns vidare uppgifter som gav vid handen att placeringen skulle vara riskfri, dvs vad som kärandena uppfattat vara en underförstådd förväntan om att banken skulle stå som garant för i bolaget insatt kapital. I samband med emissionen publicerades ett prospekt samt ett informationsmaterial, i målet kallad Inbjudan. I Inbjudan angavs att "om företaget skulle komma att utvecklas ogynnsamt under de kommande åren kan du behålla konvertibeln och få den kontant inlöst till nominella värdet om drygt fem år…" och "Det enda du kan förlora på konvertibeln är den något högre ränta du skulle kunna få på en annan placering." Vidare användes i Inbjudan uttryck som "praktiskt taget riskfria förlagsbevis," "den låga risken med placering i ett förlagsbevis" och "mycket begränsad risk". Dessa riskuttalanden fanns däremot inte med i prospektet.

---

[941] Etikmeddelande 56.

[942] Etikmeddelande 55.

[943] Hovrättens för Västra Sverige, dom 1997-12-19.

Kärandena menade att banken i Inbjudan lämnat en enuntiation rörande frånvaron av risker med konvertibelförvärv, och att en enuntiation är att jämställa med en garanti, vilken leder till strikt ansvar. Banken invände att man inte kunde åläggas ansvar för innehållet i prospektet på grund av att det var bolaget som tillhandahållit uppgifterna i prospektet.

Enligt tingsrättens mening fick bankens medverkan i projektet anses ha till sin art och omfattning varit sådan att banken på denna grund inte kunnat frånskriva sig ansvar för uppgifterna i någon del av informationsmaterialet. Domstolen konstaterar i domen att helhetsintrycket av informationen är att riskerna med förvärv av förlagsbevisen var närmast obefintliga, samt att uttalandena i Inbjudan var vilseledande för dem som inte genom speciella kunskaper på området kunnat göra en mer realistisk bedömning. Tingsrätten befriade kärandena från betalningsansvar för lånen.

Hovrätten menade dock att även om mer realistisk information lämnats, det inte var säkert att investor skulle gjort en annorlunda bedömning av sitt investeringsbeslut. Informationen kunde vidare inte tolkas så att banken gjort något åtagande gentemot konvertibelägarna i händelse av att bolaget skulle få betalningsproblem. Hovrätten menade att informationens innehåll inte syntes avvika från vad som under denna tid var gängse vid presentation av konvertibelprojekt för anställda i ett företag, och att detta måste tillmätas vikt vid skälighetsprövningen. Hovrätten menade vidare att kärandena måste varit medvetna om att de gjort en riskkapitalinvestering, och deras uppfattning att de erbjudits en kapitalinvestering som bara kunde ge vinst och inte förlust därför var orimlig.

Grunderna för hovrättens bedömning var sålunda

- man ifrågasatte huruvida orsakssamband förelegat mellan den vilseledande informationen och respektive investors investeringsbeslut
- att informationsmaterial i samband med aktuell typ av emission generellt innehåller (under denna tid) motsvarande uppgifter
- investor bör vara medveten om risken med denna typ av investering

Vidare gjordes bedömningen att informationen inte kunde uppfattas som ett garantiåtagande från bankens sida.

Hovrätten har sålunda gjort bedömningen att det åligger investor en undersökningsplikt, varvid denne har att ta del av all information som tillhandahålls, samt vara medveten om att en investering alltid innebär en risk, även om det i informationsmaterialet explicit framgår att

risken med investeringen är minimal.

Hovrätten tycks emellertid vara av uppfattningen att ansvar i och för sig skulle kunna komma ifråga.

Domen väcker även frågan om huruvida prospektansvaret skall omfatta de uppgifter som i informationsmaterial utöver prospektet offentliggörs i samband med försäljningen av aktier. Denna fråga behandlas under avsnitt x.

Emissionsinstitutets ansvar för information vid emission har i Norge prövats i byrettsfallet 178/1987 A VI, Kongeparken A/S, för vilket redogörs under avsnitt x. Målet är visserligen endast prövat i underrätt, men domstolens resonemang är av intresse i förevarande sammanhang. Rätten konstaterade i målet att vissa formella fel begåtts, men att dessa fel ej kunnat påverka aktietecknares investeringsbeslut. Vidare fastslogs att trots att prospektet innehållit en rad felaktiga uppgifter emissionsinstitutet ej kunde åläggas ansvar för de felaktiga uppgifterna, och detta mot bakgrund av att man haft rätt att förlita sig på de uppgifter som lämnats av de fysiska personer samt institutioner som ansvarade för det aktuella investeringsprojektet. Domstolen menade exempelvis att det inte var emissionsinstitutets ansvar att ifrågasätta budgets, och menade att ansvaret för att bedöma huruvida budgeterade inkomster var realistiska eller ej ålåg respektive potentiell investor.

Emissionen hade rönt stort massmedialt intresse, och projektet Kongeparken hade i samband med erbjudandet om aktieteckning fått mycket publicitet. Domstolen uttalade att det stora intresse för att teckna aktier i projektet inte var grundat på uppgifterna i prospektet, utan berodde på den massiva marknadsföring av projektet som bedrivits i samband med emissionen. Oaktsamhet bedömdes ej föreligga från emissionsinstitutets sida.

Domstolen har sålunda gjort bedömningen att det inte ålegat emissionsinstitutet någon undersökningsplikt ifråga om de uppgifter som tillhandahållits av bolagets företrädare. Vidare menar man att orsakssamband ej förelegat mellan de vilseledande uppgifterna och aktietecknares investeringsbeslut, utan att det var den massmediala uppmärksamhet emissionen erhållit som påverkat investor.[944]

15.3.2 Stand by underwriting

Garantigivning vid emission innebär att emissionsinstitutet åtar sig att teckna överblivna aktier, eller själv tecknar hela emissionen för vidare

[944] Jfr avsnitt x.

spridning till allmänheten. Enligt 2 kap 9 § samt 4 kap 12 § ABL skall nytecknade aktier vara fullt betalda innan en kapitalhöjning kan registreras. Särskilt vid offentliga emissioner förekommer ofta förseningar med inbetalning av likvid för aktier med enskilda mindre belopp, och det kan därför finnas behov av en garanti från emissionsbanken för att säkra en snabb börsnotering. Den vanliga formen för garanti av detta slag är en begränsad fullteckningsgaranti, varigenom emissionsinstitutet ansvarar för att teckning sker av tillräckligt många aktier för att emissionen skall kunna genomföras. Denna form av garanti omfattar ett ansvar för att teckning sker av det minimiantal aktier som måste tecknas för att börsnotering skall kunna ske. I det fall aktierna inte tecknas av fristående investorer, träder emissionsinstitutet in och köper det antal aktier som krävs för emissionens genomförande.[945]

Emissionsinstitutets ansvar torde inte påverkas av att man lämnat garanti om att förvärva en viss mängd icke-tecknade aktier, utan ansvaret blir likställt det ansvar emissionsinstitutet bär för delaktighet i emission och framtagande av prospekt enligt 12.2.1 ovan. I det under avsnitt x nämna Hafina-målet konstaterar rätten att Hafnia-emissionen var garanterad, men att detta självklart inte innebär någon begränsning i ansvaret gentemot de skadelidande.[946]

15.3.3 Firm-commitment underwriting

I de fall emissionstitutet först förvärvar aktierna från bolaget genom teckning, eller förvärvar aktier från en eller flera aktieägare för att sedan själv sälja ut dem, övertar emissionsinstitutet äganderätten till aktierna, och försäljningen är att betrakta som en transaktion på sekundärmarknaden. Härvid torde köplagens (1990:931) regler bli tillämpliga.

15.3.3.1 Underwriters ansvar enligt köplagen

Köplagen är enligt 1 § tillämplig på köp och byte av lösa saker. Vid förvärv av aktier i bolag som inte är aktiemarknadsbolag är köplagens regler tillämpliga i de fall parterna inte utformat ett avtal som avviker från köplagens regler. Köprättsliga principer har tillämpats vid dessa s k förhandlade aktieöverlåtelser i en rad fall i domstols- och skiljedomspraxis.[947] Frågan om köplagens tillämplighet vid handel

[945]Gäller garantin endast ej tecknade aktier eller även icke betalda aktier? Hänsynen till övriga aktietecknare talar för att garantin gäller även ej betalda aktier. Även hänsynen till bolaget.

[946] Hafnia-domen s 4.

[947] Exempelvis under avsnitt x nämnda skiljedom ur Stockholms Handelskammares skiljedomsinstitut, årsskrift 1986 s 47; skiljedom meddelad den 31 januari 1991.

med aktier i aktiemarknadsbolag är dock inte helt klar. I doktrin har diskuterats om fel vid överlåtelse av aktie i aktiemarknadsbolag skall bedömas enligt 17-19 §§ KöpL eller enligt 9 kap 2 § skuldebrevslagen, SkbrL.[948] En tillämpning av den senare innebär att överlåtaren endast svarar för fordringens giltighet, och inte för gäldenärens betalningsförmåga. Sacklén menar att det inte kan uteslutas att icke-förhandlade aktieöverlåtelser skall bedömas enligt 9 kap 2 § SkbrL, eftersom såväl köpobjektet som partsförhållandena ligger utanför köplagens syfte.[949] Johanssons inställning är att köplagen endast torde bli aktuell i de fall säljaren har ett kontrollerande inflytande över bolaget.[950] Hultmark har i sin ingående analys av ansvarsfrågan vid handel med aktier kommit fram till att köplagens regler är tillämpliga vid erbjudanden om köp respektive försäljning av aktie.[951] Part som garanterar eller på annat sätt utan förbehåll lämnar uppgift om ett avtalsobjekt står normalt sett ansvar för att uppgiften är korrekt. Hultmark menar att vad som i detta avseende gäller för avtal i allmänhet även måste gälla för aktieköp. Hultmark påpekar att detta framgår uttryckligen av 17 § KöpL, men även gäller enligt allmänna avtalsrättsliga principer om ansvar för utfästelser och information.[952] Säljaren skulle därmed komma att åläggas ansvar med stöd av köplagens regler för de uppgifter han lämnar om aktierna och det bolag aktierna representerar.[953] Vidare torde säljaren ha en upplysningsplikt om negativa förhållanden i enlighet med köplagens regler. I den fortsatta framställningen är utgångspunkten att köplagens regler är tillämpliga på förhållandet mellan emissionsinstitutet och investorn. Den fråga som aktualiseras härvid är vilka köprättsliga principer som skall ligga till grund för bedömningen av emissionsinstitutets eventuella ansvar vid fel eller brist i det för ändamålet upprättade prospektet. Frågan kompliceras av att uppgifterna i prospektet lämnas av det aktuella bolaget. Vidare åvilar det associationsrättsliga ansvaret för vissa uppgifters riktighet bolagsorganen, exempelvis revisorns ansvar för bolagets redovisning.

Säljarens informationplikt enligt köplagen utgör tillsammans med prospektreglerna grunden för det informationsansvar säljaren kan

---

[948] Hultmark, C, Fel vid köp av aktie, s 79; Lindskog, S, Om tolkning av bolagsöverlåtelse, s 104. Sacklén, M, Om felansvar vid aktieköp, s 815.

[949] Håstad diskuterar kollisionen mellan reglerna i SkbrL och KommL i Sakrätt, s 241 ff.

[950] Johansson, A, Undersökningsplikt vid aktiebolagsförvärv – Frågor beträffande köplagens tillämpning vid förvärv av aktiebolag, s 81.

[951] Hultmark, C, Fel vid köp av aktie.

[952] Hultmark jämför prospektuppgifterna med de particulars som lämnas vid försäljning av fartyg, id. s 150 f. Jfr även Listing particulars, avsnitt x.

[953] Id, s 243.

sägas ha gentemot köpare av aktie, och omfattar således köpbeslut grundat på felaktiga upplysningar om bolaget i ett prospekt.[954] Den köprättsliga felbedömningen utgår från köparens förväntningar om avtalsföremålets beskaffenhet och görs i första hand objektivt, dvs oberoende av om säljaren har varit medveten om förväntningarna. Utgångspunkten för bedömningen är vilka förväntningar som kan sägas vara befogade mot bakgrund av hur avtalsföremålet har beskrivits, och omständigheterna kring avtalet. Avgörande är här vad som har sålts, och vilka förväntningar som i anledning därav är befogade. Vid köp av enstaka aktier är det uppenbart att en köpare av aktier inte har fog för att förvänta sig mer än att få aktier av viss typ i ett bolag.[955] Vid handel i större poster, där prospektkraven aktualiseras, kommer dock saken i ett annat läge. Emissionsinstitutet upprättar i samarbete med företrädare emittentbolaget ett prospektet, och lämnar i prospektet en beskrivning av det underliggande objektet. Härmed intygas att ifrågavarande objekt, dvs bolaget, motsvarar den i prospektet givna beskrivningen.

15.3.3.1.1 Fel i lämnade uppgifter

De fel som kan aktualiseras i ifrågavarande situation är s k informationsfel. Felet kan utgöras av att säljaren lämnat felaktig information, eller att nödvädig information inte lämnats. Detta kan ha skett med eller utan säljarens kännedom. Denne kan sålunda medvetet undanhållit köparen viss information, alternativt inte haft kännedom om förhållandet. Enligt 19 § KöpL får ett köpobjekt inte vara i väsentligt sämre skick än köparen hade behövt räkna med. Köparen har dock normalt vid en tillämpning av köplagens regler viss undersökningsplikt, vilket innebär att han ej kan göra gällande förhållanden han kände till eller bort känna till.[956] För säljaransvar är det enligt 18 § 2 st KöpL inte nödvändigt att säljaren hänvisat till eller åberopat uppgiften. I prop 88/89:76 s 33 framhålls att uppgifterna inte behöver tillställas köparen direkt, utan kan ha förekommit i ”allmän marknadsföring”. När uppgifter lämnas i mäklarannonser härrör de vanligen från säljaren. Sådana uppgifter ansvarar säljaren för som om han själv lämnat dem, vilket följer av 18 § 2 st KöpL.[957] Enligt Åhman

[954] Vid fel i aktie skiljs mellan fel i själva värdepappret, och fel knutet till bolagets underliggande värde, värdefel. Fel i själva aktien är även rådighetsfel, exempelvis att aktien inte har uppgivna egenskaper såsom rösträtt eller rätt till utdelning, varvid köparen kan göra felansvar gällande om han inte blivit informerad om rätt förhållande på förhand. Framställningen berör endast frågan om värdefel.

[955] Kihlman, J, Fel, s 195.

[956] En fråga är om köparen generellt kan förutsättas känna till all offentlig information.

[957] Hultmark, C, Kontraktsbrott vid köp av aktie, s 149.

bör ansvaret även omfatta allt det skrivna material säljaren tillhandahållit, såsom broschyrer, rapporter och redovisningshandlingar.[958] Av 18 § 2 st framgår att undantag görs för sådana felaktigheter som säljaren inte känt till och inte heller borde känt till. Av motiven framgår att denna begränsning avser att från uppgifter som omfattas av säljarens felansvar avskilja sådana fall där det inte är rimligt att anta att säljaren fått kännedom om uppgifterna.[959]

15.3.3.1.2 Säljarens upplysningsplikt

Enligt 19 § 2 p KöpL föreligger ett fel om säljaren före köpet ”underlåtit att upplysa köpare om ett sådant väsentligt förhållande rörande varans egenskaper eller användning som han måste antas ha känt till och som köparen med fog kunde räkna med att bli upplyst om, under förutsättning att underlåtenheten kan antas ha inverkat på köpet…” Utgångspunkten är således att förutsättningarna för säljarens upplysningsplikt inte skiljer sig från upplysningsskyldigheten gällande prospekt enligt Finansinspektionens föreskrifter.[960] Huvudregeln vid köp av aktier är dock att någon generell upplysningsplikt inte föreligger rörande prognoser.[961] Risken för händelser som inträffar efter leverans åvilar enligt köprätten köparen. Antaganden om framtida händelseutveckling är följaktligen inte befogade förutsättningar enligt 17 § 3 st KöpL. Detta torde medföra att köplagens regler inte kan tillämpas på innehållet i prognoser, budgets och annan framåtblickande information.

15.3.3.1.3 Säljarens undersökningsplikt

Enligt 18 § 1 st KöpL föreligger ett fel om överlåtelseobjektet inte överensstämmer med uppgifter om dess beskaffenhet som säljaren lämnat före köpet, s k enuntiationer. Säljaren kan sålunda åläggas enuntiativt ansvar för avvikelse från i prospektet lämnade positiva uppgifter. Ett enuntiativt ansvar innebär att ansvarssubjektet skulle komma att åläggas strikt ansvar för i prospektet lämnade uppgifter.

Säljarens undersökningsplikt omfattar samtliga de förhållanden som det kan förväntas att denne undersöker. Detta medför att emissionsinstitutet har att undersöka samtlig uppgifter emittentbolaget tillhandahåller, samt därvid kontrollera riktigheten i uppgifterna.

---

[958] Åhman, O, Betydelseprövningen vid företagsöverlåtelser, s 483.

[959] Prop 1988/89:76 s 89.

[960] Se avsnitt x

[961] Hård, T, Börsbolagens selektiva informationsgivning - från nästan inget till nästan allt, s 58 not 5.

Emissionsinstitutets ansvar för de uppgifter man inhämtat från bolaget är sålunda mer långtgående än vid utomobligatoriska förhållanden. Det åligger även säljaren att vidtaga undersökning för att kontrollera att han har kännedom om alla väsentliga uppgifter, varför ett ansvar även för utelämnande av uppgifter åligger emissionsinstitutet.

15.3.3.1.4 Ansvarsfrågan

Hultmark anför att när ett emissionsprospekt upprättas i enlighet med ABL ansvar enligt 18 § 2 st KöpL kan aktualiseras i de fall överträdelse av aktiebolagens regler skett.[962] Enligt Hultmark kan en köpare som litat till felaktiga uppgifter i prospektet dels rikta anspråk mot säljaren enligt 18 § 2 st KöpL, dels rikta skadeståndsanspråk mot bolagets styrelse samt revisor med stöd av 15 kap 1 och 2 § ABL. I fall där det inte finns någon aktiebolagsrättsligt reglerad skyldighet för bolagsorganen att ge potentiella köpare information anser Hultmark det vara mer ovisst om köplagen är tillämplig, då det inte framgår av motiv eller lagtext att informationen från bolagsorganen skulle kunna grunda säljaransvar. Bestämmelsen i 18 § 2 st KöpL har utformats främst med sikte på information från olika distributionsled vid försäljning av industriella varor, och Hultmark finner att det vore olämpligt att ”pressa in ett ansvar för uppgifter som lämnats av bolagsorganen utan att det förelegat skyldighet enligt aktiebolagslagen att upprätta ett prospekt.”[963] Reglerna i LBC, LHF samt FFFS var vid tiden för publicerande av Hultmarks undersökning inte ännu införlivade med svensk rätt, och numera torde även uppgifter som lämnats enligt nämnda regelverk idag omfattas av ansvaret. Slutsatsen skulle bli att det strikta ansvaret skulle komma att omfatta samtliga i prospektet lämnade uppgifter.

15.3.4 Förmedling av köporder

I fallet där emissionsinstitutet endast tillhandahåller och emottar anmälningssedlar och passivt förmedlat köporder har emissionsinstitutet sällan lämnat köparen information vilken kan vara ansvarsframkallande. Den omständighet att en bank åtagit sig att vara teckningsställe kan svårligen medföra ett prospektansvar för banken. Man torde normalt inte kunna begära att en bank som åtar sig att endast förmedla handel i aktien närmare sätter sig in i erbjudandet.

Exempel på att emissionsinstitutet inte alltid kan åläggas ansvar för prospektets innehåll fås av rättsfallet NJA 1996 s 3. Skadelidanden

[962] Idem.

[963] Idem.

yrkade ersättning för felaktiga uppgifter i prospekt från emissionsbank vid emittentbolagets konkurs. Bolaget erbjöd bl a sina anställda att mot erhållande av konvertibla skuldebrev låna ut pengar till bolaget. En bank beviljade bolagets anställda kredit för att finansiera förvärvet av skuldebrev och betalade ut lånebeloppen direkt till bolaget. Bolaget utfärdade emellertid inte skuldebrev, utan försattes efter en tid i konkurs. Emissionsprospektet visade sig vara felaktigt i väsentliga avseenden. Bland annat stämde inte vissa sakuppgifter rörande bolagets aktiekapital samt styrelseledamöterna. Vidare framgick av förvaltarberättelsen i konkursen att bolaget haft ekonomiska problem sedan flera år, samt att årsbokslut inte upprättats. Med hänsyn till att emissionsprospektet framställdes och skickades ut av bolaget utan medverkan av banken, samt att ingen rådgivning förekommit från emissionsinstitutetes sida gentemot bolaget, ansåg HD att banken inte kunde anses ha något ansvar gentemot käranden i fråga om bolagets ekonomiska ställning eller beträffande innehållet i emissionsprospektet.

15.3.5 Problemet med sammanblandning

Som nämnts ovan sker ofta en block-utförsäljning av aktier från ägare av bolaget samtidigt som bolaget erbjuder försäljning av nyemitterade aktier.[964] Har en blockutförsäljning ägt rum samtidigt med en nyemission kan man vanligen inte i efterhand särskilja de olika aktierna från varandra. Vid handel genom mäklare är parterna oftast anonyma, och om handeln har skett över börs är det inte ovanligt att mäklaren samlar ihop mindre order varefter det är omöjligt att identifiera parterna i efterhand. Möjligheten att spåra ett köp är liten, eftersom aktierna är generiskt bestämda vid ett och samma värdepappersnummer i motsats till de tidigare fysiska aktierna vilka var identiferade med specialla nummer. Man kan spåra överföringar från konto till konto i VPC, men man kan inte spåra enskilda aktier i de fall de gått in och ut på ett konto där det finns andra aktier med samma värdepappersnummer registrerade. Sker blockutförsäljning samtidigt som nyemission sammanblandas ”gamla” aktier med nyemitterade aktier, och vilka aktier bolaget respektive privat ägare försäljer går ej att särskilja.

Det finns två möjligheter att lösa detta problem:

- en uppdelning av försäljningen göras mellan nya aktier och gamla
- hela erbjudandet bedöms som nyteckning av aktier

[964] Ansvaret för aktiesäljare behandlas i avsnitt x.

Teoretiskt sett skulle antalet aktier i respektive försäljning ha betydelse på så sätt att den kategori aktier som är störst skulle komma att bli avgörande för vilken typ av transaktion som är för handen. Men eftersom nyteckning som framgått av avsnitt x inte kan klassas som köp torde det inte vara möjligt att helt enkelt bedöma hela utförsäljningen som en försäljning som skulle komma att falla under köplagens reglering.

Särskiljs de olika försäljningarna på så sätt att olika marknader skapas kan efterfrågan påverkas och ”gamla” aktier respektive nyemitterade aktier kan komma att betinga olika priser.[965] Har en särskiljning av

[965] Priset per aktie i en blockutförsäljning är inte nödvändigtvis detsamma som priset i en mindre post. Då blocket representerar en kontrollpost i bolaget kan aktievärdet ha ett övervärde relaterad till just denna faktor. Å andra sidan kan en liten post säljas till ett pris understigande börskursen.

1.1 Culpabedömningen

Den praktiska hanteringen innebär att emissionsinstitutet och emittenten samarbetar om insamling av uppgifter och material. Parterna engagerar vid genomgången av bolaget externa konsulter för att utreda specifika frågor. En legal genomgång görs av en advokatbyrå, en finansiell genomgång genomförs av emissionsinstitutet i samarbete med bl a emittentbolagets ekonomiavdelning och bolagets revisorer. De uppgifter som sålunda tillhandahålls görs tillgängliga för emissionsinstitutet, som använder uppgifterna som underlag för den ekonomiska presentationen av bolaget. Ofta engageras även en advokatbyrå för den slutgiltiga verifikationen av prospektet. I denna process görs en genomgång av alla uppgifter som presenteras i prospektet, samt en genomgång av vem som ansvarat för de sålunda lämnade uppgifterna.

Emissionsinstitutets uppgift är att förmedla konkreta uppgifter från en part till en annan, och den viktigaste uppgiften måste vara att förmedla så korrekta uppgifter som möjligt. Eftersom det är emissionsinstitutet som besitter kunskapen om förfarandet måste det åligga emissionsinstitutet att värdera och kontrollera de uppgifter bolaget tillhandahåller, och inte okritiskt acceptera och förmedla optimistiska uppgifter och värden. Man torde kunna kräva att en självständigt värdering görs av uppgifterna, varvid emissionsinstitutet måste utnyttja de källor och informationskanaler som normalt utnyttjas vid denna yrkesutövning. Emissionsinstitutet torde härvid ha att sortera bort vad som är av utpräglat subjektiv natur. Vidare får inte uppgifter lämnas med felaktig visshetsgrad, dvs säkra påståenden om förhållanden som är ovissa. Inom ramen för uppgiftsskyldigheten ligger även att inte nöja sig med uppgifter som kan vara otillräckliga,

aktierna skett kan ansvaret härledas till säljande part. Säljare av aktiepost skulle således komma att ansvara enligt köplagens regler, medan emittentbolaget skulle komma att ansvara för de nyemitterade aktierna. Eftersom möjligheten till ersättning torde vara större i de fall köplagens regler aktualiseras, kan redan existerande aktier komma att bli mer efterfrågade, och därmed få ett högre pris än de nyemitterade aktierna. Å andra sidan skulle vid oaktsam sammanblandning ansvaret kunna åläggas part som ansvarat för att särskiljning ej skett.

---

utan information måste även sökas aktivt för att undvika oklarheter. Emissionsinstitutet ansvarar för att all den information som behövs för att skapa sig en tillräckligt god bild av investeringen finns i prospektet, även om ej tillräcklig information tillhandahållits av emittentbolaget. En särskild undersökningsplikt måste åligga emissionsinstitutet i det fall man kan misstänka att det finns uppgifter som emittentbolaget söker dölja eller försköna.[965] Emissionsinstitutet ansvarar vidare för de råd man lämnar bolaget, exempelvis ifråga om prissättning av aktien. Härvidlag måste emissionsinstitutet vara tillräckligt insatt i de förhållanden hans bedömning av uppgifter bygger på. Andra faktorer som kan antas påverka culpabedömningen är en större provision än vanligt, ändamålet med emissionen, bolagets respektive emissionsinstitutets storlek, dvs styrkeförhållandet mellan emittentbolaget och emissionsinstitutet, samt emissionsbeloppets storlek. Om exempelvis ett litet bolag som vill göra en kapitalhöjning för att realisera ett visst projekt erhåller fullteckningsgaranti av ett emissionsinstitut vilket påtagit sig ansvaret att skaffa investorer, ligger det nära till hands att bedöma intitutets ansvar som ganska stort.[965]

En fråga som kan diskuteras är huruvida ansvaret skall bedömas på olika sätt i de fall emissionsinstitutet tagit initiativet till emissionen.[965] I situationen där ett emissionsinstitut tagit initiativet till börsintroduktion av ett bolag ligger det nära till hands att göra bedömningen att emissionsinstitutet bär ett större ansvar för såväl informationen i samband med försäljningen av aktier som för introduktionen. Den hårda konkurrensen mellan emissionsinstituten leder i vissa fall till att emissionsinstitutet gentemot emittentbolaget uppvisar en allför optimiskt bild av introduktionen. Emissionsinstitutet kan i vissa fall övertyga bolaget genom att åsätta aktien ett högre värde än vad marknaden långsiktigt är beredd att värdera aktien till. Avsikten med detta är att aktuellt emissionsinstitut skall framstå som det mest attraktiva alternativet för bolaget, detta till priset av minskad objektivitet. Även till detta etiska ansvar bör hänsyn tas vid bedömning av emissionsinstitutets ansvar.

Blockutförsäljning jämställs i aktiebolagslagen i fråga om prospektkrav med emission. Den rimligaste lösningen på ovanstående problem är att betrakta all försäljning av aktier vid börsnotering som emission.

15.4 Emissionsinstitutet som kommissionär

15.4.1 Inledning

I utförsäljningsfallen, där en aktieägare säljer ut block av aktier, föreligger mellan säljare av block av aktier och emissionsinstitut ett kommissionsavtal. Vid en blockutförsäljning uppträder därmed emissionsinstitutet i egenskap av kommissionär. Detsamma gäller vid erbjudande om köp av aktier, där emissionsinstitutet agerar mellanhand. Att utförsäljningen sker i kommission innebär att emissionsinstitutet säljer aktier för annans räkning men i eget namn. Vanligen föreligger ett avtal mellan emissionsinstitut och de utförsäljande aktieägarna om att emissionsinstitutet skall sälja aktierna i eget namn men för säljarnas räkning.[966]

15.4.2 Kommissionärsansvaret

Den centrala verksamheten för fondkommissionär är kommissionshandel. Kommissionuppdrag regleras i kommissionslagen, och i 1 kap 9 § lagen (1991:981) om värdepappersrörelse anges att för värdepappersrörelse som driver handel med finansiella instrument för annans räkning i eget namn gäller bestämmelserna om handelskommission i lagen (1914:45) om kommission, KommL. KommL regler är dispositiva, och gäller enligt 1 § endast då inte annat följer av lag eller sedvänja. Parterna kan sålunda genom avtal åsidosätta och/eller komplettera kommissionslagens regler. Däremot kan parterna ej till nackdel för tredje man eller utan dennes medverkan reglera rättsförhållande.

Handel i kommission innebär enligt 4 § 1 st 1 p KommL att en uppdragstagare, kommissionär, åtar sig att för annans räkning men i eget namn sälja eller köpa varor, värdepapper eller annat. På samma sätt som en fullmäktig rättshandlar kommissionären således på annans uppdrag och inte för egen räkning. Kommissionären skiljer sig dock från den fullmäktige genom att han rättshandlar i eget namn, vilket formellt sett innebär att det inte är huvudmannen som är motpart, som vid fullmaktsförordnanden, utan kommissionären själv. KommL reglerar inköps- respektive försäljningskommission, samt

[966] Håstad diskuterar kollisionen mellan reglerna i SkbrL och KommL i anslutning till huruvida tredje man enligt KommL har separationsrätt när han köpt aktier från en fondkommissionär, Sakrätt, s 241 ff.

handelskommission och civil kommission. Uppdraget att sälja aktier för aktieägarens räkning utgör uppdrag om försäljningskommission av karaktären handelskommission.

Den fråga som uppkommer är vilket ansvar emissionsinstitutet, dvs kommissionären, har gentemot tredje man för eventuell vilseledande information som offentliggjorts i ett prospekt. Mellan kommittenten, dvs den säljande aktieägaren, och kommissionären föreligger ett kommissionsavtal. Mellan kommmissionären och aktieförvärvaren föreligger ett köpavtal. Köpare/aktieförvärvare kan enligt 56 § KommL rikta köprättsliga invändningar mot kommissionären. När kommissionären sluter avtal med tredje man uppkommer rättigheter för denne, och i första hand uppkommer frågan mot vem tredje man kan framställa anspråk mot på grund av kommissionärsavtalet.

Utmärkande för kommission är att kommissionären, sysslomannen, rättshandlar i eget namn. Av detta följer att kommissionären blir förpliktad gentemot tredje man genom de avtal han ingår med denne, och att hans skyldighet att fullgöra avtalsförpliktelserna blir oberoende av huruvida han erhåller täckning av kommittenten eller ej. Frågan är emellertid om även kommittenten kan bli ansvarig för att avtalsförpliktelserna uppfylls. Sakrättsligt är detta inte möjligt genom stadgandet i § 56. Tredje man kan inte framställa anspråk mot kommittenten då tredje man endast förvärvar fordringsrätt mot kommissionären och inte mot kommittenten.[967] Avtalet har ingåtts i kommissionärens namn och inte i kommittentens. Till skillnad från vad som gäller vid fullmakt har tredje man sålunda rättshandlat uteslutande i förlitan på kommissionären, varför direktkravsrätt för tredje man i analogi från motsvarande regel beträffande fullmäktig inte är möjlig.[968] Dessa regler grundas på den allmänna princip inom avtalsrätten som säger att endast den i vars namn ett avtal är ingånget svarar för dess fullgörande.[969] Kontraktsanspråk kan således inte framställas mot medkontrahents medkontrahent ens om avtalet ingåtts i dennes intresse och på dennes uppdrag. Enligt § 56 st 1 KommL saknar sålunda tredje man normalt rätt att på grund av kommissionärsavtal rikta anspråk mot kommittenten. Föreligger ett kommissionsavtal mellan emissionsinstitutet och bolaget gäller sålunda enligt § 56 KommL att emissionsinstitutet ansvarar för fel eller brist i det sålda godset, dvs aktierna.

Förhållandet påverkas dock av parternas onda respektive goda tro ifråga om den bristfälliga informationen, eller det fel transaktionen

[967] SOU 1988:63 s. 139 ff.

[968] Zackariasson, L, Tredje mans rätt vid kommission, s 18.

[969] Hellner, J, Speciell avtalsrätt, s 275 ff; Håstad, T, Den nya köprätten, s 307.

varit behäftad med. Har kommissionären varit i ond tro bär han ett direkt ansvar gentemot förvärvaren. Har kommissionären varit i god tro, men kommittenten i ond tro, är rättsläget dock inte helt klart. Hultmark menar att det troliga är att det även i denna situation är kommissionären som bär ansvaret gentemot förvärvaren av aktien, varvid kommissionären är hänvisad till att rikta regressanspråk gentemot kommittenten enligt 30 § KommL.[970] Hultmark anför att anledningen till att detta ansvar överförs från kommittenten till kommissionären även i de fall kommissionären är i god tro är att det annars vore alltför enkelt för en säljare eller köpare att undslippa upplysningsplikt genom att låta köpet ske via en kommissionär.xx hon påstår detta men det är ju en motsägelse..x Men denna inställning väcker frågan om inte förhållandet är det motsatta. Säljare eller köpare av block av aktier kan om kommissionären skall bära ansvaret även i fall av hans goda tro mycket enkelt undslippa ansvar genom att överlåta försäljningen till en kommissionär.

Inställningen i Norge och Danmark tycks vara att kommittenten i fall av dennes onda tro och kommissionärens goda tro själv bär ansvaret gentemot tredje man. Werlauff/Schaumberg-Müller har inställningen att säljaren skall åläggas samma ansvar oberoende av huruvida han själv ombesörjt transaktionen eller om denna skett via en mellanman.[971] Enligt den norska vphl § 11-6 gäller att vid köp eller försäljning av finansiella instrument genom värdepappersföretag allmänna regler om avtals ogiltighet skall tillämpas på förhållandet mellan köparen och säljaren. Detta innebär att vid exempelvis försäljning av block av aktier genom fondkommissionär, köparen av aktierna vid fel kan få köpet ogiltigförklarat gentemot säljaren, och att det inte är fondkommissionären som bär ansvaret gentemot köparen.

I 40-45 §§ KommL finns regler om s k självinträde, vilket innebär att en kommissionär först har ett vanligt kommissionsuppdrag, men att han sedan själv träder in som säljare. Förhållandet mellan kommissionären och aktieförvärvaren förändras inte, utan det är fortfarande fråga om ett köp. Däremot påverkas relationen mellan kommissionären och kommittenten. Eftersom emissionsinstitutet inte längre säljer aktierna i egenskap av kommissionär utan ägare av desamma, blir i stället för KommL köplagens regler tillämpliga.

---

[970] Hultmark, C, Kontraktsbrott vid köp av aktie, s 277 ff. För en ingående diskussion om godtroskravet se Hessler, H, Obehöriga förfaranden med värdepapper, s 235 ff.

[971] Werlauff, E – Schaumberg-Müller, P, Insider trading i retlig belysning, UfR 1988 B s 73 ff på s 81.

15.4.3 Slutsats

Av resonemanget ovan framgår att ett kommissionsavtal torde föreligga mellan emissionsinstitutet och säljare vid blockutförsäljning. Detta innebär att det i första hand är emissionsinstitutet som ansvarar gentemot investor. Har transaktionen varit behäftad med fel, och kommittenten varit i ond tro, men kommissionären i god tro kan diskuteras vem som skall bära ansvaret. Det rimligaste torde dock vara att i kommittenten i även dessa fall får bära ansvaret gentemot skadelidande tredje man.

15.5 Emissionsinstitutets administrativa ansvar

Enligt 1 kap 3 § lagen (1991:981) om värdepappersrörelse får värdepappersrörelse endast drivas efter tillstånd från Finansinspektionen. Finansinspektionen fungerar därefter som ett övervakande organ och kan vid överträdelse av denna lag eller annan föreskrift förbjuda värdepappersinstitutet att verkställa ett beslut. Har beslutet redan verkställts får inspektionen, om det är möjligt, enligt 6 kap 7 § förelägga institutet att företa rättelse. Om institutet visar sig vara olämplig att utöva sådan rörelse som tillståndet avser kan inspektionen även välja att återkalla tillståndet med stöd av 6 kap 9 §.

15.6 Regressrätten

Har mellan emittentbolaget och emissionsinstitutet träffats avtal om ersättningskyldighet, eller i det fall emittentbolaget kan åläggas ersättningsskyldighet gentemot emissionsinstitutet med stöd av kommissionslagens regler, kan emittentbolaget komma att bli ersättningsansvarigt gentemot emissionsinstitutet. Emellertid kan bolagets möjlighet att enligt gällande rätt ersätta emissionsinstitutet ifrågasättas.[972] Emissionsinstitutets krav på bolaget är ju desamma som aktietecknares krav på ersättning, och den ekonomiska konsekvensen är densamma som om aktietecknare erhållit ersättning.

Förhållandet mellan emissionsinstitut och emittent grundas på ett uppdragsavtal som reglerar parternas skyldigheter och rättigheter gentemot varandra. Avtalet regleras i utgångsläget inte av aktiebolagsrättsliga utan av avtalsrättsliga regler. Med ett avtalsrättsligt betraktelsesätt har parterna inom ramen för avtalslagens och allmänna avtalsrättsliga regler rätt att avtala att bolaget skall hålla emissionsinstitutet skadelöst vid eventuellt skadeståndsansvar. Emellertid är emissionsinstitutets krav på bolaget desamma som aktietecknares krav på ersättning, och den ekonomiska konsekvensen är densamma som om aktietecknare erhållit ersättning. Detta innebär

[972] Supra s

att bolagets ansvar gentemot emissionsinstitutet borde underställas samma begränsningar som gäller beträffande bolagets ansvar gentemot aktietecknaren. Konsekvensen blir att emissionsinstitutet inte kan överlåta ett ansvar han ådragit sig gentemot aktietecknare på bolaget, oavsett om kravet grundas på allmänna skadeståndsprinciper eller avtal om skadelöshet parterna emellan. I enlighet med resonemanget under avsnitt x skulle ersättning de lege ferenda kunna ske ur bolagets fria egna kapital. Detta skulle dock komma att innebära att bolaget finansierar sin egen kapitalhöjning.

15.7 Sammanfattande slutsatser

Vid emission där emissionsinstitutet ansvarar för den praktiska hanteringen och sammanställningen av prospekt spelar emissionsinstitutet en central roll vid genomförandet av emissionen. Mellan emissionsinstitutet och tredje man föreligger inte något uttryckligt avtalsförhållande, varför reglerna om ersättning för ren förmögenhetsskada i utomobligatoriska förhållanden blir tillämpliga. På grund av emissionsinstitutets centrala roll som huvudansvarig för insamling av uppgifter torde mycket stora krav kunna ställas på omsorgsfullhet och aktsamhet. Objektivt, eller strikt, ansvar torde dock inte föreligga, även om emissionsinstitutets ansvar är att betrakta som ett rådgivar- eller professionsansvar.

De sundhetskrav som gäller för verksamheten torde innefatta ett medansvar för uppenbara brister i prospektinnehållet. Detta ansvar föreligger troligen även om emissionsinstitutets medverkan inte kan betraktas som "aktiv." Emissionsinstitutet torde dock kunna åläggas ansvar för uppgifterna i ett emissionsprospekt enligt en mindre snäv aktsamhetsnorm i de fall emissionsinstitutet utarbetat prospektet. I de fall emissionsinstitutet endast passivt förmedlat köporder torde ansvar för prospektinnehållet dock ej aktualiseras.

Har emissionsinstitutet förvärvat aktierna av det emitterande bolaget för vidareförsäljning aktualiseras köplagens regler, och emissionsinstitutet svarar i enlighet med dessa. Skadelidande aktieköpare kan sålunda dels rikta anspråk mot säljaren enligt 18 § 2 st KöpL, dels yrka ersättning från bolagets styrelse samt revisor.

