



Prospektansvar

Slutbetänkande av Prospektutredningen

Stockholm 2005



STATENS OFFENTLIGA
UTREDNINGAR

SOU 2005:18



SOU och Ds kan köpas från Fritzes kundtjänst. För remissutsändningar av SOU och Ds svarar Fritzes Offentliga Publikationer på uppdrag av Regeringskansliets förvaltningsavdelning.

Beställningsadress:
Fritzes kundtjänst
106 47 Stockholm
Orderfax: 08-690 91 91
Ordertel: 08-690 91 90
E-post: order.fritzes@nj.se
Internet: www.fritzes.se

Svara på remiss. Hur och varför. Statsrådsberedningen, 2003.
– En liten broschyr som underlättar arbetet för den som skall svara på remiss.

Broschyren är gratis och kan laddas ner eller beställas på
<http://www.regeringen.se/remiss>

Tryckt av Edita Norstedts Tryckeri AB
Stockholm 2005

ISBN 91-38-22314-7
ISSN 0375-250X



Till statsrådet Sven-Erik Österberg

Genom beslut den 1 april 2004 bemyndigade regeringen den biträdande finansministern att tillkalla en särskild utredare med uppdrag att se över frågor som rör lagstiftningen om värdepappersprospekt (dir. 2004:41). Den 25 november samma år beslutade regeringen om utsträckt tid för att slutföra arbetet (dir. 2004:163).

Med stöd av bemyndigandet förordnades från och med den 1 april 2004 juris kandidaten Björn Wendleby som särskild utredare.

Att som sakkunniga biträda utredningen förordnades från och med den 20 april 2004 juris kandidaten Lena Falk, Aktiespararna, juris kandidaten Mats Hultman, Finansinspektionen, hovrättsassessorn Kenneth Edgren, Finansdepartementet, hovrättsassessorn Anna-Karin Winroth, Justitiedepartementet, juris kandidaten Liselotte Calander, Svenska Handelsbanken, advokaten Göran Nyström, Mannheimer Swartling Advokatbyrå och civilekonomen Torsten Örtengren, Stockholmsbörsen. Den 5 oktober 2004 entledigades Kenneth Edgren och Lena Falk från sina uppdrag. Samma dag förordnades kanslirådet Katarina Holmberg, Finansdepartementet och juris doktorn Catarina af Sandeberg, Stockholms universitet att som sakkunniga biträda utredningen.

Till sekreterare förordnades från och med den 5 april 2004 filosofie kandidaten Erik Utterström.

Utredningen har antagit namnet Prospektutredningen (Fi 2004:05).

Utredningen lämnade ett delbetänkande den 1 oktober Prospekt – nya regler om prospekt m.m. (SOU 2004:95). Härmed överlämnas slutbetänkandet *Prospektansvar* (SOU 2005:18).

Stockholm den 10 mars 2005

Björn Wendleby

/Erik Utterström

Innehåll

Sammanfattning	9
Författningsförslag	13
1 Förslag till lag om ändring i aktiebolagslagen (1975:1385).....	13
2 Förslag till lag om ändring i försäkringsrörelselagen (1982:713)	14
3 Förslag till lag om ändring i sparbankslagen (1987:619)	15
4 Förslag till lag om ändring i lagen (1987:667) om ekonomiska föreningar	16
5 Förslag till lag om ändring i stiftelselagen (1994:1220).....	17
6 Förslag till lag om ändring i lagen (1995:1570) om medlemsbanker	18
7 Förslag till lag om ändring i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument	19
1 Utgångspunkter för prospektansvar	23
1.1 Gällande rätt och utredningens förslag i delbetänkandet.....	23
1.2 Prospektivdirektivets ansvarsbestämmelser	25
1.3 Några utgångspunkter för sanktionsbestämmelser	26
1.3.1 Förtroende och sanktioner	28
2 Utländsk rätt	31
2.1 Inledning.....	31

2.2	Allmänt om de nationella regelverken	31
2.2.1	Storbritannien	32
2.2.2	Tyskland	34
2.2.3	USA	35
2.3	Kretsen av ersättningsberättigade	42
2.4	Ansvar för emittenter och säljare	44
2.5	Ansvar för organföreträdarna	45
2.6	Ansvar för andra personer och möjligheterna att undgå ansvar	47
2.7	Preskriptionsregler	50
2.8	Skadestånd, m.m.	51
2.9	Ansvar för annan informationsgivning	54
3	Ansvar för emittenter, säljare och andra som upprättar ett prospekt	57
3.1	Gällande rätt	57
3.1.1	Aktiebolag	57
3.1.2	Övriga emittenter samt säljare	64
3.2	Överväganden	64
3.2.1	Kretsen av ersättningsberättigade	69
4	Organföreträdarnas ansvar	75
4.1	Gällande rätt	75
4.1.1	Organföreträdare för ett aktiebolag	75
4.1.2	Organföreträdare för andra associationer	80
4.2	Överväganden	81
5	Ansvar för andra medverkande	85
5.1	Gällande rätt	85
5.1.1	Värdepappersinstitut	87
5.1.2	Andra medverkande	89
5.2	Överväganden	91

6	Skadestånd	97
6.1	Några allmänna utgångspunkter	97
6.2	Skadeståndets beräkning.....	99
6.3	Bör fel eller brister i ett prospekt alltid föranleda ansvar? ..	100
6.4	Bör ansvarsfriskrivningar tillåtas?	101
6.5	Bör utrymmet för skadestånd begränsas avseende juridiska personer?	103
6.6	Jämkning av skadestånd.....	104
6.7	Gemensamt skadeståndsansvar	106
7	Reklamation och preskription	107
7.1	Gällande rätt.....	107
7.2	Överväganden	109
8	Annan informationsgivning.....	113
9	Övergångsbestämmelser.....	115
10	Konsekvenser av förslagen.....	117
10.1	Konsekvenser för domstolsväsendet	117
10.2	Konsekvenser för emittenter.....	120
10.3	Konsekvenser för värdepappersinstituten	121
10.4	Konsekvenser för små företag.....	121
10.5	Övriga konsekvensanalyser	123
11	Författningskommentar	125
11.1	Förslaget till lag om ändring i aktiebolagslagen (1975:1385).....	125
11.2	Förslaget till lag om ändring i försäkringsrörelselagen (1982:713)	125

11.3 Förslaget till lag om ändring i sparbankslagen (1987:619).....	125
11.4 Förslaget till lag om ändring i lagen (1987:667) om ekonomiska föreningar	126
11.5 Förslaget till lag om ändring i stiftelselagen (1994:1220)	126
11.6 Förslaget till lag om ändring i lagen (1995:1570) om medlemsbanker.....	126
11.7 Förslaget till lag om ändring i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument.....	126
Särskilt yttrande.....	139
Bilagor	
Bilaga 1. Kommittédirektiv	143
Bilaga 2. Tilläggsdirektiv	151

Sammanfattning

Inledning

Utredningen lämnade den 1 oktober 2004 sitt delbetänkande Prospekt (SOU 2004:95). Utredningen föreslog då nya regler i anledning av det s.k. prospektdirektivet.¹

I detta slutbetänkande redovisar utredningen sina överväganden när det gäller frågan om reglerna om ansvar för fel eller brister i ett prospekt bör ändras. I svensk lagstiftning saknas för närvarande bl.a. uttryckliga regler om emittenters och säljares ansvar för fel eller brister i ett prospekt. Det finns inte heller några lagregler som ålägger den som medverkar vid upprättandet av ett prospekt något ansvar. Lagbestämmelser som medför ansvar för fel eller brister i ett prospekt finns endast beträffande organföreträdarna i aktiebolag och försäkringsbolag. Ansvar för fel eller brister i ett prospekt får därför i stor utsträckning prövas enligt allmänna skadeståndsrättsliga regler avseende ren förmögensskada.

Delbetänkandet och detta slutbetänkande grundar sig på de direktiv som regeringen lämnat utredningen (dir. 2004:41 och dir. 2004:163). Utredningsdirektiven fogas till detta slutbetänkande som *bilaga 1* och *2*.

I fortsättningen av denna sammanfattning redovisar utredningen de viktigaste förslagen i de olika avsnitten i betänkandet.

Ansvar för emittenter, säljare och andra som är skyldiga att upprätta ett prospekt

Enligt utredningens mening visar den internationella utvecklingen att en modern syn på prospektansvar bör innefatta en möjlighet att

¹ Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG av den 4 november 2003 om de prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och om ändring av direktiv 2001/34/EG.

vid fel eller brister i ett prospekt utkräva ansvar av den som upprättat prospektet, emitterat finansiella instrument och erhållit de medel som inlutit genom emissionen. Den osäkerhet som föreligger beträffande emittenters prospektansvar bör därför undanröjas.

Ett aktiebolag bör även ha ett ansvar när aktiebolaget i andra situationer är skyldigt att upprätta ett prospekt, exempelvis när en aktieägare gör en utförsäljning av en post aktier och riktar ett erbjudande till allmänheten. Ansvaret bör även omfatta säljaren.

För ansvar förutsätts uppsåt eller oaktsamhet. Ansvar föreligger mot samtliga personer som lidit skada. Kretsen av skadelidande kan i förevarande fall bli mycket stor. Utredningen har därför behandlat frågan om kretsen bör begränsas genom en särskild lagbestämelse, men funnit att tillräckliga skäl för en sådan begränsning inte föreligger. Utredningen har i stället funnit det lämpligare att beakta de skäl som talar för en begränsning av kretsen genom införandet av en kort preskriptionstid och en jämningsbestämmelse.

Ansvar för organföreträdare

Utredningen föreslår att organföreträdarna för aktiebolag och andra associationer, exempelvis ekonomiska föreningar, bör omfattas av ett skadeståndsansvar vid fel eller brister i ett prospekt. Ett sådant ansvar har redan tidigare ålegat organföreträdarna för aktiebolag och försäkringsbolag. Enligt utredningen bör organföreträdarna i andra associationer ha samma ansvar som organföreträdarna i aktiebolag och försäkringsbolag kommer att ha i motsvarande situation.

Ansvar för andra personer som medverkar vid upprättandet av ett prospekt

Ett värdepappersinstitut som medverkar vid upprättandet av ett prospekt har i allmänhet en central roll vid ett erbjudande till allmänheten eller ett upptagande till handel av finansiella instrument. Att institutet medverkat framgår regelmässigt av prospektets innehåll. Vidare uppställer det näringsrättsliga regelverket tydliga krav gentemot medverkande värdepappersinstitut. Investerarna har mot denna bakgrund anledning att utgå från att ett medverkande värde-

pappersinstitut gjort rimliga efterforskningar för att förvissa sig om att prospektet uppfyller de krav som uppställs. Dessa omständigheter och värdepappersinstitutens förtroendeskapande ställning på marknaden talar med styrka för att ett värdepappersinstitut bör kunna omfattas av ett skadeståndsansvar gentemot investerare. Utredningen föreslår därför att ett värdepappersinstitut skall kunna åläggas ansvar för fel eller brister i ett prospekt, till den del institutet medverkat vid upprättandet av prospektet.

För att ett ansvar för ett värdepappersinstitut skall inträda skall institutet ha medverkat till att skadan tillfogats den skadelidande. Ansvaret skall, i likhet med vad som är fallet avseende organföreträdare, prövas individuellt för varje medverkande värdepappersinstitut. Ett institut kan inte bli ansvarigt för större del av en skada än som adekvat orsakats av institutets åtgärd eller försummelse. Ett värdepappersinstitut har således inte ett solidariskt ansvar med den som varit ansvarig för att upprätta ett prospekt för fel eller brister i prospektet.

Ett ansvar bör enligt utredningen även kunna åläggas den som upprättat en handling och lämnat sitt medgivande till att handlingen tagits in i prospektet, i det fall det av prospektet framgår att handlingen upprättats av uppdragstagaren. Ansvaret omfattar fel eller brister i den handling som upprättats.

Ett ansvar skall även kunna åläggas den som har åtagit sig ansvar för innehållet i ett prospekt eller del därav.

Övrigt

En särskild fråga är om det i prospektet kan uppställas villkor som får till följd att skadeståndsansvaret inskränks eller helt avtalas bort. Utredningen har diskuterat denna fråga och funnit att det inte kan bortses från möjligheten att bruket av friskrivningsklausuler i praktiken kan få till följd att de föreslagna ansvarsbestämmelserna inte får avsedd verkan. Utredningen föreslår därför att ansvarsbestämmelserna inte får frångås till nackdel för någon som tillfogats skada genom att innehållet i ett prospekt är felaktigt eller bristfälligt

Utredningen föreslår också att ansvarsbestämmelserna även bör tillämpas såvitt gäller innehållet i en erbjudandehandling som upprättas vid ett uppköpserbjudande.

Författningsförslag

1 Förslag till lag om ändring i aktiebolagslagen (1975:1385)

Härigenom föreskrivs att 15 kap. 1 § i aktiebolagslagen (1975:1385)¹ skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

15 kap.