Vid vad man kan kalla ”primär sekundärmarknadsförsäljning,” dvs när aktieägare uppdrar åt emissionsinstitutet att utförsälja block av aktier, skall ansvar för emissionsinstitutet beömas i enlighet med kommissionslagens regler.

16 Ansvar för säljare respektive köpare av block av

aktier

16.1 Inledning

De frågeställningar som aktualiseras vid börsnotering i samband med eller utan åtföljande emission, vid nyemission i tidigare noterat bolag, samt vid utförsäljning av värdepapper är snarlika såtillvida att kraven på innehåll i prospektet är likartade, även om prospektkraven regleras i olika lagrum. Ansvarssituationerna skiljer sig dock åt på så sätt att vid börsnotering utan samband med emission samt vid erbjudande om köp eller försäljning av aktier ingen nyteckning sker, utan de aktier som är aktuella för handel innehas sedan tidigare av en eller flera juridiska eller fysiska personer. Enligt 4 kap 18 § ABL är det styrelsen som bär ansvaret för framtagande av erbjudandeprospekt, och i förarbetena konstateras att säljande aktieägare ej kan åläggas att svara för prospektets innehåll, utan denne skall i stället i tillräckligt god tid före den planerade försäljningen ge styrelsen underrättelse om densamma.[973] Aktiebolagskommittén har som argument för att styrelsen skall ansvara för prospektet framfört att den granskning som Finansinspektionen gör av prospekten enligt LHF är av formell natur, och att ett åläggande för styrelsen att upprätta prospektet torde bereda starkare garantier för prospektets riktighet än om aktieägaren själv får upprätta det.[974] Kommittén konstaterar samtidigt att i den mån en aktieägare som säljer ut aktier eller teckningsrätter under sådana förhållanden att prospektskyldighet föreligger åberopar sig på uppgifter i prospektet köparen på grund av köpeavtalet kan föra talan mot honom om skadestånd eller andra köprättsliga påföljder i anledning av fel eller brist i prospektet. Eftersom styrelsen enligt aktiebolagslagen är skyldig upprätta prospektet, kan även styrelsens ansvar aktualiseras enligt 15 kap 1 § ABL.[975]

2 kap 3 § LHF är tillämplig vid såväl erbjudanden om köp som försäljning av block av aktier, och enligt regeln är det den som lämnar det aktuella erbjudandet som skall upprätta prospektet. Detta medför att aktieägare, privatperson eller bolag, som vill göra en blockutförsäljning, blir ansvarig för framtagande och offentliggörande av prospektet. I 5 kap 5 § LBC, slutligen, stadgas att det vid inregistrering av aktier är utgivaren av fondpappren som skall upprätta börsprospektet.

---

[973] SOU 1971:9 s 102. Enligt ABL 26 § skall i de fall emissionsprospekt utarbetas med anledning av erbjudande från aktieägare bolaget från aktieägaren får uppbära ersättning för sina kostnader för emissionsprospektet samt för revisionskostnaden.

[974] SOU 1997:22 s 230.

[975] Id s 228.

Således regleras ansvaret för prospekt vid erbjudande om köp eller försäljning av aktier i tre olika lagrum, och ansvarssubjekten skiljer sig åt beroende på vilken typ av erbjudande som är för handen. I enlighet med argumentationen i avsnitt x är utgångspunkten i den fortsatta framställningen att köplagens regler är tillämpliga på förhållandet mellan säljare/köpare vid ifrågavarande erbjudanden.

I den engelska FSA section 150 kan vid blockutförsäljning även säljare av aktier kan bli ansvarig gntemot skadelidande investorer. Förutsättningen för detta är att han kan bedömas ha varit delaktig i framtagandet av prospektet och därmed ingår i den i section152 nämnda kretsen ”persons responsible.” Aktiesäljaren är inte uttalat ansvarig enligt section 152, men ingår i kretsen ”persons responsible” angivna i section 152 (1) (d) i det fall han ”accepts, and is stated in the particulars as accepting, responibility for, or for any part of, the listing particulars.”

Enligt FSA section 154 A(b) undantas directors för ett aktiesäljande bolag vid blockutförsäljning från ansvar, utom i de fall nyemission sker parallellt och emittenten ansvarat för framtagandet av prospektet. I section 154 A(2) fritas aktiesäljaren sålunda för ansvar i de situationer erbjuandet görs ”in association with the issuer and the prospectus or supplementary prospectus was drawn up primarily by the issuer, or by one or more persons acting on behalf of the issuer.”

16.2 Ansvar vid erbjudande om försäljning av block av aktier

Säljaransvar vid blockförsäljning synes inte ha varit föremål för domstols avgörande, och det torde kunna konstateras att etablerad marknadspraxis är att säljaransvar ej utkrävs vid offentliga erbjudanden.[976] I förarbetena till ABL har som ovan nämnts betonats att vid erbjudande om försäljning av block av aktier ansvaret för framtagandet av prospektet åligger styrelsen för det aktuella bolaget. Det är sålunda i första hand styrelsen som kan åläggas ansvar med stöd av aktiebolagslagens regler för eventuell bristfällig information som offentliggjorts i prospektet. Köplagens regler blir dock tillämpliga på förhållandet mellan aktiesäljare/köpare och investor. Har säljaren ett dominerande inflytande i bolaget torde en bedömning av ansvarsfrågan resultera i att säljaren bedöms vara med- och/eller huvudansvarig.

[976] I NJA 1985 s 343 prövades likabahandling av aktieägare vid erbjudande om förvärv av aktier i börsbolag.

16.3 Ansvar vid erbjudande om köp av block av aktie

LHF:s regler är som nämnts även tillämpliga då aktieägare eller annan, oavsett tidigare innehav, erbjuder sig att köpa block av aktier, dvs ett erbjudande om att överta aktier i ett annat bolag riktas till aktieägarna i det bolag som skall förvärvas. Ersättning för de överlåtna aktierna utgörs ofta av aktier i det erbjudande bolaget, s k utbytes- eller papperserbjudande, eller aktier i förening med kontantbelopp.[977] Lika viktigt som i försäljningsfallet är att relevant information offentliggörs vid erbjudanden om köp av aktier. För aktieägare som erbjuds sälja sina aktier är det ett väl så viktigt beslut om han skall acceptera ett bud som om han skall delta i en nyintroduktion eller nyemission. Det är enligt LHF den som lämnar erbjudandet som ansvarar för att prospekt upprättas. Uppgifterna i prospektet härrör dock vanligen från bolaget. Uppgifterna kan vara mer eller mindre svårundersökta, och i vissa fall motsätter sig målbolagets styrelse erbjudandet. Erbjudandet benämns då ofta ”fientligt”. NBK:s rekommendation rörande offentliga erbjudanden, NBK/OE, är avsedd att utgöra grunden för alla offentliga uppköpserbjudanden, och är tillämplig såväl vid förhandlade erbjudanden som vid fientliga bud. Grunddragen i NBK/OE har hämtats från London City Code on Takeovers and Mergers. I huvudsak tar NBK/OE upp den information köparen måste iakttaga vid offentliga erbjudanden om köp av aktier, men även målbolagets agerande regleras i viss mån. Vidare anges i FAR:s regelverk att vid fientliga bud revisorerna i sin granskningsberättelse i prospektet skall ange att uppgifterna endast grundas på offentlig information.[978] Även AMN har betydelse för hur offentliga uppköp genomförs i det enskilda fallet, eftersom nämnden har ett betydande inflytande över vilka former för övertaganden som skall anses vara förenlig med god sed på aktiemarknaden.[979]

I analogi med uttalandena i förarbetena till ABL:s regler om ansvaret vid erbjudande om försäljning av aktier torde huvudansvaret för prospektuppgifterna åligga styrelsen för det bolag vars aktier är föremål för försäljning.[980]

---

[977] Utgörs vederlaget av aktier kan, beroende på erbjudandets omfattning, prospektkraven komma att aktualiseras även för de aktier som skall utgöra vederlag. För en ingående beskrivning av de problem som aktualiseras i samband med offentliga erbjudanden om köp av aktier se Fällman, A, Motåtgärder vid företagsförvärv i Sverige, SOU 1990:1, bilaga 2 s 63 ff.

[978] FAR:s rekommendation Granskning av prospekt, under Målbolagets styrelse motsätter sig erbjudandet.

[979] AMN har uttalat sig rörande offentliga förvärv i en rad fall, bl a 1989:1, 1989:7, 1990:5, 1991:3, 1992:6, 1994:2, 1998:7, 1999:19.

[980]

16.4 Sammanfattande slutsatser

Vid såväl erbjudande om köp som försäljning av aktier är det i första hand styrelsen för det bolag vars aktier är föremål för försäljning som kan komma att åläggas ansvar för bristfälliga uppgifter i prospektet, dels med stöd av 15 kap 1 § ABL, men även med stöd av köplagens regler. Den information som offentliggjorts i prospektet är i de flesta fall sammanställd av företrädare för det bolag vars aktier är föremål för handel, och inte av säljaren/köparen själv.[981] Åtar sig säljaren ansvar för uppgifterna ansvarar han för riktigheten av dem. I annat fall torde det vara styrelsen i det bolag vars aktier är föremål för försäljning som bär huvudansvaret för uppgifterna i prospektet. Vid ansvarsbedömningen måste dock hänsyn tas till huruvida i försäljningsfallet säljaren har ett dominerande inflytande i det aktuella bolaget, och därmed troligen har haft möjlighet att påverka innehållet i prospektet. En huvudägare har ett klart informationsövertag gentemot övriga aktieägare. I det fall erbjudande part kan anses ha inflytande över styrelsens arbete eller har varit aktivt inblandad i upprättandet av prospektet torde ansvaret helt eller delvis komma att åligga denne. Det är dock i hög grad tveksamt om en aktieägare som inte har samma möjlighet att sätta sig in i ett bolags inre förhållanden som en huvudaktieägare kan åläggas ett köprättsligt ansvar för prospektinnehållet. Möjligen kan detta vara fallet om grov culpa är för handen. Det faktum att säljaren är huvudägare innebär däremot att han själv eller att han genom ombud har möjlighet att utöva insyn i och inflytande över bolagsorganens verksamhet. Hultmarks inställning är att i de fall aktiesäljaren är utan inflytande i bolaget, och prospektet utformats av bolagets styrelse, säljaren torde kunna undgå ansvar för att uppgifterna är korrekta.[982] Är säljaren däremot huvudägare med starkt inflytande i bolaget samt över dess organföreträdare torde i stället en bedömning av ansvarsfrågan resultera i att säljaren bedöms vara medansvarig. Sålunda skulle ansvar aktualiseras för säljaren i fall där säljaren är huvudägare, eller på annat sätt har ett dominerande inflytande över eller insyn i bolagets verksamhet. I andra fall torde ansvaret alltjämt åligga styrelsen för det uppgiftslämnande bolaget, och/eller i förekommande fall det emissionsinstitut som svarat för framtagandet av prospektet.[983]

---

[981] Om ansvarsfördelningen mellan emittentbolaget och emissionsinstitutet se avsnitt x.

[982] En analogi till nyteckningsfallet skulle ge vid handen att emittentbolaget inte med ansvarsbefriande verkan skulle kunna friskriva sig från ansvar för innehållet i prospektet vare sig endast nyteckning är för handen eller vid samtidigt utförsäljning av gamla aktier.

[983] Se avsnitt x.

Vid erbjudande om förvärv av aktier måste vid bedömningen av köparens culpa hänsyn tas till hans ställning och insynsmöjlighet i bolaget. Vid fientliga uppköpserbjudanden där prospektet upprättats av erbjudande part torde inte ansvar kunna åläggas styrelsen för målbolaget, utom i det fall styrelsen ifråga culpöst lämnat felaktiga uppgifter. Har styrelsen för målbolaget ansvarat för upprättande av prospektet torde den rimligaste lösningen vara att ansvar åläggs ifrågavarande styrelse för eventuella culpöst lämnade felaktiga uppgifter som intagits i prospektet, även om hänsyn måste tas i enlighet med NBK/OE:s rekommendation. Stöd för detta saknas emellertid i regelverket.

Ansvar torde slutligen inte kunna åläggas den part som gjort ett erbjudande om förvärv av aktier i de fall denne inte haft möjlighet att påverka prospektinnehållet, och utformningen av prospektet ombesörjts av styrelsen för målbolaget.

17 Konsultansvaret

17.1 Inledning

Vid prospektupprättande anlitar som ovan konstaterats bolaget ett eller flera emissionsinstitut som praktiskt ansvarig/a för utformning av prospektet. Dessutom anlitas ofta ytterligare konsulter i varierande antal. Konsulten engageras av emittentbeolaget alternativt av emissionsinstitutet beroende på det avtal som träffats mellan parterna. Sålunda kan en jurist eller advokatbyrå anlitas för att göra en legal genomgång av bolaget, och en revisionsbyrå för att utföra den finansiella genomgången. I vissa fall engageras experter för utlåtanden i olika tekniska eller andra specifika frågor. Konsulternas rapporter ligger sedan till grund för delar av den information prospektet innehåller. Konsulterna omfattas inte av tillståndsplikt på samma sätt som är fallet beträffande emissionsinstitutet. Tillståndsplikten tar sikte på företag som genom sin medverkan i emissioner och andra erbjudanden utåt framstår som garanter för att de till allmänheten riktade erbjudanden är utformade i enlighet med gällande normer. Den gransknings och rådgivningsverksamhet som revisorer och advokater bedriver gentemot sina klienter är normalt av en annan typ. När ett bolag som skall upprätta ett prospekt anlitar en advokat eller revisor, uppträder denne som konsult på företagets sida, inte som en oberoende mellanhand i förhållande till allmänheten.

I det fall konsultens sålunda lämnade uppgifter innehållit felaktigheter vilka lett till att investor lidit skada uppstår frågan huruvida skadelidande aktietecknare kan rikta sina anspråk på skadestånd mot

konsulten. Mellan konsulten och uppdragsgivaren har träffats ett avtal.[984] Relationen mellan konsulten och uppdragsgivaren är följaktligen av inomobligatorisk natur. Detta leder till att uppdragsgivaren kan kräva en felande konsult på ersättning för det belopp uppdragsgivaren blivit skyldig betala skadelidande part. Har bolaget eller bolagets styrelse blivit ersättningsskyldiga gentemot aktieägare kan de således regressvis kräva konsulten. Frågan är om ett utomobligatoriskt ansvar kan åläggas konsulten gentemot skadelidande investorer med stöd av praxis, såsom det under avsnitt x diskuterade Kone-fallet NJA 1987 s 692.[985] En central fråga är härvid om man skall betrakta prospektet som en helhet, vilket bolaget och/eller emissionsinstitutet ansvarar för, eller om man ser de olika delarna i prospektet som separata ansvarsobjekt, där ansvaret för de uppgifter konsult lämnat sin uppdragsgivare, och som därefter införlivas i prospektet, skall särskiljas. Ett särskilt problem medför situationen där konsulten engagerats av den part som inte är ansvarig för prospektet. Hur skall exempelvis emissionsinstitutets culpa bedömas i de fall emissionsinstitutet ansvarar för utformningen av prospektet, men konsultet anlitats av emittentbolaget?

17.2 Ansvaret mot medkontrahents medkontrahent

Huvudregeln i kontraktsförhållanden är enligt svensk rätt att part endast ansvarar mot sin direkte medkontrahent. Skadelidande tredjeman kan enligt denna regel inte vända sig till externa konsulter med sina anspråk på skadestånd enligt principen om förbudet mot talan mot medkontrahenterns medkontrahent.[986] I utomobligatoriska förhållanden kan skadeståndsansvar för självständig medhjälpares vållande endast göras gällande när en preciserad förpliktelse som enligt författning ålegat svaranden eftersatts. Detta innebär att de uppgifter som enligt lag åligger revisor att lämna torde utgöra grund för ansvar gentemot skadelidande investor. I andra fall ”övertar” den part som anlitat konsulten dennes culpa, varvid skadelidande investor inte kan göra ansvar gällande mot konsulten, utan det är uppdragsgivaren som har att svara för de eventuella fel och brister konsulten varit orsak till att prospektet kommit att innehålla.

Huvudregeln innebär således att den som ingått avtal om uppdrag inte riskerar att bli utsatt för krav från tredje man. Möjlighet för skadelidande att rikta sina ersättningsanspråk direkt mot uppdragstagare/extern konsult finns således inte, och uppdragstagaren

[984] Avtalet träffas i praktiken ofta endast muntligen, vilket kan medföra problem ur bevissynpunkt.

[985] Se s x

[986] Hellner, Särskilda avtalstyper, s 277 ff.

skulle därmed vara fredad från krav från andra än uppdragsgivaren. Uppdragsgivaren kan som nämnts ovan sedan regressvis kräva konsulten enligt sedvanliga inomkontraktuella regler. I fråga om externa inhyrda konsultuppdrag skulle detta innebära att den som utfört uppdraget skulle ansvara endast inför uppdragsgivaren. En advokatbyrå som gjort en genomgång av bolaget inför en börsintroduktion på uppdrag av styrelsen i emittentbolaget skulle således endast vara ansvarig gentemot bolaget/bolagets styrelse. Har rapporten utgjort underlag för uppgifter i emissionsprospektet, och medfört att prospektet innehåller vilseledande information, kan en skadelidande investor rikta sina anspråk mot bolaget/bolagets styrelse, (eller i förekommande fall emissionsinstutet), och inte mot den uppdragstagande advokatbyrån.[987]

Argumentationen torde bli likartad i det fall medkontrahenten är kontraktspart av annat slag, dvs har ingått ett avtal med emittentbolaget vilket påverkar värdet på aktierna. Bryter avtalspartnern sålunda avtalet på så sätt att kursen på aktierna sjunker torde reglerna om ansvar för medkontrahents medkontrahent bli tillämpliga.

17.2.1 Det utvidgade ansvaret

Som framgår av avsnitt x finns emellertid en utvidgad ersättningsmöjlighet i vad domstolarna tolkat som kontraktsliknande förhållanden. Domstolen har här gjort undantag från principen om avtalets subjektiva begränsning, och i dessa fall skyddat skadelidande som utan att ha varit avtalsparter har ett närliggande och skyddsvärt intresse av att avtalet fullgörs på riktigt sätt.[988] I praxis har i ett par fall ansvar ålagts konsult gentemot tredje man för uppgifter lämnade i intyg och soliditetsbedömningar. I det viktiga under avsnittx diskuterade Konefallet, NJA 1987 s 692, ålade högsta domstolen en konsult skadeståndsskyldighet mot annan än uppdragsgivaren för av oaktsamhet lämnad felaktig uppgift. Rätten menade att ”övervägande skäl talar för att den som med fog satt sin tillit till ett värderingsintyg inte skall bära följderna av en skada som ytterst beror på att intygsgivaren förfarit vårdslöst.”[989] HD konstaterade i målet att det måste stått klart för värderingsmannen att intyget skulle kunna komma till användning för skilda ändamål och av olika personer, och att skadeståndsansvar i dessa fall borde gälla även mot tredje man. HD

[987] Undantag finns i konsumentskyddande lagstiftning, vilken inte är tillämplig vid aktiehandel enligt § 1KKL, se avsnitt x.

[988] Ramberg, J, Allmän avtalsrätt s 275, se även t ex NJA 1987 s 692, NJA 1996 s 700.

[989] Jfr kommentar rörande friskrivningsklausuler s x.

uttalar i rättsfallet att det är stor skillnad mellan att ge subjektiva råd och faktabaserade råd, och att det är nödvändigt att acceptera att olika fackmän kan komma till olika slutsatser när det gäller subjektiva råd. I fallet berodde felet dock inte på att värderingsmannen gjorde en felaktig bedömning, utan på att han inte kontrollerat en faktauppgift om en fastighet, vilken var väsentlig för värderingen av fastigheten. Det hade vidare varit relativt enkelt för värderingsmannen att få fram den riktiga uppgiften. Detta sammantaget fick HD att göra bedömningen att konsulten varit oaktsam vid utförandet av uppdraget.

Det framgår sålunda klart av praxis att en konsult som vårdslöst lämnat vilseledande uppgifter under vissa betingelser kan bli skadeståndsskyldig även gentemot annan än sin uppdragsgivare.[990]

17.2.1.1 Förutsättningar för ansvar

Samuelsson har med ledning av domskälen i Kone-fallet ställ upp fem rekvisit för ansvar vilka i målet var avgörande för HD:s bedömning.[991] De fem rekvisiten är:

1. Konsultens yrkesmässighet
2. Konsultens insikt om intygets användningssätt
3. Den skadelidandes befogade tillit till intyget
4. Konsultens oaktsamhet
5. Intyget skall vara i avsaknad av friskrivning från ansvar[992]

Utöver culpa och orsakssamband skall vid bedömning av konsults ansvar gentemot skadeslidande tredje man även transaktionssamband, dvs den skadelidandes tillit till uppgiften, visas. Konsulten skall vidare ha varit medveten om på vilka sätt uppgiften skulle kunna komma att användas.[993]

Kleineman föreslår att avgörande för när ansvar skall kunna utkrävas av en rådgivare är den tillit någon fäst vid de lämnade uppgifterna. Vid bedömningen av skadeståndsansvaret görs då en applicering av tillitsbegreppet, vilket innebär en bedömning av huruvida skadelidandes tillit till rådgivaren varit relevant och befogad. Har någon satt sin tillit till den information en professionsutövare förmedlat, och detta kan anses vara befogat, menar Kleineman att det

---

[990] Pehrson, L, Pehrson, Lars, Omfattande ansvar för bolagsrevisorer, JT 1996-97 s 133 ff. på s 141.

[991] Samuelsson, P, Information och ansvar, s 269 f.

[992] Ang giltigheten av friskrivningsklausuler se sid x.

[993] Av Roos benämnt riktningsargumentet, i anmälan av Jan Kleineman, Ren förmögenhetsskada SvJT 1988 s 43, på s 46.

finns skäl att se strängt på professionsutövarens ansvar, förutsatt att professionsutövaren varit medveten om att informationsmottagaren skulle komma att förlita sig på uppgiften.[994] Kleineman hänvisar till NJA 1992 s 243, där HD ansåg ett uppdragsförhållande föreligga till följd av att den skadelidande haft goda skäl att uppfatta informationslämnaren som sin ekonomiske rådgivare, vilket enligt rätten heller inte kunde ha undgått denne. I målet hade en person som var ensam ägare till samtliga aktier i ett aktiebolag inför en överlåtelse av aktierna haft flera kontakter med den auktoriserade revisor som sedan cirka 20 år bl a varit bolagets revisor. Revisorn underlät emellertid att informera aktiesäljaren om de skatterättsliga konsekvenser affären skulle komma att medföra. Aktiesäljaren anförde i rätten att han hade uppfattat revisorn som sin ekonomiske rådgivare, och ansågs av domstolen ha haft goda skäl för sin uppfattning. HD:s inställning var att revisorn måste ha insett detta, varvid ett uppdragsförhållande ansågs ha uppkommit mellan parterna. Domstolen ansåg att revisorn hade brustit i sina skyldigheter som rådgivare vad avser affärens skattekonsekvenser, och ålade revisorn skyldighet att ersätta den skadelidande aktiesäljaren för den förlust han lidit på grund av affären.

Kleineman använder benämningen metodansvar som beteckning för ansvaret att göra de undersökningar man skäligen kan kräva av en yrkesutövare av det aktuella slaget i det aktuella fallet, och ställer härvid de krav på yrkesskicklighet och kunskap om marknadens funktionssätt som redogjorts för ovan.[995] Skadeståndsansvar utlöses då inte till följd av en mer eller mindre god subjektiv bedömning av yrkesutövaren, utan vad som är väsentligt är istället om denne har företagit de undersökningar som skäligen kan förväntas av honom.[996]

En jämförelse med förmågan att kommunicera risk och bedöma kundens behov kan göras av det av Kleineman förespråkade behovet av en ”pedagogisk plikt.”[997] Av rådgivaren skall då kunna krävas en pedagogisk inlevelseförmåga, innebärande att rådgivaren skall kunna förklara det aktuella problemet för den rådfrågande på ett sätt som kan antas vara begripligt för denne. Rådgivaren har att analysera vad informationsmottagaren kan tillgodogöra sig, och därefter tillhandahålla information på ett sätt som möjliggör att denne kan

[994] Kleineman,J, xxx

[995] S x

[996] Kleineman, J, Rådgivares informationsansvar - en probleminvestering, sid. 190 Kleineman menar att det är särskilt svårt att göra en bedömning i metodansvaret bl a vid kommissionärs placeringsråd.

[997] Se Kleineman, J, Rådgivares informationsansvar – en probleminventering, på s 192.

tillgodogöra sig de aktuella uppgifterna. Ett krav på pedagogisk plikt medför att rådgivaren kan bli skyldig till oaktsamt vilseledande även om han hållit sig till sanningen. I NJA 1994 s 532 ålades sålunda en konsult ansvar trots att culpa ej förelegat vid utförande av uppdraget.[998] Fallet rörde ansvaret för en teknisk konsult, och rätten menade att ”det måste anses åligga den uppdragstagare som mot betalning åtar sig att utföra en tekniskt komplicerad analys att redovisa resultaten av denna analys på ett sätt som tillåter uppdragsgivaren att dra rimliga och korrekta slutsatser av dessa resultat.” Ansvar torde på denna grund kunna åläggas exempelvis advokat som vid förmedlande av resultat av en rättsutredning uttryckt sig på ett sådant sätt att klienten vilseletts, och i anledning av vilseledandet företagit en disposition som medfört skada för honom. Det torde sålunda åligga såväl advokat, revisor som teknisk konsult att presentera sitt resultat på ett sätt som gör det tydligt för uppdragsgivaren.

Den plikt som följer av det pedagogiska ansvaret omfattar skyldigheten att informera om och upplysa om risker. Att det är svårt att bedöma och kommunicera risk kan inte medge en reservationslös ansvarsfrihet för rådgivning. I en rad rättsfall rörande rådgivaransvar har den skadelidande investorn framfört att han inte insett risken med sin investering, och därmed saknat insikt om att investeringen var förenad med en risk.[999] I dessa fall väcks frågan huruvida rådgivaren underlåtit att informera investorn om risken, eller om han inte haft förmåga att bedöma och kommunicera risk. Åläggs rådgivaren en pedagogisk plikt kan denne inte nöja sig med att presentera en analys, utan han måste även kontrollera att mottagaren av informationen förstått inebörden av de lämnade upplysningarna. Denna pedagogiska plikt eller ”kompletterande förklaringsbörda” som uppdragstagaren har varierar enligt uttalanden i HD beroende på omständigheterna,[1000] och domstolen understryker vikten av att information som lämnas till uppdragsgivaren måste utformas med hänsyn till dennes kompetens. I NJA 1992 s 502 uttalar emellertid HD angående aktsamhetsstandarden:

”Man bör däremot vara försiktig med att lägga en rådgivare till last som försumlighet att han inte föreslagit sådana problemlösningar som är komplicerade till sin konstruktion eller svårbedömnda från skatterättslig synpunkt.”

HD betonar att det finns en normalkvalitet hos rådgivning som om den uppfylls är tillräcklig för att rådgivaren skall anses ha varit aktsam.

[998] Kleineman analyserar rättsfallet i Tekniska konsulters skadeståndsansvar.

[999] Se avsnitt x. eminst rådgivaransvar

[1000] NJA 1994 s 598 rörande banks ansvar för skatterådgivning.

Även om det skulle finnas en mer lönsam lösning, men denna varit mer komplicerad och svårförklarad, har rådgivaren inte varit oaktsam om han inte rekommenderat denna utan valt den mer lättförståeliga. Krav på pedagogisk plikt skulle i prospektfallet innebära att konsulten kan åläggas ansvar i det fall han vid sitt uppgiftslämnande varit så otydlig att uppgifterna tolkats felaktigt av mottagaren, dvs den som ansvarat för utformningen av prospektet, och därmed felaktigt återgivits i prospektet.

Konsultens yrkesmässighet och aktsamhetsstandarden framtonar som de viktigaste elementen vid bedömningen av konsultens ansvar, tillsammans med frågan om huruvida den skadlidande satt sin befogade tillit till den information konsulten förmedlat, förutsatt att konsulten varit medveten om att informationsmottagaren skulle komma att förlita sig på uppgiften.

17.2.2 Bankers rådgivaransvar

17.2.2.1 Inledning

Banker och fondkommissionärer har ett långtgående ansvar för att slutkunderna har tillräcklig information om de risker de utsätter sig för. På grund av detta förhållande skulle man kunna argumentera för att emissionsinstitutets roll vid introduktionen även omfattas av det särskilda rådgivaransvar som utecklats i praxis och doktrin. En bank besitter ett stort förtroendekapital i relationen till sina kunder och andra.[1001] I kraft av sin traditionella roll som kreditgivare har banken ett stort förtroendeöverskott, vilket den i relationen till investorn kan utnyttja. Även det specifika emissionsinstitut som fått ansvaret för visst bolags börsnotering har betydelse för placerares beslut om att investera i aktien. Vid exempelvis en börsintroduktion får investor ett helt annat förtroende för aktien om en välkänd emissionsbank ”sanktionerar” försäljningen, än en mindre känd bank. En välkänd bank har därmed större möjlighet att intressera investorer för att placera pengar genom att delta i visst erbjudande om försäljning av aktier än en som är mindre välkänd. Möjligen skulle denna starka position som emissionsinstitutet otvivelaktligen har kunna jämföras med en rådgivningssituation. Prospektet skulle kunna jämföras med ett intyg, i vilket emissionsinstitutet rekommenderar investering i aktierna.

[1001] Samuelsson, P, - Pålsson, A-M, Banks ansvar för ekonomisk rådgivning, s 541.

17.2.2.2 Banks rådgivaransvar i praxis och doktrin

Av senare års praxis från HD kan man skönja en trend där ersättning medges även vid kvalitativa brister i rådgivningen. Ansvar har bl a som i fallet ovan ålagts uppgiftslämnaren i mål rörande skatterådgivning.[1002] Trenden tycks dock inte gälla vid tvister på de finansiella marknaderna - i fall rörande banks ansvar för finansiell rådgivning har i praxis ansvaret bortfallit eller mildrats. Ett exempel på detta är under avsnitt x nämna rättsfall NJA 1995 s 693. En fondkommissionär lät en kund handla med indexoptioner utan att lämna den information om vilka risker handel med indexoptioner är förknippad med vilken kommissionären enligt Bankinspektionens allmänna råd hade skyldighet att lämna. Kunden förlorade 3 500 000 kronor, men rådgivaren friades från ansvar. HD:s inställning var att eftersom allmänna råd principiellt sett saknar bindande verkan, enbart det förhållandet att de inte har följts i ett visst fall inte kan grunda skadeståndsskyldighet.[1003]

Samuelsson/Pålsson påpekar att domstolarnas syn på finansiella placeringar tycks vara att alla investeringar är riskfyllda, och att avsaknaden av en uttrycklig garanti medför ansvarsfrihet för emittenter och rådgivare.[1004] Författarna åskådligör sin inställning bl a med ett mål från Stockholms tingsrätt, där frågan var om banks ansvar gentemot en kund som lidit skada i samband med valutaspekulation uttalas exempelvis följande:

Fondavdelningen på en bank erbjöd i slutet av maj 1991 sina depåkunder att teckna andelar i ett valutakonsortium. Banken ger i prospektet intrycket av att räntedifferensen mellan Sverige och Schweiz skall bestå, och att valutakurserna inte skall ändras. När räntedifferensen så ökade och kursen på den svenska valutan föll gentemot CHF förlorade investorerna sina pengar. Tingsrätten ansåg inte att banken gjort sig skyldig till vårdslös rådgivning på den grund att banken i sitt erbjudande påpekat att investeringen inte var riskfri:

”Bankens ansvar begränsas av det risktagande som kunden får anses ha givit sig in på genom att satsa kapital i riskpapper. Handel med värdepapper och valutor innebär alltid ett mer eller mindre stort risktagande för dem som deltar. De som gör sådada affärer utsätter sig för risker att göra förluster, även om önskemålet och syftet självfallet är att göra vinst.”[1005]

[1002] Se t ex Kleineman, J, Etiskt och rättsligt ansvar för skatterådgivning, Det nordiske juristmöte Oslo 18.-20.august 1999.

[1003] Jfr avsnitt x, ansvar för överträdelse av x och rekommendationer.

[1004] Samuelsson, P – Pålsson, A-M, Tvister på de finansiella marknaderna, på s 115.

[1005] Stockholms tingsrätt, Mål nr T 2-469-96 (1998-06-23) på s 10. Samuelsson -

Förmågan att bedöma kundens vilja och behov har blivit ett framträdande begrepp i bl a engelsk och tysk rätt vid aktsamhetsbedömningen i samband med frågor rörande ansvar för finansiell rådgivning. Kraven på rådgivaren har ökat på så sätt att rådgivaren förväntas sätta sig in i investorns individuella riskpreferens, förväntningar på avkastning etc.[1006] Svenska domstolar visar emellertid inte någon tendens till att ålägga rådgivare någon del av ansvaret i ifrågavarande situationer. I ett mål i Hovrätten för Övre Norrland, T 84/96, prövades en banks ansvar för förvaltning av en kunddepå.[1007] En bank gjorde i början av år 1989 ett reklamutskick till sina kunder, vari banken erbjöd sig att biträda vid inköp och förvaltning av aktier. I brevet erbjöds kunderna hjälp med finansiering genom en s k värdepapperskredit. Denna innebar att de förvaltade aktierna fick belånas med mer än 70 procent, att banken skulle hjälpa till med att komponera en ”slagkraftig och bra” portfölj, samt med daglig skötsel av portföljen. Denna service var avgiftsfri under förutsättningen att värdet av portföljen inte understeg 250.000 kronor. Däremot utlovades ingen garanti för resultatet, men ”en helhjärtad arbetsinsats och hjälp av marknadens bästa Aktieanalytiker (enligt mångas mening) på banken.”

Jordbrukaren L fann erbjudandet attraktivt, och köpte aktier för 300 000 kronor, vilka helt och hållet finansierades med lån. Säkerheten bestod av de förvaltade aktierna till ett värde av 220 000 kronor, och en in blanco-kredit med L själv som borgensman. Aktierna lades i depå hos banken. Aktievärdet kom så småningom att understiga 220 000 kronor, varför banken infordrade ytterligare säkerhet. L lämnade kompletterande säkerhet, men värdet på depån fortsatte sjunka, och krediten sades upp. Aktievärdet i depån var år 1996 nere i 161 025 kronor.

Banken yrkade att L skulle betala hela skulden samt den upplupna räntan. L invände mot betalningsskyldigheten. Som grund angav L att de förpliktelser som följde av pareternas avtal om kredit och pantsättning var oskäliga med hänsyn till omständigheterna vid kreditavtalens tillkomst och därför skulle jämkas enligt 36 § avtalslagen. De omständigheter han därvid anförde var dels det sätt på vilket banken marknadsfört den aktuella värdepapperskrediten och i övrigt informerat om den, dels att banken gjort en vårdslös

---

Pålsson redogör utförligt för målet i Banks ansvar för ekonomisk rådgivning, SvJT 1999 s 529, på sid 553, samt i JT 1999/2000 s 99, på s 100.

[1006] I avsikt att begränsa det subjektiva inslaget i denna bedömning används exempelvis standardiserade frågeformulär vid banks rådgivning.

[1007] Dom 1997-12-11. En utförlig redogörelse av målets behandling i tingsrätten görs av Samuelsson, P, - Pålsson, A-M, Banks ansvar vid ekonomisk rådgivning, s 557.

kreditbedömning när denna beviljat ett topplån på 80 000 kronor. Hovrätten fann att det varken med avseende på hur den aktuella värdepapperskrediten hade marknadsförts från bankens sida eller den information som banken i övrigt lämnat i samband med att parterna slöt kreditavtal framkommit någon omständighet som skulle kunna motivera en jämkning av skuldbeloppet enligt 36 § avtalslagen.

Anmärkningsvärt nog har man vare sig i tingsrätten eller i hovrätten över huvud taget tagit ställning till bankens rådgivning, dvs till kvalitén i de tjänster som banken kostnadsfritt erbjudit, och inte heller till hur bankens rådgivare hade förvaltat portföljen. Samuelsson/Pålsson konstaterar att i det fall banken investerat de 300 000 kronorna i en indexportfölj[1008] värdet av portföljen i december 1995 hade uppgått till 540 000 kronor i stället för, som i målet var fallet, 161 000 kronor.[1009] Placeringsansvarig tjänsteman på banken har sålunda varit direkt oskicklig.

Bankens uttalande att den strategi banken ämnade tillämpa var en framgångsrik strategi, torde kunna uppfattas som att banken lämnat en utfästelse, dvs en garanti, om att avkastningen i vart fall inte skulle understiga den som kunnat uppnås utan stöd av ”marknadens bästa Aktieanalytiker”. Konstateras kan att domstolarna i målet helt bortsett från att ifrågasätta banktjänstemännens yrkesskicklighet. Rätten har heller ej tagit ställning till bankens ansvar för den rådgivning banken lämnat – efter att genom ett reklamutskick ha kontaktat kunden.

17.2.2.3 Förutsättningar för ansvar

I det fall emissionsinstitutets ansvar för prospektinnehållet skall kunna omfattas av rådgivaransvaret skall först och främst allmänna skadeståndsrättsliga rekvisit vara uppfylla. Bedömningen av huruvida ansvar skall åläggas skadevållaren går då främst ut på att fastställa om den ekonomiska rådgivningen varit oaktsam eller inte. Samuelsson/ Pålsson har ställt upp ett antal kriterier vilka kan användas vid en aktsamhetsbedömning av bankers ekonomiska rådgivning generellt.[1010] De fem kriterierna är

1. förmågan att bedöma kundens behov

2. kunskap om marknadens funktionssätt

3. oberoende och självständighet

[1008] Dvs den genomsnittliga förändringen för börsnoterade aktier.

[1009] Samuelsson, P, - Pålsson, A-M, Banks ansvar för ekonomisk rådgivning, s 546x.

[1010] Samuelsson, P, - Pålsson, A-M, Banks ansvar för ekonomisk rådgivning, s 546.

4. förmågan att kommunicera och bedöma risk

5. upplysningsplikt.

Flera av kriterierna är främst tillämpliga då banken uppträder i den inomobligatoriska rollen som personlig rådgivare vid investeringsbeslut. Men vid bedömning av det ansvar som eventuellt kan åläggas banken då den uppträder som emissionsbank är kunskapen om marknadens funktionssätt samt förmågan att bedöma risk av stor betydelse. Att investera i akter innebär en risk, det vet vi av hävd, och det följer också av den mest fundamentala av alla teorier på området för finansiell ekonomi, Capital Asset Pricing Model, CAPM. Enligt denna teori kan en investerare aldrig få en högre avkastning på sikt än om han är beredd att ta en större risk. Vill man tjäna mycket pengar skall man följdaktligen spekulera i att en aktie är lågt prissatt, vilket i sin tur kan innebära att aktien är fel prissatt.[1011] Av teorin om effektiva marknader följer att rådgivning som utlovar högre avkastning än som motiveras av risktagandet grundas på antingen förmedling av insiderkunskap eller på bristfällig rådgivning.[1012] En bank kan som framgått ovan förmå kunder att påta sig en risk i en utsträckning de inte är medvetna om i förlitan på bankens omdöme. Emissionsinstitutet har i denna sin roll visserligen inte iklätt sig rollen som personlig rådgivare gentemot investor. Men vid utformning av prospekt måste kunna krävas att emissionsinstitutet kan göra en bedömning av de faktorer som kan komma att utgöra hot mot bolagets verksamhet och förmodade intjäningsförmåga, och därmed en risk för att aktiens värde kan komma att försämras. Adekvat rådgivning skall främst bygga på vetenskaplighet och beprövad erfarenhet.[1013] Att en emissionsbank ikläder sig rollen som emissionsinstitut vid emission eller introduktion medför att banken iklätt sig ett ansvar för utformning av prospektet, och investor hyser tillit till att emissionsinstitutet gjort en relevant bedömning av de uppgifter som intagits däri, samt till det pris emissionsinstitutet gjort bedömningen att aktien är värd. Emissionsinstitutet måste således kunna förväntas ha dels en hög grad av kunskap om tillämpligt regelverk samt de allmänna krav som ställs på prospektinnehåll och prospektutformning, dels en hög grad av kunskap om marknadens funktionssätt, samt vara väl förtrogen med de ekonomiska teorier som används vid prissättning. Det krav på kunskap om marknadens funktionssätt som skall kunna krävas av emissionsinstitutet är det krav

[1011] Se bl a Sharpe, W F, A New Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, samt avsnitt x.