1 §²

En stiftare, styrelseledamot eller verkställande direktör som när han fullgör sitt uppdrag uppsåtligen eller av oaktsamhet skadar bolaget, skall ersätta skadan. Detsamma gäller när skadan tillfogas en aktieägare eller någon annan genom överträdelse av denna lag, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen.

En stiftare, styrelseledamot eller verkställande direktör som när han fullgör sitt uppdrag uppsåtligen eller av oaktsamhet skadar bolaget, skall ersätta skadan. Detsamma gäller när skadan tillfogas en aktieägare eller någon annan genom överträdelse av denna lag, tillämplig lag om årsredovisning, eller bolagsordningen. *Bestämmelser om ansvar finns även i 2 kap. och 2 a kap. lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument.*

Denna lag träder i kraft den 1 juli 2006.

¹ Lagen omtryckt 1993:150.

² Senaste lydelse 1998:760.

2 Förslag till lag om ändring i försäkringsrörelselagen (1982:713)

Härigenom föreskrivs att 16 kap. 1 § försäkringsrörelselagen (1982:713)³ skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

16 kap. Skadestånd m.m.

1 §⁴

Stiftare, styrelseledamot, verkställande direktör och aktuarie, som vid fullgörandet av sitt uppdrag uppsåtligen eller av oaktsamhet skadar försäkringsbolaget, skall ersätta skadan. Detsamma gäller när skadan vållas aktieägare, delägare eller någon annan genom överträdelse av denna lag, lagen (1995:1560) om årsredovisning i försäkringsföretag, bolagsordningen, de försäkringstekniska riktlinjerna eller placeringsriktlinjerna.

Stiftare, styrelseledamot, verkställande direktör och aktuarie, som vid fullgörandet av sitt uppdrag uppsåtligen eller av oaktsamhet skadar försäkringsbolaget, skall ersätta skadan. Detsamma gäller när skadan vållas aktieägare, delägare eller någon annan genom överträdelse av denna lag, lagen (1995:1560) om årsredovisning i försäkringsföretag, bolagsordningen, de försäkringstekniska riktlinjerna eller placeringsriktlinjerna. *Bestämmelser om ansvar finns även i 2 kap. och 2 a kap. lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument.*

Denna lag träder i kraft den 1 juli 2006.

³ Lagen omtryckt 1995:1567.

⁴ Senaste lydelse 1999:600

3 Förslag till lag om ändring i sparbankslagen (1987:619)

Härigenom föreskrivs att 9 kap. 1 § i sparbankslagen (1987:619)⁵ skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

9 kap.

1 §⁶

En stiftare, huvudman, styrelseledamot eller delegat, som när han eller hon fullgör sitt uppdrag uppsåtligen eller av oaktsamhet skadar en sparbank, skall ersätta skadan. Detsamma gäller när skadan tillfogats någon annan genom överträdelse av denna lag, lagen (1994:2004) om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag, tillämplig lag om årsredovisning, lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse eller bankens reglemente.

En stiftare, huvudman, styrelseledamot eller delegat, som när han eller hon fullgör sitt uppdrag uppsåtligen eller av oaktsamhet skadar en sparbank, skall ersätta skadan. Detsamma gäller när skadan tillfogats någon annan genom överträdelse av denna lag, lagen (1994:2004) om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag, tillämplig lag om årsredovisning, lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse, eller bankens reglemente. *Bestämmelser om ansvar finns även i 2 kap. och 2 a kap. lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument.*

Denna lag träder i kraft den 1 juli 2006.

⁵ Lagen omtryckt 1996:1005.

⁶ Senaste lydelse 2004:304.

4 Förslag till lag om ändring i lagen (1987:667) om ekonomiska föreningar

Härigenom föreskrivs att 13 kap. 1 § i lagen (1987:667) om ekonomiska föreningar skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

13 kap.

1 §⁷

Om en styrelseledamot eller verkställande direktören uppsåtligen eller av oaktsamhet skadar föreningen då han fullgör sitt uppdrag, skall han ersätta skadan. Detsamma gäller när skadan tillfogas en föreningsmedlem eller någon annan genom överträdelse av denna lag eller tillämplig årsredovisningslag eller genom överträdelse av stadgarna.

Om en styrelseledamot eller verkställande direktören uppsåtligen eller av oaktsamhet skadar föreningen då han fullgör sitt uppdrag, skall han ersätta skadan. Detsamma gäller när skadan tillfogas en föreningsmedlem eller någon annan genom överträdelse av denna lag eller tillämplig årsredovisningslag eller genom överträdelse av stadgarna. *Bestämmelser om ansvar finns även i 2 kap. och 2 a kap. lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument.*

Denna lag träder i kraft den 1 juli 2006.

⁷ Senaste lydelse 1999:1094.

5 Förslag till lag om ändring i stiftelselagen (1994:1220)

Härigenom föreskrivs att 5 kap. 1 § i stiftelselagen (1994:1220) skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

5 kap.

1 §

Om en styrelseledamot eller förvaltaren orsakar skada för stiftelsen då han fullgör sitt uppdrag, skall han ersätta skadan. Detsamma gäller när skadan tillfogas någon annan genom åsidosättande av föreskrifterna i stiftelseförordnandet eller denna lag.

Om en styrelseledamot eller förvaltaren orsakar skada för stiftelsen då han fullgör sitt uppdrag, skall han ersätta skadan. Detsamma gäller när skadan tillfogas någon annan genom åsidosättande av föreskrifterna i stiftelseförordnandet eller denna lag. *Bestämmelser om ansvar finns även i 2 kap. och 2 a kap. lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument.*

Denna lag träder i kraft den 1 juli 2006.

6 Förslag till lag om ändring i lagen (1995:1570) om medlemsbanker

Härigenom föreskrivs att 11 kap. 1 § i lagen (1995:1570) om medlemsbanker skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

11 kap.

1 §⁸

En styrelseledamot eller delegat, som när han eller hon fullgör sitt uppdrag uppsåtligen eller av oaktsamhet skadar en medlemsbank, skall ersätta skadan. Detsamma gäller när skadan tillfogats en medlem eller någon annan genom överträdelse av denna lag, lagen (1994:2004) om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag, tillämplig lag om årsredovisning, lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse eller bankens stadgar.

En styrelseledamot eller delegat, som när han eller hon fullgör sitt uppdrag uppsåtligen eller av oaktsamhet skadar en medlemsbank, skall ersätta skadan. Detsamma gäller när skadan tillfogats en medlem eller någon annan genom överträdelse av denna lag, lagen (1994:2004) om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag, tillämplig lag om årsredovisning, lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse eller bankens stadgar. *Bestämmelser om ansvar finns även i 2 kap. och 2 a kap. lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument.*

Denna lag träder i kraft den 1 juli 2006.