[1012] Se avsnitt x

[1013] Samuelsson, P, - Pålsson, A-M, i en fotnot på sid 548: ”Inte mindre än sju ekonomipris till Alfred Nobels minne har delats ut för insatser på detta område.”

på yrkesskicklighet man normalt kan kräva av någon som åtar sig ett uppdrag som emissionsinstitut. Vid en skadeståndsprocess bör det sålunda gå att rekonstruera hur bedömningen av uppgifterna i prospektet samt prissättning av aktien gjorts, om uppdraget utförts i enlighet med den sedvana som gäller vid prospektutformning samt om prissättning, budgets och prognoser gjorts med beaktande av sedvanliga fundamentala ekonomiska teorier eller inte. Med stöd av detta kan aktsamhetsvärderingen ges en struktur, och i det fall de verktyg som normalt sett kommer till användning inte har utnyttjats på rätt sätt skapa en presumtion om oaktsamhet. Denna presumtion kan av emissionsinstitutet med relativt enkla medel kunna hävas genom lämplig motbevisning.[1014]

17.3 Culpabedömningen vid konsultansvar

Skall ansvar åläggas konsulten gentemot tredje man med stöd av allmänna skadeståndsrättsliga principer blir frågan huruvida åsidosättandet är så pass allvarligt att avvikelsen skall kunna betraktas som oaktsam eller vårdslös. För många professioner finns fastställda yrkesprinciper, såsom ovan nämnda god revisorssed och god advokatsed.[1015] Culpabedömningen av en advokats eller teknisk konsults handlande måste få sin utgångspunkt i sedvana, och den som har att göra bedömningen torde vara hänvisad till en fri bedömning,[1016] kompletterad med regler och prejudikat som avser ansvar för aktuell professionsutövning generellt. Först och främst skall beaktas att konsulten har ett professionsansvar, dvs ett ansvar präglat av de specialistkunskaper en konsult av ifrågavarande slag förväntas ha. Ett sådant ansvar kan antas bedömas betydligt strängare än eljest.[1017] Är uppdragstagaren advokat skall hänsyn tas till om uppdraget genomförts av en juridiskt kunnig person och att culpabedömningen avser felaktiga bedömningar om gällande rätt. Inledningsvis skall domstolen vid bedömningen av huruvida en konsult agerat culpöst ta hänsyn till en rad omständigheter som är specifika för just detta område. Heuman menar att man inte kan förvänta sig att advokaten skall ha kännedom om innehållet i samtliga rättsregler, men han skall ha kännedom om hur han skall gå tillväga för att finna relevanta regler vilket han skall förväntas göra i varje enskilt fall.[1018] Kleineman

[1014] Samuelsson, P - Pålsson, A-M, id s x. Sveriges fondhandlares förening har 1999 introducerat en licensiering av rådgivare i finansiella frågor.

[1015] Lag (1995:528) om revisorer 22 § respektive 8 kap. 7 § RB

[1016] Se avsnitt x.

[1017] Se t ex NJA 1981 s 1091.

[1018] Heuman, Advokatens rättsutredningar, s 7.

exemplifierar med 41 och 42 §§ i de vägledande reglerna för god advokatsed. Här finns klart uttalade normer som innebär att advokater kan anses ha viss lojalitetsplikt mot t ex klients medkontrahent, och Kleineman menar att ett åsidosättande av denna plikt på goda grunder kan antas utlösa ett skadeståndsansvar mot tredje man.[1019] Även uppdragsavtalet får givetvis tjäna som underlag vid bedömningen, men eftersom ett avtal av ifrågavarande slag normalt inte har skriftlig form kan sällan några särskilda avtalsvillkor komma ifråga. Ansvaret begränsas dock av de ramar för uppdragsavtalet som anges i den av konsulten lämnade rapporten. Har advokatens uppdrag begränsats till att exempelvis granska avtalen med de tio största kunderna torde ansvaret begränsas till dessa avtal. Andra faktorer som spelar in vid bedömningen är den tid advokaten haft till sitt förfogande för utförandet av sitt uppdrag samt det arvode har erhållit som ersättning för uppdraget. Påpekar advokaten för uppdragsgivaren att han haft för lite tid till sitt förfogande föreligger enligt Kleineman en riskanalys som bör begränsa advokatens/rådgivarens ansvar.[1020] Därmed kan inte avsikten vara att advokaten kan undgå ansvar på grund av att han arbetat under tidspress. Förhållandet kan dock komma att beakas vid bedömningen av graden av oaktsamhet.

Är konsulten en värderingsman eller teknisk specialist skall hänsyn tas till huruvida konsulten handlat med för respektive yrkeskår normal yrkeskunnighet, dvs kunskap om marknadens funktionssätt, samt huruvida han iakttagit erforderlig aktsamhet.[1021] Vidare skall hänsyn tas till att konsulten varit medveten om att uppgifterna utgjort beslutsunderlag för kommande dispositioner för tredje man. Hänsyn skall även tas till faktorer som i allmänhet är av vikt vid prövning av ansvarsfrågor, exempelvis särskilda avtalsvillkor.

17.4 Ansvaret för medkontrahents medkontrahents medkontrahent

Hur skall då culpan bedömas i de fall en part ansvarar för utformningen av prospektet, men konsulten anlitats av den andra

[1019] JT 98 s 204.

[1020] Kleineman, J, Rådgivares informationsansvar– en probleminventering, JT 1998 s 185 ff. I det amerikanska rättsystemet kan advokaten åläggas ansvar med stöd av bedrägeriregeln Rule 10b-5 om han uppsåtligt varit delaktig i att lämna vilseledande uppgifter. I exempelvis *In re* Keating, Meuthing & Klekamp, 1979 SEC LEXIS 1186, 47 S.E.C. 95, [Transfer Binder 1979] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 82,124 ålades en advokatbyrå ansvar för felaktiga uppgifter som lämnats till tillsynsmyndigheten SEC. Byrån, som hade varit behjälplig vid framtagandet av uppgifter, ansågs på grund av långvarigt samarbete vara väl förtrogen med klientbolaget.

[1021] Heuman s 21.

parten, dvs om det exempelvis är emissionsinstitutet som har åtagit sig ansvaret för utfromning av prospektet, men det är bolaget som engagerat konsulten. I avsnitt x har konstaterats att i det fall den prospektansvarige anlitat expertis inom ett område där de själva inte besitter den nödvändiga kompetensen, denne som huvudregel måste kunna lita på expertens utlåtande.[1022] Är valet av expert rimligt, och finns inte anledning att tvivla på expertutlåtandet, kan den prospektansvarige i utgångsläget inte bedömas ha varit culpös, och därvid inte kunna åläggas ansvar.[1023] Har uppdragsgivaren däremot varit försumlig torde denne kunna åläggas ansvar för av konsulten lämnad bristfällig uppgift. Men att härvid utsträcka ansvaret till medkontrahets medkontrahents medkontrahent torde inte vara möjligt. Har sålunda emittentbolaget förfarit oaktsamt då man engagerat den konsult som sedemera lämnat vilseledande uppgifter vilka offentliggjorts i ett prospekt för vilket emissionsinstitutet ansvarar, och emissionsinstitutet inte kan bedömas ha varit försumligt vid mottagande av informationen, torde skadeståndsskyldigheten inte kunna utsträckas till att omfatta emissionsinstitutet, utan anspråk om ersättning får riktas mot uppdragsgivare repektive uppdragstagare, dvs i detta falll bolaget respektive konsulten.

17.5 Sammanfattande slutsatser

Att konsulten ej skall ansvara för av honom i prospektet lämnade uppgifter gentemot skadelidande aktieägare skulle kunna få långtgående konsekvenser. Konsulten skulle annars i ifrågavarande situationer skulle komma att utgöra ett slags rättsligt frälse,x utan ansvar för sina gärningar. Konsult som culpöst lämnat vilseledande uppgifter till sin uppdragsgivare emittenbolag/emissionsinstitut torde kunna åläggas skadeståndsansvar gentemot skadelidande investor med stöd av den i praxis och doktrin utvecklade principen om rådgivaransvar. Mot bakgrund av ovan förda resonemang kan konstateras att det i första hand är konsulten som torde ansvara för av honom lämnade garantier och positiva uppgifter vilka intagits i prospektet. Ett exempel på detta är revisorns intygande enligt 3 kap 7 § respektive 17 kap 7 § FFFS 1995:21, vilket torde medföra ett långtgående ansvar för att de sålunda intygade uppgifterna är korrekta.[1024] Eftersom överträdelse av FFFS 1995:21 ej är sanktionerad

[1022] I den engelska Companies Act 1985, sec 67 regleras styrelsens ansvar för oriktiga upplysningar i prospekt. I de följande sec 68 och 69 ges en rad grunder för ansvarsfrihet. Bl a blir styrelsen fri från ansvar i fall då bristfällig uppgift i prospektet är grundad på uppgift från expert, och styrelsen inte haft anledning att tvivla på expertens kompetens inom området ifråga, sec 68 (2) (b). Se s .

[1023] Detta är i Norge fastslaget i rättsfallet Rt 1932 s 857.

[1024] Jfr diskussion om ansvar för standardiserade ansvarsförklaringar under avsnitt x.

skall överträdelsen bedömas med stöd av skadeståndsrättsliga principer.

Bedömningen av anvaret för medkontrahents medkontrahent gentemot tredje man sker dock på ett något annorlunda sätt än vid den ansvarsbedömning som sker då ansvaret gäller mellan två medkontrahenter. Förutsättningarna för att ansvar skall kunna åläggas konsulten är att utöver culpa och orsakssamband ytterligare vissa förutsättningar är uppfyllda. Konsulten skall sålunda framför allt ha haft insikt om hur hans sålunda lämnade uppgifter skulle komma att användas. I prospektansvarsfallet torde konsulten dock vara medveten om att av honom lämnad uppgift kommer att ingå i prospektet, och därmed dels spridas till en krets investorer vilka kan komma att förlita sig på uppgiften, dels påverka priset eller kursen på aktierna. För att ansvar skall utdömas skall enligt praxis och doktrin även även kunna konstateras att skadelidande fäst tillit till rådgivarens uppgifter. Vidare skall en rättspolitisk värdering vidtas i avsikt att undersöka huruvida tilliten var befogad. Såväl advokat som revisor har en förtroendeskapande position som innebär att vederbörandes beteende typiskt sett är tillitsskapande. I anslutning till i avsnitt x anförda slutsatser torde krävas att tillitsrekvisitet vid tillämpning av presumerad tillit även vid fråga rörande konsults ansvar bortfaller vid aktuell skadetyp.[1025]

18 Ansvar för granskande myndighet

18.1 Inledning

Som nämnts i avsnitt x skall börsen i enlighet med 5 kap 5a § LBC granska de prospekt som offentliggörs i samband med inregistrering av aktier, och enligt 2 kap 4 § LHF har Finansinspektionen att godkänna emissionsprospekt och erbjudandeprospekt innan dessa kan registreras. Finansinspektionens godkännande omfattar som ovan nämnts ett mindre åtagande än börsens granskningsplikt. Som framgår av avsnitt x respektive x gör Finansinspektionen endast en genomgång av att samtliga uppgifter som skall vara inkluderade i prospektet är medtagna, medan börsens granskning är av mera omfattande karaktär, och även delvis omfattar en materiell granskning av innehållet i prospektet. Även Värdepapperscentralen spelar en viktig roll vid sin registrering av en emission. I de fall Värdepapperscentralen anser att de inlämnade uppgifterna inte uppfyller kraven, eller kompletterande uppgifter är nödvändiga kan registrering av emissionen komma att fördröjas. Värdet på de aktuella värdepappren kan under denna tid

[1025] Se s x

komma att påverkas av olika faktorer, såsom en tvär branschspecifik konjunkturförändring, vilket kan komma att medföra förlust (eller vinning) för emittenten. Har härvid Värdepapperscentralens representanter förfarit oaktsamt aktualiseras frågan om ansvar även för denna myndighet.

I förarbetena till ny börslagstiftning konstateras att risk föreligger att ett godkännande baserat på en formell granskning kan komma att uppfattas som en statlig kvalitetsprövning av erbjudandets materiella innehåll. Här påpekas att EG:s prospektdirektiv föreskriver att en generell förhandsgranskning skall göras om ett EG-land önskar att prospekt därifrån, utan vidare granskning, skall accepteras i andra EG-länder. Departementschefen uttalar att i stället för en obligatorisk förhandsgranskning prospekten bör ges in och registreras hos en myndighet, och att registreringen endast bör föregås av en kontroll av att prospektet innehåller föreskrivna uppgifter.[1026] Emellertid infördes i 5 kap 5a § LBC en regel som stadgar att börsen skall godkänna prospekt före offentliggörandet. Granskningen och godkännandet skall enligt förarbetena endast avse att prospektet innehåller de uppgifter som krävs, varvid påpekades att ”Det är således inte fråga om att kontrollera huruvida sakuppgifterna är riktiga."[1027] I en tilläggsproposition konstateras att även om det i prop 1991/92:113 valts att inte karakterisera granskningsförfarandet som en förhandgranskning ”så kan inte bortses från att det i direktivets mening faktiskt är fråga om en sådan.”[1028] Vidare fastslås i förarbetena att uppenbara felaktigheter skall upptäckas vid granskningen.[1029] Även i förarbetena till ABL klargjordes att börsstyrelsen inte genom inregistrering kunde åta sig ett ansvar för att fortlöpande garantera att på börslistan förekommande aktier skulle utgöra tillfredsställande placeringsobjekt. Däremot uttalades att registrering vid börsen kan "i stort sett sägas vara en garanti för att allmänheten får en relativt utförlig information om bolagets ekonomiska utveckling och därigenom möjlighet att kontinuerligt bedöma sina investeringar."[1030]

Enligt FFFS 1995:45 3 kap 71 § samt kap 17 § 35 skall prospekt innehålla uppgift om att det godkännande som givits av Börsen respektive Finansinspektionen inte innebär någon garanti för att sakuppgifterna i prospektet är riktiga eller fullständiga. Man kan diskutera i vilken utsträckning en dylik generell

[1026] Prop 1991/92:113 s 154.

[1027] Id. s 99.

[1028] Prop 1992/93:90 s 55.

[1029] Prop 1991/92:113 s 192.

[1030] SOU 1973:60 s 94.

ansvarsfriskrivning skall accepteras juridiskt.[1031] Börsens skyldighet att granska prospekten torde medföra en skyldighet att företa en bedömning av såväl innehåll och kvalitet som rimlighet. Är så fallet torde en generell friskrivning från ansvar få begränsad räckvidd.[1032] I avsnitt x konstaterades att huvuduppgiften för en fondbörs är att sammanföra emittenter och investorer. En fondbörs utgör därvid en viktig samhällsekonomisk funktion. För att börsen ska kunna uppfylla denna funktion som marknadsplats är det av avgörande betydelse att aktörerna på marknaden kan ha förtroende för börsen. Det kan därför vara av intresse att undersöka huruvida börsen skall kunna åläggas ansvar vid oaktsamhet i samband med utförande av de uppgifter som åligger den i samband med börsnotering av ett bolags aktier, dvs om de förutsättningar för verksamheten som ges i börslagen innebär ett allmänt culpaansvar för fel eller försummelse i samband med dess myndighetsutövning.

Enligt 3 kap 2 § SkL gäller att stat och kommun skall ersätta personskada, sakskada eller ren förmögenhetsskada, som vållas genom fel eller försummelse vid myndighetsutövning i verksamhet för vars fullgörande stat och kommun svarar. Någon begränsning av ansvaret till brottsliga handlingar görs inte rörande ansvar för stat och kommun.

18.2 Börsens myndighetsprägel

Regeln i 5 kap 5a § LBC grundas på EG:s direktiv 80/390/EEG, där i art 18 (2) stadgas att börsprospekt skall godkännas av berörd myndighet innan det offentliggörs. Enligt art 22 i direktivet skall vidare annonser, tillkännagivanden, affischer och alla handlingar som skall offentliggöras i samband med emissionen på förhand sändas in till den berörda myndigheten, vilken skall avgöra om informationsmaterialet skall underkastas granskning innan det offentliggörs.[1033]

I direktivet benämns den godkännande instansen genomgående myndighet,[1034] liksom i förarbetena till LBC där det även konstateras att en börs kan utses till behörig myndighet.[1035] I art 18 p 1 anges att medlemsstat skall utse en eller flera behöriga myndigheter och underrätta kommissionen om detta, samt lämna uppgift om

[1031] Se friskrivningsklausuler infra

[1032] Se t ex Werlauff, E, Pengeinstitutters emissionsansvar, s 9.

[1033] Regeln är intagen i FFFS 1995:21 och gäller bolag som är undantaget prospektskyldigheten i LBC respektive LHF på rund av att aktien är noterad i annat land inom EES.

[1034] Se ex art 6, ”de behöriga myndigheterna”.

[1035] Prop 1991/92:113 s 97.

fördelningen av befogenheter dem emellan. I art 18 p 3 st 2 anges vidare att medlemsstaterna skall se till att de behöriga myndigheterna har de befogenheter som de behöver för att kunna fullgöra sina uppgifter. Till börsen har sålunda av staten delegerats myndighetsutövning vid utförande av de uppgifter som åligger berörd myndighet enligt direktivet. I art 18 p 4 stadgas att ifrågavarande direktiv inte skall inverka på de behöriga myndigheternas ansvarighet, och att denna ”även fortsättningsvis uteslutande skall regleras i nationell lag.” Det åligger således lagstiftaren att inom ramen för vårt nationella regelverk reglera ansvaret för de myndigheter som har att godkänna prospekten.

Enligt artikel 24b (1) är en medlemsstat skyldig att godkänna prospekt som godkänts i annan medlemsstat om bolaget söker börsnotering i den senare staten inom tre månader från godkännande i den första staten. En viktig regel är sålunda den kontroll berörd myndighet skall utföra innan prospektet offentliggörs, eftersom denna kontroll kan sägas utövas även å andra staters och myndigheters vägar.

18.3 Inställningen i praxis och doktrin

Inställningen till ersättning vid skada förorsakad genom fel eller försumlig myndighetsutövning har från statens sida varit restriktiv, inte minst vid fråga om ersättning för vilseledande information.[1036] Även Bengtsson motsätter sig att stat och kommun åläggs ansvar, och till och med varnar för att vidga ansvaret vid delegerad myndighetsutövning eftersom ansvaret då skulle komma att bli alltför "svåröverskådligt".[1037] Emellertid har i ett par rättsfall staten ålagts ersättningsskyldighet vid försumlig myndighetsutövning. Frågan om ansvar för kontrollerande myndighet prövades i det under avsnitt x beskrivna rättsfallet NJA 1991 s 138. Fallet rörde frågan om staten hade att ersätta sakskada som vållats genom försummelse från AB svensk Bilprovnings sida vid kontrollbesiktning av motorfordon. Diskussionen i målet rörde huruvida skadan drabbat ett intresse som skyddas av den handlingsnorm som åsidosatts. Den skadelidande anförde som grund för sin talan att staten har påtagit sig uppgiften att genom obligatoriska besiktningar kontrollera att fordon uppfyller vissa krav när det gäller trafiksäkerhet, samt att i detta fall AB Svensk Bilprovning varit försumlig vid utförandet av sitt uppdrag. HD konstaterade att skadan vållats genom fel eller försummelse från AB Svensk Bilprovnings sida, samt ålade staten ersättningsansvar.

[1036] JK i prop 1989/90:42 s 51; Kleineman, J, De offentliga rättssubjektens skadeståndsansvar, s 66; Bengtsson, B, Det allmännas ansvar enligt skadeståndslagen, s 45 ff.

[1037] Id. s 341.

I rättsfallet NJA 1989 s 191 ålades staten ansvar för en skada som uppkommit i samband med att ansvaret för utförande av en uppgift som delegerats till ett enskilt rättssubjekt. I fallet hade åklagarmyndigheten vid misstanke om valutabrott beslutat ta föremålet för det misstänkta valutabrottet, en segelbåt, i förvar. Båten placerades i avvaktan på utredning på ett inhängnat område tillhörigt ett skeppsvarv, och belades med kvarstad. När ägaren sedermera hämtade båten visade det sig att denna under tiden för förvar blivit skadad, samt att viss utrustning hade försvunnit. Ägaren krävde ersättning från kronofogdemyndigheten, vilket avvisades av justitiekanslern. I hovrätten, vars dom fastställdes av Högsta domstolen, konstaterades att skadeståndslagen visserligen inte tar ställning till statens ansvar för skada på omhändertagen egendom, men att det i viss äldre praxis finns stöd för ett presumtionsansvar för staten.[1038] I målet aktualiserades även frågan om betydelsen av att vården anförtrotts en självständig medhjälpare. Högsta domstolen menade att eftersom denne, dvs varvet, hade utövat vården för statens räkning och då denna ingått som ett led i statens myndighetsutövning, hade staten att svara för fel och försummelse hos varvet ifråga om vården av båten. Segelbåtsägaren tillerkändes sålunda ersättning.

Kleineman påpekar i en grundlig utredning rörande offentliga rättssubjekts skadeståndsansvar att i synnerhet frågan om myndighets ansvar skall utsträckas till all form av verksamhet som staten anförtror privata rättssubjekt är ett svårbedömbart problem. Kleinemans inställning är att det är helt rimligt att staten genom att delegera en exklusiv statlig uppgift till enskilt rättssubjekt inte härigenom kan undandra sig ett ansvar som annars skulle kunna utkrävas.[1039] Kleineman menar att man dels torde kunna utsträcka det allmännas ansvar för rena förmögenhetsskador på rent privaträttslig grund med stöd av NJA 1987 s 692,[1040] dels att det förefaller helt rimligt att det allmänna ”– i likhet med privaträttsliga subjekt –” kan ha ett ansvar för rena förmögenhetsskador även i utomobligatoriska förhållanden.[1041] Kleineman exemplifierar med rättsfallet NJA 1990 s 705. I fallet angav hälsovårdsinspektören i en kommun i en skrivelse till en villaägare felaktigt att dennes fastighet utgjorde en sanitär olägenhet, eftersom den befunnits ha radondotterhalter överstigande visst gränsvärde, samt rekommenderade honom att installera ett värmeåtervinningssystem. Vid förnyade mätningar därefter framkom att radondotterhalten i huset aldrig överstigit gränsvärdet för sanitär

[1038] Man hänvisade här bl a till NJA 1950 s 5.

[1039] Id s 69, not 24.

[1040] Kone-fallet, se s x och x.

[1041] Id, s 94.

olägenhet. Efter stämning yrkade villaägaren att kommunen skulle förpliktas att till honom utge ersättning för den kostnad han haft för installationen av värmeåtervinningssystemet. Han åberopade som grund för yrkandet att kommunen genom försummelse vid myndighetsutövning orsakat honom skada uppgående till det yrkade beloppet, eftersom ventilations- och värmeåtervinningsanläggningen, som han låtit installera till följd av kommunens handläggning av ärendet, varit onödig. I målet var dels fråga om den felaktiga uppgiften lämnats vid myndighetsutövning och, sedan så befunnits vara fallet, om kommunens skadeståndsskyldighet skulle påverkas av att villaägaren haft viss nytta av värmeåtervinningssystemet.

HD konstaterade att i målet var ostridigt att uppgiften i skrivelsen om radondotterhalt i fastigheten var felaktig. Rätten konstaterade vidare att uppgiften lämnats vid myndighetsutövning. Kommunen hade gjort gällande att felet likväl inte skulle grunda skadeståndsskyldighet, eftersom det varit ursäktligt. HD menade dock att på en skrivelse från en myndighet med ett sådant bestämt och reservationslöst innehåll som den aktuella höga anspråk på noggrannhet bör ställas. Man ansåg därför att felet i skrivelsen måste anses ha inneburit ett åsidosättande av de krav som skäligen kunde ställas med hänsyn till arten och ändamålet med hälsovårdsnämndens verksamhet. HD ansåg vidare att det saknades anledning anta att villaägaren skulle ha låtit installera systemet om han ej vilseletts av skrivelsen från hälsovårdsinspektören, och att det heller inte var visat att installationen lett till någon bestående ökning av värdet på hans fastighet eller i övrigt medfört någon ekonomisk fördel för honom. HD:s domslut var att kommunen inte borde undgå skadeståndsskyldighet, varvid villaägarens talan bifölls. Kleineman påpekar att det informationsansvar som i domen ålades myndigheten för råd givet i samband med kontakt mellan myndighet och enskild ”som HD redan gjort till sitt genom utgången i NJA 1990 s 705” inte ligger långt från ansvar för innehållet i prospekt.[1042]

18.4 En rättspolitisk diskussion

Frågan om i vilken omfattning ansvar skall kunna åläggas en börs eller kontrollerande myndighet i det fall kontrollorganet vid sin tillsyn varit oaktsam och underlåtit att uppmärksamma bristfällig information i ett prospekt eller ett bolags ekonomiska rapportering är ännu oprövad i Sverige. Den myndighetsprägel som fortfarande är förbunden med börsverksamhet torde dock tillmätas betydelse vid

[1042] Id s 96. Kleineman är av meningen att av angivna skäl regeln i 3 kap 2 § SkL torde kunna avskaffas.

bedömning av myndighetens ansvar. Börsens granskning har hittills inte förväntats avslöja vilseledande information, men möjligen kommer kraven på börserna förändras i och med den marknadsanpassning av ägandet som skett under senare år.

Det är inte helt uteslutet att en börs som godkänt ett felaktigt prospekt skulle komma att bli ålagd ansvar.[1043] Vid bedömningen av börsens respektive Finansinspektionens ansvar måste hänsyn tas till den kvalitetsprägel notering vid en börs samt myndighetens granskning ger. Likheten med näringsdrivande bolag av sanktionerande karaktär, såsom t ex en revisionsbyrå, är stor, och marknadens uppfattning av börsen som rådgivare kan leda till att börsens förtroendekapital minskar. Det torde i vart fall kunna krävas av börsen respektive myndigheten att det görs en rimlighetsbedömning av de rapporter och räkenskaper som ifrågavarande organisation skall granska.

I EG:s direktiv 82/121/EEC anges att vid börs inregistrerade bolag till kontrollerande myndighet, dvs börsen, skall inge halvårsrapport. I direktivet ställs vissa minimikrav på rapporteringen. Reglerna har implementerats i FFFS 1995:43, där i 2 kap ges bestämmelser om informationsplikt för såväl utgivare vars fondpapper är inregistrerade eller noterade vid en börs som noterade vid en auktoriserad marknadsplats. Enligt 2 § skall halvårsrapport och annan delårsrapport omedelbart lämnas till den börs respektive marknadsplats där utgivarens fondpapper är inregistrerade eller noterade. Enligt direktivet krävs inte att bolagets revisor skall revidera halvårsrapporten, men i art 5(7) åläggs myndigheten en skyldighet att göra en kritisk granskning av innehållet i rapporten. Werlauff påpekar att avsikten inte kan vara att myndigheten genom ett omfattande revisionsarbete skall överta ansvaret för bolagets ekonomiska rapportering, men påpekar att bestämmelsen kan tolkas på så vis att myndigheten inte har rätt att endast fungera som arkivarie för från bolagen inkomna rapporter, utan att den har såväl rätt som skyldighet att göra en självständig kritisk rimlighetsbedömning av bolagets verksamhet i jämförelse med tidigare rapporter och prognoser. En tolkning av direktivet skulle då resultera i att myndigheten exempelvis efter ett bolags konkurs inte kan exculpera sig genom att hävda att det inte åligger myndigheten att kontrollera ifrågavarande uppgifter. Kontrollorganet har enligt direktivet skyldighet agera vid eventuella felaktigheter, och torde vid underlåtenhet därav kunna åläggas skadeståndsansvar enligt nationella skadeståndsregler.[1044]

[1043] Se t ex Schaumburg – Müller & Erik Bruun Hansen, Dansk Börsret, vaerdipapirmarkedsret, s 60 ff; Werlauff, E, Pengeinstitutters emissionsansvar s 9.

[1044] Werlauff, E, EU-Selskabsret, s 442 f. I förarbetena till börslagstiftning nämns inte myndighetens skyldighet till kontroll av halvårsrapports innehåll.

18.5 Sammanfattande slutsatser

Konstateras kan att staten till börsen har delegerat myndighetsutövning vid utförande av sina plikter i enlighet med LBC. Vid fråga om att ålägga en myndighet skadeståndsskyldighet är rättsläget inte helt klart. Mellan emittentbolagen och börsen föreligger ett genom noteringsavtalet reglerat avtal, varvid börsen kan åläggas ansvar för den skada man eventuellt har åsamkat en medkontrahent. Mellan börsen och aktieägaren föreligger dock inget inomobligatoriskt förhållande. Återigen befinner vi oss i en situation där relationen möjligen kan betecknas som kvasikontraktuell – invesor förlitar sig på att börsen fullgör sina åtaganden enligt lag, och härvid vidtar den aktsamhet som situationen kräver. Det är inte helt uteslutet att ansvar gentemot skadelidande aktieägare skulle komma att åläggas myndighet som vid utförande av sin granskningsplikt enligt såväl LBC som LHF förfar oaktsamt med stöd av praxis.[1045] Anmärkas bör att i såväl Danmark som Norge är en överträdelse av respektive börslag sanktionerad med straff.

Börsstrukturen i Europa håller på att förändras. Troligen kommer vi att få se en förändrad börsstruktur som innebär hopslagningar av börser jämte andra former för samarbeten. Vidare kommer börserna att kompletteras med de fria nätverken, ECN.[1046] Vad skall då börsens uppgift vara i framtiden? Börsen har hittills haft sin främsta roll som övervakningsmyndighet, men samtidigt har börsen en viktig roll som vinstdrivande bolag och marknadsplats. En möjlighet är att respektive funktion separeras i olika enheter. En enhet skulle därvid uppbära rollen som tillsynsorgan och ansvara för notering och övervakning, och den andra enheten skulle utöva funktionen av den elektroniska handelsplatsen.

19 Vissa särskilda frågeställningar

19.1 Ansvaret för prognoser, framtidsinriktad information och soft information

19.1.1 Inledning

Lämnas i prospektet en prognos eller en marknadsbeskrivning som ger en alltför positiv bild av framtiden kan detta leda till att aktien sjunker i värde då riktiga förhållanden offentliggörs och att investor därmed

---

Halvårsrapprter bahandlas i prop 1991/92:113 på s 100 ff.

[1045] Se även NOU 1999:3.

[1046] Se s x

åsakas skada.

Culpabedömnigen i prognosfallet måste göras efter något annorlunda bedömningskriterier än bedömningen av vilseledande sakfrågor. Har i en prognos lämnats en överdrivet optimistisk bild av bolagets framtida utveckling, och verkligheten visar att så varit fallet, kan aktien drabbas av kursfall med följd att investor åsamkas förlust. I och med att prognosen givit investor en oriktig bild av bolagets intjäningspotential kan investor även ha erhållit en oriktig uppfattning om den risk som varit knuten till investeringen. I vilken utsträckning kan investor hävda att investeringen skett med stöd av vilseledande underlag och därigenom yrka ersättning för sin skada?

Värdering av framtiden står på många sätt i en annan ställning än upplysningar om faktiska förhållanden. Utfästelser om framtiden blir av naturliga skäl mer osäkra än uttalanden om hur förhållanden är i dagsläget, och kommer i någon mån att vara baserade på subjektiva bedömningar.[1047] Att hänsyn till detta måste tas vid culpabedömningen framgår av en skiljedom från Stockholms Handelskammares skiljedomsinstitut:[1048]

”Enligt nämndens uppfattning är det en principiell skillnad mellan resultatrapporter och bokslut, å enda sidan, och prognoser och budgets, å andra sidan. Medan prognoser och budgets endast är mer eller mindre kvalificerade bedömningar av framtiden och i viss mån också tjänstgör som handlingsprogram, avser resultatrapporter och bokslut förfluten tid och gör anspråk på att redovisa uppnådda reslutat.”

Utgångspunkten är således att ansvarssubjektet inte kan åläggas ansvar endast på den grund att det faktiska utfallet visat sig understiga det uppskattade. Denne skall dock inte därigenom anses helt fri från ansvar beträffande uppgifterna:

”Uppenbart är att en säljare, som tillhandahåller prognoser och budgets i samband med företagsöverlåtelse, inte utan vidare kan svara för i dessa handlingar antagen lönsamhet eller beräknat rörelseresultat. För att sådant anvar skall uppkomma fordras i princip antingen en uttrycklig garanti eller liknande försäkran eller att de sakuppgifter som redovisas i handlingarna inte är korrekta eller att de redovisas på ett vilseledande sätt. Vidare kan en säljare givetvis bli ansvarig om han avsiktligen förleder köparen genom att mot bättre vetande presentera felaktiga prognoser eller

[1047] I USA skall prognoser åtföljas av sk bespeaks language för att inte vara ansvarskrävande. Bespeaks caution doctrine innebär att ett uttalande om bolagets framtid eller framtida utveckling måste åtföljas av ett uttalande om att all progosverksamhet bygger på subjektiva ställningstaganden, vaför man inte kan garantera dess tillförlitlighet, se avsnitt x.

[1048] Årsskrift från Stockholms Handelskammares skiljedomsinstitut, Svensk och internationell skiljedom, 1986, s 47 på s 55, skiljedom meddelad den 31 januari 1991. Skiljenämnden bestod av hovrättspresidenten Birgitta Blom, advokaten Gotthard Calissendorff och (numera) chefsrådmannen Tomas Huldén.

felaktiga budgets."[1049]

19.1.2 Den affärsmässiga bedömningen

Delvis rör frågan var skall gränsen skall dras för bolagsledningens möjlighet att vara optimistisk ifråga om bolagets framtid. Bolagsledningen har rätt att göra affärsmässiga bedömningar, och förväntas göra affärsmässiga bedömningar. Bolagsledningens kan normalt inte hållas ansvarig för de förluster bolaget drabbats av till följd av att bolagsledningen gjort missbedömningar i fråga om bolagets affärsverksamhet. Ansvar för förlust i affärsverksamheten kan i enlighet med reglerna i 13 kap 2 § ABL åläggas organledamöter då bolagets aktiekapital förbrukats till mer än hälften, och organledamöterna trots detta inte vidtagit åtgärder i enlighet med reglerna i ABL 13 kap 2 §.[1050] Även uttalanden om ledningens förväntningar på bolagets framtida utveckling i prospektet bygger på en affärsmässig bedömning. Skall denna bedömning kunna göras enligt andra kriterier när allmänheten inbjuds till att investera i aktien? I det förstnämnda fallet skall beslut träffas å bolagets vägnar. Beslutet påverkar aktieägarna såtillvida att bolagsförmögenheten kommer att öka eller minska beroenda av huruvida beslutet var lyckosamt eller ej. I fråga om prognoser och antaganden lämnas uppgifterna i avsikt att locka investorer till att teckna aktier och bli delägare i bolaget. Grundinställningen måste vara att marknaden har rätt att få upplysningar som ger en korrekt bild av den risk de tar vid investering i bolaget. Bedöms i efterhand den framtidsinriktade bedömning ha varit förenad med mer optimism än vad som kan accepteras torde ansvar kunna åläggas ansvarssubjektet ifråga.

Samtidigt skall man ha i åtanke att investering i aktier i allmänhet är förbunden med stor osäkerhet - än större osäkerhet är förknippad med generella bedömningar om framtiden. Denna osäkerhet avspeglas inte minst i praxis. Exemplen på bolag som i samband med intorduktion i prospekt lämnat uppgifter om prognostiserad vinst, varefter utfallet blivit markant sämre är många. Exempelvis introducerades Scaniaaktien 1996 för 180 kronor. Strax efter introduktionen meddelades att bolagets resultat för 1996 skulle bli mycket sämre än vad som uppgivits i prospektet, varvid kursen sjönk dramatiskt. Det dåliga resultatet skylldes på oväntat höga kostnader för att ställa om produktionen till den nya lastbilsserien 400-serien samt negativa valutaeffekter.

Bolaget Senea börsnoterades i juni 1994, och i samband med

[1049] Id s 54.

[1050] Styrelsens personliga ansvar inträder då mer än halva aktiekapitalet är förbrukat.

noteringen angavs vinstprognosen till elva miljoner kronor. I november meddelade ledningen att man blivit tvungen att sänka vinstprognosen till tre miljoner kronor. [1051]

Prognosavvikelse skall givetvis inte omedelbart ge rätt till ersättning för skada.[1052] Även om osäkerhetsfaktorn alltid finns med vid upprättande av prognoser så är det ledningen som har bäst kunskap om bolagets förhållanden, och därmed de presumtivt bästa förutsättningarna för att göra en bedömning av bolagets framtida intjäningsförmåga. Ledningens möjligheter att vara optimistisk i fråga om bolagets framtid måste dock kunna begränsas av vad som kan betecknas som rimligt, och inte utgöra överdriven optimism. Åtskillnad i ansvarsbedömningen bör kunna göras mellan prognoser som är förankrade i historiska fakta, bolagsspecifika kalkyler och allmänna makroekonomiska gissningar. Prospekten innehåller ofta långsiktiga prognoser av realekonomisk karaktär, såsom t ex ”bolagets långsiktiga mål är att bibehålla en avkastning på justerat eget kapital på 20 procent” eller ”vi räknar med en god tillväxt på marknaden,” samt ger olika prognosmotiveringar såsom den finansiella ekonomins utveckling etc. För svepande mindre sakligt förankrade uppgifter torde det innebära större svårighet att ålägga uppgiftslämnaren ansvar. Men är det exempelvis inom en viss bransch allmän kännedom att tillväxten på marknaden vid tillfället för bedömning av framtiden inte är god, bör av ledningen kunna krävas en förklaring till vad man grundat en motsatt bedömning på.

Har sakuppgifter i underlaget vid beräkning av den prognostiserade intjäningsförmågan eller utvecklingen varit riktiga, men värderingen av den framtida intjäningsförmågan varit sämre förankrad i verkliga förhållanden kan det finnas större möjlighet för bolagsledningen att undgå ansvar.[1053] Å andra sidan kanske det är just i ett dylikt fall ledningen varit överdrivet optimistisk. I en del av de fall där ledningen givit fullständigt orealistiska prognoser om möjligheten för bolagets intjäningsförmåga ligger det i vart fall nära till hands att göra bedömningen att organledamöterna varit medvetna om att dessa givits

[1051] På de inofficiella listorna SBI och Nya Markanden kan noteras att under åren 1998-1999 inget bolag uppfyllt de mål som angivits i respektive prospekt. Exempelvis prognostiserade bolaget Obducat i prospektet sin omsättning för 1999 till 50 miljoner kronor, men det verkliga utfallet blev 25 miljoner. Den prognostiserade förlusten på tio miljoner kronor blev däremot 20 miljoner.

[1052] I norsk rättspraxis har detta fastslagits i bl a Rt. 1915 s 265. Tolkningen har inte gjorts till den skadelidandes favör, utan är baserad på en helhetsbedömning av ordalydelserna och omständigheterna. Målet kommenteras av Aarbakke, M, Aksjetegning; ugyldighet, mislighold og ansvar, s 352.

[1053] Se Normann Aarum, K, Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper, s x

på oriktig grund.[1054]

19.1.3 Kunskapskravet

Vid ansvarsbedömningen vid avvikande prognosutfall måste på samma sätt som ifråga om övrig information krävas att prognosen grundats på kunskap om marknadens funktionssätt, på samma sätt som framhållits under avsnitt x. Den som gjort prognosen måste således kunna förväntas ha en hög grad av kunskap om marknadens funktionssätt, och vara väl förtrogen med de ekonomiska teorier som används vid prognosgivning. Vid en skadeståndsprocess bör det gå att rekonstruera på vilka grunder prognosen framräknats, och om den gjorts med beaktande av relevanta ekonomiska teorier eller inte. Hänsyn måste härvidlag även tas till de omvärldsfaktorer som påverkat aktiemarknaden, ifrågavarande bransch etc. under perioden. Med stöd av detta kan aktsamhetsvärderingen ges en struktur, och i det fall de verktyg som de ekonomiska teorierna utgör inte använts på rätt sätt, skapa en presumtion om oaktsamhet. Har ansvarssubjektet inte förfarit oaktsamt torde denne kunna häva presumtionen om oaktsamhet med relativt enkla medel genom lämplig motbevisning.