⁸ Senaste lydelse 2004:318.

7 Förslag till lag om ändring i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument

Härigenom föreskrivs i fråga om lagen (1991:980)⁹ om handel med finansiella instrument,

dels att 2 a kap. 2 § skall ha följande lydelse,

dels att det i lagen skall införas nya paragrafer, 2 kap. 25–30 §§, samt närmast före 2 kap. 25 och 27–30 §§ nya rubriker av följande lydelse.

2 kap.

Ansvar för fel eller brister i prospekt

25 §

Om någon tillfogats skada genom att innehållet i ett prospekt är felaktigt eller bristfälligt, skall den som upprättat prospektet eller genom prospektet lämnat ett erbjudande att teckna eller köpa finansiella instrument ersätta skadan. För ansvar förutsätts uppsåt eller oaktsamhet.

Ansvar enligt första stycket skall även omfatta de personer som anges i

1. 15 kap. 1 och 2 §§ aktiebolagslagen (1975:1385),

2. 16 kap. 1 och 2 §§ försäkringsrörelselagen (1982:713),

3. 9 kap. 1 och 2 §§ sparbankslagen (1987:619),

4. 13 kap. 1 och 2 §§ lagen (1987:667) om ekonomiska föreningar,

5. 5 kap. 1 och 2 §§ stiftelselagen (1994:1220), och

6. 11 kap. 1 och 2 §§ lagen (1995:1570) om medlemsbanker.

⁹ Lagen omtryckt 1992:558.

26 §

Ansvar enligt 25 § första stycket skall även omfatta

1. den som har åtagit sig ansvar för innehållet i ett prospekt eller del därav,

2. värdepappersinstitut, till den del institutet medverkat vid upprättandet av ett prospekt, och

3. den som upprättat en handling och lämnat sitt medgivande till att handlingen tagits in i prospektet, i det fall det av prospektet framgår att handlingen upprättats av uppdragstagaren. Ansvaret omfattar fel eller brister i den handling som upprättats.

Jämkning av skadestånd

27 §

Om någon är ersättningskyldig enligt 25 eller 26 §§ kan skadeståndet jämkas efter vad som är skäligt med hänsyn till handlingens art, skadans storlek och omständigheterna i övrigt.

Gemensamt skadeståndsansvar

28 §

Om flera skall ersätta samma skada, svarar de solidariskt för skadeståndet i den mån inte skadeståndsskyldigheten har jämkats för någon av dem enligt 27 §. Vad någon av dem har betalat i skadestånd får återkrävas av de andra efter vad som är skäligt med hänsyn till omständigheterna.

Tiden för väckande av talan

29 §

Talan enligt 25 eller 26 §§ som inte grundas på brott skall väckas inom två år från det att prospektet offentliggjordes enligt 18 §.

Om talan inte väcks inom den tid som följer av första stycket, faller rätten till skadestånd enligt denna lag bort.

Friskrivning från ansvar

30 §

Bestämmelserna i 25–29 §§ får inte frångås till nackdel för någon som tillfogats skada genom att innehållet i ett prospekt är felaktigt eller bristfälligt.

2 a kap.

2 §

Vad som anges i 2 kap. 16–22 §§ skall tillämpas även såvitt avser ett uppköpserbjudande.

Vad som anges i 2 kap. 16–22 och 25–30 §§ skall tillämpas även såvitt avser ett uppköpserbjudande. *Ansvar enligt 2 kap. 26 § 3 skall dock vid ett uppköpserbjudande även omfatta den som på uppdrag av målbolaget upprättat handling som tagits in i erbjudandehandlingen.*

Denna lag träder i kraft den 1 juli 2006.

1 Utgångspunkter för prospektansvar

Utredningen behandlade i sitt delbetänkande i huvudsak hur prospektdirektivet¹ skulle genomföras i svensk rätt. I sitt slutbetänkande redovisar utredningen nu sina överväganden om hur regler om ansvar för fel och brister i ett prospekt bör utformas. Syftet med detta inledande avsnitt är att diskutera olika motiv för ansvarsbestämmelser och vilken betydelse sådana bestämmelser har för den ekonomiska aktiviteten på finansmarknaderna. Inledningsvis berörs dock översiktligt gällande regler om ansvar för fel och brister i ett prospekt och bestämmelserna om prospektansvar i prospektdirektivet.

1.1 Gällande rätt och utredningens förslag i delbetänkandet

I svensk lagstiftning saknas uttryckliga regler om juridiska personers ansvar för fel eller brister i ett prospekt. Inte heller föreligger några lagregler som ålägger den som medverkar vid upprättandet av ett prospekt något ansvar. Lagbestämmelser som medför ansvar för fel eller brister i ett prospekt finns endast beträffande organföreträdarna i ett aktiebolag och försäkringsbolag. Ansvar för fel eller brister i ett prospekt får därför i stor utsträckning prövas enligt allmänna skadeståndsrättsliga regler avseende ren förmögensskada. Huvudregeln enligt svensk rätt är att en sådan skada endast ersätts om den har vållats genom brott. Detta följer av 2 kap. 2 § skadeståndslagen. Av förarbetena till skadeståndslagen framgår dock att syftet med bestämmelsen inte har varit att lägga hinder i vägen för en rättsutveckling genom praxis i riktning mot ett vidgat

¹ Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG om de prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och om ändring av direktiv 2001/34/EG.

ansvar för ren förmögenhetsskada.² Högsta domstolen har i flera avgöranden utvidgat ansvaret. Ett viktigt avgörande på detta område är NJA 1987 s. 692, det s.k. Kone-fallet.³

Enligt 4 kap. 18 §, 5 kap. 16 § och 7 kap. 27 § i aktiebolagslagen åvilar skyldigheten att upprätta ett prospekt styrelsen i aktiebolaget, 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, teckningsrätter, skuldebrev, optionsbevis eller vinstandelsbevis utgivna av bolaget. Bestämmelserna ålägger således inte bolaget utan ett särskilt organ inom bolaget ansvaret att upprätta prospektet. Skyldigheten för styrelsen att upprätta ett prospekt även då en aktieägare säljer fondpapper som givits ut av bolaget har motiverats med att investerarna därigenom får tillgång till mer fullständig information, än om aktieägaren själv upprättade prospektet.

Enligt 15 kap. 1 § aktiebolagslagen skall en stiftare, styrelseledamot eller verkställande direktör som när han fullgör sitt uppdrag uppsåtligen eller av oaktsamhet skadar bolaget ersätta skadan. Detsamma gäller när skadan tillfogas aktieägare eller någon annan genom överträdelse av aktiebolagslagen, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen. Den som lidit skada till följd av fel eller brister i ett prospekt som upprättats med stöd av bestämmelserna i aktiebolagslagen kan således rikta skadeståndskrav mot nämnda organföreträdare. Även en revisor som medverkat vid upprättandet av ett sådant prospekt kan bli skadeståndsskyldig. Detta följer av 15 kap. 2 § aktiebolagslagen.

Utredningen föreslog i delbetänkandet att organföreträdarnas ansvar utvidgas.⁴ Förslaget innebär bl.a. att aktiebolagslagens bestämmelser om prospekt upphävs och att samtliga regler om prospekt samlas i en och samma lag, lagen om handel med finansiella instrument. Vidare föreslogs att skadestandsbestämmelsen i 15 kap. 1 § aktiebolagslagen ändras för att tydliggöra att bolagets organföreträdare blir skyldiga att ersätta ren förmögenhetsskada som de vållar genom att överträda reglerna i 2 kap. eller 2 a kap. lagen om handel med finansiella instrument. Motsvarande ändring föreslogs även beträffande 16 kap. 1 § försäkringsrörelselagen. Om utredningens förslag genomförs, kommer ändringarna att träda i kraft under andra halvåret 2005. Utredningens förslag torde i praktiken inte medföra några större förändringar avseende ansvaret för

² Prop. 1972:5 s. 568.

³ Se även NJA 2001 s. 878.

⁴ Se SOU 2004:95 s. 168 f och kapitel 3.

organföreträdarna. Förslaget medför dock ett tydligare ansvar för organföreträdarna när dessa medverkar vid upprättandet av olika kategorier av prospekt eller sådana erbjudandehandlingar som upprättas vid ett uppköpserbjudande.

1.2 Prospektdirektivets ansvarsbestämmelser

Europaparlamentet och rådet antog i november 2003 ett direktiv om prospekt, prospektdirektivet (direktiv 2003/71/EG av den 4 november 2003 om de prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och om ändring av direktiv 2001/34/EG).

Direktivet syftar bl.a. till att säkerställa ett gott investerarskydd och att underlätta kapitalanskaffning över gränserna inom EU. Reglerna i direktivet bygger på de regleringsstandarder som redan antagits av internationella organisationer inom området.⁵

Kommissionen har antagit detaljerade bestämmelser om bl.a. vad ett prospekt skall innehålla. Bestämmelserna har införts i form av en förordning.⁶

Av artikel 6 i prospektdirektivet framgår att ansvaret för den information som lämnas i prospektet åtminstone skall åvila emitenten eller dess förvaltnings-, lednings- eller kontrollorgan, erbjudaren, den person som ansöker om upptagande till handel på en reglerad marknad eller garanten, beroende på omständigheterna. Den eller de fysiska eller juridiska personer som är ansvariga skall klart anges i prospektet med uppgift om namn och befattning, eller beträffande juridiska personer, namn och säte, tillsammans med förklaringar angivna av dem om att enligt deras kännedom överensstämmer den information som ges i prospektet med sakhållandena och att någon uppgift som skulle påverka innehållet i prospektet inte har utelämnats. Nyssnämnda informationskrav återfinns även i Kommissionens förordning, se punkten 1 i bilaga I, III-V, VII, IX-XIII, XVI och XVII till förordningen.

Medlemsstaterna skall vid införlivandet av bestämmelsen säkerställa att deras lagar och andra författningar om civilrättsligt ansvar är tillämpliga på de personer som är ansvariga för den information

⁵ Se artikel av Kenneth Edgren, Nytt EG-direktiv om prospekt, Nordisk Tidsskrift for selskabsret, NTS 2003:1 för en genomgång av direktivets bestämmelser.

⁶ Kommissionens förordning (EG) nr 809/2004 av den 29 april 2004 om genomförandet av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG i fråga om information i prospekt, dessas format, införlivande genom hänvisning samt offentliggörande av prospekt och annonsering.

som ges i prospektet. Dessa personer skall dock inte kunna ställas till svars enbart på grundval av sammanfattningen eller dess översättning såvida den inte är vilseledande, felaktig eller oförenlig med andra delar av prospektet.

Mot bakgrund av bestämmelserna i 15 kap. 1 § aktiebolagslagen och 16 kap. 1 § försäkringsrörelselagen, och det faktum att möjlighet föreligger att väcka talan med stöd av allmänna skadeståndsrättsliga principer, måste de svenska reglerna anses uppfylla de krav som prospekt direktivet ställer. Detta bör även vara fallet avseende direktivets bestämmelse om civilrättsligt ansvar för sammanfattningen.

Det finns därför inte någon skyldighet att införa nya regler om ansvar för fel eller brister i Sverige för att prospekt direktivet skall anses genomfört i denna del. Utredningen har således möjlighet att förutsättningslöst pröva huruvida skäl föreligger att utvidga det lagreglerade ansvaret eller föreslå andra åtgärder.

1.3 Några utgångspunkter för sanktionsbestämmelser

Under senare tid har förtroendets värde för de finansiella marknaderna uppmärksamrats alltmer. Förtroendekommissionen diskuterade förtroendets betydelse för samhällsekonomin i stort och konstaterade att förekomsten av förtroende (eller stort socialt kapital) har stor betydelse för ett lands välstånd.⁷ Högt förtroende mellan aktörerna ger lägre transaktionskostnader eftersom de då enklare kan göra affärer med varandra.

Förtroendet för de finansiella marknaderna har ett oomtvistat stort värde. De produkter som handlas är ofta så komplexa att det krävs att de som tar fram olika produkter har investerarnas förtroende. Skulle producenterna vid var tid behöva förklara produkternas närmare innebörd och hur transaktionerna går till, skulle inte de finansiella marknaderna kunna fungera som de gör idag. Människor förlitar sig på att de konto- eller värdebesked som de erhåller är korrekta och att de transaktioner som de genomför utförs på ett korrekt och rimligt effektivt sätt. Utan förtroende för det finansiella systemet skulle ekonomin förlora stort i effektivitet.