19.1.4 Inställningen i nordisk doktrin

I norsk doktrin intas en försiktig hållning till ansvaret för prognoser. Aarbakke menar att ”om etterpåklokskapen viser att slike utsagn ikke går i oppfyllelse, må hovedsynspunktet vaere at feilen ikke er ansvarbetingende.”[1055] Enligt Normann Aarum bör ansvaret begränsas till att gälla situationer där avvikelsen från avgiven prognos är så markant att man ”ikke bare kan betegne prognosen som overdrevent optimistisk, men naermest som et bevisst eller ubevisst forsök på å gi markedet et positivt bilde av selskapets muligheter som savner grunnlag i de faktiske realiteter…”.[1056]

I ett par äldre domar från Højesterett i Norge har ett allmänt oaksamhetsansvar inte ansetts kunna tillämpas vid bedömning av ansvaret för prognoser. Bl a annat har Højesterett i Rt. 1915 s 265 dragit en gräns mellan presentation av sakuppgift och värdering av framtida utveckling.[1057] Fallet rörde värdering av apportegendom vid en riktad emission som skulle betalas med aktier i ett annat bolag. Domstolen gjorde bedömingen att apportegendomen åsatts ett för högt värde, vilket grundats delvis på en orimligt optimistisk bild av bolagets framtida utveckling. Rätten menade att om underlaget för

[1054] Som exempelvis i Fermenta-fallet, se infra.

[1055] Aarbakke M, Aksjetegning; ugyldighet, mislighold og ansvar, s 357.

[1056] Normann Aarum, K, Styremedlemmers ertatningsansvar i aksjeselskaper, s 440.

[1057] Se även Rt 1909 s 145 och Rt 1913 s 689.

prognosen varit korrekt och fullständig, och endast själva värderingen av bolagets förväntade intjäningsförmåga slagit fel, skall styrelsen ej åläggas ansvar, utan det är upp till investor att bedöma rimligheten i denna uppgift. I norsk doktrin har dock diskuterats hur relevant dessa domar är i dagsläget. Normann Aarum menar att eftersom man i marknadsföringsammanhang generellt godtar en viss ”slingringsmon for en näringsdrivandes ros i alminnelige vendinger av egne varer” det verkar orimligt att styrelseledamöterna skulle komma att åläggas ansvar för uppgifter av typen allmänt lovordande i prospektet.[1058] Även Hagström menar att, inom köprätten, upplysningar som har generell karaktär av allmän lovprisning utan att vara preciserade till sitt innehåll, i allmänhet inte kan vara ansvarsgrundande.[1059]

I Danmark är praxis rörande anvar för prognosavvikelser omfattande, dock ifråga om andelsteckning i K/S. Werlauff har gjort en uppdelning av fallen i två grupper, de s k vilseledd- respektive de sk omöjlighetsargumenten. Inom ramen för omöjlighetsfallen behandlar Werlauff de fall där kraftig prognosavvikelse varit för handen. I vilseledande - fallen skall för ansvar uppgiftslämnaren insett eller bort inse att uppgifterna var missvisande. Framtonar bolagets verksamhet som ett ”hoblöst urealisabelt projekt” bör ansvar kunna åläggas ansvarig subjekt även i de fall uppgiftslämnaren själv inte insett hopplösheten i projektet.[1060]

19.1.5 Sammanfattande slutsatser

Det är ingen tvekan om att positiva prognoser påverkar investeringarna i bolaget och bolagets aktiekurs i positiv riktig.[1061] För enskilda investorer verkar upplysningarna motiverande för beslutet om att teckna aktier. I de fall prognosen givit en oriktig bild av bolagets intjäningsförmåga, och därmed även av den risk som varit knuten till investeringen kan hävdas att investering skett på oriktigt underlag. Å andra sidan bör investorerna anses vara medvetna om att denna typ av värdering i allmänhet är förbunden med stor osäkerhet. Vi har konstaterat att styrelsen kan hållas ersättningsansvarig för att faktiska upplysningar är inkorrekta. Detta gäller naturligtvis även upplysningar om faktiska förhållanden som utgjort underlag för prognosen.

Utfästelser om framtiden är baserade på subjektiva bedömningar på ett helt annat sätt än uttalanden om faktiska förhållanden, och endast

[1058] Id, Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper, s 431.

[1059] Hagström, V, Selgerens ansvar for tilsikrede egenskaper, s 781.

[1060] Werlauff, E, Anpartsaftalers bindende virken, s 69. I Danmark leder en fällande dom till ogiltigförklaring av andelsteckningen, se avsnitt x.

[1061] Se avsnitt x.

framtiden kan utvisa om prognoserna är felaktiga. Normann Aarum menar att man i anslutning till culpaansvaret till grund för ansvarsbedömningen skall lägga förhållanderna som de var vid köptillfället, och inte efter hur utvecklingen varit därefter, samt att man därför inte kan utdöma ansvar uteslutande för att förhållandena blivit andra än vad som sagts i prognosen. Hon menar vidare att ersättningsansvar för innehållet i ”oriktiga” prognoser under alla omständigheter endast bör utdömas i undantagsfall. Men vid emissioner gäller idag ett – begränsat - krav om att ge en värdering av framtida utveckling.[1062] Klara former för prognosteknik finns vidare utarbetade. I det falluppgiftslämnare följt de normer som gäller vid framtagande av prognosen samt redogjort för underlaget för dessa torde aktsamhetskravt vara uppfyllt.

För att ansvar skall utdömas bör uppställas krav på att prognosen skall ha avikit i väsentlig grad från verkligt utfall. Här kan skiljas mellan två olika situationer, dvs påvisbara felaktigheter respektive orimlighet.

- Har uppgifterna framkommit genom att prognosen bevisligen gjorts på felaktigt underlag föreligger en påvisbar felaktighet.
- Underliggande siffermaterial är i överensstämmelse med reviderat bokslut men bolagets framtida intjäningsförmåga bedömts vara orimligt stor.

I en del fall där ledningen givit fullständigt orealistiska prognoser om bolagets förväntade intjäningsförmåga ligger det nära till hands att misstänka att dessa uppgifter medvetet avgivits oriktigt. För att föraleda ansvar bör avvikelsen vara så stor att prognosen inte endast ter sig som överdrivet optimistisk, utan att det framgår tydligt att avsikten varit att ge investor en överdrivet positiv bild av bolagets utvecklingmöjligheter eller ekonomiska framtid. För ansvar bör således krävas dolus eller grövre form av culpa.

19.2 Ansvar för massmedialt spridd information

Den information som trycks i prospektet respektive i förekommande fall informationsbroschyrer och marknadsföringmaterial tolkas av analytiker och journalister, och denna tolkning återges i massmedia. På så sätt återgiven information sprids till en mycket stor krets informationsmottagare.[1063] Att investorer tillgodogjort sig information i sekundärkällor medför en risk för en felaktig uppfattning som inte nödvändigtvis är hänförlig till bolagets uppgiftslämnare. Inte heller kan den journalist som svarat för artikelinnehållet åläggas ansvar för

[1062] Se avsnitt x.

[1063] Se avsnitt om Internet och EPO.xx

att uppgifterna kan tolkas på ett alternativt sätt, utom i de fall journalisten med grov oaktsamhet eller uppsåt uppgivit felaktig information. Investor, företrädesvis de småinvestorer som saknar kunskap att bedöma erbjudandet i prospektet, kan ha förlitar sig på (i andra hand) i massmedia återgivna uppgifter. Bolagets uppgiftslämnare kan dock inte åläggas ansvar för ett investeringsbeslut som grundats på uppgifter i massmedia om ett företags värde, i det fall uppgifterna inte kan härledas från prospektet. Ansvar kan sålunda inte omfatta information som om- eller bearbetats i massmedia. Felaktiga uppgifter i en tidningsartikel om värdet på vissa aktier kan sålunda inte medföra skadeståndsskyldighet, helt bortsett från den tryckfrihetsrättliga aspekten.

Kleineman har föreslagit en självständig immunitetsfaktor kallad massmediafaktorn för situationen när investor ej blivit vilseledd genom att han tillgodogjort sig informationen i prospektet, utan genom att massmedia återgivit den vilseledande uppgiften.. Som redovisats under avsnitt x har Kleineman inställningen att den skadelidande måste kunna styrka ett konkret orsakssamband mellan den felaktiga informationen och skadan. Vid massmedialt spridd vilseledande information menar Kleineman att ansvar skall utdömas endast i de fall den massmedialt spridda informationen innefattar ett brottsligt beteende, och då enligt allmänna principer om straffbestämmelsernas skyddsintresse.[1064] Ansvaret skall således i fall av uppsåtligt vilseledande gälla även gentemot den som vilseletts utan att direkt ha tagit del av uppgiften, men fått den vidarebefordrad till sig via massmedia.[1065]

Kleinemans massmediafaktor utesluter ansvar i alla fall av massmedialt spridd information där ej brottlig handling legat till grund för informationslämnandet. Bristfälliga uppgifter i en tidningsartikel skulle således medföra skadeståndsskyldighet endast i den mån beteendet kan beskrivas som straffbart, t e x genom svindleri. En stor del av aktiemarknadens placerare grundar som ovan nämnts sina investeringsbeslut på information i massmedia. När en så stor del av aktieplacerarna sätter sin tillit till den massmedialt spridda informationen kan ifrågasättas om brottslig handling skall krävas.

[1064] Kleineman, J, Ren förmögenehtsskada, s 318, 438, 523.

[1065] Hälso- och Sjukvårdens Ansvarsnämnd fattade 1991 beslut angående en läkare som arbetade som plastikkirurg. Beslutet innehöll notering om att läkaren tidigare meddelats två varningar, trots att en av dessa varningar undanröjts och den andra överklagats. Det felaktiga beslutet hade sedan publicerats i massmedia. Svea hovrätt menade att staten inte kunde undgå ansvar för de felaktiga uppgifterna trots att det var massmedia som spritt dem. Att massmedia skulle sprida dem var inte en säregen eller oförutsägbar konsekvens, varför staten måste ta sin del av ansvaret. Dom 990312, T70/98.

Ytterligare ett argument för att ersättning bör utgå oavsett huruvida brott är begånget i anslutning till publiceringen av den bristfälliga uppgiften eller ej är att de subjekt som ansvarat för sammanställningen av prospektinnehållet i normalfallet måste ha att räkna med att de uppgifter som offentliggjorts i prospektet kan komma att återges i massmedia. Min inställning är sålunda att bristfälliga uppgifter vilka på ett riktigt sätt återgivits i tidningsartikel borde medföra att investor som förlitat sig på uppgiften lidit ersättningsgill skada.

19.3 Ansvar enligt marknadsföringslagen

En fråga som aktualiserats i såväl Sverige som i andra nordiska länder är huruvida reglerna i marknadsföringslagen (1995:450), MFL, skulle kunna vara tillämpliga på ansvar rörande prospekt.[1066] I Norge har man löst detta problem genom att i verdipapirhandelloven[1067] lösa frågan om ansvar för marknadsföringsmarterial som offentliggörs i samband med prospekt. Denna lag äger vid skador på värdepappersmarknaden företräde framför marknadsföringslagen i kraft av principen om lex specialis.[1068] Marthinhussen/Aarbakke är dock av meningen att marknadsföringslagens regler ”i prinsippet” är tillämpliga i prospektsammanhang.[1069]

I svensk rätt finns som framgått ovan en civilrättslig sanktion endast vid överträdelse av ABL:s regler. Den fråga som aktualiseras är sålunda huruvida MFL:s regler skulle kunna tillämpas vid överträdelse av andra prospektregler än de som uppställts i ABL. MFL innehåller liksom ABL uttryckliga bestämmelser om ersättning för ren förmögenhetsskada.[1070] De begränsningar i ansvaret som återfinns i ABL saknar däremot motsvarighet i MFL. 29 § hänvisar till överträdelser av vissa i lagen bestämda stadganden, men dessa är mycket allmänt hållna, vilket medför att de täcker de flesta marknadsföringssituationer. Lagrummet saknar den uppräkning av personer som omfattas av ansvaret, och ansvar åläggs alla ansvarssubjekt ”som uppsåtligen eller av oaktsamhet” bryter mot de regler som uppställts i §§ 5-13. Lagen stadgar i 4 § ett

[1066] Lindqvist, F, Skadeståndsansvar för prospekt? En fråga med många teorier – kan marknadsföringslagen ge ett klart svar? JT 1996/97 s 371, Olrog, C, Prospektansvar ja – men endast i teorin, JT 1996/97 s 1071.

[1067] Se avsnitt x

[1068] Normann Aarum, K, Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaber, s 431, se även avsnitt x.

[1069] Marthinhussen/Aarbakke, Aksjeloven, s 82. Åsikten publicerades dock före införande av vphl.

[1070] Prop 1994/95:123 s 111 ff.

skadeståndsansvar för den som uppsåtligen eller av oaktsamhet bryter mot ett förbud eller ett åläggande som meddelats med stöd av lagens regler. Frågan är om detta ansvar kan omfatta ett skydd för aktieförvärvare vid emissioner.

Lagens tillämplighet framgår av 2 §, vari stadgas att lagen tillämpas då näringsidkare marknadsför produkter i sin näringsverksamhet. Att begreppet produkter omfattar aktier framgår uttryckligen av förarbetena.[1071] Lagen gäller vidare för alla avtalsvillkor på det finansiella området, vilka följaktligen kan dras under Marknadsdomstolens prövning.

I det fall inbjudan att förvärva andelar i ett bolag skall anses falla in under begreppet ”i sin näringsverksamhet” torde lagen vara tillämplig på ifrågavarande skadefall. Begränsas emellertid stadgandet till att omfatta de produkter som normalt ingår i bolagets produktsortiment torde så inte vara fallet. Skall kapitalanskaffning anses utgöra ett led i bolagets verksamhet, omfattas prospektansvaret av marknadsföringslagens regler.[1072] Förekomsten av information som vilselett placerare att göra en förlustbringande transaktion kan då teoretiskt leda till ansvar jämlikt 29 § .

En klar definition av begreppet näringsverksamhet går ej att finna i förarbetena till lagen. Däremot anges att MFL:s definitioner skall ges en vidsträckt innebörd. Innefattar reglerna endast marknadsföring vilken ingår i näringsidkarens normala verksamhet är det tveksamt om näringsidkaren kan åläggas ansvar för uppgifter i prospekt vid erbjudande om teckning av aktie. I propositionen anges emellertid att skadestånd kan aktualiseras om vilseledande uppgifter sprids genom bl a prospekt och liknande material.[1073]

19.4 Ansvar för marknadsföring av aktieförsäljningen

Informationen i prospekt sprids till en stor krets. Till viss del sker detta genom att placerare och intressenter tar del av informationen direkt i prospektet, men informationen sprids även via informationsbroschyrer och massmedia.[1074] I de fall emissionen marknadsförs med hjälp av en för ändamålet upprättad informationsbroschyr eller genom annonsering, torde marknadsföringslagens regler eventuellt bli tillämpliga på fråga om ansvar för innehållet i informationen.

[1071] Prop 1994/95:123 s 164.

[1072] Se även Marknadsdomstolens avgörande (MD 1985:14).

[1073] Prop 1994/95:123 s 179.

[1074] Informationsbroschyr distribuerades till alla hushåll i Sverige bl a i samband med börsnoteringen av TV4 år 1994, och Telia år 2000.

I NBK:s rekommendation (1999) finns riktlinjer för informationsbroschyrens utformning.

- Den får inte ge intryck av att ersätta prospektet. Det skall tydligt anges på broschyrens framsida att prospekt finns att tillgå samt hur man beställer prospektet; detta skall vara kostnadsfritt och enkelt.
- Broschyren skall präglas av saklighet. Är en investering i den aktuella aktien förenad med särskilda risker bör detta anges.
- Broschyren skall vidare innehålla grundläggande information från prospektet om bolaget och erbjudandet. Den får inte innehålla uppgifter av betydelse för bedömning av erbjudandet som inte ingår i prospektet.

Ansvaret för innehållet i en informationsbroschyr som offentliggjorts i samband med ett prospekt prövades i ett mål avgjort i hovrätten för Västra Sverige, T 866/95. Målet gällde fråga om återbetalning av lån. Kärandena yrkade befrielse från betalningsansvar för det lån de tagit för att finansiera teckning av konvertibler i ett bolag vilket sedermera försattes i konkurs. Grunderna för yrkandet var bl a att banken var ansvarig för de uttalanden som gjorts i en prospektet åtföljande informationsbroschyren, samt att banken i prospektet gjort sådana uttalanden att för banken bindande åtagande att svara för eventuella förluster i samband med köp av värdepappren var för handen. Tingrätten fann att kärandena, som endast tagit del av den information som tillhandahölls i informationsbroschyr, på grund av att riskerna med investeringen inte tillräckligt återgivits i broschyren inte insett vilka risker investeringen medfört, och biföll kärandenas yrkanden på så sätt att betalningsskyldigheten skulle jämkas så att den helt bortföll. Tingsrättens dom grundades på en prövning jämlikt 36 § AvtL. Hovrättens inställning var dock att investor får anses ha varit skyldig att ta del av samtliga informationshandlingar, varvid avsågs inte endast informationsbroschyren utan även fullständigt prospekt.

Rätten menade att med hänsyn till att bankens krediterbjudande intagits i inbjudan, banken fick anses stå bakom den information som lämnats i inbjudan. Informationen i inbjudan kunde dock inte tolkas så att banken gjort något åtagande gentemot konvertibelägarna för den händelse bolaget skulle få betalningsproblem. Rätten fann därmed att banken inte kunde åläggas ansvar på grund av utfästelse eller därmed jämförbart åtagande.

Hovrätten resonerar i domen inte kring huruvida MFL:s regler överträtts, utan man konstaterar endast att det åligger inveestor att försäkra sig om att han erhållit all den information bolaget tillhandahållit i prospektet. Hovrättens dom tyder på att ansvar för missuppfattning av uppgifterna i en informationsbroschyr ej kan

utkrävas, i det fall uppgifterna i prospektet varit korrekta.

I det norska byrettsmålet 178/1987 A VI, Kongeparken A/S, fastslog rätten att orsakssamband ej förelegat mellan vilseledande uppgifter som förekommit i ett prospekt och aktietecknares investeringsbeslut, utan att det var den massmediala uppmärksamhet emissionen erhållit som påverkat investor till teckning av aktier. Svaranden, aktuellt emissionsinstitut, friades bl a på denna grund från ansvar.[1075]

19.4.1 Sammanfattande slutsatser

MFL:s regler torde inte erhålla företräde i den mån en överträdelse skett av det aktiebolagsrättsliga regelverket, utan ABL:s regler torde på samma sätt som reglerna i norska vphl få företräde i kraft av lex specialis. Vid överträdelse av andra regler är läget mer osäkert. MFL torde vara tillämplig i det fall emission av aktier anses vara normala produkter som marknadsförs i bolagets näringsverksamhet. Skulle marknadsföringslagen bli tillämplig innebär detta dock att den skulle komma att fungera som en allmän sanktionsbestämmelse i förhållande till annan lag, vilket inte kan vara lagstiftarens mening.

En fråga är om en åtskillnad i bedömningen bör göras mellan i ett prospekt lämnat erbjudande om att förvärva aktier i ett bolag och en reklambroschyr. Vanligen är sannolikt försäljningsvärdet av ett prospekt betydligt svagare än en reklambroschyrs, dock huvudsakligen i relationen till privata investorer. Inför utförsäljningen av Telia pågick en massiv informations- och reklamkampanj i alla typer av media, omfattande information från bolaget ifråga, från företrädare för Näringsdepartementet samt från analytiker och experter i media. Vid introduktionen delades prospekt samt reklambroschyr ut till alla svenska hushåll, och mycket höga massmediala förväntningar på aktien byggdes upp. 940.000 privatpersoner investerade i aktien, dvs nästan tio procent av Sveriges befolkning. Hade endast prospektet funnits att tillgå, och ingen reklam i övrigt offentliggjorts, är det troligt att ett betydligt färre antal personer fattat beslut om att investera i aktien. Visserligen har informationsmottagare viss vana vid att den marknadsförda produkten skönmålas i den försäljningsreklam som produceras i avsikt att öka försäljning av och kännedom om produkten. Men innebär detta att oaktsamhetsstandarden skall bedömas olika i det fall en bristfällig uppgift offentliggörs genom reklam respektive i ett prospekt? En annan central fråga är om ansvar skall utkrävas i det fall skadelidande uppfattat informationen som vilseledande på grund av att han ej satt sig in i den helhetsbild en genomgång av prospektet skulle givit.

[1075] En redogörelse för målet görs under avsnitt x.

Rättens inställning i ovan nämnda rättsfall tyder på att så ej är fallet.

I förarbetena till norska vphl underströks att man bör lägga en sträng aktsamhetsnorm till grund vid avgörandet av om prospektet är ägnat att vilseleda investor.[1076] Skälet till detta angavs vara att småspararna de senaste åren stadigt har gjort sig starkare gällande på marknaden. Det betonades att det därför bör tas hänsyn till småspararna vid utformningen av ett prospekt som riktar sig till allmänheten, och att betydelsen av att upplysningarna är riktiga blir särskilt stor när oprofessionella investorer deltar i handeln. På det hela taget framgår på flera ställen i förarbetena att hänsyn till konsumentintresset varit viktigt vid utformningen av regelverket. Bestämmelsen om ansvar för innehållet i marknadsföringsmaterial i anslutning till prospektet i vphl och aasl ger också en indikation om att lagstiftaren ställt sig kritisk till bruket av reklam vid offentliga emissioner. Risken för att icke-professionella investerare vilseleds måste bedömas vara större vid användning av annonsering och broschyrmaterial än om endast ett prospekt finnas att tillgå. Ansvar för uppgifter i annons och broschyrmaterial bör därför kunna utkrävas med stöd av samma oaktsamhetsbedömning som ifråga om prospektets innehåll.

I den utsträckning lagstiftningen på värdepappersområdet löser problemet föregår denna MFL:s regler i kraft av lex specialis. Är inte ABL:s regler tillämpliga, samt MFL:s regler skulle komma att ge investor ett mer omfattande skydd, torde MFL:s regler kunna tillämpas alternativt.

19.4.2 Exkurs - konsumentskydd vid förvärv av aktie

När investor är en privatperson är det skydd värdepapperslagstiftningen syftar till närliggande konsumentskyddslagstiftningen. Konsumentköplagen gäller enligt 1 § endast ”lösa saker” och är därför inte tillämplig på aktier. Lämpligheten av detta förhållande kan dock ifrågasättas. I FI:s verksamhetspresentation anges att FI:s övergripande mål är att bidra till finanssektorns stabilitet och effektivitet, samt att verka för ett gott konsumentskydd.[1077]

Som nämnts under avsnitt x ägde vid utgången av 1999 ca 5,6 miljoner svenskar aktier direkt eller genom andel i fonder. Av dessa är ca 2,6 miljoner direktägare av börsnoterade aktier.[1078] Som Johansson

[1076] x

[1077] Finansinspektionens verksamhetspresentation, ”Kort om FI”, s 1.

[1078] Källa: Aktiefrämjandet/Temo: Aktieägandet i Sverige, december 1999. I undersökningen ingår endast personer över 15 år. Det direkta ägande av aktier kommer öka ytterligare genom etableringen av elektroniska nätverk, på engelska Electronic Communication Network, ECN (t ex OM Stockholmsbörsens Jiway)

framgåller kan det ifrågasätts av vilken anledning handel på de finansiella marknaderna inte omfattas av den etablerade konsumentskyddsideologin.[1079] Inom ramen för 1990 års köplag kan hänsyn tas till parternas person. Detta skulle möjligen kunna inverka på situationen där köplagen är tillämplig, och avtal om aktieköp sluts mellan parter som kan liknas vid näringsidkare – konsument, såsom emissionsinstitut – privatperson.[1080]

I Finland utvidgades Konsumentskyddslagen 20.1.1978/38, KSL, år 1994 till att omfatta även värdepapper och annan egendomsinvestering.[1081] I samband härmed har diskuterats huruvida värdepappersmarknadens speciallagstiftning åsidosätter möjligheten att tillämpa KSL. I doktrin har framförts att problemet bör lösas med hänsynstagande till bakomliggande intressen, på så sätt att i de fall KSL bereder konsumenten ett mer omfattande skydd KSL bör tillämpas parallellt med lex specialis, dvs Värdepappersmarknadslag 26.5 1989/495, VPML, även vid offentlig handel med aktier.[1082] En parallell tillämpning av KSL vid frågor rörande handel på värdepappersmarkanden skulle aktualiseras främst ifråga om regler rörande marknadsföring, avtalsvillkor och jämkning.

De centrala reglerna rörande offentlig handel med värdepapper regleras i VPML. Lagen reglerar såväl emission av värdepapper som handel på sekundärmarknaden. I VPML 2 kap 1 § förbjuds marknadsföring eller förvärv av värdepapper genom lämnande av osanna eller vilseledande uppgifter. Med marknadsföring avses all den verksamhet som är ägnad att öka efterfrågan på aktuella värdepapper, och det krävs således inte att marknadsföringsåtgärden har viss form för att regeln skall bli tillämplig. Även muntliga uppgifter omfattas av regeln, dvs även uppgifter som lämnats muntligen vid s k road shows.[1083] Förbudet omfattar samtliga aktörer som deltar i marknadsföringen av försäljningen, såsom företrädare för emittentbolag, emissionsinstitut, reklambyrå etc.[1084] Med osanna uppgifter avses enligt förarbetena en felaktig eller förvrängande beskrivning av en viss omständighet, och med vilseledande uppgifter avses uppgifter som i sig kan vara sanningsenliga men som på grund av bristfällighet eller framställningssätt kan leda till att de kan

varigenom kunderna kan handla aktier dygnet runt oberoende av börsernas öppettider.

[1079] Se Johansson, S, Options- och terminsavtal.

[1080] Se avsnitt x.

[1081] Lagändring 5.1.1994/16.

[1082] Rudanko, M, Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus, s 65 f.

[1083] RP 157/1988, s 25.

[1084] RP 157/1988, s 25.

missförstås.[1085]

KSL innehåller i 2 kap 2 § ett motsvarande förbud av osanna eller vilseledande uppgifter, och Värdepappersmarknadskommittén har framfört att vid tillämpning av förbudet i VPML 2 kap 1 § de principer som används vid tolkning av av KSL 2 kap 2 § kan användas som vägledning.[1086] Utöver förbud mot marknadsföring genom osanna eller vilseledande uppgifter ges i VPML 2 kap 1 § ett generellt förbud mot marknadsföring genom förfarande som strider mot god sed, eller som på annat sätt är otillbörligt. Regeln är snarlik motsvarande stadganden i lagen om otillbörligt förfarande i näringsverksamhet 22.12.1978/1061, OtillbFörfL, och KSL. Överträdelse av reglerna i KSL är sanktionerade med vite, och kan leda till att Marknadsdomstolen utfärdar förbud mot en åtgärd. Stadgandet motsvarar de principer som gäller inom den finska konsumentlagstiftningen.[1087]

Överträdelse av prospektreglerna i VPML är sanktionerade med straff för värdepappersmarknadsbrott 8 kap 2 §, respektive värdepappersmarknadsförseelse 8 kap 3 §.[1088] Den som i prospekt lämnat oriktiga eller vilseledande uppgifter gör sig sålunda skyldig till värdepappersmarknadsbrott. Rekvisiten för värdepappersmarknadsbrott är uppsåt eller grov culpa. Straffet är böter eller fängelse i högst ett år om ej strängare straff skall utdömas enligt annan lag. Vid ringa brott kan straffjämkning ske. Är överträdelsen av lindrigt slag, eller har skett med normal culpa, skall i stället dömas för värdepappersmarknadsförseelse, varvid straffet är böter.

Det civilrättsliga ansvaret, dvs skyldighet att ersätta uppkommen skada, regleras i 9 kap 2 §. Den som åsamkar annan skada vid överträdelse av VPML skall ersätta skadan. Ersättningsskyldigheten har härigenom gjorts oberoende av huruvida relationen mellan skadevållare och den skadelidande bedöms vara av inom- eller utomobligatorisk karaktär.

I VPML 8 kap 6 § hänvisas till 2 kap 16 § Strafflag 19.12.1889, vari stadgas att den ekonomiska vinning överträdelsen berett gärningsmannen eller den för vilken han handlat skall förverkas till

---

[1085] Aass.

[1086] Kom. Bet. 1987:44, s 291.

[1087] RPx 157/1988 s 55.

[1088] Närmare föreskrifter om prospektets innehåll och form ges i Finansministeriets beslut om börsprospekt 19.3.1998/197, och kraven specificeras vidare i Finansinspektionens anvisning om erbjudande av värdepapper och informationsskyldighet enligt Värdepappersmarknadslagen nr 204.1, Dnr 17/279/97, 11.11.1997, och särskilt prospektkraven.

staten.

Att på beskrivet sätt låta handeln på värdepappersmarknaden präglas av den specifika hänsynen till konsumenten skulle kunna utöka skyddet för investerare. Den obalans i relationen som uppstår mellan en privatperson och den starkare part som ett emittentbolag eller ett emissionsinstitut utgör kan motivera en särbehandling av de privata, bl a ”icke-informerade,” investerarna på värdepappersmarknaden. Möjlighen detta låta sig göras inom ramen för culpabedömningen. Den private investerarens jämförelsevis oskyddade ställning utgör emellertid ytterligare ett argument för en tillämpning av en tillitspresumtion vid handel på värdepappersmarknaden.

19.5 Beräkning av ekonomisk förlust och skadestånd

19.5.1 Inledning

Aktiebolagslagen innehåller inte några regler rörande skadeståndets beräkning, utan det förutsätts att beräkning skall ske efter allmänna skadeståndsrättsliga principer. Aktiebolagslagens regler är utformade utifrån förutsättningen att skadestånd skall utbetalas till skadelidande. Enligt tysk rätt kan emellertid skadevållaren åläggas skyldighet att mot ersättning överta de aktier skadelidande tecknat. Så har även varit fallet i en rad äldre domar i Norge.[1089] Ersättning i form av skadestånd får dock anses vara en etablerad princip i svensk skadeståndsrätt. Skadeståndslagen innehåller i 5 kap särskilda regler för bestämmande av ersättning för person- och sakskada. Däremot saknas regler om beräkning av ersättning för ren förmögenhetsskada. Vid lagens tillkomst förutsattes att det skulle ske en fortsatt utveckling i rättstillämpningen av grundsatserna för bestämmande av skadestånd, vilket även skett genom rättspraxis.[1090]

Utgångspunkten för beräkning av ersättning är att den som orsakats förlust skall kompenseras med ett belopp som så precist som möjligt motsvarar skadan eller förlusten. Vid förmögenhetsskada innebär detta ersättning dels för direkta kostnader och utlägg, dels för utebliven vinst, vilket brukar uttryckas med att ersättning skall utgå för det positiva intresset. Till grund för fastställande av förlusten kan man använda sig av den s k differensläran.[1091] Denna metod innebär att man jämför det verkliga utfallet av en händelse med vad som

[1089] Se avsnitt x.

[1090] Prop. 1972:5 s 579.

[1091] Hellner, J, Speciell Avtalsrätt II, s 207 ff. Vad beträffar differenslärans tillämpning inom kontraktsrätten, se Herre, J, Ersättningar i köprätten, s 312 ff. Se även Dotevall, R, Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör, s 98.

hypotetiskt skulle ha blivit fallet om skada inte inträffat. Med skada i samband med prospektansvar avses den förmögenhetsförlust som aktietecknaren åsamkas på grund av fel eller brist i prospektet. Skadebeloppet är då skillnaden mellan den teckningskurs som bestämdes med utgångspunkt från det felaktiga eller bristfälliga prospektet, och som erlagts av den skadelidande investorn, och den teckningskurs som skulle bestämts i avsaknad av dylika fel eller brister. Till det belopp som sålunda räknas fram kommer kostnader för köpet och/eller försäljningen. Vid beräkning av skadeståndets storlek i fråga rörande försäljning av aktier som på grund av den bristfälliga informationen skett till felaktigt pris är skadebeloppet skillnaden mellan det belopp den skadelidande erhållit för sina aktier och det värde aktierna skulle haft i det fall den bristfälliga uppgiften inte påverkat aktiekursen. Skadan kan å andra sidan beräknas som skillnaden mellan det pris investorn betalat för aktien och det värde aktien betingade vid offentliggörandet av att vilseledande uppgifter förkommit. Det på så sätt framräknade beloppet kan utgöra samma belopp som skillnaden mellan den teckningskurs som bestämdes med utgångspunkt från det felaktiga eller bristfälliga prospektet, och den teckningskurs som skulle bestämts i avsaknad av dylika fel eller brister, men detta är inte alltid fallet. Ofta påverkar uppgiften om att vilseledande information förekommit kursen på så sätt att den sjunker till en ännu lägre nivå än vad den bristfälliga uppgiften skulle föranleda. Eftersom aktiens prisutveckling kan påverkas av många olika faktorer kan det vara svårt att fastställa den hypotetiska kursutveckling som skulle skett om inte informationen varit bristfällig. På grund av detta ger differensläran endast en grov uppskattning av skadans storlek. Att värdebestämma ersättningen är sålunda en mycket konkret, men inte helt enkel frågeställning. I de fall oklarhet råder har domstolen med stöd av RB 35 kap. 5 § ålagts möjlighet att skönsmässigt uppskatta skadans storlek. En avvikelse på ett mindre belopp kan framstå som oväsentlig, men i situationer som rör ett börsnoterat företag med miljontals utestående aktier kan även en marginell skillnad i beräkning av ersättnng per aktie medföra en mycket stor skillnad i skadestånd. Vid fastställande av påverkansfaktorer krävs ofta vittnesuppgifter från experter inom olika områden. Vittnesmålen grundar sig på vittnets subjektiva bedömning, vilket leder till att parterna har vitt skilda åsikter ifråga om ersättningsbeloppet. Varierande metoder för beräkning av ersättningsbeloppet samt oenighet rörande olika faktorers påverkan på aktiekursen leder till helt olika resultat. Ett illustrerande exempel är tvisten rörande Apple Computer från 1991.[1092]

[1092] *In re* Apple Computer Sec. Litig., 886 F.2d 1109 (9th Cir. Cal. 1989), Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 94,714.

Kärandena grundade sina anspråk på att företrädade för bolaget Apple lämnat vilseledande uppgifter om utvecklingen av den s k Lisa-datorn. I en pressrelease meddelade bolaget dels att vinstprognosen för fjärde kvartalet ifrågavarande år sjunkit dramatiskt, dels att man beslutat avbryta sina ansträngningar att tillverka sina egna disk drives. Domstolen konstaterade att bolaget tidigare borde ha offentliggjort att man haft tekniska problem vid utvecklingen av den disk drive ”Twiggy” som konstruerats för att användas i Lisa, och en jury beslöt ålägga två av bolagets directors ansvar för vilseledande information. Vid domstolsförhandling uppskattade kärandens skadeståndsexpert skadan till 120 miljoner USD. Man visade att aktiekursen sjunkit med 8.25 USD efter det att Apple låtit publicera press releasen. Vittnet beräknade att 3.25 USD av värdeminskningen var hänförlig till informationen om disk driven, vilket multiplicerat med antalet ersättningsberättigade aktier utgjorde 120 miljoner USD.

Apples expertvittne förnekade att kursnedgången över huvud taget var hänförlig till uppgiften ifråga. Vittnet menade att nedgången i aktiekursen var hänförlig till helt andra påverkansfaktorer, nämligen den inverkan IBM:s ökande dominans hade på Apples lönsamhet, vilken han menade påverkade investerarnas förväntningar på Apple negativt. Enligt detta vittne hade uppgifterna rörande disk driven haft ingen eller positiv inverkan på börskursen; marknaden var neutral, eller gjorde bedömningen att Apples lönsamhet skulle komma att öka i och med att Apple skulle komma att köpa sina disk drives från externa tillverkare.

I USA anhängiggörs tvister rörande vilseledande uppgifter rörande börsbolag som framgår av avsnitt x mycket ofta, i eller utom samband med offentliggörandet av ett prospekt. En rad metoder har här utvecklats i avsikt att söka komma fram till ett så rättvist värde på aktien vid olika tidpunkter som möjligt. Såväl SA 1933 som SEA 1934 innehåller regler rörande beräkning av skadestånd. Domstolarna känner sig trots detta fria att med stöd av praxis använda olika ekonomiska modeller vid beräkning av skadeståndet. Exempelvis tillämpas numera ofta vid handel på sekundärmarknaden den under avsnitt x beskrivna teorin om marknadsbedrägeri, vilken tillämpades bl a i ovan nämnda Affiliated Ute Citizens of Utah v United States och Basic Inc v Levinson.[1093] Andra sätt som används för att fastställa skadans storlek är att tillämpa finansiell teori som grund för beräkningen, eller en sk event study.[1094]

[1093] Se avsnitt x. Basic Inc v Levinson (1987-88 Transfer binder) Fed Sec L Rep (CCH) 93, 645. Affiliated Ute Citizens v. United States, [1971-1972 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 93,443. Även i Blackie v Barrack se x.

[1094] Se avsnitt xx

Regler för beräkning av skadestånd ges i SA section 11(e). Ersättningen kan beräknas som skillnaden mellan inköpspris, dock högst teckningspriset, och

(1) värdet vid tidpunkt för stämningsansökan

(2) försäljningsintäkt om aktien sålts före stämningsansökan ingivits

(3) försäljningsintäkt om aktien sålts efter det stämningsansökan ingivits men före domslutet i det fall skadeståndet då är lägre än i alternativ två.

Svaranden kan erhålla en reducering i beloppet om han kan påvisa att andra faktorer än ifrågavarande brist påverkat aktiens värde.[1095] Även rättegångskostnader och andra eventuella utgifter skall ersättas.[1096]

I och med Private Litigation Reform Act infördes i SEA section 21(D)(e) en regel som stadgar att skadeståndet vid handel på sekundärmarkanden skall beräknas till skillnaden mellan förvärvspriset och den genomsnittliga kursen på aktien under de närmaste 90 dagarna efter det att uppgift om att informationen varit bristfällig offentliggjorts.

Vid beräkningen av skadeståndet kan olika ekonomiska modeller komma till användning. Vid tillämpning av den i avsnitt x beskrivna teorin om marknadsbedrägeri på ansvarsfrågan är utgångspunkten att aktiekursen reflekterar all tillgänglig information om företaget. Av detta följer att det riktiga värdet blir ett uppskattat kursvärde beräknat efter hur marknaden skulle agerat om inte vilseledande uppgifter offentliggjorts.[1097] Man kan dock inte endast utgå ifrån att den summa med vilket börskursen sjönk efter offentliggörandet är detsamma som skadan per aktie. Eftersom aktiekurser vid varje tillfälle påverkas av en mängd olika faktorerser utgör isoleringen av den kurspåverkande informationen ett av huvudproblemen ifråga om beräkning av skadeståndets storlek.[1098] Såväl den aktuella börskursen som det hypotetiskt uppskattade värdet på aktien är under påverkan av en rad faktorer under aktuell period. Dessa faktorer kan utgöras av såväl företagsspecifika förhållanden, som makroekonomiska förhållanden, exempelvis förändring av ränteläge eller ökad konkurrens. Exempel

---

[1095] För beräkning av ersättningens storlek se Beecher v Able, 435 F. Supp. 397 (S.D.N.Y. 1975), Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 96,104, se avsnitt .

[1096] Rescissory damages, se ex Meyers v Moody, 693 F. 2d 1196 (5th Cir. Tex. 1982), Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 99,028.

[1097] Brealey, R. A. – Myers, S. C., Principles of Corporate Finance.

Macey, J. R., et al., Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance and Extending the Reach of Basic v. Levinson.

[1098] Cornell, B, - Morgan, R.G., Using Finance Theory to Measure Damages in Fraud on the Market Cases.

på påverkansfaktorer är offentliggörande av information om företaget, av information rörande branschen i allmänhet, eller uppgifter om konjunkturen.