Resonemanget i föregående stycke har även betydelse beträffande regelverket om prospekt. I utredningens delbetänkande

⁷SOU 2004:47, 2 kap, Förtroendets värde.

redogjordes för utgångspunkten för prospektregleringen.⁸ Det konstaterades att syftet med regleringen – som nämns i prospekt-direktivets ingress – är att garantera skydd för investerarna och marknadseffektivitet.⁹ Bestämmelser om informationskrav syftar bl.a. till att begränsa det informationsövertag som emittenter har gentemot investerare. Informationen kan dock aldrig bli så fullständig att den inte förutsätter kunskaper från läsaren eller gör att marknadernas effektivitet går förlorad. De informationskrav som uppställs avseende innehållet i ett prospekt har således inte som syfte att skydda investerarna från att göra dåliga affärer. Kraven skall få till följd att investerare kan göra sina överväganden på grundval av tillförlitlig information.

Även om informationen är aldrig så fullständig i ett prospekt så behöver investeraren ha förtroende för de aktörer, förutom emittenten eller säljaren, som står bakom ett erbjudande eller en notering. I de flesta fall när ett erbjudande lämnas till allmänheten eller en notering sker har emittenten eller säljaren rådgivare som biträder vid upprättandet av prospektet. Förtroende för dessa är viktigt för investeringsbeslutet.

I sammanhanget bör även beaktas att det är betydligt svårare att sälja ett värdepapper till allmänheten om det saknas förtroende för emittenten, säljaren eller rådgivaren än om det finns ett förtroende. Om förtroende för emittenten, säljaren eller rådgivaren saknas eller är skadat torde detta få till följd att antingen priset på de aktuella finansiella instrumenten sätts lägre än vad som annars skulle ha varit fallet, eller att erbjudandet misslyckas. Och om förtroende saknas för rådgivaren byts denne sannolikt ut.

För den som emitterar eller säljer finansiella instrument eller medverkar vid upprättandet av ett prospekt är det således bättre att det finns ett allmänt förtroende för det sätt som kapitalmarknaden fungerar, än om ett sådant förtroende inte finns. Det gör det enklare att lämna ett erbjudande till allmänheten och underlättar kapitalanskaffningen, vilket är bra såväl för den som lämnar ett erbjudande som för samhällsekonomin. Värdet av förtroendet av erbjudandet till allmänheten bör därför inte underskattas och är väl värt att uppmärksammas vid en prövning om särskilda ansvarsbestämmelser om fel eller brister i prospekt bör införas.

⁸ SOU 2004:95 s. 83 f.

⁹ Ingressats 10

1.3.1 Förtroende och sanktioner

Som anförts i föregående avsnitt har det förtroendekapital som byggs upp på de finansiella marknaderna ett värde för samtliga aktörer på marknaden. Om någon missbrukar förtroendet drabbar det inte enbart den enskilde aktören utan även övriga aktörer på marknaden, eftersom aktörerna på de finansiella marknaderna ofta betraktas som en enhetlig grupp. Vissa aktörer har mer förtroende än andra hos investerarna, men aktörerna drabbas alla mer eller mindre vid förtroendekriser. Därmed har de också ett kollektivt intresse och ansvar för att upprätthålla förtroendet.

Det har visat sig att förtroende i många fall inte kan upprätthållas enbart av aktörerna. Även de regler och föreskrifter som omgärdar de finansiella marknaderna har betydelse. Staten kan sägas tillhandahålla en infrastruktur för finansiella tjänster där reglerna syftar till att främja ett stabilt system med transparenta produkter till konsumenternas nytta. Dessa bestämmelser utgör emellertid bara en grund för att systemet skall kunna fungera. Varje detalj i aktörernas mellanhavanden är inte möjlig eller ändamålsenlig att reglera. Transaktionerna och produktionen av finansiella tjänster måste därför även bygga på att förtroende föreligger mellan aktörerna.

Ett exempel på en viktig reglering som staten kan tillhandahålla är sanktionsbestämmelser. Dessa syftar till att skydda aktörerna genom att se till att de har rätt att utkräva ansvar från den som begått fel. Sådana bestämmelser blir extra viktiga när inslaget av förtroende är stort. Om den enskilde aktören har mycket att vinna på att svika förtroendet är det fullt rationellt att aktören gör så om det inte finns någon risk för sanktioner. En enskild aktör kan nämligen anse det vara värt att svika förtroendet i det fall denna åtgärd ger tillräcklig ekonomisk vinning. För att undvika eller minska kostnaderna för ett sådant agerande bör sanktioner vara en del av regleringen. Ett av de intressen som regleringar och tillsyn har att värna måste vara att förhindra att företag noterar sig publikt och skaffar sig marknadsfinansiering på felaktiga premisser genom felaktig eller tillrättalagd information.¹⁰

Eftersom de finansiella aktörerna har ett kollektivt ansvar för de finansiella marknadernas funktion och förtroende bör det vara förenat med kostnader att förbruka förtroendet, eftersom ett sådant agerande skadar andra. Priset för att svika förtroendet skall

¹⁰ Jfr SOU 2004:47 s. 310.

helst vara så högt att aktören kan förväntas göra sitt yttersta för att undvika att hamna i en sådan situation. Samtidigt får priset inte vara så högt att aktörerna som utsätter sig för risken att bli stämda inte vågar agera på marknaderna. Bestämmelserna om sanktioner bör därför vara utformade så att aktörerna anser att de är väl avvägda.

I prospektsammanhang bör detta innebära att aktörer som gentemot investerare på något sätt använder sig av det förtroende som gemensamt är uppbyggt på marknaderna också kan drabbas av sanktioner. Vid upprättandet av ett prospekt har de professionella rådgivare som medverkar en viktig roll. Även dessa är beroende av att det finns ett förtroende för kapitalmarknaden. Finns inte ett sådant ansvar blir uppdragen färre och detta påverkar rådgivarnas möjligheter till intäkter. En naturlig utgångspunkt vid en reglering av frågan om ansvar för fel eller brister i ett prospekt bör därför vara att de rådgivare som investerare har anledning att sätta sin tillit till skall kunna ställas till svars om deras medverkan bidrar till att förtroendet missbrukas.

Vid utformningen av regelverket bör det emellertid förutsättas att mottagare av prospekt är medvetna om att de befinner sig i en situation, där en emittent eller en säljare vill erhålla en så hög ersättning som möjligt. Transaktioner och affärer på de finansiella marknaderna skiljer sig i detta avseende inte från andra köp- och säljsituationer som konsumenter och investerare möter i andra sammanhang i det dagliga livet. Regleringen bör således inte innefatta en friskrivning av investerares allmänna skyldighet att inta en granskande hållning till affärer på de finansiella marknaderna. Investerare skall alltså förutsättas läsa prospekten innan de fattar ett investeringsbeslut. Och de skall kunna lita på innehållet, utan att behöva göra egna undersökningar.