19.5.2 Beräkning av beloppet genom en s k event study

Den mest använda metoden för att bevisa skadestånd per aktie är att isolera enskilda händelser och söka fastslå vilken effekt var och en av dessa haft på aktiekursen då en korrigering av uppgiften publicerats. Därefter söker man baklänges konstruera ett hypotetiskt marknadsvärde utan påverkan av den felaktiga informationen för varje marknadsdag. Man måste här visa på sambandet mellan den i prospektet intagna bristfälliga informationen och den förändrade aktiekursen, dvs bevisa i vilken utsträckning det är den vilseledande uppgiften som påverkat kursen. Vid en analys av hur en korrigering av tidigare lämnad vilseledande information påverkat aktiekursen skall således denna reaktion renodlas från alla faktorer som inte enbart är hänförliga till den vilseledande uppgiften. Vidare måste en avgränsning av övriga kurspåverkande faktorer under perioden göras. Denna utredning görs genom en s k event study, vilket innebär en empirisk studie genom vilken man fastställer den effekt den bristfälliga uppgiften haft på börskursen, genom att jämföra den aktuella kursen (den procentuella förändringen av börskursen) under perioden för avslöjande med den prognostiserade kursutvecklingen i det fall uppgiften ej publicerats. Genom att jämföra kursen på aktuell aktie med ett benchmark index för jämförbara aktier under en kontrollperiod, kan man genom regressionsanalys[1099] eliminera effekterna av icke företagsspecifika händelser, och beräkna aktiens prognostiserade värde under undersökningsperioden, om inte ny företagsspecifik uppgift lämnats.[1100] Denna event studie är ett relativt sofistikerat verktyg för att fastställa priseffekten av marknadsinformationär. Nackdelen med en event study är att den förutsätter att beräkningen av priseffekten på tidigare ej lämnade uppgifter kan uppskattas till marknadsvärdet på informationen, vilket kanske inte är det verkliga fallet. Då marknaden får kännedom om att felaktig information förekommit kan investor vara mindre benägen att

[1099] En regressionsanalys behandlar studiet av en variabels beroende, den beroende variabeln, av en eller flera andra variabler, de förklarande variablerna, i syfte att skatta och/eller förutsäga medelvärdet för den beroende variabeln givet vissa värden på de förklarande variablerna (eller att mäta den marginella effekten på den beroende variabeln av förändringar i de förklarande variablerna).

[1100] Exempel är marknadsindex, industriindex eller en grupp jämförbara aktier introducerade samtidigt som aktuell aktie.

betala fullt pris för aktien av flera skäl, t ex beroende på den bad will som kan vara förknippad med den bristfälliga uppgiften, eller att man förväntar sig att bolaget kan komma att drabbas av höga rättegångskostnader i anledning av den bristfälliga uppgiften. Kursen på aktien påverkas då dels av den bristfälliga uppgiften, men den bad will offentliggörande av misstaget kan leda till kan komma att påverka kursen i högre grad än vad som egentligen var motiverat av offentliggörande av att en uppgift varit bristfällig.

Har en person såväl köpt som sålt aktier under perioden, och priset har varit påverkat vid såväl köp- som säljtillfället, tas hänsyn till såväl köpförlusten - skillnaden mellan kursen och värdet vid köptillfället - som försäljningsförlusten - skillnaden mellan kurs och värde vid tidpunkt för försäljning. Vid beräkning av det totala ersättningsbeloppet för samtliga aktieägare konstrueras en kurslinje och en s k värdelinje, dvs en linje för det framräknade hypotetiska värdet vid olika tidpunkter. Därefter multipliceras daglig förlust med antalet aktier som köpts och sålts respektive dag.[1101]

I en event study är sålunda det första steget att beräkna skadan för varje aktie under varje dag i perioden. I steg två avgörs antalet ersättningsberättigade aktier med korrigering för köp och försäljning, och resultatet blir det kumulerade värdet av skadan. Vid beräkning av med vilket belopp respektive aktie skall ersättas skall således fastställas det pris aktien skulle värderas till varje börsdag i det fall riktig uppgift lämnats. Utgångspunkten för denna beräkning är händelseförloppet då uppgiften offentliggjordes. Beräkning av skadestånd sker ofta med hjälp av ett diagram utvisande den verkliga kursutvecklingen på aktien under den aktuella tiden, samt den kurva aktien uppskattas ha följt om vilseledande ej ägt rum.

19.5.3 Skadeberäkning med stöd av finansiell teori

19.5.3.1 Beräkning med stöd av aktiens betavärde

Vid skadeberäkningen ersätts ibland en event study av en tillämpning av finansiell teori. Primärt tas då hänsyn till den risk aktiehandel är förknippad med, på så vis att man undersöker hur aktiens kursutveckling tenderat att följa marknadens allmänna utveckling. Här skiljs på å ena sidan aktiens marknadsrisk, och å andra sidan dess specifika, eller företagsunika risk. En akties samvariation med marknadsutvecklingen brukar anges med dess betavärde. Om beta är 1,0 ökar eller minskar aktiepriset i samma förhållande som marknaden. Är beta högre än 1,0 ökar eller minskar aktiens värde mer

[1101] Blackie v Barrack, 524 F. 2d 891, 905 (9th Cir. 1975).

än marknadens kursnedgång. Genom att beakta i vilken mån aktiens värde följt den allmänna kursutvecklingen på marknaden, kan man begränsa de faktorer som påverkat aktiens pris.[1102]

Figur 4.

19.6 Möjligheten till jämkning av skadeståndet

Aktiebolagskommittén har förordat att problemet med den potentiellt stora kretsen ersättningsberättigade skall lösas genom tillämpning av jämkningsreglerna.[1103] Detta måste tolkas så att i det fall den ersättningsberättigade kretsen är vidsträckt, ersättningsbeloppet skall jämkas till ett belopp som kumulativt kan anses vara skäligt.[1104] Förutsättningarna för jämkning regleras i första hand av den speciella jämkningsregeln i 15 kap 4 § ABL. Jämlikt denna kan styrelseledamots, verkställande direktörens och revisorns ansvar jämkas "efter vad som är skäligt med hänsyn till handlingens beskaffenhet, skadans storlek och omständigheterna i övrigt." Även den allmänna jämkningsregeln i 6 kap 2 § SkL blir tillämplig. Enligt regeln skall skadeståndet jämkas i det fall skyldigheten att utge skadeståndet kan bedömas vara oskäligt betungande med hänsyn till den skadeståndsskyldiges ekonomiska förhållanden varvid även den skadelidandesbehov av skadeståndet och övriga omständigheter skall beaktas. I 6 kap 1 § st 2 vari stadgas att skadestånd med anledning av (sakskada eller) ren förmögenhetsskada kan jämkas, om vållande på den skadelidandes sida har medverkat till skadan. I praktiken får reglerna samma verkan oavsett om skadevållare åläggs ansvar enligt ABL eller på allmän skadeståndsrättslig grund.

Bestämmelsen i 6 kap 2 § SkL om jämkning av oskäligt betungande skadestånd torde aktualiseras huvudsakligen när skadestånd yrkas på grund av uppsåt eller brott, dvs i fall där inte ansvarsförsäkring täcker skadan. Det finns emellertid exempel på att Högsta domstolen tagit hänsyn även till arten av uppdraget och förutsättningarna för

---

[1102] Ibland används även Capital Asset Pricing Model, CAPM, vid beräkning av skadestånd. Enligt denna teori kan en investerare bl a endast få en högre avkastning om han är beredd att öka sin risk.Se bl a De Ridder, Access to the stock market. CAPM metoden användes exempelvis i Wool v Tandem Computers, Inc., 818 F.2d 1433 (9th Cir. Cal. 1987), Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 93,272. Metoden är dock opraktisk att använda på grund av det stora antalet faktorer som måste tas hänsyn till.

[1103] Prop 1997/98:99 s 191 f. Detta beror möjligen på att inställningen till tillit under tiden mellan betänkande och propositionen förändrats utomlands.

[1104] Jfr Hultmark, avsnitt x.

uppdragets fullgörande.[1105] Har ansvarssubjektet en försäkring som täcker den skadelidandes förlust skulle det i princip inte finnas någon anledning att jämka det ansvar som kan åläggas honom. Men undantag görs i de fall det föreligger medvållande från den skadelidandes sida.[1106] Frågan om medvållande skulle kunna aktualiseras vid fråga om prospektansvar i de fall investor varit medveten om att risken med investeringen var högre än vad som kan anses utgöra genomsnittlig risk. Givetvis kan dock inte felaktiga sakuppgifter leda till att ansvaret skall jämkas beroende på att investeringen gjorts inom en bransch där risken med investeringen är högre än den genomsnittliga risken med en investering på kapitalmarknaden. x

19.7 Ansvarsförsäkringars inverkan

Vissa grupper av rådgivare, såsom exempelvis advokater och revisorer, är skyldiga att ha en ansvarsförsäkring vilken skall täcka skada som orsakats av rådgivaren upp till ett visst belopp. Advokater har således genom Advokatsamfundet en försäkring som täcker det ansvar för förmögenhetsskada advokaten åsamkat skadelidande under utövande av sin verksamhet.[1107] Av 11 och 17 §§ förordning om revisorer följer att för såväl auktoriserad som godkänd revisor skall ställas säkerhet i form av försäkring eller på annan sätt för den ersättningsskyldighet som revisor kan komma att ådraga sig i sin revisisonsverksamhet. Detsamma gäller enligt 21 § revisorsförordningen beträffande revisionsbolag. Försäkringen skall utgöras av ansvarsförsäkring mot förmögenhetsskada. Enligt 5 kap 2 § lagen om värdepappersrörelse skall varje värdepappersbolag ha en ansvarsförsäkring för skadeståndsskyldighet som det kan komma att ådra sig vid utförandet av tjänster i sin rörelse.

Det är vidare vanligt att bolag av aktuell storlek tecknar ansvarsförsäkring för sina organledamöter, där bolaget är försäkringstagare och betalar försäkringspremien. De förluster som täcks av försäkringen är den ersättning som den försäkrade måste betala skadelidanden till följd av ett domstolsutslag, skiljenämnds beslut, eller förlikningsersättning, samt i förekommande fall ersättning för rättegångskostnader jämte ränta. Storleken på premien beror på en rad faktorer såsom geografisk täckning, bolagets storlek och ekonomiska ställning, antalet direktörer och styrelseledamöter, friskrivningsklausuler och belopp. Försäkringen omfattar vanligen

[1105] NJA 1986 s 402; Bengtsson, B, Svensk rättspraxis, Skadestånd utom kontraktsförhållanden, s 68.

[1106] Kleineman, J, Rådgivares informationsansvar, s 208.

[1107] Upp till tre miljoner för varje skada. xx

nuvarande, tidigare och framtida direktörer och ledamöter i bolaget. Försäkringen omfattar generellt såväl internt ansvar mot bolaget som ansvar mot tredje man, men täcker vanligen inte ledamöternas interna anspråk på varandra. Ersättning utgår om ersättningsskyldighet följer av allmänna skadeståndsrättsliga regler. Skada orsakad uppsåtligt eller genom brottslig handling ersätts dock ej. Försäkringarna gäller vanligtvis inte heller för skada vid överträdelse av redovisningsreglerna, vilket ju är relevant vid fråga rörande prospektansvar.

Frågan om ansvarsförsäkringars inverkan på prospektansvaret har diskuterats i doktrinen. Hultmark diskuterar i anslutning till denna fråga skadeståndsskyldiga organledamöters möjligheter att ersätta skadelidande investorer:

” I praktiken torde varje enskild drabbad part få en så liten andel av styrelseledamotens eventuella förmögenhet att man inte kan förvänta sig – annat än i undantagsfall – att de skadelidande genomdriver en rättslig process för att framtvinga ersättning. För övrigt kan man knappast påtvinga en enskild styrelseledamot ett så långtgående ansvar utan att han har en försäkring. Om det över huvud taget är möjligt att teckna en ansvarsförsäkring till skydd för risken att bli skadeståndsskyldig gentemot en oändligt stor krets av personer, skulle en sådan försäkring i vart fall bli dyr. Kostnaden härför skulle drabba bolaget antingen indirekt som premiekostnad eller indirekt genom höjda styrelsearvoden. Kanske måste man konstatera att det inte är praktiskt möjligt att på ett tillfredsställande sätt ekonomiskt ersätta alla de aktörer på aktiemarknaden som drabbas av missvisande eller felaktig information”.[1108]

Inom ramen för diskussionen rörande revisorsansvaret har i doktrinen diskuterats riskerna med att bruket av ansvarsförsäkring medför en ”praktisk ansvarsförskjutning” mellan bolagsorganen.[1109] Det ligger nära till hands att i första hand väcka talan mot den part som är försäkrad, och förekomsten av försäkring kan därför medföra att en skadelidande riktar sitt ersättningsanspråk mot det bolagsorgan, eller det ansvarssubjekt, som vid en fällande dom kan tänkas ha störst resurser att ersätta skadan. Aktiebolagskommittén har övervägt frågan om obligatorisk ansvarsförsäkring för styrelseledamöter.[1110] Kommittén konstaterar att en sådan försäkring skulle erbjuda vissa fördelar. För det första skulle den skadelidande vara säker på att

[1108] Några synpunkter på ansvaret för styrelseledamöter i aktiebolag, på s 637. Jfr diskussionen rörande grupptalaninstitutet i avsnitt x.

[1109] En utförlig diskussion förs av Gometz, U, i HD vidgar revisorns skadeståndsansvar på s 214 i anslutning till NJA 1996 s 224.

[1110] SOU 1995:44 s 243 f.

erhålla ersättning åtminstone intill ansvarsförsäkringens belopp. Vidare skulle ansvarsförsäkringen erbjuda styrelseledamöterna en ekonomisk trygghet som kunde underlätta för bolagen att rekrytera kompetenta ledamöter. Kommittén påpekar att det inte är osannolikt att, i fall där både styrelse och revisor av oaktsamhet överträtt aktiebolagslagen, den skadelidande riktar sina ersättningsanspråk endast mot revisorerna, eftersom dessa på grund av sin ansvarsförsäkring har viss garanterad betalningsförmåga.[1111] Förekomsten av obligatorisk ansvarsförsäkring hos enbart revisorerna kan sålunda i praktiken bidra till att i skadeståndshänseende sätta den av lagstiftaren åsyftade ansvarsfördelningen mellan styrelse och revisorer ur spel. Detta skulle tala för ett införande av regler rörande obligatorisk ansvarsförsäkring för styrelseledamöterna. Kommittén menar dock att det finns en risk för att en obligatorisk ansvarsförsäkring för styrelseledamöterna minskar den preventiva verkan av reglerna om deras skadeståndsansvar. Kommittén gör således bedömningen att sannolikheten för att organledamöter handlar i strid med gällande regelverk skulle vara större om de inte riskerar att personligen åläggas skadestånd. Möjligheten att ha en ansvarsförsäkring skulle sålunda innebära att den ekonomiska preventionen undergrävs, eftersom försäkringstagaren förlitar sig på att han, oavsett hur oaktsamt han handlar, inte själv drabbas av ersättningsanspråk. Men denna inställningen till försäkringens inverkan på den försäkrades handlande är ingalunda given. I doktrinen har sålunda framförts att ansvarsförsäkringen i stället har en preventiv effekt. Ansvarsförsäkringsgivare har resurser för att genom särskilda program kunna öka säkerheten, och i försäkringsvillkoren uppställs regelmässigt krav på försiktighetsåtgärder från försäkringstagarens sida. Ansvarsförsäkringen anses med detta synsätt även kunna påverka handlandet genom lämplig prissättning.[1112]

Ansvarsförsäkringar för ren förmögenhetsskada täcker normalt inte skador förorsakade av garantiutfästelser, inte uppsåt eller brott, och inte överträdelse av redovisningsregler. Försäkringen kan således endast aktualiseras vid culpöst orsakade skador. I de fall en ansvarsförsäkring hos skadevållaren inte kan tas i anspråk kan den skadelidande i vissa fall ha tecknat en försäkring som täcker hans förlust. Den skadelidande kan då söka ersättning från sitt eget försäkringsbolag, vilket i sin tur är hänvisat att rikta regressanspråk mot skadevållarens försäkringsbolag. Möjlighet att teckna försäkring mot förmögenhetsskada finns dock i Sverige endast för arbetsgivare, som kan försäkra sig mot förmögenhetsförlust som orsakats av brott

[1111] Jfr det s k deep pocket phenomenon, avsnitt x.

[1112] Dufwa, B W, Flera skadeståndsskyldiga, s 1691.

mot verksamheten som begås av en anställd. Den skadelidande är således normalt hänvisad till att söka ersättning genom att anhängiggöra talan vid domstol. Risken för att bolagsledningen skulle bli mer oförsiktig om det finns en ansvarsförsäkring kan tyckas uppvägas av den garanti för att utfå ersättning som skadelidande erhåller genom försäkringen. En obligatorisk ansvarsförsäkring som träder in då culpösa organledamöter åsamkat investorer skada skulle sålunda bidra till investerarskyddet och därmed säkerheten på värdepappersmarknaden.[1113]

19.8 Grupptalan

19.8.1 Inledning – access to justice

Som framgått av redogörelsen har frågan om prospektansvar prövats endast i ett fåtal fall i svensk rättspraxis. Skälen till detta är flera, och i doktrin brukar man inom ramen för den s k ”access to justice”-debatten tala om ”obstacles to justice”, dvs hinder för rättvisa. Exempel på hinder mot att rättvisa kan skipas är de höga processkostnaderna, tidsutdräkten, parternas bristande förmåga att genomdriva sina rättigheter samt svårigheterna att anpassa den traditionella civilprocessen till frågor rörande icke-individualiserade, sk fragmentariska, intressen.[1114] Ett fragmentariskt intresse innebär att var och en i kollektivet lider en begränsad, till och med eventuellt försumbar skada, och att en process med ty åtföljande kostnader ter sig oproportionerligt dyrbar och krävande ur alla synvinklar. Har många parter lidit skada, men kanske inte i samma utsträckning, väntar sig kanske alla att den part som är hårdast drabbad skall ta initiativet till en tvist. En person som förvärvat en liten post aktier, och därvid gjort en mindre förlust, kanske förväntar sig att en förvärvare av en större aktiepost, som följaktligen lidit en större förlust, tar ansvaret för att inleda en process. För svaranden kan däremot processen, om antalet berörda är stort, innebära svindlande belopp, och därför motivera fullt pådrag i processuellt hänseende.[1115] Viktigt att betona i sammanhanget är att vad som ter sig ekonomiskt futtigt i det individuella perspektivet kan vara av stor betydelse dels för svaranden, men inte minst för samhällsekonomin. I det svenska rättssystemet utgörs ytterligare ett hinder av att det i viss mån är

[1113] Kan den skadelidande dessutom erhålla direktkravsrätt gentemot försäkringsbolaget skulle skyddet ytterligare förstärkas,se Ny försäkringsavtalslag, Ds 1993:39, s 180 ff.

[1114] Lindblom, P-H, Grupptalan, s 7.

[1115] Id, s 15.

främmande för den svensk rättskultur att väcka skadeståndstalan rörande fråga om förlust som uppstått i samband med transaktioner på värdepappersmarknaden. Olika förslag till förbättring av rättsskyddet har framkommit under senare år. Ett sätt är en omformning av skadeståndsrätten i olika hänseenden, t ex nya regler för beräkning och fördelning av skadestånd, samt regler om s k punitive damages, vilket genom att ge ersättning utöver den faktiska skadan förmodas ge förbättrad ekonomisk prevention.[1116] Ett annat sätt att söka öka rättsskyddet när ett stort antal personer drabbats av förlust är att göra det möjligt att väcka grupptalan. Med grupptalan menas en talan som någon för som kärande eller svarande för flera personer med rättsverkningar för dem, trots att de inte är parter i målet. Grupptalan, eller class action som den engelska termen lyder, uppkom i äldre engelsk rätt, men har under 1900-talet haft sin främsta tillämpning i USA.[1117]

19.8.2 Grupptalaninstitutets tillämpning i Sverige

År 1994 lämnade den s k grupptalanutredningen sitt förslag till lagstiftning.[1118] Grupptalanutredningen inriktade sitt arbete på konsument- och miljörätten, samt på könsbunden lönediskriminering. Utredningen fann att det på dessa och sannolikt många andra rättsområden föreligger påtagliga svårigheter att uppnå processuellt rättsskydd för gruppanspråk, och att det därför finns ett behov av att förbättra det processuella rättsskyddet för gruppanspråk.[1119] I utredningen påpekas att grupptalan bör komma till användning endast då en individuell talan framstår som ett orealistiskt eller olämpligt alternativ. Bland rekvisiten för att grupptalan skall få inledas nämns att grupprättegång skall framstå som den i det särskilda fallet lämpligaste processformen, att gruppen är bestämbar, att målet gäller för gruppmedlemmarna gemensamma rätts- eller sakfrågor samt att den sökande parten har kvalifikationer att på ett fullgott sätt representera gruppen i processen.[1120]

Sedan 1994 finns i Sverige möjlighet till grupptalan inom ramen för Allmänna reklamationsnämndens regelverk.[1121] Allmänna reklamationsnämnden får pröva tvister mellan en grupp konsumenter

[1116] Id, s 17.

[1117] Se avsnitt x.

[1118] SOU 1994:151.

[1119] SOU 1994:151/A s 17.

[1120] SOU 1994:151/B s 33.

[1121] Förordning (1993:1372) om försöksverksamhet med grupptalan vid Allmänna reklamationsnämnden.

och en näringsidkare om det finns flera konsumenter som kan antas ha anspråk mot en viss näringsidkare med stöd av väsentligen likartade grunder. Tvister enligt förordningen tas upp till prövning efter anmälan av Konsumentombudsmannen eller, om denne för ett visst fall har beslutat att inte göra någon anmälan, av en sammanslutning av konsumenter eller löntagare.

De främsta argumenten mot ett införande av en möjlighet till grupptalan är missbruk av denna genom ett excessivt processande och risken för stora kostnader, samt att kumulation och pilotmål räcker till för att täcka de skadelidandes behov. Emellertid skall enligt grupptalanutredningens förslag processformen tillåtas endast när andra alternativ framstår som en sämre lösning, vilken inte i tillräckligt hög grad tillgodoser de aktuella behoven. Vidare är de processekonomiska fördelarna vid många individuellt processbara anspråk uppenbara.

Möjligheten till grupptalan torde vara oundviklig i svensk rätt om skadeståndsprocesser på aktiemarknaden över huvud taget skall kunna hanteras.[1122] Som framgått är investors kapitalinsats ofta jämförelsevis liten, vilket leder till att han inte vill ta på sig den stora tidsåtgången och kostnaden som en tvist skulle komma att medföra. Civilprocessen har en viktig samhällsfunktion, och skall utgöra ett medel att förverkliga lagstiftarens politiska mål i praktiken när de väl i konstitutionell ordning tagit sig uttryck i gällande materiell lagstiftning. Civilprocessen måste därför anpassas till samhällsutvecklingen.[1123] Att öppna upp möjligheten till grupptalan i de fall där processförutsättningarna är likartade skulle förändra möjligheten till krav på ersättning vid skador på värdepappersmarknaden.

[1122] En proposition rörande möjlighet till grupptalan i rättsväsendet väntas bli klar under år 2001.

[1123] Se Lindblom, Per Henrik, Progressiv process spridda uppsatser om domstolsprocessen och samhällsutvecklingen, samt densamme i Civilprocessens grundprinciper de lege ferenda, SvJT 2/00 s 105 ff.

DETTA ÄR ETT OTYPOGRAFERAT 0-KORREKTUR

AVDELNING E
Straffrättsligt ansvar

20 Det personliga straffansvaret

20.1 Introduktion

Den svenska rättsordningen erbjuder vid straffbar handling en i det närmaste obetingad rätt till ersättning för ren förmögenhetsskada genom SkL 2 kap 4 §. Vare sig ABL, LBC eller LHF upptar dock några särskilda straffbestämmelser för det fall styrelsen åsidosätter sin skyldighet att upprätta emissionsprospekt enligt lagens regler. I förarbetena har diskuterats införandet av en straffsanktion vid underlåtenhet att upprätta prospekt. Fondbörsutredningen föreslog att den som av uppsåt eller oaktsamhet i väsentligt hänseende åsidosatte bestämmelserna om emissionsprospekt skulle dömas till böter eller fängelse i högst ett år.[1124] I propositionen till aktiebolagslagen anförde emellertid föredragande statsrådet att någon sådan straffsanktion inte var erforderlig. Föredraganden erinrade inledningsvis om att vilseledande uppgifter i emissionsprospekt kunde föranleda ansvar enligt bestämmelserna i 9 kap 9 § BrB om svindleri. Han anförde vidare att för att en inbjudan till kapitaltillskott skall få önskad effekt, måste bolaget rimligen lämna den berörda personkretsen sådana upplysningar om bolagets situation att den, till vilken erbjudan riktades, kunde bedöma om ett engagemang vore fördelaktigt eller ej. Upprättande av emissionsprospekt i föreskriven ordning ansågs sålunda ligga i bolagets intresse. Ytterligare ett argument som anfördes mot en straffsanktion var att vid börsnotering emissioner regelmässigt sker under medverkan av bank eller fondkommissionär, som för sin medverkan kan förmodas fordra att prospekt upprättades. På dessa grunder befanns någon straffsanktion för underlåtenhet att upprätta emissionsprospekt inte erfordras.[1125]

Genom svindleristadgandet i 9 kap 9 § BrB ges sålunda ett straffrättsligt ansvar till skydd för investorer vid vilseledande information. Regeln är särskilt utformad för att tillämpas i situationer då felaktiga eller vilseledande uppgifter sprids till allmänheten. I motiven till bestämmelsen påpekades att allmänheten kan av vilseledande information förledas till att vidta starkt förlustbringande transaktioner, och man betonade brottets samhällsfarlighet.[1126]

[1124] SOU 1971:9 s 107 f.

[1125] Prop 1975:103 s 571.

[1126] SOU 1940:20 s 156.

Även bedrägeribestämmelsen i 9 kap 1 § BrB samt bestämmelserna om osann försäkran och osant intygande 15 kap 10-11 §§ BrB är tillämpliga i fråga om prospektansvar.

Bokföringsbrott enligt 11 kap 5 § BrB begår vidare den som lämnar i ett bolags eonomiska rapportering lämnar grovt missvisande uppgifter. Slutligen bör även nämnas de straffsanktioner mot otillbörlig kursdrivning som inom ramen för börslagstiftningen införts i 7 kap 1 § LHF.

20.2 Rekvisit för ansvar vid brott

Ansvarsförutsättningarna kan även vid brott vara objektiva respektive subjektiva. De objektiva rekvisiten är bl a de krav på handling, och i vissa fall underlåtenhet att handla, som skall vara uppfyllda för att ett brott skall anses vara begånget. De subjektiva förutsättningarna är uppsåt eller oaktsamhet, vilket ibland beskrivs som ett allmänt krav på skuld. S k strikt straffansvar förekommer i princip inte numera. Detta innebär att endast den som uppsåtligen eller av oaktsamhet handlat så som anges i brottsbekrivningen i en lagregel har begått ett brott. Enligt huvudregeln skall samtliga objektiva förutsättningar vara subjektivt täckta.

Oaktsamhetsbedömningen i en domstolsprövning sker i två led. Dels undersöks huruvida någon bestämmelse, föreskrift eller regel blivit åsidosatt, dels vilken möjlighet personen i fråga haft att ha insikt om att han handlat i strid med regeln. Inom straffrätten krävs vidare ett visst minimum av oaktsamhet för att grunda straffansvar.[1127] Straff kan inte åläggas gärningsmän solidariskt, utan en särskild prövning av ansvaret sker för varje individ.

20.2.1 Uppsåtsbegreppet

I svensk lagstiftning är huvudregeln att brott kräver uppsåtligt handlande såvida annat inte anges särskilt. [1128] I 1 kap 2 § BrB anges sålunda att en gärning, om inte annat anges, skall anses som brott endast om den begås uppsåtligen. Däremot ges inte någon närmare definition av själva uppsåtsbegreppet. Av de enskilda straffbuden framgår huruvida ett strängare krav på uppsåtsrekvisitet krävs. Vanligen direkt uppsåt, dolus directus. Direkt uppsåt innebär syfte eller avsikt, och är således förknippat med en bestämd viljeinriktning hos gärningsmannen. Svindleristadgandet i 9 kap 9 § st 1 BrB anger exempelvis att ”…den som bland allmänheten sprider vilseledandeuppgiter *för att* påverka priset…” skall dömas för

[1127] Leijonhufvud,M, - Wennberg, S, Straffansvar, s 72 ff.

[1128] Id, s 66.

svindleri. Således skall gärningsmannen ha haft direkt uppsåt att påverka priset. Vid eventuellt uppsåt inser gärningsmannen att konsekvensen av ett handlande är en möjlig följd av hans handlande, men han åsyftar inte primärt denna konsekvens av sin handling. Vid ansvarsbedömningen gör man ett s k hypotetiskt prov, där man undersöker huruvida man mot bakgrund av personens personlighet kan utgå ifrån att han skulle handlat som han gjorde även om han insett konsekvenserna av sitt handlande. Det finns även en mellanform, indirekt uppsåt, som föreligger när gärningsmannen inser att effekten är en nödvändig följd av handlingen, men inte åsyftar den.

20.3 Förmögenhetsbrotten

20.3.1 Svindleri

När någon döms för svindleri är grunden för ansvaret i regel att han uppgivit att hans ekonomiska ställning är bättre än den egentligen är. Svindleribestämmelsen tillkom i samband med Kreuger-kraschen på 1930-talet,[1129] och tar sikte på just det som är målsättningen med aktiemarknadens informationslämning, nämligen att marknaden skall få en riktig och tillräcklig information för att kunna fatta sina beslut rörande investering i aktier.

I förarbetena till 1940 års brottsbalk konstaterades att det finns rättspolitiska skäl som motiverar att betydande krav skall ställas på sanningshalten av uppgifter om ett företag som lämnas av personer med särskild anknytning till bolaget. Man anförde att sådant uppgiftslämnande normalt har lättare att vinna tilltro än uppgifter som lämnas av utomstående personer.[1130] Av detta skäl infördes ett oaktsamhetsbrott knutet till vissa specialsubjekt. Vid kriminaliseringen av svindleri gjordes sålunda en uppdelning mellan fall där uppgifterna lämnats av personer vilka har särskild insikt i bolagets förhållanden, och där så inte är fallet. Svindleribrott föreligger således i två olika fall, dels när uppgifter sprids i avsikt att påverka priset på en vara, dels när de uppgifter som spridits är ägnade att påverka bedömningen av det aktuella bolaget i ekonomiskt hänseende och därigenom orsaka skada. Räckvidden av straffbudet i 9 kap 9 § st 2 framgår vid en jämförelse med första stycket. För ansvar enligt första stycket krävs inte att gärningsmannen tillhör viss personkrets, men det krävs att den vilseledande uppgiften

[1129] Särskilt NJA 1933 s 724, ett av de s k Högbroforsmålen. I fallet dömdes en person ansvarat för att vilseledande information offentliggjorts i ett bolags balansräkning bl a för ”bedrägeri mot allmänheten.” Balansräkningen hade legat till grund för ett stort antal personers köp av obligationer vilka sedan kom att bli värdelösa.

[1130] SOU 1949:20 s 157.

offentliggörs eller sprids bland allmänheten i ett visst syfte, nämligen att påverka priset på en vara, på värdepapper eller på annan egendom. För ansvar krävs vidare uppsåt av vilken form som helst omfattande vad som krävs enligt de objektiva rekvisiten, däribland att uppgiften är vilseledande.

Det särskilda svindleristadgandet i andra stycket avser personer som står i förbindelse med bolaget. Ansvar enligt andra stycket avser således personer som på grund av sin ställning bör äga särskild kännedom om det aktuella bolaget. Ansvar stadgas för var och en som sprider vilseledande uppgift bland allmänheten, men endast under den ytterligare förutsättningen att spridandet är ägnat att påverka priset på värdepapper (aktier) etc. I 9 kap 2 § st 2 anges att en handling är straffbar om den är ägnad att påverka bedömandet av företaget i ekonomiskt hänseende. Enbart risken för att skada skall uppkomma är alltså tillräcklig för att brottslig handling skall föreligga. För ansvar förutsätts inte uppsåtligt handlande, utan det är tillräckligt att grov oaktsamhet varit för handen för att regeln skall bli tillämplig. Straffrättskommittén menade att väsentligt större krav kan ställas på sanningsenligheten av uppgifter om ett företag som lämnas av personer som har särskild anknytning till detta. Straffbudet i 9 kap 9 § st 2 är tillämpligt på uppgifter i bolagets ekonomiska rapportering samt prospekt och andra handlingar som offentliggörs.[1131] Ingenting i lagtexten eller förarbetena begränsar ansvaret till skriftligen lämnad information. Detta leder till att företrädare för ett bolag som framträder i massmedia handlar under svindleriansvar.[1132]

Straffskalan är för medelsvårt brott fängelse i högst två år, för ringa brott böter eller fängelse i högst sex månader, och för grovt brott fängelse i högst sex år.

20.3.1.1 Ansvarssubjekt

Enligt motiven kan stiftare, styrelseledamöter, verkställande direktörer, revisorer m fl. åläggas ansvar med stöd av bestämmelsen.[1133] Vidare innefattas sådana personer som genom aktieinnehav utövar ett faktiskt inflytande över företaget. Andra personer än den i paragrafen angivna kretsen omfattas inte av andra stycket, även om de har tillgång till sådan information om bolaget som kan påverka bedömandet av det i ekonomiskt hänseende. Som exempel kan nämnas att anställda i värdepappersbolag inte omfattas

[1131] Även preliminära bokslutskommunikéer bör grunda ansvar, se Löfmarck, M, Börsen och straffrätten, s 368.

[1132] Brottsbalkskommentaren I s 537.

[1133] SOU 1940:20 s 158 f.

av paragrafens andra stycke.[1134] Avgörande är huruvida en person faktiskt har insynsställning i bolaget eller inte. Personer som inte uppfyller detta närhetsrekvisit kan aldrig, oavsett vilka kunskaper de har om ett bolag, ådra sig ansvar, såvida de inte har det kvalificerade uppsåt som stadgas i 9 kap 9 § 1 st. Eftersom utomstående inte kan dömas till ansvar för svindleri utesluts möjligheten att emissionsinstitut eller revisor kan åläggas sådant ansvar. Vid uppsåtligt handlande kan dock emissionsinstitut eller revisor åläggas ansvar enligt bestämmelsen i första stycket. Utomstående kan vidare dömas till medhjälp eller anstiftan till brott enligt både första och andra stycket.[1135]

20.3.1.2 Rekvisit för ansvar

20.3.1.2.1 Brottets objektiva sida

20.3.1.2.1.1 Vilseledande

En investerare som blivit vilseledd av bristfällig informationsgivning har i allmänhet fått en felaktig uppfattning om vissa sakförhållanden. Uppgiften kan vara vilseledande på grund av att den innehåller en oriktighet eller på grund av att väsentlig omständighet förtigits. Uppgiftslämnaren kan ha distribuerat felaktiga uppgifter, eller underlåtit att distribuera vissa uppgifter. Felaktig information kan avse såväl enskilda uppgifter, som innebära att helhetsintrycket av ett större faktamaterial ger ett felaktigt och därmed vilseledande intryck. Ett prospekt kan således som helhet ge ett vilseledande intryck utan att det innehåller enskilda uppgifter som är direkt felaktiga. Att uppgiften skall ha varit vilseledande utesluter enligt strafflagskommittén inte förtigande av uppgift.[1136] Däremot är straffbudet utformat så att det endast avser aktivt handlande. I det fall styrelsen underlåtit att över huvud taget offentliggöra ett prospekt i strid med regelverket blir svindleristadgandet inte tillämpligt.[1137] Vid gränsdragningen mellan ett svikligt och ett tillåtet förtigande av omständigheter kan möjligen göras bedömningen att förtigandet inte får vara ohederligt. Man kan därmed vid bevisvärderingen vara hjälpt av att ställa frågan varför förtigandet skett.

I svindlerimål är det inte nödvändigt att styrka att enskild person blivit vilseledd av uppgiften. Ansvar förutsätter snarare att den vilseledande uppgiften framstår som vilseledande utan att det är allmänt känt att

[1134] Prop 1995/96:215 s 56 I.

[1135] SOU 1940:20 s 158 f.

[1136] SOU 1940:20 s 158.

[1137] Löfmarck, M, Börsen och straffrätten, s 370.

den inte är korrekt. Uppgiften måste dock ha varit av viss betydelse för att den skall vara ansvarsframkallande.[1138]

20.3.1.2.1.2 Spridningskravet

De vilseledande uppgifterna skall för att svindleri skall föreligga ha spridits till en obestämd eller vidsträckt krets. Denna krets kan utgöras av allmänheten eller bolagets intressenter. Däremot finns som ovan nämnts ingenting i lagtext eller förarbeten som begränsar ansvaret till skriftlig information. Vid spridande av vilseledande information via radio eller television blir således 9 kap 9 § st 2 tillämplig.

Troligen är det tillräckligt för att svindleribrott enligt 9 kap 9 § st 2 skall anses föreligga att vilseledande uppgift spridits till ett bolags intressenter.[1139] Paragrafen är dock bara tillämplig om de oriktiga uppgifterna är riktade till en obestämd krets. Om uppgifterna riktar sig till bolagets intressenter kan det därför bara bli fråga om svindleri om de är så många att man kan tala om ett spridande bland dem.[1140]

Svindleribrottet är fullgjort i och med att uppgiften är offentligjord. Ett prospekt som registrerats hos Finansinspektionen eller OM Stockholmsbörsen och därmed gjorts tillgängligt för allmänheten är offentliggjort, och uppgift som publicerats i massmedia är därmed offentliggjord.[1141]

20.3.1.2.1.3 De subjektiva rekvisiten

För ansvar enligt svindleristadgandets första stycke krävs att de vilseledande uppgifterna var ämnade att påverka priset på ex aktierna. Här krävs således för straffbarhet att gärningsmannen haft direkt uppsåt att påverka priset. För ansvar enligt andra stycket krävs endast oaktsamhet. Lämnar person som ingår i den ansvariga personkretsen vilseledande uppgifter kan denne fällas till ansvar även utan att uppsåt förelegat, dvs även i de fall han av grov oaktsamhet underlåtit att kontrollera verkliga förhållanden.[1142] För att någon skall kunna dömas till ansvar krävs heller inte att skada inträffat, utan det är tillräckligt att handlandet inneburit en risk för att skada skulle kunna komma att åsamkas någon. Här krävs följaktligen inte att handlingen utförts uppsåtligen, utan även den som av grov oaktsamhet sprider vilseledande information kan dömas till ansvar. Det subjektiva kravet

[1138] Se sidx, prop 1984/85 s 40.

[1139] Samuelsson, P, Informationsansvar, s 201.

[1140] Prop 1995/96:215, s 56.

[1141] Prop 1984/85:157 s 90.

[1142] SOU s 159.

är därmed av stor betydelse för anvaret. En styrelseledamot kan även om han inte haft, men bort ha, kännedom om att den information han i ett prospekt garanterat är vilseledande åläggs ansvar för svindleri. Vid bedömningen av var gränsen för oaktsamhet skall dras får i brist på andra verktyg sedvanliga etiska värderingar i fråga om god affärs- eller aktiemarknadssed tas till utgångspunkt. De rekommendationer marknadens aktörer publicerat kan därmed antas påverka aktsamhetsbedömningen. Har en regel som normalt följs av marknadens aktörer överträtts kan oaktsamhet förväntas föreligga, och i vissa fall även grov oaktsamhet.[1143]

20.3.2 Svindleriansvaret i praxis

Ett fåtal svindlerimål i fråga om aktiemarknadsinformation har hittills förekommit i Sverige.[1144] Det mest flagranta exemplet på vilseledande information i Sverige är Fermenta-fallet RH 1990:102, i vilket hovrätten fann att bolagets huvudägare uppsåtligen låtit offentliggöra oriktiga och vilseledande uppgifter i avsikt att påverka priset på aktierna i Fermenta AB. Huvudägaren åtalades på 13 punkter, varav åtta rörde svindleri, och dömdes till ansvar för bl a svindleri och bokföringsbrott.[1145]

Fermenta AB var noterat vid Stockholms fondbörs från sommaren 1984 till januari 1987 då beslut om avregistrering fattades av Börsstyrelsen. Bolaget offentliggjorde en rad vilseledande och oriktiga uppgifter rörande bolagets verksamhet, och hovrätten menade att priset på aktierna utan tvekan påverkats av de oriktiga och vilseledande uppgifterna. Fermentas kursutveckling var under en period närmast hisnande. Bolagets ledning offentliggjorde i prospekt avsett för den engelska marknaden, i pressreleaser och i ekonomisk rapportering uppgifter om bolaget som i efterhand visades vara uppsåtligt oriktiga. Hovrätten fann att den uppvisade vinsten, liksom offentliggjorda prognoser samt i övrigt vilseledande uppgifter haft en avgörande betydelse för kursutvecklingen. Beträffande kursutvecklingen visade utredningen bl a följande: Introduktionserbjudandet våren 1984 avsåg bundna B-aktier till en kurs av ca 21 kr per aktie.[1146] Kursen steg sedan under 1984 och 1985 till drygt 200 kr för att i januari 1986 närma sig 300 kr per aktie. Efter avslöjandet av den s k doktorsbluffen[1147] i februari 1986 sjönk aktien

[1143] Jfr resonemanget rörande culpabedömningen infra s.