2 Utländsk rätt

2.1 Inledning

Av intresse för utredningens överväganden är vilket ansvar som i andra länder kan åläggas emittent, säljare och den som medverkar vid upprättande av ett prospekt. Utredningen har därför inhämtat uppgifter om utländsk rätt rörande prospektansvar. De länder som granskats är de övriga 14 europeiska stater förutom Sverige som var medlemmar i EU före den 1 maj 2004, samt Norge, Schweiz och USA.¹ Utredningen har valt att i vissa avsnitt ge en mer detaljerad bild av gällande rätt i Storbritannien, Tyskland och USA.²

Av nödvändighet är genomgången summarisk i vissa delar. Det centrala är att ge en bild av hur olika länder har löst de problemställningar som finns beträffande prospektansvaret, snarare än att exakt återge regelverket i enskilda länder. För överskådlighetens skull har kapitlet delats in i avsnitt som knyter an till kommande kapitel i betänkandet.

2.2 Allmänt om de nationella regelverken

I samtliga länder som har undersökts kan fel och brister i prospekt få till följd att ett skadeståndsansvar kan utkrävas. I ungefär hälften av länderna (Grekland, Irland, Portugal, Schweiz, Storbritannien, Tyskland, USA och Österrike) finns särskilda bestämmelser som

¹ Utredningen har beträffande gällande rätt i andra länder haft kontakt med nationella experter samt tillgång till en nyligen utgiven bok av Klaus J. Hopt och Hans-Christoph Voigt, *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung – Recht und Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA*. Ett särskilt tack riktas till Anna-Katarina Zechner, som varit utredningen behjälplig med översättning av delar av boken, samt George Goulding, Partner, Slaughter and May, och Bertil Lundqvist, Partner, Skadden, Arps, Slater, Meagher & Flom LLP.

² Uppgifterna avseende gällande rätt i Tyskland och USA är delvis hämtade från Catarina af Sandebergs avhandling *Prospektansvaret* och har tagits in i slutbetänkandet med författarens tillstånd.

reglerar ansvarsfrågan för fel och brister i prospekt. Bestämmelserna har ofta tagits in i lagar som reglerar börsverksamhet eller värdepappersrörelse. I Belgien, Danmark, Finland, Frankrike, Italien, Luxemburg och Spanien tillämpas i stället allmänna skadeståndsrättsliga principer eller allmän avtalsrätt.

I Nederländerna betraktas prospekt som en form av annonsering och omfattas därför av det utomobligatoriska skadeståndsansvaret för vilseledande annonsering.

Utgångspunkten för alla rättssystem är att fel eller brist i ett prospekt föreligger om oriktig eller ofullständig information har lämnats. Det läggs särskild vikt vid vilket helhetsintryck som prospektet ger till investerarna. Generellt kan ett skadeståndsansvar bara grundas på oriktig eller ofullständig information som är av betydelse vid bedömningen av emittenten eller de värdepapper som ges ut.

2.2.1 Storbritannien

Av Section 79 (3) i Financial Services and Markets Act av år 2000 ("FSMA") framgår att de personer som har ett uttryckligt ansvar för fel eller brister i ett prospekt skall anges i en förordning. Den förordning som specificerar ansvarssubjekten är FSMA 2000, Official Listing of Securities Regulations 2001. Av Regulation 6(1) framgår att de personer som uttryckligen är ansvariga för ett prospekt är:

- i) emittenten;
- ii) samtliga styrelseledamöter för emittenten;
- iii) varje person som har lämnat sitt medgivande till att nämnas, och har nämnts, i prospektet som styrelseledamot eller som har samtyckt till att bli styrelseledamot för emittenten;
- iv) varje person som accepterar, och i prospektet anges ha accepterat, ansvar för prospektet; samt
- v) varje person som har godkänt innehållet i prospektet.

För ansvar förutsätts vårdslöshet. Av Regulation 6(3) framgår att när någon åtar sig ansvar för ett prospekt eller godkänner dess innehåll, kan denne ange att han bara gör detta för specificerade delar av prospektet, eller endast i vissa specifika avseenden. Vid sådant förhållande är han bara ansvarig i den utsträckning som

anges och bara om materialet i fråga ingår, eller i allt väsentligt ingår, i den form och det sammanhang som han har lämnat sitt medgivande till.

I Regulation 6(4) anges att innehållet i förordningen inte skall tolkas på så sätt att en person blir ansvarig för ett prospekt på grund av att han i egenskap av professionell yrkesutövare ger råd i fråga om dess innehåll.

Schedule 10 till FSMA anger vissa undantag från ansvar. Undantagen gäller normalt i det fall en person, som annars skulle vara ansvarig enligt Section 90(1) i FSMA, efter att ha gjort sådana eventuella efterforskningar som kan anses rimliga, hade anledning anta att informationen var sann och inte vilseledande eller att det var korrekt att utelämna den uppgift vars utelämnande orsakade förlusten. I Regulation 10(2) anges ett undantag från ansvar när den som lämnar ett utförsäljningserbjudande lämnar detta samtidigt som emittenten lämnar ett erbjudande, och prospektet huvudsakligen upprättats av emittenten eller av en eller flera personer som ombud för emittenten.

Ansvar kan föreligga även på annan grund än bestämmelserna i FSMA, exempelvis vid "negligent mis-statement". I rättsfallet *Hedley Byrne & Co. Ltd. V Heller & Partners Ltd.* ([1964] AC 465), slogs fast att en person som lämnar en uppgift i vissa fall ansvarar för uppgiften gentemot en person som satt sin tillit till uppgiften och lidit förlust på grund av uppgiften. Rättsfallet anses ha betydelse även avseende prospektansvaret. För att detta ansvar skall uppkomma i en prospektsituation måste det finnas ett samband mellan de åligganden som de ansvariga för ett prospekt har, och den transaktion den skadelidande har genomfört. Genom att vara ansvarig för innehållet i ett prospekt uppstår ett ansvar för lämnade uppgifter gentemot personer som litar på uppgifter i prospektet och lider förlust, om förlusten var en rimligt förutsebar följd av felaktiga eller bristfälliga uppgifter i ett prospekt.

Andra ansvarsgrunder kan exempelvis vara "fraudulent misrepresentation or deceit", "contractual misrepresentation", "the Misrepresentation Act 1967", och "breach of statutory duty".

Det bör noteras att personer som kräver ersättning enligt FSMA inte måste påvisa att de har förvärvat värdepapper efter att ha satt sin tillit till innehållet i ett prospekt eller någon viss del av det. De behöver endast visa att det aktuella felet eller utelämnandet av informationen orsakade deras förlust, till exempel att de inte skulle

ha köpt aktierna eller skulle ha köpt dem till ett lägre pris, om felet eller utelämnandet hade varit allmänt känt.