[1144] Trustor – Prosolvia ?

[1145] Stockholms tingrätt mål nr B 19/87, målet fullföljdes till Svea hovrätt, mål nr B 1918/89. Prövningstillstånd meddelades ej av HD.

[1146] Värdet justerat efter 1985 års split.

[1147] Avslöjandet att i ett i Storbritannien publicerat prospekt lämnade uppgifter om

till ca 100 kr. Kursen varierade sedan inom intervallet 100-200 kr med en nedåtgående trend till slutet av år 1986, då företagets ekonomiska krissituation blev känd.

Svindleristadgandet har i rättsfallet NJA 1992 s 691, Leasing Consult, emellertid tolkats relativt snävt. Ett aktiebolags registrerade aktiekapital hade ökats genom apportemission. Ansvar för svindleri yrkades för huvudägaren i ett aktiebolag. I registreringsanmälan till PRV hade huvudägaren underlåtit att redovisa vissa finansiella transaktioner som inneburit att egendom värd 40 miljoner kr genom emissionen tillförts bolaget i realiteten endast ökat bolagets tillgångar med 16 miljoner kronor. En revisor, som avgivit revisionsintyg om tillskott av apportegendomen, åtalades tillsammans med styrelsens ledamöter och VD för svindleri. HD ogillande åtalet med motiveringen att registreringsanmälan inte varit vilseledande i svindleristadgandets mening. En registreringsuppgift om en viss kapitalökning genom nyemission ger endast det beskedet att egendom motsvarande minst kapitalökningen har tillförts bolaget, inte en överblick över bolagets ekonomiska situation: ”Att hänföra det åtalade förfarandet under det åberopade straffstadgandet skulle innebära att man – med avsteg från legalitetsprincipen – skulle ge stadgandet en utvidgad tillämpning som inte kan komma ifråga.”[1148] Huvudägaren dömdes till ansvar för skattebrott.

I Invent-fallet RH 1997:82 fann hovrätten att den tilltalade i halvårsrapport och i delårsrapport lämnat sådana vilseledande uppgifter som avses i 9 kap 9 § andra stycket brottsbalken. Uppgifterna hade offentliggjorts genom att de lämnats till Patent- och registreringsverket. Hovrättens inställning var att den tilltalade med hänsyn till den centrala roll han haft i bolaget måste haft insikt om att uppgifterna var vilseledande.

20.3.3 Bedrägeri

Ytterligare straffbestämmelser är emellertid av betydelse för börsverksamheten. Inom ramen för brottsbalkens regler kan en person som vilselett annan åläggas ansvar för bedrägeri i enlighet med 9 kap 1 och 3 §§ BrB. I bedrägerifallen är oftast fråga om förfalskning, men regeln torde även kunna tillämpas vid fråga om prospektansvar. Om någon genom vilseledande tecknar sig för värdepapper till ett högre pris än det pris värdepappren sedermera, då verkligt förhållande offentliggjorts, kommer att betinga, innebär köpet skada för den

---

huvudägarens bakgrund var felaktiga. Han uppgavs felaktigt ha avlagt doktorsexamen i kemi.

1148

vilseledde. I princip kan varje förvrängt faktum läggas till grund för bedrägeriansvar, förutsatt att övriga brottsrekvisit är uppfyllda.[1149] Till grovt bedrägeri enligt 3 § döms den som vid sin gärning missbrukat allmänt förtroende eller begagnat falsk handling eller vilseledande bokföring eller om gärningen varit av farlig art, avsett betydande värde eller inneburit synnerligen kännbar skada. Straffet för bedrägeri är fängelse i upp till två år, i fall av grovt bedrägeri är straffet fängelse i upp till sex år.

Troligen kan det förekomma fall där det förutom för bedrägeri bör dömas också för svindleri. I NJA 1954 s 393 dömdes i de lägre instanserna till svindleri, men HD utdömde ansvar för bedrägeri.

20.3.3.1 Rekvisit för ansvar

20.3.3.1.1 De objektiva rekvisiten

20.3.3.1.1.1 Vilseledande

För att ansvar för bedrägeri skall aktualiseras krävs att det är fråga om ett vilseledande som har lett till handling, alternativt underlåtenhet att handla, samt att en förmögenhetsöverföring har skett. Vilseledande förutsätter en villfarelse hos den vilseledde. Bedrägeriansvar kan inträda även om vilseledandet sker genom att den oriktiga uppfattningen inges andra, och dessa personer i sin tur framför den till någon som i sin tur förleder annan. För ansvar krävs att orsakssamband föreligger mellan vilseledandet och handlingen. Beträffande innehållet i villfarelsen gör lagen inte skillnad mellan å ena sidan uppgifter om förhållande i förfluten tid eller nutid, och å andra sidan uppgifter om framtida förhållande. Sålunda kan även framåtblickande inforamtion vara straffgrundande. Strafflagskommittén framhöll dock beträffande uppgifter angående framtiden, att ”många sådana ter sig såsom blotta antaganden och på den grund inte kan ådra bedrägeriansvar.”[1150]

20.3.3.1.1.2 Kravet på förmögenhetsöverföring

Enligt lagtexten krävs för ansvar att någon medelst vilseledande förmår annan till en disposition, nämligen en handling eller underlåtenhet som innebär en förmögenhetsöverföring. En rättshandling innebär förmögenhetsöverföring i lagens mening även om rättshandlingen blir definitiv först efter en tid eller efter det att nytt förhållande inträffat. Att genom vilseledande förmå annan att avge ett för honom ofördelaktigt anbud anses sålunda som bedrägeri om

[1149] Brottsbalkskommentaren s 404

[1150]

anbudet sedermera blir antaget. Slutligen skall dispositionen innebära vinning för gärningsmannen och skada för den vilseledde eller någon i vars ställe denne är. Mellan denna skada och gärningsmannens vinning skall föreligga samband. Man behöver här inte avvakta händelseförloppets slutliga utveckling, utan avgörande är förhållandena vid tiden för dispositionen. Redan risken för förlust är därmed att jämställa med skada, varför skaderekvisitet är uppfyllt i och med att handlingen medför att risk för förlust föreligger.[1151]

20.3.3.1.2 De subjektiva rekvisiten

Brott begås genom att gärningsmannen genom vilseledande *förmår* annan att vidta den ofördelaktiga dispositionen. Gärningen skall sålunda ha skett med en viljeinriktning till vilseledande hos gärningsmannen, dvs uppsåtligen.

20.3.4 Osann försäkran och vårdslös försäkran

I det fall någon i skriftlig utsaga lämnar osann uppgift alternativt utelämnar sanningen och därefter försäkrar riktigheten i innehållet kan denne dömas till ansvar för osann försäkran enligt bestämmelsen i 15 kap 10 § BrB. En förutsättning för ansvar är att utsagan är skriftlig. Vidare skall utsagan avges under edlig förpliktelse eller på heder och samvete eller under annan dylik försäkran. Enligt lagtexten skall utsagan avges jämlikt lag eller författning. Under förarbetena till 1975 års reform yttrade departementschefen med anledning av lokutionen ”lag eller annan författning,” under hänvisning till bestämmelser i 8 kap i regeringsformen, att därmed avsågs av riksdagen, regeringen, förvaltningsmyndighet, kommun eller landstingskommun beslutad generell norm. Detta torde innebära att den försäkran som styrelse respektive revisor i enlighet med FFFS 1995:21 3 kap 6 § skall lämna i prospekten omfattas av regeln.[1152]

Utsagan skall för att paragrafen skall bli tillämplig innehålla osann uppgift eller innebära förtigande av sanningen. Med förtigande avses underlåtenhet att uppge en omständighet. Åtgärden skall vidare innebära fara i bevishänseende, vilket innebär att oriktigheten skall angå något som är väsentligt för utsagan.

Enligt första stycket fordras uppsåt att avge oriktig uppgift, medan enligt andra stycket vid grov oaktsamhet ansvar i stället kan ådömas för vårdslös försäkran. Medverkansbestämmelserna är tillämpliga, varvid för ansvar fordras att någon precis som gärningsmannen uppfyller de objektiva rekvisiten för ansvar.

[1151] Brottsbalkskommentaren s 407

[1152] x

Straffet för osann försäkran är böter eller fängelse i högst sex månader, eller, vid grovt brott, till fängelse i högst två år. För vårdslös försäkran är straffet böter eller fängelse i högst sex månader.

20.3.5 Osant intygande

Oriktiga uppgifter i skriftliga handlingar är vidare generellt straffbelagda genom straffbudet om osant intygande i 15 kap 11 § BrB. Osant intygande innefattar bl.a. att någon lämnar oriktig uppgift om annat än egna angelägenheter.[1153] Straffbudet osant intygande omfattar oriktiga uppgifter i olika skriftliga handlingar, således varje skriftlig handling med vilken ett börsbolag förser börsstyrelse, aktieägare eller allmänhet såsom exempelvis årsredovisning och prospekt.

Medverkansbestämmelserna är tillämpliga även på brott enligt denna paragraf. Sålunda kan exempelvis en revisor dömas till ansvar för osant intygande för de uppgifter han lämnat i samband med ett bolags ekonomiska rapportering.

Ansvar är uteslutet om uppgiften med hänsyn till omständigheterna vid urkundens upprättande framstår som ett uttalande om ett förhållande som angår uppgiftslämnaren så nära att uttalandet är ett uttalande endast i egen sak. Med egen sak avses troligen endast personliga förhållanden, och inte de som rör affärsverksamhet. [1154]

Straffet för osant intygande är böter eller fängelse i högst sex månader eller i grova fall två år. 15 kap 10 och 11 §§ BrB är att anse som subsidiära i förhållande till mera speciella specialstraffrättsliga bestämmelser. I konkurrens ges svindleri företräde framför osann försäkran och osant intygande.[1155]

20.3.6 Bokföringsbrottet

I 11 kap 5 § BrB stadgas ansvar för bokföringsbrott. Syftet med denna regel är bl a att skydda marknaden från att den information som ett företag lämnar om sitt ekonomiska resultat är inkorrekt. Om de uppgifter som lämnas i bokföringen inte är tillräckliga för att rörelsens förlopp, ekonomiska resultat eller ställning skall kunna bedömas skall

---

[1153] Som egna angelägenheter räknas exempelvis oriktig uppgift i egen meritförteckning.

[1154] Löfmarck,M, Börsen och straffrätten 1987

[1155] Företagsbotutredningen har föreslagit att även juridisk person skall kunna åläggas straff för osann försäkran. Förslaget innebär ett införande av en ny regel i 15 kap 16 § BrB med lydelsen ”har någon i en juridisk persons verksamhet gjort sig skyldig till osann försäkran eller vårdslös försäkran skall den juridiska personen dömas till straff enligt (BrB) 32 kap.” SOU 1997:127 A s 47. Straffansvar för juridiska personer diskuteras i avsnitt x.

ansvar sålunda utdömas enligt bestämmelsen. Brottet är direkt kopplat till bokföringslagen (1999:1078) och straffsanktionerar således bestämmelserna i denna lag om fullgörandet av bokföringsskyldighet.

Uppsåtligt bokföringsbrott förutsätter att den åtalade själv handlat på något av de sätt som anges i straffbestämmelsen, dvs har lämnat oriktiga uppgifter i bokföringen etc. Handhar den bokföringsskyldige, i aktiebolaget dess ställföreträdare, inte själv bokföringen, kan han trots detta betraktas som gärningsman i de fall han handlat aktivt för att överträdelse skulle ske. Den person som handhaft bokföringen kan då dömas som medgäringsman eller för medhjälp.

Såväl ifråga om gärningsmannaansvar och ansvar för medhjälp till bokföringsbrott är oaktsamhet tillräcklig. För att ansvar skall utdömas skall överträdelsen ha lett till effekt, på så sätt att ”rörelsens förlopp, ekonomiska resultat eller ställning till följd härav inte kan i huvudsak bedömas med ledning av bokföringen.”

Medhjälpsansvaret vid bokföringsbrott är särskilt beaktansvärt för revisorer. Revisors insats är att bedöma på samma sätt som övriga medverkares, och revisorn kan vara att betrakta som gärningsman oavsett om hans uppdrag bestått i att upprätta bokslut eller att vara granskare i efterhand.[1156]

Används bokföringsbrott som medel för t e x svindleri blir i regel det senare brottet ”uppgraderat” till grovt brott, med den strängare straffskalan.[1157]

20.3.7 Insiderbrottet

I dagligt tal används begreppet insiderinformation om i princip all icke offentliggjord information om ett bolag, särskilt om informationen innehas av bolagets ledande befattningshavare eller styrelseledamöter. Insiderinformation i insiderlagens (1990:1342) mening avser ”kunskap om en icke offentliggjord omständighet som är ägnad att väsentligt påverka kursen på bolagets noterade värdepapper.” Typiskt sett skall det därför inte finnas någon icke offentliggjord potentiellt kurspåverkande information avseende faktiska förhållanden rörande ett aktiemarknadsbolag. Ett aktiemarknadsbolag skall enligt lag, och enligt noteringsavtalet med börsen, omedelbart offentliggöra information när beslut har fattats eller händelse inträffat som ”i icke

[1156] Ex NJA 1988 s 383, där revisor ådömdes straff för medhjälp till bokföringsbrott på grund av att han felaktigt avgivit ren revisionsberättelse.

[1157] Leijonhufvud, M, - Wennberg, S, Brott och straff, s x. Företagsbotutredningen har föreslagit att även juridiska personer skall kunna straffas för bokföringsbrott, genom införande av en ny paragraf i BrB 11 kap med lydelsen ”Har någon i en juridisk persons verksamhet gjort sig skyldig till bokföringsbrott skall den juridiska personen dömas till straff enligt 32 kap.” SOU 1997:127 A s 47.

oväsentlig grad" är ägnad påverka den bild av bolaget som skapats av bolagets senast lämnade information, eller i övrigt kan påverka värderingen av bolagets aktier.[1158] Förtigande av en uppgift som i icke oväsentlig grad kan komma att påverka bilden av ett bolag torde sålunda kunna utgöra grund för ansvar med stöd av insiderlagens regler.

Den som uppsåtligen bryter mot insiderreglerna skall dömas för insiderbrott till böter eller fängelse i högst två år, om gärningen inte är belagd med strängare straff i brottsbalken. En skärpning av lagen är föreslagen.[1159]

20.3.8 Kursmanipulation och otillbörlig kurspåverkan

20.3.8.1 Bakgrund till bestämmelsen

I 7 kap LHF infördes den 1 januari 1997 regler som tar sikte på kursmanipulativa åtgärder vid handel med finansiella instrument. Lagstiftningen mot otillbörlig kurspåverkan initierades nästan tio år tidigare, i samband med Fermenta-fallet.

Refaat El-Sayed var majoritetsägare, styrelseledamot, verkställande direktör och koncernchef i det börsnoterade bolaget Fermenta. Refaat El-Sayed drev konsekvent upp kursen på Fermentaaktien. Han vilseledde marknaden bl a avseende Fermentas resultat och prognoser, och använde sig av bulvaner till vilka han sålde aktier till priser över marknadsvärdet, varefter kursen på aktien ökade. Manipulationerna syftade till att öka förtroendet för bolaget och att hålla kursen på bolagets aktier på en konstlat hög nivå. Spridning av falska bokslut och prognoser, oriktig information till marknaden och selektiv information till placerare och massmediarepresentanter hade kursdrivande effekt på Fermentas aktiekurs.

Svindleribrottet var den mest betydelsefulla kursdrivningen från huvudägarens sida, men Refaat El-Sayed laborerade emellertid även med avtal om återköpsrätt med prisfallsgaranti och säljoptioner, vilket påverkade kursen. Vid Stockholms fondbörs tillsattes den s k Fermentautredningen. Utredningen fann att det inte var förbjudet att vilseleda marknaden genom utbudshämmande avtal eller genom bulvanarrangemang, och i utredningen föreslogs att det skulle skapas ett skydd mot kursdrivande åtgärde genom lagstiftning.[1160] Värdepappersmarknadskommittén föreslog i sitt betänkande Värdepappersmarknaden i framtiden[1161] att förfarandet skulle kriminaliseras i 9 kap 9a § BrB, dvs i anslutning till straffstadgandet

[1158] Jfr 5 kap 3 § LBC, FFFS 1995:43, Stockholms fondbörs noteringsavtal p 21 bil 1.

[1159] Prop 1999/2000:109.

[1160] Fermenta, fakta och erfarentheter, En rapport från Stockholms fondbörs, 1988, s 163 ff.

[1161] SOU 1989:72 s 198 ff.

rörande svindleri. Förfarandet var avsett att träffa varje förfarande som medförde att kursen på ett finansiellt instrument inte motsvarade den som skulle gällt om en naturlig marknadsutveckling fått besätmma kursen. Kommitténs förslag intogs i prop 1990/91:42 om insiderhandel. Något förslag lades emellertid inte fram på grund av att det kriminaliserade området inte ansågs vara tillräckligt väl definierat, och risk förelåg därför att en kriminalisering skulle komma att träffa även tillåtna, t ex kursstabiliserande, marknadsoperationer.

Ytterligare en utredning tillsattes under tiden vid Stockholms fondbörs i avsikt att undersöka huvudägarens "riggning" av kursen på Gamlestadenaktien efter börsintroduktionen i slutet av 1980-talet. Huvudägaren Erik Penser ansåg sig då ha en skyldighet gentemot marknaden att hålla kursen uppe för att inte investerarna skulle förlora pengar på affären. Utredningen kom fram till att förfarandet ej kunde kritiseras eftersom börsen tillåter kursstabiliserande åtgärder under viss tid. I utredningen konstaterades att gränsen mellan kursvårdande och kursdrivande åtgärder är svår att sätta eftersom även kursvårdande åtgärder är avsedda att påverka kursen.[1162] Rapporten lämnades till 1993 års insiderutredning, vilken avlämnade ett betänkande med förslag till lagbestämmelse om otillbörslig kurspåverkan,[1163] vilket därefter intogs i regeringens förslag till lagstiftning. I propositionen föreslogs att ett antal otillbörliga förfaranden vid handel på värdepappersmarknaden skyulle kriminaliseras. Det nya brottet skulle benämnas otillbörlig kurspåverkan.[1164]

20.3.8.2 Regelns tillämpningsområde

Bestämmelsen om otillbörlig kurspåverkan tar sikte på kursmanipulativa åtgärder vid handel med finansiella instrument.[1165] Straffbestämmelsens huvudsyfte är liksom övrig börsrättslig lagstiftning att skydda marknaden.[1166] Förbudet omfattar åtgärder som ligger utanför en normal marknadsmässig handel och informationsgivning, och som har det direkta eller indirekta syftet att påverka en aktiekurs. Det ankommer enligt 6 kap 1 § LHF på Finansinspektionen att övervaka att bestämmelserna följs.

Att någon genom köp- eller säljorder avser att sätta de naturliga marknadskrafterna ur spel behöver inte innebära att en eventuell

[1162] Nobel Industrier, Gamlestaden Erik penser och bankerna, Stockholms fondbörs 1992, s 288 ff.

[1163] SOU 1994:68.

[1164] Prop 1995/95:215.

[1165] Id s 70.

[1166] Id s 13.

kurspåverkan är otillbörlig.[1167] Exempel på otillbörlig kurspåverkan är när åtgärd företas i syfte att ”rigga” kursen på ett värdepapper, dvs påverka kursen så att den rör sig till en högre, artificiell nivå, vid nyemission eller utförsäljning (i vinningssyfte). Exempel på en sådan handling som omfattas av bestämmelsen är då någon säljer värdepapper till annan över börsen utan att någon egentlig äganderättsövergång mellan parterna är avsedd, utan syftet endast är att påverka kursen. För att straff skall kunna utdömas krävs direkt uppsåt, dvs avsikten skall ha varit att otillbörligt påverka priset.[1168] Genom denna begränsning utesluts från straffstadgandets tillämpningsområde fullt legitima konsortialavtal och hembudsarrangemang. En annan förutsättning för straffbarhet är att överenskommelser är hemliga. Har bolaget informerat marknaden om att man avser vidta kursstabiliserande åtgärder skall straff ej ådömas den ansvarige. Marknaden kan informeras genom en presskommuniké eller genom en underrättelse till börsen.

Reglerna blir bl a tillämpliga i samband med börsnotering och nyemission i börsbolag. Ett exempel är en huvudägare som kan ha ett intresse av att aktien köps till ett överpris, och enligt insiderlagen och flaggningsreglerna skall tillkännage åtgärden. Avtalar han i stället med annan att stå för inköpen av aktierna, och härvid garanterar återköp av aktierna till samma kurs kan åtgärden bedömas som otillbörlig kurspåverkan, eftersom övriga aktieägare kan vilseledas att delta i emission till ett pris som är påverkat av emittenten.

Kursvårdande eller kursdrivande åtgärder kan ibland vara positiva för en akties värde, varför all påverkan på kurssättningen inte är otillåten. Huvudsaken är att åtgärderna är kända och inte har ett otillbörligt syfte. Kursstabiliserande åtgärder som vidtas i samband med exempelvis börsnotering är sålunda tillåtna om marknaden informeras om åtgärden.

Paragrafens andra stycke avser andra kurspåverkande åtgärder som vilselett köpare och säljare av finansiella instrument. Typsituationen är när en aktör genomför omfattande förvärv av en aktie under en kort tid och därigenom flyttar kursen till en högre, artificiell nivå. Detta kan exempelvis göras inför ett rapporteringstillfälle, såsom ett års- eller månadsskifte.[1169] Åtgärden skall ha påverkat kursen så att kollektivet av investerare fått en felaktig information om kurssättningen. Är avsikten att vilseleda en motpart skall i stället

[1167] Exempelvis faller inte åtgärder som Riksbanken vidtar i penningpolitiskt syfte under kriminaliseringen.

[1168] Id s 94 f.

[1169] S k window dressing, eller painting the tape, se Boman, R, Otillbörlig kurspåverkan, s 882.

bedrägeriparagrafen i brottsbalken tillämpas.[1170] Åtgärden skall ha vidtagits i avsikt att otillbörligt påverka priset och inte endast kursen på aktien. Motivet för den kurspåverkande åtgärden måste vidare framstå som otillbörligt, dvs avsikten skall ha varit att ge gärningsmannen eller annan fördel av åtgärden. För straffbarhet krävs inte att gärningsmannen själv ingår avtal eller liknande som har omedelbar påverkan på kursen, utan även de fall där gärningsmannen förmått andra att vidta kurspåverkande åtgärder omfattas av straffansvar enligt paragrafen. Exempel på detta är när en aktör, typiskt sett en fondkommissionär, påverkar vissa investorer till att investera i aktien, varvid tidigare innehavare av aktien kan dra nytta av det påverkade värde investeringarna medfört.[1171] I propositionen nämns speciellt att detta framför allt kan komma att aktualiseras när placerare genomför en affär genom ett värdepappersinstitut,[1172] men man gör bedömningen att frågan om medverkaransvar för emissionsinstitut i dessa situationer bör överlämnas till rättstillämpningen att avgöra utifrån vanliga regler och principer om medverkansansvar i brottmål.[1173]

Brottet får anses ha ett relativt högt straffvärde, liksom övriga brott som innebär vilseledande på värdepappersmarknaden. Straffet för brott av normalgraden är böter eller fängelse i högst två år.[1174] Regeringen har dock i sin översyn av insiderlagstiftningen respektive reglerna rörande otillbörlig kurspåverkan föreslagit att straffet skärps genom att böter utgår ur straffskalan. Bedöms brottet vara grovt är fängelse i upp till fyra år. Kurspåverkande åtgärder kan även vara att bedöma som brott enligt brottsbalkens regler, främst svindleri eller bedrägeri, varvid brottsbalkens bestämmelser ha företräde. Ansvar enligt regeln om otillbörlig kurspåverkan skall inte dömas ut om gärningen är belagd med straff i brottsbalken eller om överträdelsen är ringa. Är däremot insiderlagen samtidigt tillämplig skall dömas för otillbörlig kurspåverkan och insiderbrott i s.k. brottskonkurrens.[1175] Argumentet för en skärpning av straffet är att det är av stor vikt att förtroendet för marknadens funktionssätt inte skadas.[1176]

[1170] Prop 1995/96:215 s 58.

[1171] S.k. 'pegging' och 'scalping', prop 1995/96:215 s 96.

[1172] Prop 1995/96:215 s 155 f.

[1173] Prop 1995/96:215 s 75.

[1174] I Ds 2000:4 föreligger förslag till attstraffbarhet för ringa fall av otillbörlig kurspåverkan införs. Ändringarna föreslås träda i kraft 1 januari 2001.

[1175] Prop 1995/96:215 s 70 ff.

[1176] Prop 1999/2000:109 s 51.

20.3.9 Rådgivningslagen

För emissionsinstitut, revisor respektive advokat kan även lag (1985:354) förbud mot yrkesmässig rådgivning bli tillämplig. Den som i utövningen av rådgivningsverksamhet av grov oaktsamhet främjar en straffbelagd gärning skall enligt 2 § rådgivningslagen dömas för vårdslös rådgivning. I rådgivningslagens definition av begreppet rådgivningsverksamhet används uttrycket råd eller annat biträde. Enligt vad som anges i motiven innefattar detta uttryck inte endast råd i den meningen att rådgivaren rekommenderar ett visst handlingssätt, utan också konkreta åtgärder för att omsätta rådet i praktiken.[1177] Som typexempel på sådana åtgärder anges bl a upprättandet av avtal, biträde vid bolagsbildning, bokföring och valutatransaktioner.[1178]

Straffstadgandet om vårdslös rådgivnng är konstruerat på ett sådant sätt att det anknyter till de allmänna medverkansregerna i 23 kap BrB. Bedömningen av huruvida en straffbar handling är begången sker därför på ungefär samma sätt som enligt medverkansreglerna. Rådgivningen skall således ha lett till att den som fått rådet utfört vad som objektivt sett utgör en straffbelagd gärning, men det fordras inte att huvudmannen själv kan fällas till ansvar.

Straffet för vårdslös rådgivning är böter eller fängelse i upp till två år.

20.4 Tryckfrihetsrättsliga frågor

Har en vilseledande uppgift distribuerats i en tryckt skrift uppstår frågan huruvida tryckfrihetsförordningen utgör ett hinder för att de vanliga straffstadgandena skall bli tillämpliga, på så sätt att reglerna om tryckfrihet skulle kunna utgöra ett skydd mot bristfälliga uppgifter exempelvis i årsredovisningar och prospekt. Spridningsproblemet är som framgått ovan en svårbedömd frågeställning, och i anslutning härtill den s k massmediafaktorns effekt på ansvarets omfattning.[1179]

I förarbeten och doktrin har klart uttalats att ansvar för bedrägeri i tryckt skrift kan utdömas utan hinder av TF.[1180] Den motivering som anförs till stöd för detta resonemang är att den som begår ett förmögenhetsbrott med en tryckt skrift som medel inte därigenom gör bruk av sin frihet att ”i tryckt skrift yttra sina tankar och åsikter…samt

[1177] Exempelvis utformningen av ett prospekt, förf anmärkn.

[1178] Prop 1984/85:90 s 34.

[1179] Se sid x

[1180] SOU 1947:60 s 115 ff; Löfmarck,M, x s 371; Axberger H-G, Tryckfrihetens gränser, s 52-53.

meddela uppgifter och underrättelser i vad ämne som helst." I förarbetena anges att syftet med i kap 1 § 2 st tryckfrihetsförordningen i första hand är att säkerställa ett fritt meningsutbyte och en allsidig upplysning. Lagen skall således utgöra ett skydd för den politiska, religiösa och kulturella yttrandefriheten. I förarbetena påpekas att användandet av tryckt skrift som medel i enskild näringsverksamhet inte kräver något grundlagsskydd.[1181] Den som begått förmögenhetsbrott med hjälp av tryckt skrift skall således enligt straffrättskommittén kunna ådömas ansvar för svindleri eller bedrägeri oaktat reglerna i tryckfrihetslagen.[1182]

21 Straffansvar för juridiska personer

21.1 Inledning

Det straffrättsliga systemet är uppbyggt ifrån utgångspunkten att det endast är fysiska personer som kan begå brott och straffas för brott.[1183] Om en skyldighet är riktad mot en juridisk person kan straffansvar åläggas den eller de fysiska personer som är ansvariga för efterlevnaden av den straffsanktionerade skyldigheten å den juridiska personens vägnar. Även de börsrättsliga sanktionerna innebär att det är organledamöterna som straffas vid överträdelse. Men när ett bolags verksamhet innefattar brott, såsom svindleri, är det inte alltid lätt att besvara frågan vem eller vilka personer som har att bära ansvaret för brottsligheten. Inom straffrätten gäller inget principalansvar för andras brott.[1184] Svårigheterna vid bedömningen är inte så stora i de fall uppsåt krävs för straffbarhet, men krävs endast oaktsamhet för ansvar uppkommer speciella problem såväl i fråga om val av ansvarssubjekt som om hur stränga krav på aktsamhet som lagen anses kunna ställa. Frågan rör här dels fördelning av ansvar mellan flera ledamöter av bolagets ledning, dels bolagets ansvar för lagöverträdelser som begåtts av bolagets anställda. Således skall avgöras huruvida hela ledningen, eller någon eller några ledamöter, skall ansvara för brottet på grund av försummelse av sina åligganden som ledare av verksamheten, bristande kontroll av kollegor i ledningen, anlitande av inkompetent personal eller brist i instruktion och övervakning av personal.[1185]

Genom en rad rättsfall, bl a det i avsnitt xx nämnda rättsfallet 1936 s 78, har bildats ett fast regelsystem rörande ansvarsfördelningen i

[1181] SOU 1947:60 s 120.

[1182] SOU 1940:20 s 160 f.

[1183] Societas delinquere non potest.

[1184] Leijonhufvud, M, - Wennberg, S, Brott och straff, sx.

[1185] Culpa in eligendo vel instruendo vel inspiciendo; Thornstedt, 1982 s 358.

ledningen för ett bolag. Avgörande för vem som skall straffas är vilka personer som identifieras med bolaget, och normalt sett är detta styrelsen och denverkställande direktören. Av tillsynsplikten följer att den ledamot som känt till och kunnat förhindra en brottslig gärning är straffbar. Andra anställda kan möjligen åläggas medverkaransvar. Sådan medverkan kan utgöras av fel i anslutning till inhämtande, bearbetning eller förmedling av information till överordnade.

Emellertid kan i vissa situationer även bolaget drabbas av en sanktion när en förpliktelse är överträdd av någon som handlat å bolagets vägnar, även om ingen enskild person kan straffas för överträdelsen. I synnerhet ifråga om brott som kan ge bolaget stora vinster eller bespara bolaget stora utgifter, t ex för miljövård, anses ett individuellt straffansvar inte vara tillräckligt avhållande. I en rad europeiska länder finns numera regler om straff för juridiska personer.[1186] Straffansvar för juridiska personer finns sålunda bl a i våra nordiska grannländer, i England, Frankrike och Nederländerna. Tyskland har ett system som i praktiken innebär straffansvar för juridiska personer.[1187] I Sverige har inte straffansvar för juridiska personer införts. De sanktioner som i Sverige kan drabba juridiska personer är företagsbot och skadestånd, men även vite och förverkande kan enligt 36 kap 4 § brottsbalken ådömas en juridisk person. Vidare finns på vissa områden sanktionsavgifter, vilket kan vara administrativt lättare och billigare att hantera än straff. Den kan dessutom kan ha till syfte att eliminera en orättmätigt uppnådd vinst. I vissa fall utgör en sanktionsavgift ett alternativ till straff, ibland kan båda sanktionsformerna användas samtidigt och i andra fall åter påverkas straffansvaret delvis av om en sanktionsavgift utgår.

I Sverige infördes genom SFS 1986:1007 bestämmelser om företagsbot. Reglerna är avsedda att komplettera befintliga sanktioner vid brott i näringsverksamhet. Reglerna om företagsbot har genomgått en översyn i den s k Företagsbotsutredningen, som föreslagit införande av straffansvar för företag och andra juridiska personer samt upphävande av reglerna om företagsbot.[1188]

Straffansvar för juridiska personer förutsätter att en fysisk person gjort sig skyldig till brott, samt att brottet skall ha viss anknytning till den juridiska personens verksamhet. Skall en juridisk person dömas för brott är det reglerna om individuellt straffansvar som styr reglerna om straffansvaret. Ansvaret för en juridisk person utlöses i det allt

[1186] Se bolagets straffansvar i andra länder supra sx Jfr även EG domstolens etablering av den individuella culpan i konkurrensärenden som inte lägger skulden på utövaren utan bolaget.

[1187] Se infra

[1188] SOU 1997:127.

övervägande antalet fall genom en tillämpning av principerna för företagaransvar. Enligt principerna för företagaransvar åvilar det straffrättsliga ansvaret den eller de som har möjligheten att genom ledning, organisation och kontroll motverka lagöverträdelser inom en verksamhet. Som ledare för verksamheten är företagaren skyldig att vidtaga rimliga åtgärder för att förhindra att otillåtna handlingar begås i verksamheten, och om det begås otillåtna handlingar kan företagaren dömas som gärningsman, om gärningarna beror på att det förelegat brister i organisationen och ledningen av verksamheten. Den straffbara handlingen är då alltid en underlåtenhet av visst slag.

Enligt en rad straffbestämmelser utpekas företagaren som specialsubjekt. Härvid används olika uttryck, t ex arbetsgivare, näringsidkare, innehavare eller utövare av viss verksamhet. Detta innebär att ingen annan än den som innehar den i lagen angivna ställningen, dvs företagaren, kan vara gärningsman. Underordnade personer i verksamheten bär således i princip inte något självständigt straffrättsligt ansvar. De flesta straffbestämmelser innehåller ingen angivelse av specialsubjekt. Bestämmelserna anger endast att den som uppsåtligen eller av oaktsamhet förfar på visst sätt skall dömas till straff.

Enligt 8 kap ABL svarar styrelsen för bolagets organisation och förvaltningen av bolagets angelägenheter medan den verkställande direktören, om sådan finns, skall handha den löpande förvaltningen enligt de riktlinjer och anvisningar som styrelsen meddelar. Ansvarsfördelningen mellan styrelse och verkställande direktör innebär att den sistnämnde som huvudregel bär företagaransvaret för överträdelser som sker i bolagets dagliga verksamhet. På liknande sätt bedöms frågan i andra juridiska personer som är strukturerade på liknande sätt som ett aktiebolag. Delegering av ansvar som skett på korrekt sätt medför i allmänhet att även straffansvaret flyttas från företagsledaren till den uppgiften delegerats till.[1189] Detta förutsätter att företagsledaren skapat förutsättningar för betryggande kontroll även om han inte kunnat utöva denna själv. Först när ett självständigt ansvar för arbetsuppgifter lagts på personer som har ställning av underordnad chef, och dessa personer dessutom uppfyller kravet på kompetens och pålitlighet, kan de drabbas av ett straffrättsligt ansvar och företagsledningen undgå detta. Skulle företagsledningen känna till eller bort känna till att de arbetsuppgifter som delegerats inte utförs på ett godtagbart sätt kan de hållas straffrättsligt ansvariga för att den inte ingripit för att rätta till förhållandet.

Ett särskilt problem är i vilken utsträckning andra än arbetstagare,

[1189] Jfr skadeståndsansvar vid delegering avsnitt xx

exempelvis konsulter och andra uppdragstagare, bör kunna utlösa straffansvar för en juridisk person. I Företagsbotsutredningen anges att detta problem bör kunna överlämnas till rättstillämpningen, men man har inställningen att det inte är gärningsmannens ställning inom organisationen utan i vilken mån gärningen kan anses var begången för bolagets räkning som skall vara avgörande för ansvar.[1190]

En annan fråga är i vad mån en juridisk person som ådömts bötesstraff skall ha möjlighet att i sin tur kräva att gärningsmannen ersätter erlagda böter. Det finns flera skäl som talar mot att en juridisk person bör kunna få återkräva böterna av gärningsmannen. Ett skäl är att bötesstraffet för en juridisk person skulle komma att bestämmas med utgångspunkt från den juridiska personens ekonomiska förhållanden och inte gärningsmannens. Det skulle därför leda till orimliga konsekvenser för gärningsmannen om denne ålades det slutliga betalningsansvaret för böterna. Det tyngst vägande skälet är emellertid att reglerna om juridiska personers straffansvar riktar sig direkt till dessa som sådana. Skälet för ett sådant straffansvar är ytterst att hotet om straff skall utgöra ett incitament för den juridiska personens ledning att motverka att det begås brott i verksamheten. Straffansvaret skulle knappast få denna verkan om den juridiska personen i sin tur kunde göra någon annan ansvarig.[1191]

21.1.1 Regler om företagsbot

I 36 kap 7 § BrB anges att näringsidkare i vissa fall kan åläggas företagsbot. Avsikten med reglerna är att öka bolagsledningens vilja att efterleva olika regler för verksamheten.[1192] Företagsbot kan aktualiseras om brott begåtts i verksamheten, och för att straff skall utdömas skall samtliga objektiva och subjektiva rekvisit i ett straffstadgande vara uppfyllda. Fråga kan vara om såväl brottsbalksbrott som brott mot specialstraffrättsliga regler, men brottet måste vara begånget vid utövande av näringsverksamhet. Det uppställs inte krav på att gärningsmannen identifieras och åtalas, men det måste stå klart att brott är begånget.[1193] För att ett brott skall anses ge upphov till företagsbot måste det vara fråga om ett grovt åsidosättande av de skyldigheter som åvilar näringsidkaren. Företagsbot kan åläggas om det visas att brottsligheten har sin grund i organisatoriska brister inom bolaget, ofullständig ordergivning eller instruktion, eller bristfällig uppföljning av att instruktioner följs. Det förfarande som anges kunna grunda företagsbot är en underlåtenhet att

[1190] SOU 1997:127 A s 307.

[1191] SOU 1997:127A s 315.

[1192] Leijonhufvud, M, - Wennberg, S, Brott och straff, sx

[1193] SOU 1997:127 A s 344.

vidta åtgärder.

Reglerna om företagsbot har tillämpats i mycket begränsad omfattning.[1194] Till och med 1996 har i tjugsju domar yrkanden om åläggande av företagsbot framställts. I sju av fallen har yrkandena bifallits.[1195]

Företagsbot kan bli ekonomiskt betydligt mer kännbart än bötesstraff, eftersom det senare utmäts med hänsyn till en fysisk persons ekonomiska situation. Boten skall fastställas till mellan tiotusen kronor och tre miljoner kronor.

21.1.1.1 Företagsbotsutredningen

Enligt EG:s bedrägerikonvention EGT nr C 316 skall medlemsländerna vidtaga nödvändiga åtgärder för att säkerställa att brott som begås inom ramen för juridiska personers verksamhet beivras och att den skyldige döms till ansvar för bedrägeri, aktiv korruption och penningtvätt som begås av person som agerar antingen enskilt eller som en del av den juridiska personens organisation.[1196] I rekommendationen anges att medlemsstaterna bör införa bestämmelser som ger stöd för straffansvar för privata och offentliga verksamheter av ekonomiskt slag som bedrivs i juridiska personer.[1197] I anslutning till konventionen tillsattes i Sverige 1995 ovan nämnda utredning, Företagsbotutredningen, med huvudsakligt syfte att effektivisera bekämpningen av den ekonomiska brottsligheten. Målsättningen för kommitténs arbete var främst att överväga huruvida systemet med företagsbot bör ersättas med ett ansvarssystem med straff som riktar sig mot juridiska personer i likhet med vad som finns i vissa andra länder.[1198]

I utredningen påpekas att EG-rätten i princip avser näringsverksamhet, vilket innebär att det är mest naturligt att sanktioner mot överträdelser riktas mot juridiska personer. Det går emellertid inte att att ur EG-rättens regler härleda något direkt krav på medlemsländerna att införa straffrättsligt ansvar för juridiska personer.[1199] Men eftersom överträdelser av bestämmelser i EG-förordningar avseende

---

[1194] Vilket enligt Företagsbotsutredningen i viss utsträckning torde bero på att åklagare i allmänhet saknar kännedom om reglerna om företagsbot, SOU 1997:127 B s 348.

[1195] Fallen rör miljöfarliga utsläpp, arbetsplatsolycka, datummärkning av livsmedel, överträdelse av tillståndsbeslut, underlåtelse att följa föreläggande, SOU 1997:127 B s 257 ff.

[1196] EGT nr C 316, 27.11.1995, s 49, tillägg i andra protokollet.

[1197] Artikel 3.

[1198] SOU 1997:127 A s 89.

[1199] SOU 1997:127 A s 182.

näringsverksamhet skall sanktioneras enligt bestämmelser i nationell rätt, och medlemsstaterna är skyldiga att vidta åtgärder för att säkerställa att skyldigheterna fullgörs, framförs i doktrinen att straffansvar direkt mot juridiska personer skulle främja effektiviteten.[1200]

Enligt artikel 3 i konventionen skall en förutsättning för den juridiska personens ansvar vara att gärningsmannen har en ledande ställning inom den juridiska personens organisation som är grundad på befogenhet att företräda den juridiska personen eller befogenhet att fatta beslut på den juridiska personens vägnar, eller befogenhet att utöva kontroll inom den juridiska personen. Emellertid skall en juridisk person också kunna hållas ansvarig när brister i övervakning eller kontroll som skall utövas av en person i ledande ställning gjort det möjligt för en person underställd den juridiska personen att begå bedrägeri eller aktiv korruption eller penningtvätt till förmån för den juridiska personen. I artikel 4 ges bestämmelser om påföljderna för juridiska personer. Det grundläggande kravet är att juridisk person som fällts till ansvar kan bli föremål för effektiva, väl avvägda och avskräckande påföljder. Påföljderna för juridiska personer skall innefatta bötesstraff eller administrativa avgifter, och kan även innefatta andra påföljder såsom fråntagande av rätt till offentliga förmåner eller stöd, tillfälligt eller permanent näringsförbud, rättslig övervakning samt rättsligt beslut om upplösning av verksamheten.

Företagsbotsutredningen föreslår införande av straffansvar för företag och andra juridiska personer samtidigt som reglerna om företagsbot upphävs. Straffet för juridiska personer föreslås vara ett penningstraff, kallat företagsböter, lägst 5.000 kronor och högst 5.000.000 kronor.

21.2 Den juridiska personens straffansvar i andra länder

21.2.1 Inledning

Trenden i Europa är att allt fler länder inför möjlighet att straffa en kollektiv enhet som sådan. Nedan följer en kortfattad redogörelse för de regler för juridiska personers straffansvar som gäller i vårt rättssystem närliggande europeiska länder. Att redogörelsen är kortfattad beror främst på att regler rörande juridiska personers straffansvar införts relativt nyligen.

21.2.2 Danmark

I Danmark har det sedan år 1996 varit möjligt att utdöma straffansvar för juridiska personer med stöd av STRL §§ 25-27 jämfört med ASL §

[1200] Leijonhufvud, M, - Wennberg, S, Brott och straff, sx.

161 st 4.[1201] Ansvaret förutsätter att en lagöverträdelse skett inom ramen för den juridiska personens verksamhet. Gärningen skall ha utförts av person som är knuten till den juridiska personen, men denne behöver inte vara anställd av den juridiska personen. Viss gärningsman behöver inte identifieras, utan även s k anonyma fel omfattas. Lagöverträdelsen skall ha orsakats genom bristande tillsyn och kontroll i verksamheten. Straffet är fakultativt, dvs domstolen kan finna att juridisk person inte skall dömas till straff trots att ansvarsförutsättningarna är uppfyllda.

Straffet är böter, vilka bestäms enligt allmänna principer i strafflagen. Det finns inga beloppsgränser, utan hänsyn skall tas till den juridiska personens betalningsförmåga och den förväntade förtjänsten.

Att juridiska personer döms till straff hindrar inte att även fysiska personer åläggs straff för samma brott. Lagstiftaren har valt att inte införa någon prioritetsordning, utan att överlåta till rättstillämpningen att avgöra inom vilka områden straffansvar för juridiska personer är att föredra framför ansvar för fysiska personer.[1202]

21.2.3 Norge

Bestämmelser om straffansvar för företag infördes i Norge 1991. Ett bolag kan drabbas av straffansvar – foretaksstraff - i enlighet med strl § 48, eller inndragningskrav i enlighet med strl § 34.[1203] I lagförarbetena anges att foretaksstraff endast aktualiseras i de fall bolaget är av viss storlek i fråga om antal anställda och förmögenhetsmassa.[1204] Avsikten är att straffet skall ha preventiv verkan, dvs verka avskräckande. Straffansvaret gäller samtliga brott oavsett om straffbestämmelsen finns i strafflagen eller specialstraffrätten. För att straff skall åläggas bolaget skall handlingen ha utförts då företrädare för bolaget handlat å bolagets vägnar. Sanktionen är böter, och även i de fall straffskalan endast innhåller fängelsestraff kan vid ansvar för juridisk person bolaget dömas till böter. I regelverket anges inte någon beloppsgräns. Bolaget kan även åläggas förbud att utöva viss verksamhet.

21.2.4 Storbritannien

I Storbritannien omfattar straffansvaret för juridiska personer i princip samtliga brott, men undantag görs för brott där endast frihetsberövande finns i straffskalan; brottet måste vara sådant till sin

[1201] Lov nr. 474 af 12. Juni 1996.

[1202] Betaenkning nr. 128971995.

[1203] See Aarbakke, M, Ansvarlige selskaper og indre selskaper, s 66.

[1204] NOU 1989:11 s 22, Ot prp nr 27 (1990-91) s 27.

natur att det kan begås av en juridisk person. I Storbritannien har en sk antropomorfisk ansats ansetts nödvändig, dvs en humanisering av bolag, för att kunna ålägga bolaget straffansvar. Grundläggande för ansvaret är därvid att man identifierar vissa nyckelpersoners handlande som om det utförts av bolaget självt. I doktrinen har använts metaforen människokroppen för att rättfärdiga möjligheten att tillämpa ett staffansvar på icke-fysiska gärningsmän:[1205]

A company may in many ways be likened to a human body. It has a brain ande a nerve centre hich controls what it does. It has also hands which hold the tools and act in accordance with directions from the centre. Some of the people in the company are mere servants and agents who are nothing more than hands to do the work and cannot be said to represent the mind or will. Others are directors and managers who represent the directing mind and will of the company and control what it does. The state of mind of these managers is the state of mind of the company and is treated by th law as such.

Den kriminella handlingen skall sålunda överföras till bolaget, som representeras genom fysiska personer vilka ”represent the directing mind and will” i bolaget.[1206] Ur straffrättslig synvinkel jämställs då personer i beslutsfunktion med bolaget, och så snart de har bevisats ha handlat rättsstridigt kan bolaget åläggas ansvar. I engelsk straffrätt har den centrala frågan därför varit att bedöma vilka som skall anses vara i beslutande ställning, a controlling person. Avgörande faktorer vid denna bedömning är storleken på bolaget, verksamhetens natur, samt intern allokering av ansvar. I det ledande engelska rättsfallet Tesco v Nattrass har Lord Reid sökt klara ut begreppen på följande vis:

Normally, the board of directors, the managing director and perhaps other superior officers of a company carry out the functions of management and speak and act as the company. Their subordinates do not. They carry out orders from above and it can make no difference that they are given some measure of discretion. But the board of directors may delegate some part of their functions of mangement giving to their delegate full discretion to act independently of instructions from them. I see no difficulty in holding that they have thereby put such a delegate in their place so that within the scope of the delegation he can act as the company.[1207]

Även utförande av delegerat ansvar kan sålunda medföra straffansvar.

Såväl i avsnitt x nämnda FSA section 47 som section 200 är tillämpliga vid ersättningsanspråk riktade mot bolaget. Vid överträdelse kan enligt section 61 Financial Services Authority ålägga bolaget böter för *disgorgement*. Bolaget kan även straffas med böter vid överträdelse av FSA section 154, dvs vid publicering av marknadsföringsmaterial rörande emissionen före berörd myndighets

[1205] Lord Denning i H L Bolton (Engineering) Co Ltd v T J Graham & Sons Ltd (1957) 1 QB 159, på s 172.

[1206] Lord Denning i Tesco Supermarkets Ltd. v Naturass (1972) C 153, s 172.

[1207] Tesco Supermarkets Ltd. v Natrass (1972) AC 153, på s 171.

godkännande av prospektet.

Sanktionerna är böter, vilka ej är beloppsbestämda utan skall vara rimliga i relation till den skyldiges betalningsförmåga, samt förverkande. Bötesbeloppet kan sedan användas till att kompensera skadelidande aktieinvestorer.

21.2.5 Tyskland

I Tyskland finns inte möjlighet att ålägga bolag straffansvar för brottslig handling enligt allmän straffrätt, men det finns i en vidare kontext en annan möjlighet genom att bolaget döms att betala böter för Ordnungswidrigkeiten.[1208] Sker överträdelse av dessa regler kan sålunda bolaget dömas till skyldighet att betala böter. Den tyska Wirtschaftsstrafgesetz gör åtskillnad mellan Wirtschaftsstraftaten och Wirtschaftsordnungswidrigkeiten. Straftat rör etiska eller moraliska tvivelaktigheter medan Ordnungswidrigkeit innebär en försummelse av en aktsamhetsplikt. I praktiken leder detta till att grova brott bedöms enligt Straftat, medan mindre grova brott bedöms som Ordnungswidrigkeit.

Gärningsmannen behöver inte vara anställd i bolaget, utan straff kan utdömas om överträdelsen har begåtts av styrelseledamot, revisor eller av någon annan som handlat för bolagets räkning.

21.2.6 USA

I USA har tillämpningen av straffansvar för bolag varit vanligare än i andra länder, och det är vanligt att i synnerhet de federala domstolarna ålägger bolag straffrättsligt ansvar. Enligt amerikansk lag kan bolaget hållas ansvarigt för i princip alla typer av brott. Däremot finns inga obligatoriska åtalsregler, utan åklagarna tillämpar en s k opportunitetsprincip, och åtalar i de fall de anser det vara lämpligt.

Åklagarmyndigheten kan med stöd av SA section 24 respektive SEA section 32 anhängiggöra talan mot ”any person who wilfully violates any provision of this title.” Straffet är böter på för en privatperson upp till 1 miljon USD eller fängelse i upp till tio år för en juridisk person upp till 2,5 miljoner USD.

Den ursprungliga inställningen i common law var att bolag ej kunde hållas ansvariga då brottslig handling utförts i bolagets namn. Det ”Landmark case” som fastställde straffansvar för bolag i USA var ett konkurrensärende, *New York Central & Hudson River R.R.Co. v United States*.[1209] I fallet tillämpade domstolen reglerna i den s k Elkins

[1208] Ordnungswidrigkeitgesetz, avd 2, § 26.

[1209] New York Central & Hudson River R. R. Co. v United States, 212 U. S. 481 (1909), 53 L. Ed. 613, 29 S. Ct. 304.

Act från 1903, som gällde förbud mot rabatterade priser på allmän inomstatlig transport. Rabatter var ett av de medel som användes av industriella truster för att nå monopolställning, och målsättningen med Elkins Act var att eliminera dessa rabatter. Överträdelse av Elkins Act var sanktionerat med straff, och i Elkins Act framhölls särskilt att handlingar eller gärningar av anställda skulle anses vara begångna av bolaget självt. I rättsfallet New York Central menade dock domstolen att vid brott begångna inom ramen för en anställds uppdragsavtal bolaget skall åläggas ansvar även om inte detta är uttryckligen stadgat.[1210] Efterföljande rättsfall har bedömts i enlighet med denna regel, och rättsläget är sedan dess ”that a substantive offense committed by a corporate employee in the scope of his employment will be imputed to the corporation.”[1211]

Under Criminal Fine Enforcement Act från 1984 utvecklades ett generellt regelsystem för utdömande av böter. Sanknas straffsanktion för ett brott kan böter sålunda utdömas enligt denna lag.[1212]

1962 kom från the American Law Institute ett förslag till Model Penal Code,[1213] vilken utgjort förebild för de flesta delstaters lagstiftning. Vid brott inom området för värdepapper åläggs bolaget enligt reglerna ansvar för brott begånget av samtliga anställda som handlat ”in the scope of his employment.” För att anses ha skett inom ramen för den anställdes anställning skall handlingen vara direkt relaterad till de arbetsuppgifter den anställde normalt har rätt att utföra, dvs inom ramen för hans behörighet.[1214] Bolaget kan exculpera sig genom att visa att man visat due diligence[1215] för att undvika att handlingen utfördes. Bolaget kan endast åläggas ansvar i de fall handlingen åsyftat att bolaget skulle erhålla vinst genom handlingen. Att bolaget verkligen erhållit förtjänst genom handlingen behöver dock inte

---

[1210] ”…in the scope of their employment…”.

[1211] United States v. Thompson-Powell Drilling Co., 196 F. Supp. 571 (N.D. Tex. 1961), 1961 U.S. Dist. LEXIS 4249.

[1212] 18 U.S.C. § 3571 (d). Maximalt bötesbelopp är för fysiska personer $ 250.000, för bolag det dubbla. Innan lagen trädde ikraft var maxbeloppet $1.000 för såväl fysisk person som association. Leder brottet till förtjänst för förövaren eller förlust för offret kan domstolen utdöma ett ”alternative fine” på upp till två gånger vinsten eller förlusten.

[1213] Nu Model Penal Code and Commentaries (Official Draft and Revised Comments), Part 1, §2.07 (American Law Institute 1985).

[1214] United States v. American Radiator & Standard Sanitary Corp., 433 F.2d 174 (3d Cir. Pa. 1970), 1970 Trade Cas. (CCH) ¶ 73,331. I praxis har det dock ofta inte spelat någon roll om handlingen begåtts ultra vires, eller stick i stäv med bolagets instruktioner eller policy. Det har varit tillräckligt att handlingen utförts medan den anställde utfört arbete åt bolaget. Se t ex. United States v. Hilton Hotels Corp., 467 F.2d 1000 (9th Cir. Or. 1972), 1972 Trade Cas. (CCH) ¶ 74,190.

[1215] Se avsnitt x

visas.[1216] Det är inte nödvändigt att identifiera vem eller vilka som utfört handlingen, utan det är tillräckligt att konstatera att någon inom bolaget utfört handlingen för att bolaget skall bli ansvarigt.

Såväl bolaget som de individer som handlat brottsligt å bolagets vägnar kan bli straffskyldiga.[1217] I vissa stater finns ett straffrättsligt principalansvar innebärande att det under vissa omständigheter är bolaget som åläggs skyldighet att betala anställds böter. Exempelvis stadgar Delaware Corporation Law att bolaget skall betala böterna i de fall den anställde gärningsmannen inte agerat uppsåtligt och inte varit medveten om att han begick en lagöverträdelse.

Utöver straffansvar kan bolag åläggas administrativa sanktioner iform av böter, förverkande eller andra restiktioner restriktioner i bolagets verksamhet.[1218]

21.3 Sammanfattande slutsatser rörande straffansvar för juridiska personer

Det tyngst vägande argumentet för att juridiska personer skall åläggas straffansvar torde vara att det är svårt att anpassa det individuella straffansvaret till brottets betydelse för den juridiska personens verksamhet. Inom ramen för det individuella ansvaret kan omständigheter som är hänförliga till den juridiska personen inte beaktas i tillräcklig utsträckning. Detta anses leda till att det individuella straffansvaret är ett ineffektivt styrmedel då det gäller brottslighet i en juridisk persons verksamhet. Vidare talar allmänpreventiva skäl för att den juridiska personen som sådan skall dömas till straff. Bestraffas en juridisk person för brott görs en klar och tydlig markering att det är frågan om en repressiv sanktion som innefattar klander, samt en tydlig markering av att ansvaret för juridiska personer i princip är att jämställa med ansvaret för fysiska personer.

Den kritik som kan framföras mot bolagets straffansvar är framför allt att straffet för bolag inte drabbar gärningsmannen utan aktieägarna, genom att bolagets tillgångar minskar då kostnaden drabbar bolaget, och det kan därför ifrågasättas om bolagsansvar är rimligt.[1219] I

[1216] Anställda som stjäl från företaget eller minskar bolagets förtjänst genom att maska etc. bedöms inte handla å bolagets vägnar även om detta sker under utförande av arbetsuppgifter, se Standard Oil Co. v United States, 307 F. 2d 120 (5th Cir. Tex. 1962), 1962 U.S. App. LEXIS 4290.

[1217] Del. Code Ann., tit. 8, §§145 a,d (1983).

[1218] Enligt Model Business Corporation Act från 1969 och de federala Sentencing Guidelines från 1991 §8 C1.1. kan domstolen utdöma förverkande av ett bolags samtliga tillgångar.

[1219] Se bl a Schünemann, B, Die Strafbarkeit der Juristischen Personen aus

synnerhet är detta tveksamt då gärningsmän kan åläggas individuellt ansvar vid brott. Å andra sidan kanske traditionella legala kontrollstrategier inte har önskad effekt på industriella verksamheter, utan ett straffansvar för den juridiska personen krävs ur preventivt perspektiv.

Europeische Sicht, conference paper, Madrid 1992, s. 19-40.

AVDELNING F

22 Sammanfattande diskussion och slutsatser

22.1 Gällande rätt

En fungerande värdepappershandel är, som konstaterats inledningsvis, viktig för svenskt näringsliv. För att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden skall upprätthållas krävs att klara ansvarsregler gäller för den information på vilken investerarna har att grunda sina köp- och säljbeslut.

Svensk rätt uppställer som framgått ovan ett skadeståndsrättsligt ansvar till skydd för aktietecknare. Detta är emellertid mest tydligt i det fall ett brott är begånget, såsom svindleri eller otillbörligt kurspåverkan, eftersom skadestånd historiskt i princip endast utdömts vid brott. Ett bolags organledamöter, dvs den verkställande direktören, styrelseledamöterna och revisor kan vidare åläggas ersättningskyldighet gentemot skadelidande aktietecknare vid oaktsam överträdelse av i ABL uppställt regelverk. Även bolagets stiftare omfattas av ABL:s ansvarssystem. Vid överträdelse av annan regel är rättsläget mer osäkert, och olika verktyg och metoder förespråkas härför i doktrinen. Ett kontraktsrättsligt betraktelsesätt leder till att styrelseledamot eller verkställande direktör kan åläggas inomobligatoriskt ansvar gentemot skadelidande aktietecknare. Att utdöma ett skadeståndsansvar med stöd av en analog tillämpning av SkL 2 kap 4 § torde vidare i dag vara mindre kontroversiellt än för endast ett par år sedan.

Personer som på sekundärmarknaden på grund av bristfällig information i prospektet köpt eller sålt aktier skyddas av köplagens regler, och vid erbjudande om köp eller försäljning av block av aktier blir kommissionslagens regler tillämpliga.

En begränsning i den skadelidandes möjlighet att erhålla kompensation för sin förlust är att enligt aktiebolagsrättsliga principer ett bolag ej kan åläggas skyldighet att utbetala skadestånd till sina aktieägare. Någon möjlighet till ogiltigförklaring av aktieteckningen finns efter registreringen inte heller i det svenska rättssystemet. Argumenten är desamma för att upprätthålla dessa bägge förhållanden är hänsynen till bolagets borgenärer. I det fall aktieteckningen, och därmed kapitalhöjningen, kan ogiltigförklaras, eller bolaget kan komma att åläggas skyldighet att utbetala medel till skadelidande

aktieägare, kan bolagets kapital komma att urholkas, varvid borgenärerna kan komma att bli drabbade. I rättspraxis har denna inställning främst slagits fast i rättsfallet NJA 1935 s 270.

Komplexiteten i floran av normer är stor. Regelverket är i det närmaste oöverskådligt och därmed mycket svårhanterligt. Det är dessutom osäkert om ansvaret fungerar i praktiken. Inte minst det faktum att vid skada på marknaden för värdepapper skadorna ofta omfattar stora belopp. Möjligen är denna situation att uppfatta som ganska tillfredsställande. Eventuellt skulle fullföljandet av ett skadeståndsansvar stöta på oöverstigliga praktiska svårigheter. Flera skäl talar dock för en öppen hållning till skadeståndsansvar på aktiemarknaden. Skadeståndet är ett betydelsefullt medel som sanktion vid handlanden i strid mot lagregler och andra normer. Eftersom aktiemarknaden har så stor samhällsekonomisk betydelse bör skadeståndssanktionens preventiva roll i värnandet om marknadens prisbildningsfunktion och integritet betonas. En skadeståndssanktions preventiva verkan medför en bättre efterlevnad av regelverket, vilket ökar placerarnas förtroende för marknaden.

I avhandlingen konstateras att investerarnas skyddsbehov historiskt inte varit lika tillgodosett som skyddet för bolagsborgenärerna. Orsaken till att investerarskyddet försummats kan framför allt förmodas bero på att bolagsrätten av hävd inte låter sig påverkas av marknadskrafterna, utan överlåter hänsyn till marknaden till den mer näringsrättsligt präglade kapitalmarknadsrätten. En traditionellt bolagsrättslig inställning är inte att i första hand göra den rättsliga bedömningen utifrån hänsyn till kapitalmarknadens allokeringsfunktion. Investering i aktier var länge förunnat en relativt begränsad krets, och under denna tid var lagstiftarens inställning påverkad av det tyska synsättet att aktieinvestering är ett risktagande, varför investor själv bör bära risken för eventuell förlust. Det är under inflytande av den anglo-amerikanska rättstraditionen och EG-rätten som skyddet för investerare börjat komma i focus, och därmed insikten att riskkapitalinvesteringar torde vara en nödvändig betingelse för en utveckling av näringslivet.

Vidare konstateras att aktietecknarens situation är svagare än situationen för köpare av aktier på sekundärmarknaden. Avtalsrättsliga sanktioner vid sekundärmarknadstransaktioner regleras i köplagen. Aktietecknarens situation regleras däremot av allmänna obligationsrättsliga principer, vilka begränsas av den aktiebolagsrättsliga normeringen. Dagens rådande värderingar och rättspolitiska synsätt torde vara svår att förena med ståndpunkten att aktieteckning ej skulle kunna betraktas som en rättshandling i vart fall jämställd med en mer utpräglad och typisk inomobligatorisk

rättshandling. Argumenten att alla placeringar är riskfyllda och att emittenten inte har lämnat någon uttrycklig garanti är naturligtvis giltiga som sådana och tagna för sig, men beaktas inte dessa djupare liggande allmänna rättspolitiska intressen kommer aktörernas förtroende för värdepappersmarknaden att äventyras.

Förhållandet mellan placerare och motpart, oavsett vilket ansvarssubjekt som är aktuellt, bör därför prövas efter liknande måttstock som andra avtalsförhållanden där den ena parten intar en överlägsen ställning eller där villkoren är standardiserade.

22.2 Aktiebolagskommitténs förslag

Aktiebolagskommittén har i SOU 1997:22 kommit med ett förslag till klargörande av organledamöternas ansvar för innehållet i prospekt. Förslaget innebär att de materiella prospektreglerna i aktiebolagslagen skall avskaffas, varvid kommittén diskuterar i vilken mån prospektreglerna i LHF kan ersätta prospektreglerna i aktiebolagslagen.[1220] Kommittén påpekar att avgörande för om prospektreglerna i LHF och Finansinspektionens föreskrifter utan ändringar skall kunna ersätta aktiebolagslagens prospektreglering måste vara frågan om reglerna I LHF och LBC bereder tecknare och förvärvare av aktiebolags fondpapper ett tillfredsställande rättsskydd, särskilt i fråga om möjligheterna att göra gällande ansvar för fel eller brist i prospekt. Kommittén menar att man vid denna prövning måste beakta regleringens konstitutionella karaktär och förenlighet med RF. Dessa tveksamheter gör att det framstår som osäkert vilket rättsskydd tecknare eller förvärvare erhåller genom regleringen. Är reglerna av offentligrättslig karaktär, kan överträdelse av dem, till skillnad från vad som gäller enligt aktiebolagslagen, inte grunda skadeståndsskyldighet mellan enskilda. Kommittén kommer till slutsatsen att ett prospektansvar, motsvarande det som följer av aktiebolagslagen, kräver vissa lagfästa skadeståndsregler. Ett avskaffande av aktiebolagslagens prospektregler fordrar därför, enligt kommitténs uppfattning, att prospektreglerna i LHF och LBC skadeståndssanktioneras genom en särskild bestämmelse om styrelsens ansvar för emissionsprospekt. Kommittén framför att det genom en sådan bestämmelse blir möjligt för den som lidit skada på grund av fel eller brist i emissionsprospekt att utkräva skadestånd av styrelsen i de fall där han på grund av aktiebolagsrättsliga regler inte kan rikta sitt skadeståndsanspråk mot bolaget.

Kommittén förslår att lagändring sker genom att aktiebolagslagens regler om emissionsprospekt upphävs, och att

[1220] SOU 1997:22 s 227 ff.

skadeståndsbestämmelsen lagtekniskt placeras i ABL 15 kap på motsvarande sätt som gäller bl a beträffande styrelseledamöters ansvar vid överträdelse av tillämplig lag om årsredovisning. Detta skulle innebära att lokutionen ”denna lag, tillämplig lag om årsredovisning och bolagsordningen” utökas med att omfatta även ”2 kap. 1-3 §§ eller 5-12 §§ lagen 1991:980 om handel med finansiella instrument eller 5 kap. 5c § lagen 1992:543 om börs- och clearingverksamhet.” Kommittén menar att det är tillräckligt med en hänvisning till reglerna i stället för att ta in regler även i LBC respektive LHF. Ändringen skulle innebär att styrelseledamöter i publika bolag även i utomobligatoriska förhållanden blir skyldiga att ersätta ren förmögenhetsskada som de vållar genom att överträda de för publika aktiebolag gällande prospektreglerna i LHF och LBC. På grund av hänvisningen till denna paragraf i 15 kap 2 § ABL kommer skadeståndsansvaret att gälla även för bolagets revisor. Aktiebolagskommittén konstaterar att enligt gällande svensk rätt ett aktiebolag inte ens i inomobligatoriska förhållanden kan åläggas *obegränsad* skadeståndsskyldighet mot aktieägare eller aktietecknare. Kommittén kommer anför dock inte inte några synpunkter på för- respektive nackdelar med detta förhållande, och har heller inte något förslag till förändring av förhållandet. Man konstaterar endast att skadelidande investorer genom den föreslagna lagändringen kan rikta sina anspråk mot styrelsen i de fall aktiebolagsrättsliga regler hindrar att anspråken riktas mot bolaget självt. Inte heller diskuteras eventuella gränser för det kapital som i form av skadestånd kan utbetalas till skadelidande investorer och aktieköpare. Kommitténs avsikt kan vara att vissa gränsvärden skall fastställas genom tillämpning av regelverket i praxis. Å andra sidan finns möjligheten att Kommittén har inställningen att någon gräns ej skall finnas, utan att ansvarssubjektets förmåga att betala ersättning skall vara avgörande för beloppetss storlek. En sådan ordning står emellertid i strid med att förbudet mot att ogiltigförklara avtalet om aktieteckning på grund av att borgenärerna i så fall kan komma att lida skada på grund av att bolagets kapital kan komma att urholkas. Ett generellt klargörande av i vilken mån bolagets kapitalet skall vara oantastligt av hänsyn till bolagets borgenärer krävs sålunda.

22.3 Några ansatser de lege ferenda

22.3.1 Den ersättningsberättigade kretsen

Enligt ABL kan ersättning utgå till aktieägare och annan då bolagsledningen oaktsamt lämnat uppgifter i ett prospekt i strid med ABL:s regelverk. En begränsning avseende personkretsen ges följaktligen inte. Lagstiftaren har således i 15 kap 1 § bestämt den ersättningsberättigade kretsen, och denna kan givetvis inte ändras annat än genom ny lagstiftning.

I fall som inte täcks av ABL:s regler är situationen en annan. Spridningsproblemet är ett av skadeståndsrättens svårbedömda frågeställningar, där stor osäkerhet råder. Rätten till ersättning bör dock inte begränsas endast på den grund att kretsen skadelidande är stor. Vid en bedömning enligt 2 kap 4 § SkL torde culpabedömningen i samband med en tillämpning av normskyddsläran utgöra tillfredsställande medel för bestämning av den ersättningsberättigade kretsen. I förarbetena har anförts att problemet med den potentiellt stora kretsen ersättningsberättigade delvis kan lösas genom tillämpning av jämkningsreglerna. En jämkning av ansvaret bör emellertid endast kunna ske efter en bedömning av skuldgraden. I samband därmed bör även hänsyn kunna tas till ansvarssubjektets försäkringssituation.

I doktrinen har framförts en rad teorier för begränsning av det ansvar som annars befaras kan åläggas ansvarssubjekt ”to the world at large”. Ansvaret gentemot aktietecknare kan aldrig bli obegränsat, vare sig i tiden, till belopp eller till antal personer. Kretsen av aktietecknare är en avgränsad krets, och så länge rättsordningen inte stipulerar någon motsvarighet till vad som i anglo-amerikansk rätt kallas *punitive damages*, dvs skadestånd med bestraffande syfte, kan heller inte skadeståndet komma att överstiga emissionsbeloppet.

En avgränsning av kretsen av ersättningsberättigade aktieköpare på sekundärmarknaden kan på ett naturligt sätt ske genom en tidsbegränsning av skadelidande aktieägares rätt att framtälla ersättningsanspråk. En snäv preskriptionsregel bidrar till att minska osäkerheten för såväl organföreträdare som borgenärer. Genom införandet av en väl avvägd preskriptionsregel kan även kretsen skadelidande investorer vilka förvärvat aktier på sekundärmarknaden begränsas. Preskriptionstiden för anspråk anges i tysk rätt i 47 § BörsG till sex månader från den tidpunkt förvärvaren fick kännedom

om den vilseledande uppgiften, dock senast tre år efter offentliggörandet av uppgiften. Vid införandet av en motsvarande regel i svensk rätt skulle preskriptionsfristen aldrig komma att överstiga tre år, vilket torde vara en rimlig tidsutdräkt för framställande av anspråk.

22.3.2 Rekvisit för ersättning

För att ersättning skall tillerkännas den skadelidande skall utöver skada visas att rekvisiten culpa och adekvat kausalitet är uppfyllda. Bevisbördan för att orsakssamband föreligger åläggs i Sverige enligt huvudregeln den skadelidande, dvs det är den skadelidande investorn som har att visa att en bristfällig uppgift påverkat kursen på ett sätt som tillfogat honom en förlust. I undersökta utomnordiska länder är förhållandet det motsatta. Den skadelidande har enligt dessa länders rättssystem endast att visa att en bristfällig uppgift offentliggjorts av bolagets företrädare samt att han själv drabbats av en förlust i anledning av sitt aktieinnehav. Därefter är det svarandeparten som har att komma med eventuell motbevisning för att undgå ansvar. Förlusten skall vidare vara av icke oväsentlig storlek.

Har väl förekomsten av en bristfällig uppgift konstaterats, torde vid culpa ett s k presumtionsansvar kunna åläggas den skadevållande parten på samma sätt som i flera av vårt rättssystem närliggande länder. Bevisbördan för att culpa ej föreligger torde härmed följaktligen åläggas ansvarssubjektet, som har möjlighet att exculpera sig på olika sätt. Har en arbetsordning inte upprättats, och det uppstår en tvist rörande huruvida det har fattats beslut om arbetsfördelning torde beviskravet vara ganska högt för ett påstående om arbetsfördelning som inte dokumenterats. Ändamålet med prospektet är att tillvarata investorers behov av saklig information om bolaget och dess verksamhet. Detta gäller i synnerhet aktietecknare som varken har speciella förkunskaper om bolaget eller bolagets planer för användningen av influten likvid. Det är enklare att ålägga uppgiftslämnare ansvar för sakfel och konkret formulerade uppgifter än i det fall uppgifterna har en svävande eller ”luddig” formulering. Mot bakgrund av i avhandlingen förd diskussion rörande vilseledande information är det å andra sidan viktigt att kunna ålägga uppgiftslämnare ansvar även i de fall uppgifterna varit vagt formulerade och därför kunnat tolkas felaktigt. I annat fall kan konsekvensen bli överdrivet optimistiska och dåligt underbyggda framställningar i prospektet.

Ett ansvar för en organledamot kan inte bli generellt, utan endast ett ersättningsansvar grundat på en culpabedömning. Gränsen för oaktsamhet torde dock ifråga om positiva uppgifter, såsom uppgifter

rörande bolagets finansiella ställning, dras relativt snävt. Vid avgörande av var gränsen skall gå för huruvida en uppgift är ansvarsframkallande eller ej kan allmänna avtalsrättsliga tolkningsprinciper utnyttjas, varvid oklarheter bör tolkas till skadelidandes favör.

Att ställa krav på att den skadelidande hyst tillit till den vilseledande uppgiften för att ersättning skall utgå är synnerligen olämpligt vid skador på värdepappersmarknaden, beroende på flera faktorer. Bl a förlitar sig sällan enskild investor på informationen i prospektet, utan främst på den tolkning analytiker och professionella investerare gör. Krav på tillit skulle innebära att endast de professionella investerarna som haft kunskap att tillgodogöra sig informationen i prospektet skulle bli tillerkända ersättning, medan de personer som endast förlitat sig på informationskällor vari den bristfälliga uppgiften inte specificerats, såsom information som publicerats av massmedia eller det marknadsföringsmaterial bolaget offentliggjort i samband med försäljningen av bolagets aktier, ej skulle komma att bli ersättningsberättigade. Den ersättningsberättigade kretsen borde heller inte vara beroende av teorin om marknadsbedrägeri, eftersom det som borde vara avgörande är huruvida den bristfälliga uppgiften faktiskt påverkat kursen på bolagets aktier, även vid initital prissättning, och därmed oavsett hur effektiv ifrågavarande marknad är. Konstateras kan att en investor som inte varit medveten om att viss uppgift varit offentliggjord lider samma skada som den investor som förlitat sig på uppgiften ifråga vid sitt beslut om investering i aktien. Kausalitet föreligger sålunda så snart orsakssamband mellan den vilseledande uppgiften och skadan kan konstateras. Eftersom krav på orsakssamband mellan den bristfälliga uppgiften och investors handlande dels skulle medföra att ”mindre sofistikerade” investorer inte skyddas på samma sätt som professionella investorer, och dessutom innebära stora processtekniska problem, torde krav på tillit vid skador på värdepappersmarknaden inte vara att förorda.

22.3.3 Bolagets ansvar

En för avhandlingen central fråga är frågan om bolagets ansvar för ledningens misstag. Skall den som föranletts teckna aktier i ett bolag genom svikliga uppgifter av styrelsen, stiftarna, eller annat bolagsorgan kunna kräva skadestånd av bolaget för genom teckningen åsamkad förlust, eller göra gällande att hans teckning saknar giltighet? Och skall det göra någon skillnad om aktieköparen föranletts köpa aktier från tidigare aktieägare i stället för att teckna nyemitterade aktier? De lege lata besvaras i Sverige dessa frågor nekande med stöd av argumentet hänsynen till skyddet av bolagets kapital. Viljefel anses

inte kunna användas som ogiltighetsgrund vid aktieteckning, och möjligen är det även så att inte ens starka ogiltighetsgrunder skulle vara grund nog för ogiltigförklaring. Motivet för denna inställning är ett rättspolitiskt ställningstagande i en intressekonflikt mellan bolagsborgenärer och aktietecknare. Ett ansvar för bolaget skulle kunna leda till att bolagets bundna kapital urholkas, och i värsta fall, vid ogiltigförklaring av aktieteckning, att alla tecknare av aktier blir obundna av sin aktieteckning, och därmed skulle komma ha rätt att återfå erlagd teckningslikvid.

Man kan dock ifrågasätta om det är rimligt att ohederliga transaktioner får avsedd effekt och får äga giltighet. Investerares behov av skydd mot att bli lurade i samband med aktieteckning utgör då ett argument för att införa möjligheten att ålägga emittentbolaget ersättningsskyldighet. Konsekvens i det rättsliga systemet utgör ett annat argument för att införa ett ansvar för bolaget. Bolag åläggs ju organansvar vid alla andra typer av regelöverträdelser och misstag från organföreträdares sida. Detsamma bör vara fallet då konstaterat ansvarssubjekt ej är betalningsduglig för det honom sålunda ålagda ersättningsbeloppet. I sammanhanget skall nämnas att hänsyn även borde tas till aktieägarnas fordringsägare – förvärvet finansieras ju ofta genom att förvärvaren upptar ett lån.

Vid bedömning av hur ansvaret skall fördelas kan även tillämpas almänna ekonomiska överväganden. Här kan exemplifieras med ett hypotetiskt fall:

Vid börsintroduktionen av Telia köpte 940.000 privatpersoner aktier. I prospektet skulle exempelvis kunna ha uppgivits att ett samgående med Telenor var nära förestående. Då detta samgående ej förverkligas skulle kursen kunna komma att sjunka med 30 kronor per aktie.

De flesta privata investorer tilldelades 200 aktier vardera, varvid den individuella förlusten skulle komma att bli 6000 kronor. Förlusten för institutionella placerare vilka tilldelats ett högre antal aktie är naturligtvis individuellt större.

Vid Telia-introduktionen såldes ca 900 miljoner aktier, varav 150 miljoner aktier nyemitterades. Teckningspris var 85 kronor, varigenom staten tillfördes 64 miljarder kronor, och bolaget tillfördes ca 12,7 miljarder kronor. En kursnedgång med 30 kronor per aktie blir ett kumulerat skadebelopp om ca 27 miljarder kronor. Vid skador på värdepappersmarknaden aktualiseras sålunda mycket stora belopp, vilket medför att organledamöternas möjlighet att ersätta skadelidande aktieägare är en schimär. Sålunda krävs att en ansvarsförsäkring träder in för att ersättning skall kunna utgå. Ansvarsförsäkringar täcker emellertid inte skada som uppstått på grund av uppsåt eller brott, och

inte heller vid överträdelse av redovisningsreglerna. Att därvid ur bolagets samt, vid utförsäljning, ur den forne ägarens kassa betala tillbaka de ca 30 procent av den likvid aktietecknare erlagt ter sig inte helt orimligt. Möjligheten finns ju alltid att göra ett nytt erbjudande i det fall behovet av ytterligare kapital kvarstår.

Samma räkneövning kan göras med ett genomsnittligt emissionsbelopp som bas:

- teckning av 2.000.000 aktier á 100 kronor
- kursen sjunker med 30 procent
- likvid för aktierna 200 miljoner kronor
- belopp att ersätta skadelidande förvärvare av aktier ca 65 miljoner
- bolagt har tillförts 135 miljoner kronor

Torde inte den mest naturliga lösningen vid normal culpa vara att den som uppburit återbetalar beloppet till den del tecknare eller förvärvare av aktier lidit skada? Har aktierna emitterats skall således bolaget återbetala belopp motsvarande skadan, är det gamla aktier som sålts ut skall tidigare aktieägare återbetala skadebeloppet.

Syftet med dessa allmänna ekonomiska överväganden är att lägga ansvaret på den part som ekonomiskt sett är närmast att bära det, dvs en rimlig riskfördelning. Med rättsekonomiska termer skall man välja den samhällsekonomiskt billigaste lösningen.

22.3.3.1 Ogiltigförklaring av förvärvet vid bolagsbildning

Möjlighet till ogiltighet vid bolagsbildning kan få till följd att bolaget inte kan registreras. Frågan är om det är rättspolitiskt motiverat att bolagsorganen skall fortsätta bedriva verksamhet i bolaget i det fall aktieteckningen skett trots att exempelvis en stark ogiltighetsgrund varit för handen. Skall i dessa fall inte helt enkelt bolagsbildningen falla? Vem är i detta fall mest skyddsvärd, bolagets borgenärer eller de personer som genom tvång eller svindleri tillskjutit kapital? Och varför skall det faktum att en svag ogiltighetsgrund varit för handen i stället för en stark påverka bedömningen? Ur perspektivet skyddet för borgenärerna utgör grunden för ogiltigheten inte någon skillnad.

22.3.3.2 Ogiltigförklaring av köpet vid nyemission

Situationen är annorlunda i nyemissionsfallet, där ett företrädare för ett verksamt bolag på felaktiga grunder ”lurat” aktietecknare att tillskjuta ytterligare kapital till bolaget. En ogiltigförklaring av aktieteckningen, även om detta skulle komma att innebära att hela emissionsbeloppet återbetalas och emissionen faller, påverkar inte bolagets existens på samma sätt som vid bolagsbildning.

Ogiltigförklaring torde härvid vara möjlig oavsett grund för ogiltigheten. Bolaget har alltid möjlighet att förnya sitt erbjudande om teckning av nyemitterade aktier, och denna gång på riktig grund.

22.3.3.3 Skadestånd ur bolagets medel till aktietecknare

Vid ogiltigförklaring berörs aktiekapitalet, vilket inte nödvändigtvis är situationen vid skadestånd. Borgenärernas skydd tillgodoses genom aktiekapitalet, och så länge detta är intakt kan inte borgenärsskyddet anföras som argument mot att bolaget blir skadeståndsskyldigt. En lösning är således att tillåta ersättning ur bolagsförmögenheten såvida aktiekapitalet inte minskas. Utbetalning skulle då kunna ske kan ske så länge inte de mot aktiekapitalet motsvarande tillgångarna undergrävs. Såväl bolagets fria som bundna reserver borde sålunda kunna stå till förfogande för utbetalning till skadelidande aktieägare.

22.3.3.4 Skadestånd ur bolagets medel vid skada på sekundärmarknaden.

Utgör då det faktum att aktieförvärvet skett av annan än bolaget något skillnad från kapitalskyddssynpunkt? Från kapitalskyddssynpunkt föreligger inte någon skillnad. Samma argument rörande möjligheten till ersättning till skadelidande aktieförvärvare på sekundärmarknaden torde göra sig gällande som rörande aktieteckning. Bolaget torde sålunda kunna åläggas skadeståndsskyldighet gentemot aktieförvärvare på sekundärmarknaden med belopp överskjutande bolagets aktiekapital.

Eftersom aktieägare som nyligen förvärvat aktier kan anses utgöra en särskild grupp fordringsägare vid ett bolags likvidation eller konkurs, skulle denna grupp kunna vara efterställd övriga borgenärers fordringar, men ges företräde framför övriga aktieägare.

22.3.3.5 Skyldighet för bolaget att återköpa aktierna till förvärvspris

Ett alternativ är att ålägga bolaget skyldighet att återköpa aktierna från skadelidande investorer. Så länge transaktionen håller sig inom ramen för aktiekapitalet kan det inte göra någon skillnad för principen om kapitalskyddet om förvärvspriset betalas tillbaka mot att aktierna återlämnas, eller om det genom skadestånd bara delvis återbetalas och aktierna stannar hos förvärvaren.

Bolaget har sålunda möjlighet att inom viss tid åter bjuda ut aktierna till försäljning, till ett pris som anpassats till vad marknaden är beredd att betala. Bolaget skulle härvid komma att få bära en eventuell förlust i form av skillnaden mellan det pris den skadelidande aktieförvärvaren erlagt för aktien och vid senare försäljnng influten likvid. Är det inte

möjligt att åter försälja aktien krävs att aktierna ogiltigförklaras, och att bolaget sätter ned aktiekapitalet med motsvarande belopp.

22.3.4 Organledamöternas ansvar

Vid bedömning av huruvida bolaget skall kunna åläggas ansvar måste möjligheten att ålägga organledamot ansvar tas i beaktande. Även vid fråga om organledamöters ansvar aktualiseras möjligheten att ålägga organledamot skyldighet att återköpa aktierna från den vilseledde investorn, om än i mer begränsad utsträckning. Ansvarsreglerna för organledamot är avsedda att täcka aktietecknares eventuella behov av skydd, samtidigt som de skyddar bolaget. Därmed blir organledamots ansvar ett argument mot att överhuvud taget ersätta aktietecknare ur bolagets medel. Å andra sidan har bolaget regressrätt i det fall bolaget tvingas betala ersättning för skada person i organställning orsakat bolaget.

Skall skadeståndsansvaret förväntas ha en preventiv funktion kan det vara så att ett slutligt ansvar för organledamöterna är mer effektivt än om det är bolaget som hålls ansvarigt. Hotet att personligen hållas ansvarig kan eventuellt bidra till att öka aktsamheten vid uppgiftslämnande. Möjligheten till återbetalning är även beroende av ansvarssubjektets betalningsförmåga, vilket utgör det viktigaste argumentet för att införa regler rörande obligatorisk ansvarsförsäkring för organledamöter i börsbolag. Härvid bör emellertid beaktas att ansvarsförsäkring ej kan tas i anspråk om den skadevållande handlingen utförts med uppsåt, i ssamband med brott eller genom överträdelse av redovisningsreglerna.

22.3.5 Emissionsinstitutets ansvar

Emissionsinstitutet bär normalt det huvudsakliga ansvaret för såväl en introduktion av ett bolags aktier som en senare nyemission. Emissionsinstitutets ansvar är inte lagreglerat. Relationen mellan emissionsinstitut och emittentbolag är inomobligatoriskt, men osäkerhet råder om hur domstolen skulle komma att bedöma ansvaret för ett emissionsinstitut som förfarit oaktsamt vid sitt sammanställande av uppgifterna i ett prospekt. Att emissionsinstitutet i praktiken inte har något ansvar för prospektet kan leda till att emissioner marknadsförs på så sätt att investorer tar en större risk än de egentligen varit beredda på. Genom normgivning bör därför klargöras att ett emissionsinstitut som vid sitt agerande i samband med handel i ett bolags aktier förfarit oaktsamt kan komma att åläggas ansvar gentemot skadelidande aktietecknare. Inte minst ifråga om emissionsinstitutets ersättningsansvar aktualiseras möjligheten att ålägga emissionsinstitutet att återköpa aktierna till förvärvspris.

22.3.6 Revisors och övriga konsulters ansvar

Revisorns ansvar mot vilseledd investor ligger utanför ramen för ABL, utom i de fall han lämnat felaktiga uppgifter i samband med revision av det bokslut som offentliggörs i prospektet. Revisor eller konsult som av uppsåt eller oaktsamhet vilselett investorer genom att lämna oriktiga uppgifter vilka medtagits i prospektet torde även med stöd av i praxis utvidgat ansvar för rådgivare gentemot tredje man. Behov finns dock av ett klarläggande i frågan.

22.3.7 Grupptalan

Som framgått är investors kapitalinsats ofta jämförelsevis liten, vilket leder till att han inte vill ta på sig den stora tidsåtgången och kostnaden som en tvist skulle komma att medföra. Att öppna möjlighet till grupptalan i de fall där processförutsättningarna är likartade skulle förändra möjligheten till krav på ersättning vid skador på värdepappersmarknaden.

22.3.8 Det personliga straffansvaret

Allt fler människor placerar sina besparingar i aktier. Detta förhållande aktualiserar frågan om skarpa gränser för ansvar, och det finns därför anledning att undersöka behovet av utökade möjligheter till straff. Den givna regeln vid brott begånget på värdepappersmarknaden är svindleriregeln i 9 kap 9 § BrB. Kretsen av ersättningsberättigade är här ej begränsad, utan omfattar alla som blivit vilseledda och lidit skada därav. Vidare torde intygande av styrelse respektive revisor i enlighet med FFFS 1995:21 3 kap 6 och 7 §§ omfattas av BrB 15 kap 10-14 §§, osant intygande och osann försäkran. Även reglerna rörande otillbörlig kurspåverkan i 7 kap 1 § LHF är tillämpliga vid bristfälliga prospektuppgifter. Men endast i ett fåtal flagranta fall av överträdelse har åtalsanmälan gjorts i börssammanhang. Det straffrättsliga ansvarssystemet är således inte någon realitet inom börsvärlden. Eftersom småsparare knappast kan förväntas besitta de ekonomiska resurser som krävs för en civilrättslig process, är kanske helt enkelt efterlevnaden av regelverket beroende av en straffsanktionering. Normer som bedöms vara mycket viktiga för allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden, och som kan antas i realiteten inte kommer att upprätthållas på annat sätt, borde kanske finnas i strafflagstiftning eller vara underkastade Finansinspektionens kontroll.

Straffsanktionering bör dock endast användas för att uppnå sådana effekter som inte effektivt kan uppnås på annat sätt. En möjlighet är i och för sig att straffsanktionera prospektreglerna i LHF och LBC på samma sätt som vid överträdelse av förbud mot insiderhandel.

Emellertid torde endast skydd mot grovt uppsåtliga brott, såsom svindleri eller bedrägeri, kräva en regel som är sanktionerad med fängelsestraff. För övriga fall av överträdelse torde en skadeståndssanktion vara att föredra framför möjligheten att ålägga ansvarssubjekt bötesstraff.

22.3.9 Straffansvar för den juridiska personen

I samband med frågan om skadeståndsansvar för bolaget aktualiseras frågan om bolagets eventuella straffansvar. Ett av argumenten för att juridiska personer skall åläggas straffansvar är att det är svårt att anpassa det individuella straffansvaret till brottets betydelse för den juridiska personens verksamhet. Inom ramen för det individuella ansvaret kan omständigheter som är hänförliga till den juridiska personen inte beaktas i tillräcklig utsträckning. Detta anses leda till att det individuella straffansvaret är ett ineffektivt styrmedel då det gäller brottslighet i en juridisk persons verksamhet. Vidare framförs att allmänpreventiva skäl talar för att den juridiska personen som sådan skall dömas till straff. Bestraffas en juridisk person för brott görs en klar och tydlig markering att det är frågan om en repressiv sanktion som innefattar klander, samt en tydlig markering av att ansvaret för juridiska personer i princip är att jämställa med ansvaret för fysiska personer. Ett införande av möjligheten att ålägga bolaget företagsbot eller företagsböter vid överträdelse av prospektreglerna skulle troligtvis ha en avsevärd preventiv effekt, och eventuellt utgöra den enda möjligheten att åstadkomma ett skydd mot överträdelse av regelverket. Sanktionen skulle ytterligare kunna motiveras i det fall man dessutom kan ge sanktionsformen företagsbot en ny karaktär på så vis att beloppet går till drabbade, dvs fördelas mellan de skadelidande investorerna. Detta skulle även medföra att tvisten kan lösas utan att parterna behöva avsätta tid och ekonomiska resurser.

22.3.10 Slutsatser

Ovan har konstaterats att värdepappersmarknaden har till funktion att omfördela sparande och risk. Denna omfördelning till för samhällsekonomin mest gynnsamma investeringar avgörs ytterst av förväntad avkastning. Ju större risk investeringen innebär, desto högre avkastning kräver investeraren. Eftersom investerare är beredda att ta på sig olika stora risker, har varje investering ett pris. Det finns ingen reglering som kan ersätta eller styra denna marknadsfunktion. En reglering bör i stället präglas av att säkerställa möjligheten att bedöma risken med varje investering.

Det torde vara önskvärt att i ett lagverk sammanföra spridda bestämmelser som avser närliggande områden, och som tillkommit

vid olika tider, för att därigenom erhålla en mer överskådlig och mindre motsägelsefull reglering. En helhetslösning av prospektansvaret genom en reformerad lagstiftning på området är att föredra framför en utveckling i praxis, inte minst beroende på behovet av förutsebarhet. Vidare ökar den preventiva funktionen av lagstadgat ansvar allmänhetens förtroende för marknaden. Möjligen skulle en tillämpning av normsystemet kunna underlättas genom att regler rörande inregistrering respektive notering ges i en och samma lag, samt att däri även intas ett klargörande i sanktionsfrågan.

Den uppdelning av granskningsplikten i börsprospekt och emissionsprospekt som till följd av regleringen i EG:s direktiv gjorts i LHF och LBC kan ifrågasättas. Att börsen granskar de prospekt som är hänförliga till värdepapper som skall noteras vid börsen, oaktat vilken lista som därvid aktualiseras, torde falla sig ganska naturligt. I EG:s regelverk finns inte något hinder mot att en uppdelning i stället görs utifrån huruvida aktierna skall säljas över börs eller auktoriserad marknadsplats eller ej. Därvid skulle en mindre krävande kontroll av att innehållet i övriga prospekt endast överensstämmer med kraven på innehåll kunna utföras av Finansinspektionen eller annan berörd myndighet.

En alternativ möjlighet är att även aktier noterade på O-listan skall uppfylla villkoren i EG:s börsdirektiv. Kraven på prospektinnehåll skiljer sig inte åt på ett sätt som omöjliggör en sammanställning av ett börsprospekt i stället för ett noteringsprospekt för mindre bolag.

Diskrepansen mellan lagstiftarens ambitioner och lagens tillämpning när det gäller ansvar för uppgifter i prospekt är olycklig. En fungerande värdepappershandel är, som konstaterats inledningsvis, viktig för svenskt näringsliv. Regelverket måste anpassas till itnernationella förhållanden för att den svenska marknaden skall vara konkurrenskraftig. För att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden skall upprätthållas krävs att klara ansvarsregler gäller för den information på vilken investerarna har att grunda sina köp- och säljbeslut. Det är viktigt att vi bryter den överseende attityd mot oegentligheter som hittills varit allmän på värdepappersmarknaden, under en tid då börsens affärer var en angelägenhet bara för en trång krets av kapitalägare.

Det kan inte vara rimligt att en plikt enligt caveat emptor åligger investor, på så vis att denne i princip blir tvungen att engagera experthjälp för att värdera om upplysningarna i prospektet är korrekta. Å andra sidan kan inte de för prospektet ansvariga åläggas ett strikt ansvar för samtliga i prospektet intagna uppgifter. Den bästa lösningen torde sålunda vara caveat emptor *och* caveat veditor.

23 Summary in English

23.1 Introduction

23.1.1 Analytical objective and disposition of the dissertation

This dissertation concerns liability for the contents of a prospectus published in connection with the sale of securities in a company listed at a stock exchange. The thesis seeks to analyse legal problems connected with false or misleading information in a prospectus.

Under Swedish law, liability can be imposed on a number of grounds:

- liability under company law
- tort liability
- penal liability
- liability under stock exchange rules and regulations

Liability for transactions on the secondary market are covered by the Sales of Goods Act. Also applicable is the Mercantile Agents Act with regard to the relation between a shareholder who makes an offer of acquering securities and the investment bank. Trade on the primary market must however be assessed under the general law of tort.

Part A of the dissertation describes the material rules governing prospectuses and prospectus liability under Swedish law. In Part B, I describe the system of civil sanctions covered by the Companies Act (ABL) and the Tort Liability Act. Part C covers the system of sanctions regarding prospectus liability in Denmark, Norway, Great Britain, Germany and the U.S. The choice of Denmark, Norway and Germany is due to their close relation to the Swedish legal system; the Anglo-American systems, due to their divergence. The comparison seeks to investigate how the legal/technical problems connected with the type of damage in question are solved in other legal systems. In Part D, I investigate civil liability and, where appropriate, administrative sanctions applicable to the following persons and entities: the company/ issuer, the board members and employees of the company, the investment bank and the accountant. This part also contains a more superficial discussion regarding the responsibility of independent consultants that have participated in the process, such as

lawyers or technical consultants.

In Part E, I present the applicable penal remedies, and in Part F, finally, conclusions and suggestions for legislative reforms, which could perhaps bring greater clarity to questions of liability.

The sanction of compensation for damage is an important part of the sanction system. There are however widely differing views as to how to apply the sanction of compensation and as to the need to limit liability. The legal sanctions of the stock exchange are very important since the stock exchange can act quickly and it has a close relation to companies and their representatives.

The existing penal remedies might certainly suffice when applied properly. In practise, however, only the most exceptional cases have been tried, which is partly due to the great demand these cases place on public resources.

Swedish rules governing the publishing of a prospectus originate from six different sources:

- EC directives
- The Companies Act (ABL)
- The Stock Exchange and Clearing Act (LBC)
- The Financial Instruments Trade Act (LHF)
- The regulations of the Swedish Financial Supervisory Authority
- The recommendations of the Swedish Industry and Commerce Stock Exchange Committee (NBK)

Which law applies in a given situation depends upon whether the company is going to be listed, in accordance with EC Directive 80/390/EEG, on the A-list of the stock exchange, or listed according to EC Directive 89/298/EEG, on the O-list. Another important factor is whether the company is already listed, and thus a new issue is at hand.

23.2 The legal ground

23.2.1 The Companies Act (ABL)

The Companies Act, Ch. 15 imposes liability on the persons exercising corporate functions, i.e., the founder, members of the board, the managing director and the accountant vis-à-vis company, shareholders, creditors and third parties. The Act places responsibility for issuing a prospectus on the board of directors, and also covers the case of negligence in connection with erroneous information in prospectuses. There is no limitation as to the scope of persons.

The assessment of responsibility is made under the principle of culpability, whereas liability presupposes negligence. Liability is however, under Ch. 15, restricted to violation of "this act, the Annual Reports Act or the articles of association". Neither the Stock Exchange Act nor the Securities Trade Act contains any sanction, civil or penal, regarding prospectus regulation. One of the central problems discussed in the dissertation is whether a violation of these or other rules which are not covered by the Companies Act can lead to civil liability, i.e., whether the Companies Act can be extended to violations of rules regarding information in prospectuses covered by other legal sources, or to what extent the general law of tort can supplement the Companies Act, Ch. 15.

23.2.2 The Tort Liability Act (SkL)

Swedish law only permits liability for pure economic loss in connection with criminal acts. The Tort Liability Act, Ch. 2, sec. 4 allows a claim for damages if the act causing the damage was criminal. When, however, there is no criminal offence involved, the situation is less certain. The rule has for many years been considered to be a general barrier rule against liability when crime is not at hand. In later years, however, the Supreme Court has imposed liability in several cases where no criminal offence has been involved. One way of imposing liability is to apply the doctrine of norm protection. This doctrine entails that if a particular interest - which a rule of conduct is meant to protect - has been violated, an offence has been committed.

To permit compensation for damages, several fundamental conditions must be fulfilled. Initially the claimant has to show that he has suffered a loss. Then negligence on behalf of the damage-causing subject must be shown. Culpability can however be objectified, thus culpability is shown if the liable party has undertaken or neglected a certain action and has, by this conduct, violated or disregarded a norm of conduct upheld by the rule of law. In the case of prospectus liability, the claimant has to show transactional causation, which means that the prospectus contained erroneous information, and that the liable party thereby violated the regulations. A controversial question is to what extent there also must exist proximate cause between the blameworthy conduct and the incurred damage. When correction of an erroneous piece of information in a prospectus is published and a change of the quotation is stated, it is probably not so controversial to attribute the change of the quotation to the piece of information. But the loss causation is somewhat complicated in the context of a market. The claimant has to prove that the loss was

caused by the erroneous information. At the same time, the variation in quotation may be due to circumstances other than the alleged defectiveness. Various methods, such as event studies or tools from financial theory, are regularly applied to establish the extent of the damage caused by the erroneous piece of information. The controversial question is however that of reliance, i.e., whether the claimant also must show that he relied on the particular piece of erroneous information when he made his decision to purchase or sell securities.

Neither the Companies Act nor any other regulation prescribes liability for the company itself or responsibility for the investment bank regarding the introduction, whereas liability does follow from the general rules of the Tort Liability Act. Under Swedish law, the company is regularly responsible for the acts of its executives. Case law and the legal literature have however stated the possibility of a shareholder being entitled to damages from the company itself, the argument being consideration of the creditors. The question has not been tried since 1935.

23.2.3 Penal Sanctions

Penal Code Ch. 9, sec. 9 applies specifically to the spread of misleading information among the public - in prospectuses, economic reporting or other situations. Penal Code Ch. 15, secs. 10 and 11 also prohibit untrue affirmation [*osann försäkran*] and false certification [*osant intygande*]. If the erroneous piece of information forms part of the economic reporting in the prospectus, the sanction against false accounting in Penal Code Ch. 11, sec. 5 applies. The regulation in the Securities Trade Act Ch. 7, which makes stock price manipulation [*otillbörlig kurspåverkan*] a criminal offence, might also apply to erroneous information in prospectuses.

As stated above, the company is regularly liable for offences committed by its representatives. Traditionally, however, such liability has only applied to damages, whereas subjecting companies to penal sanctions has only been introduced in recent years. Penal sanctions for legal persons are now applied in the legal systems of e.g.,[Great Britain United Kingdom?], France and the Netherlands. In Germany, a similar system has been introduced. The question of penal liability for legal persons has been analysed by the Swedish Parliament. In 1986, a system of company fines *(företagsbot*) was inaugurated, however not in connection with offences on the securities market. The rules are rarely applied.

23.2.4 Liability under stock exchange rules and regulations

As stated above, the legal sanctions of the stock exchange are a very important means of preventing misconduct by the listed companies. This is because the stock exchange can act as soon as an improper action is identified. The stock exchange also has a close relation to the companies and their representatives. The stock exchange sanctions are based on cautioning, warning, fine and cancellation on a rising scale. When listed, the company signs an agreement which, apart from the listing rules, contains the recommendations published by NBK. The agreement is a civil agreement subject to the rules of contract law. Damages towards investors can however not be ruled on a basis of violence of stock exchange rules or the NBK rules. A violation of these rules can however be significant when assessing culpability.

23.3 Summary of the dissertation's conclusions

A well-functioning market for financial instruments is essential for trade and industry. To sustain public confidence in the market, it is crucial that there exist clear rules of responsibility and liability for the information on which investors must rely before making investment decisions. The Companies Act imposes a certain responsibility to protect the investor, but this protection is inadequate. Imposing damages by analogous application of SkL Ch. 2, sec. 4 is however less controversial today than was the case just a couple of years ago. The liability of the

In the dissertation, I establish that by viewing the investor-liable party relationship as a contractual relationship, civil liability can be imposed on a board member and a managing director. I also conclude that investors who have invested in a security on the secondary market are protected by the Sales of Goods Act. With regard to the relation between a shareholder who makes an offer of acquering securities and the investment bank the Mercantile Agents Act apply.

A central question concerns the company itself. Shall the investor, who has been enticed to subscribe for shares in a company through misleading statements provided by the board members, by another representative of the company or by the investment bank, be able to claim damages from the company or to claim invalidity? A related question is whether the fact that the transaction took place on the primary or the secondary market should lead to a differentiated treatment of this problem. Under the present state of Swedish law, the answer would be no in both situations. Not even fraud has thus been deemed to constitute a basis of invalidating a share subscription, perhaps not even strong bases of invalidity, such as the share subscription having been made under duress or that the subscriber was

under age. That view is based on a particular policy consideration with regard to the conflict of interest between company creditors and share subscribers: liability for the company could lead to a situation where all investors would rescind, and the company would lose all the capital invested.

The diversity of the regulation makes the question of prospectus liability very complex. It is also uncertain whether the liability is applied in practice. This is not least due to the fact that damage occurring in the area of securities may involve huge sums, which can be impossible for a single individual, such as a board member, to compensate.

There are however many reasons why compensation should be allowed to actors who incur damage on the financial instruments market. Compensation of damage is an important sanction for preventing violations of stock market rules. Since the securities market is of such great importance to trade and industry, the preventive role of the tort sanction should be stressed.

The dissertation states that historically, investors' need for protection has not been provided for to the same extent as the protection of creditors. That investor protection has been neglected is most likely due to the fact that company law has withstood the influence of market forces; instead, considerations of the market have been left to the trade law oriented branch of capital market law which has emerged in recent years. A traditional company law view is not designed to make a legal assessment based on the allocation function of the capital market. Securities investment was for a long time reserved for a select few; during that time the approach of the Parliament was influenced by the German attitude, stating that investment in the securities market is a risk-taking action, and that the investor himself shall bear the risk of a possible loss. Under the influence of the Anglo-American legal tradition and EC law, the protection of investors has been stressed, thus reflecting an awareness of risk-capital investments as an indispensable condition for the development of industry and society.

The investor's position on the primary market is weaker than it is on the secondary market. Contractual sanctions are, regarding trade in securities on the secondary market, governed by the Sales of Goods Act. The sanctions applicable to trade on the primary market are however governed by general contract law, which is in turn limited by the rules and principles of company law. It should therefore be possible to view subscription for securities as a contractual act. The relation between the investor and the other party should be assessed in

the same way as other contracts where one of the parties is superior or where the conditions are standardised.

23.3.1 The circle entitled to compensation

The legal literature contains several theories to limit the liability which is otherwise feared to be imposed upon responsible parties vis-à-vis ”the world at large”. But the liability can never be unlimited - neither in time, amount nor regarding the scope of persons. The circle of share subscribers is a limited circle of persons and, as long as we do not allow punitive damages, the damages amount can never exceed the issue amount. If a well-balanced statute of limitations is introduced, the circle of investors on the secondary market can also be limited.

Under the Companies Act, compensation can be paid to a shareholder and others in cases where the board members have negligently published erroneous information in a prospectus in violation of the rules of company law, and there is no limitation on the scope of persons that shall be entitled to compensation. Thus in Ch. 15, sec. 1, Parliament has decided who should be entitled to compensation and, in my view, this can only be changed by a change in the law. In cases not covered by the Companies Act, the situation is different. Applying the Tort Liability Act Ch. 2, sec. 4 to an assessment of culpability in connection with an application of the norm protection doctrine would probably be applicable tools to limit the circle of parties entitled to compensation.

23.3.2 Conditions for compensation

The assessment of compensation is also dependent on the conditions of culpability and causation. General principles place the burden of proof with regard to causation on the claimant, i.e., it is the claimant-investor who has to show that an erroneous piece of information has affected the quotation in such a way that it has caused him a loss. The loss shall also be material. In cases where objectively erroneous information is established, culpability might be presumed. The burden of proof that no negligence exists will then be placed on the defendant, who can invoke various evidence in rebuttal. The purpose of the prospectus is to satisfy investors’ need for objective information regarding the company and its operations. This is especially important in cases where investors have no particular knowledge of the company or how the company plans to use the invested amount. A demand for compensation against a person providing information cannot be stated as a general demand on an objective basis, but a liability to

compensate based on a judgement of culpability It is easier to impose liability in cases of factual errors than in cases where the information is framed in a diffuse or ”woolly” fashion. But it is essential to be able to apply liability in these latter cases as well. There is otherwise a risk that a prospectus will contain overly optimistic and unsupported statements.

To require reliance as a basis for assessing prospectus liability is objectionable in several respects. One objection is that the individual investor rarely relies solely on the information in the prospectus, but rather primarily on the interpretations of analysts and professional investors. A requirement of reliance would entail that only professional investors with the skill to make use of the information in the prospectus would be granted compensation, whereas non-professional investors, such as laymen, who relied exclusively on the information presented by professionals in the media and in public relations marketing materials would not be entitled to compensation.

A transactional causation exists traditionally if the investor shows that his action was induced by erroneous information. But in cases regarding the securities market, the traditional requirement of transactional causation would have undesirable consequences. Thus reliance shall be presumed, whereas reliance ican be decided to be demonstrated by an action, i.e., when the investor has subscribed for the share or acquired the same.

In the dissertation, I also suggest that the uncertainty that the risk of claims for compensation entails is limited by a shortening of the statute of limitation governing compensation claims. In comparison, the statute of limitation in Germany is six months after the erroneous information was identified; in the United States, one year. Both countries apply a maximum of three years after the transaction.

23.3.3 Liability of the company itself

The dissertation questions whether it is reasonable that the company’s creditors should have priority over the misled share subscribers. The company creditors can be harmed in many other ways – not least by mismanagement or bad business. The creditors naturally deserve protection, but the limits of this protection must be drawn at the capital contribution that has occurred in the prescribed order. The limitation of liability for the investors and owners of the company traditionally has called for increased protection of the creditors. But some compensation should be allowed to compensate the investors. The argument of the protection of the creditors could thus not be

upheld regarding the company's share capital. The dissertation concludes that there is no legal ground to limit the extent of prospectus liability as long as the company´s share capital remains untouched. And there should be no ground to distinguish between situations where *dolus* or culpability is at hand.

A hypothetical example can be used to clarify the situation:

Upon the introduction of Telia, 940,000 persons invested in the company by buying shares. Hypothetically, the prospectus might have contained information stating that a merger with the Norwegian telecompany Telenor was imminent. When the merger failed, the quotation could have been lowered by about 30 %, or 30 SEK per share.

Most private investors were granted 200 shares each; thus, the individual loss would be 6,000 SEK. The loss incurred by institutional investors, who were allotted a greater number of shares, would subsequently be that much greater. At the time of introduction, a new issue took place of 150 million shares at a sale price of about 85 SEK, whereas the company received 12 billion SEK. A lowering of the quotation by 30 SEK per share would lead to a cumulated amount of damage of 4.5 billion SEK. Before the listing, the government owned 100 % of Telia. At the time of listing, the government sold 20 % of its stake in the company, i.e., about 500 million shares. This provided the government with about 500 million shares @ 85 SEK, which means 42 billion SEK. If the loss per share were 30 SEK, the cumulated amount would be 12.5 + 4.5 = 17 billion SEK.

Now Telia was the largest introduction ever in Sweden, but a similar calculation could be made using an average issue sum as a base:

- sale of 200,000 shares @ 100 SEK, revenue 20 billion SEK
- the quotation is lowered by 30 %
- damage to be compensated=65 billion SEK
- the company still has 135 billion SEK in new capital

It does not seem likely that the board members would have the financial means to compensate the subscribers at this amount, neither individually nor collectively. But using the revenue the company and the government received to repay the roughly 30 % of the payment made by the share subscribers does not appear to be entirely unreasonable. Moreover, the company will always be able to make another offering at a later point in time, and thus pubish a prospectus with correct information.

In connection with the question of liability for the board members the

question of insurance arises as the only possibility for the investors to achieve compensation. The liability insurances is however not applicable in the case of scienter, in connection with a criminal offence or överträdelse av redovisningsregelrna.

I thus find the most natural solution of the problem of compensation to be that, in the case of normal prudence, the party who received the revenue is used to compensate the claimant. If the shares were issued, the company should be ordered to compensate the claimant, and in the case of a sale of shares already owned by former owners, liability to compensate shall be imposed on those former owners.

23.3.3.1 Rescission of the subscription of the shares when forming a company

The possibility of rescission of the subscription of the shares when forming a company might lead to an entire annullment of the registration of the company. But is it a wise policy to let the officers of the company pursue the activity even in a situation when the subscription of shares has been made in spite of for example a strong ground for invalidity? Should not in these situations the company be annulled? In these situations the investors must be considered more worth protecion than the credtiors.

23.3.3.2 Rescission of subscribed shares in a new issue

Where a new issue is at hand, and a representative of an active company on fraudulent grounds has lead share holders to contribute additional capital to the company a rescission of the subscription, even when it would lead to a fall of the entire issue, does not affect the existence of the company in the same manner as when forming a company. Rescission should therefore be possible irrespective of the ground. The company also has the prerogative of making a new offer to the market, and this time on a correct basis.

23.3.3.3 Compensation of damages that have occured on the primary market

In the case of rescission, the share capital is affected, which is not always the case regarding damage. The creditors are protected by the share capital, and as long as this is intact the protection of the creditors cannot be used as an argument against liability for the company to pay damages. It would probably be reasonable that the protection-of-the-creditors argument would not be used towards a reservation of the share capital.

23.3.3.4 Compensation of damages that have occurred on the

secondary market

Should then the fact that the purchase has taken place on the secondary market make a difference from a capital protection perspective? From a capital-protection point of view there is no difference, and the argument regarding primary market transactions is still valid regarding the possibility of compensation. Thus the company could therefore be liable to pay compensation at an amount not exceeding the share capital.

Investors claiming compensation should furthermore at the company's liquidation or bankruptcy be subordinate to other creditor's claims but be given priority in relation to other share holders.

23.3.3.5 Obligation for the Company to Repurchase the Shares at the Acquisition Price

One alternative is to impose an obligation on the company to repurchase the shares from the aggrieved investors. As long as the aggregate purchase price is within the scope of non-restricted equity, it should not matter from a capital protection point of view whether the purchase price is repaid against return of the shares or if it is repaid only partially through damages and the shares remain with the investor. On the other hand, if a company repurchases its own shares in violation of the rules applicable thereto, the shares shall under certain circumstances be declared void, and the share capital shall be reduced by a corresponding amount. Similar rules could be applied to the company's repurchase of shares from aggrieved investors. The company would in such cases be required to take the same actions as when the company has repurchased its own shares in violation of the law. The Swedish Companies Act, Ch. 7 § 10, provides a remedy for actions in violation of the rules concerning acquisitions of a company's own shares. This section states that shares that have been acquired in violation of the provisions must be transferred within six months after the acquisition and, furthermore, that shares that are not transferred within this time are to be declared void. In that connection, the company is required to reduce the share capital by the par value of the shares and the reduction amount is to be transferred to the statutory reserve. According to Ch. 7 § 10, these rules apply also to public companies.

The company thus has the ability to offer the shares for sale again within a certain time, at a price adapted to what the market are prepared to pay. The company will thereby bear a possible loss consisting of the difference in price between what the aggrieved investor has received and the price the company receives upon such

resale. A failure to sell the shares again will entail an obligation to declare the shares void and to reduce the share capital by a corresponding amount.

23.3.4 Liability of the board members

When assessing the liability of the company, the possibility of imposing liability on the board members must be considered. The rules regarding liability for the board members are intended to provide sufficient protection for share subscribers and, at the same time, protect the company. Thus, liability for board members becomes an argument against compensating the share subscriber with the company capital. On the other hand, the company does have a right of regress where the company has been ordered to pay compensation when a board member has caused the damage. It is sometimes argued that if the sanction of compensation shall be expected to fulfil a preventive function, liability for the board members might create a more effective tool than this of the company. The risk of incurring personal liability might increase the diligence of the board members. The prospect of obtaining compensation from an individual depends however on that person's financial status. In connection with the question of liability for the board members the question of insurance arises as the only possibility for the investors to achieve compensation. The liability insurances is however not applicable in the case of scienter, in connection with a criminal offence or överträdelse av redovisningsregelrna.x

The dissertation concludes however that in situations where erroneous information in a prospectus has damaged investors, and neither dolus nor negligence can be shown, it should be possible to claim compensation from the company. This should also be the case when the responsible party is unable to pay the sum required of him by court judgment.

23.3.5 Liability of the investment bank

The liability of the investment bank is not legislatively clarified. In a situation where a representative of the investment bank has caused the damage, liability to pay compensation should be imposed on the investment bank. The relation between the investment bank and the issuing company is contractual, but it is uncertain how the courts should assess the questions of a) the issue house's compensation liability; and b) compensating claimant-investors of the investment bank where the representatives have been negligent. If no liability

were imposed on the investment banks, this could in practice lead to the marketing of issues in such a manner that the investment entailed greater risks than the investor was aware of. Thus, the investment bank's liability towards investors should be clarified by legislation. The investment bank could also bli ålagd ansvar att återköpa aktierna från den skadelidande investor.

23.3.6 Liability of the accountant

The Companies Act imposes liability on the accountant in a manner similar to its imposition of liability on board members. This means however that liability only covers the duties regulated by the Act, i.e., the audit, whereas the liability towards investors falls outside the scope of the Act, apart from the case where the accountant has made errors resulting in erroneous statements in the audit, i.e., the erroneous statement occurs in the audit which is in turn included in the prospectus. Based on various court decisions, however, it is not entirely unlikely that liability could be imposed on accountants as well as other consultants such as lawyers and technical experts, who have been negligent. There is however a need to clarify the responsibility of the accountant and other experts.

23.3.7 The impact of limitation clauses

An important issue is what impact on liability a liability-limiting clause would have. The possibility to adjust or reject disclaimers under sec. 36 of the Contracts Act does not suffice to protect the claimant-investor, but a general prohibition would go too far. This subject is beyond the scope of this dissertation, but I intend to return to the question.

23.3.8 The class action institute

As stated above, investors' individual capital investment is often relatively small, which is one reason why the problems in question have scarcely been considered in Swedish courts. The investor will not consider it worthwhile to spend the time and money required for a lawsuit, especially where the ruling of the court is uncertain. To open a possibility for a class action in cases where the procedural conditions are similar would radically change the possibilities of claiming compensation in cases where losses have occurred on the securities market.

23.3.9 The question of penalty

The percentage of persons investing their savings in stocks has

increased drastically in recent years. This development brings to the fore the question of sharp limits for liability and consideration of the need to include penalties among the available sanctions. The offence of spreading false information in Penal Code Ch. 9, sec. 9 applies to erroneous information in a prospectus. The circle of parties entitled to compensation is not delimited; instead, every party is covered who has been misled and thereby suffered a loss. Furthermore, certification by a board of directors or by an auditor in accordance with the regulations of the Swedish Financial Supervisory Authority, FFFS 1995:21, Ch. 3 and 17, secs. 6-7 is covered by Penal Code Ch. 15, secs. 10-14 , false certification and false affirmation. The provision governing stock price manipulation in Securities Trade Act Ch. 7, sec. 1 might also be applied in cases of erroneous information in prospectuses. But not even in flagrant cases of violation has a case been turned over to the prosecutor in stock exchange contexts, with the exception of a few cases of gross spreading of false information or fraud. The system of penal law responsibility is not thus a reality within the stock market world. The small, ordinary investor can hardly be expected to possess the financial resources needed to pursue a civil claim. Perhaps compliance with the applicable rules requires the imposition of penal sanctions. Norms deemed very important for public confidence in the securities market, and which cannot in reality be maintained by any other means, should perhaps be included in penal legislation or be made subject to the jurisdiction of the Swedish Financial Supervisory Authority. Penal sanctions should however only be used to achieve objectives which cannot be effectively achieved in some other manner. One possibility is to attach penalties to violation of the prospectus rules of the Stock Exchange Act and the Securities Trade Act, in the same way that the stock price manipulation and offences of the insider-regulation is sanctioned. In this way, compensation for pure economic loss would also be possible without having to grapple with the effects of the blocking rule.

However, only protection against offences commited in dolus, such as swindle or fraud, should be punished with inprisonment or fine. In case of other offences a damage sanctiuon would be preferrable to the possibility of imposing a fine.

As to the question of liability to pay compensation for the company itself, application of a penalty sanction to the company itself is actualised. One of the arguments in favour of imposing penal responsibility on legal persons is the difficulty of tailoring the individual penalty to the effect of the crime on the legal person's business. Within the scope of individual responsibility, circumstances attributable to the legal person cannot be considered to a sufficient

degree. This situation is considered to lead to the conclusion that the individual penalty is not an effective tool when criminality in a legal person's business is at hand. It is also claimed that reasons of general prevention call for the legal person itself being sentenced to punishment. Punishment of a legal person clearly demonstrates the use of a repressive sanction that includes protest against the company. It also clearly demonstrates that responsibility for legal persons is in principle on a par with responsibility for natural persons.

If the thus paid fine can be divided between the investors who have suffered loss due to the company´s misleading information, both time and litigationcosts will be saved.

The function of the securities market is to redistribute savings and risks. This redistribution, … for the national economy most favourable investments is ultimately determined by the yield. The higher the risk of the investment, the greater the yield expected by the investor. Since investors are prepared to take varying degrees of risk, each investment has its price. There exists no system of rules that can replace or steer this market function. The applicable rules should instead seek to secure the possibility to assess the risk entailed by each investment.

It seems desirable to compile various provisions which govern neighbouring areas and which have arisen at various times in order to achieve a more clearly arranged and less contradictory system of rules. Application of the normative system could perhaps be facilitated by consolidating the stock market laws, together with a clarification of the question of sanctions. The dividing of the scrutinizing the prospectuses according to the EC directives can be questioned. The most natural solution would be to let the stock exchange scrutinize prospectuses to be published in connection with listing at any of the lists of the stock exchange. The EC directives do not contain any rule which would prevent this.

An alternative solution is that all shares quoted on the two lists shall meet the requirements of the official listing directive. The standards for the two types of prospectuses in the EC-directives differ only to a small extent. According to the EC-regulations a company which applies for official listing shall have a share caplital of minimum one million Euro and the shares shall be spread satisfactorily. These requirements should be met by most companies applying for listing. The company furthermore shall meet the requirements of three years of economic history. The supervisory organ can however grant an exception from this requirement under certain conditions.

An overall solution of prospectus responsibility by reforming legislation in this area is preferable to leaving such a solution to case

law, not least given the need for predictability. What is more, the preventive function of legislation-based responsibility would increase the public's confidence in the market.

It is important that we abandon the lenient attitude towards irregularities that has prevailed on the securities market, in an era when the business of the stock market concerned a select group of investors. It cannot be desirable to impose the investor a duty to scrutinize every piece of information in the prospectus. On the other hand the offerors cannot be considered to have strikt ansvarx for the information he sålunda har offentliggjort. The solution thus should probably be caveat emptor *and* caveat venditor.