2.2.2 Tyskland

Värdepappersmarknaden i Tyskland är reglerad främst genom federal lagstiftning. Bestämmelser om bl.a. prospektansvar återfinns i Börsengesetz ("BörsG"), som trädde i kraft 1998 och ändrats vid flera tillfällen därefter. Lagen reglerar ansvar för prospekt som upprättas vid notering av värdepapper på en reglerad marknad. Aktieägare, borgenärer eller annan tredje man som vilseletts av felaktiga eller bristfälliga uppgifter i ett prospekt kan framföra yrkande om ersättning med stöd av 44 § BörsG.

Av 44 § BörsG framgår att ansvar kan utkrävas av alla som undertecknat prospektet eller på annat sätt varit delaktiga i emissionen eller offentliggörande av prospektet. Syftet är att ansvar även skall kunna åläggas personer som av affärsintresse initierat emissionen. 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. För ansvar förutsätts uppsåt eller grov vårdslöshet.

Vid upprättande av prospekt vid erbjudanden till allmänheten i det fall en notering inte görs regleras ansvaret i 13 § Verkaufsprospektgesetz, vars innehåll motsvarar innehållet i 44 § BörsG.

Rekvisit för ansvar

För att den skadelidande skall ha rätt till skadestånd eller hävning skall denne ha förvärvat värdepapper i anslutning till offentliggörandet av ett prospekt som innehållit vilseledande eller bristfälliga uppgifter. Orsakssamband skall sålunda föreligga mellan de vilseledande eller bristfälliga uppgifterna och den uppkomna skadan. Tidigare lagstiftning uppställde ett krav på att den skadelidande hyst tillit till uppgiften vid investeringsbeslutet. När reglerna ändrades 1998 togs kravet på tillit bort, och den skadelidande behöver således inte visa att han eller hon vid investeringsbeslutet förlitat sig på uppgifterna i prospektet.

Frågan om tillit prövades i rättsfallet BGH 1.07.1998.³ I rättsfallet ålades ett emissionsinstitut ansvar gentemot en skadelidande investerare. I prospektet saknades uppgift om att en juridisk tvist var under uppsegling i det bolag vars aktier prospektet gällde. Emissionsinstitutet invände att man inte undertecknat prospektet, samt att det inte visats att kausalitet förelåg mellan de bristfälliga uppgifterna och kärandens investeringsbeslut. Domstolen underströk att ett emissionsinstitut kan åläggas ansvar oavsett om detta undertecknat prospektet eller inte. Vidare menade domstolen att orsakssamband mellan uppgifter i prospektet och investeringsbeslutet presumeras så länge det finns vad man i Tyskland kallar *Anlagenstimmung*, dock högst tolv månader efter det att prospektet har offentliggjorts.

Befrielse från ansvar

I 45 § BörsG anges omständigheter som kan få till följd att den som är ansvarig för prospektet befrias från ansvar. Ansvar skall inte åläggas ansvarssubjektet om detta kan visa att det inte haft kunskap om eller bort ha kunskap om den vilseledande eller bristfälliga informationen. Ansvar föreligger inte heller i det fall värdepapperen inte förvärvats med prospektet som grund, förlusten är hänförlig till värdeminskning på grund av andra förhållanden än den vilseledande eller bristfälliga informationen, förvärvaren kände till att informationen var vilseledande eller bristfällig, eller rättelse av informationen har offentliggjorts. Rättelse av vilseledande eller bristfällig information genom ett offentliggörande medför att den som efter rättelsen förvärvat värdepappret inte kan utkräva ansvar oavsett om han eller hon känt till rättelsen eller inte.

2.2.3 USA

I USA kan ansvar för felaktig eller utelämnad information i prospekt åläggas med stöd av lagstiftning och annan reglering på värdepappersområdet samt med stöd av common law. Regleringen av den amerikanska värdepappersmarknaden utgör en kombination av federal lagstiftning, regler tillkomna genom beslut av the Securities Exchange Commission ("SEC"), delstatlig reglering och regler

³ (XI ZR 173/97) BGHE 139, 225.

beslutade av självreglerande organ. Den federala lagstiftningen tillkom på 1930-talet under intryck av finansiella kriser och funktionsbrister på marknaden. Regleringen ställer mycket höga krav på marknadsaktörer med skyddet för investerarna som huvudsakligt syfte. De höga krav som uppställs för informationsgivning avser således att skydda investerarna genom att säkra en riktig prisbildning på värdepapper. Så gott som all handel innehåller element som medför att den federala lagstiftningen blir tillämplig. Som nämnts ovan förekommer även reglering av värdepappersmarknaden på delstatlig nivå, s.k. *Blue Sky regulation* eller *Blue Sky statutes*.⁴ De flesta delstater har antagit en s.k. Uniform Securities Act, vilken har till syfte att harmonisera den delstatliga lagstiftningen på värdepappersmarknadens område.

Securities Act

Securities Act är tillämplig vid handel i samband med emission av värdepapper. Lagen trädde i kraft 1933. I Section 6 görs en uppräkningslista av de ansvarssubjekt som skall underteckna de registreringshandlingar som inges till SEC. Dessa ansvarssubjekt kan som framgår nedan åläggas ansvar för felaktig eller utelämnad information i de handlingar som har ingivits. De ansvarssubjekt som skall underteckna registreringshandlingarna är emittenten, de personer hos emittenten som är huvudsakligen ansvariga för den dagliga verksamheten (the principal executive officer or officers), emittentens ekonomichef, dess controller eller principal accounting officer samt en majoritet av styrelseledamöterna eller personer som utövar motsvarande funktioner. Om det är en utländsk emittent skall registreringshandlingarna undertecknas av en behörig representant för emittenten i USA.

Ansvar enligt Section 11

I Section 11 regleras ansvaret för felaktig eller utelämnad uppgift i registreringshandlingarna, inklusive den information som offentliggjorts i prospektet. Section 11 ger en förvärvare av värdepapper rätt att väcka talan om skadestånd om väsentlig information i registreringshandlingarna varit felaktig eller utelämnad. Med stöd av

⁴ 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".

Section 22 (a) har käranden möjlighet att välja om han eller hon vill anhängiggöra tvisten i federal eller delstatlig domstol.

De ansvarssubjekt som anges i Section 11 är (i) varje person som undertecknat registreringshandlingarna, (ii) varje person som var director hos emittenten (eller person som utför motsvarande uppgifter) vid tidpunkten för ingivandet av den del av registreringshandlingarna som ansvaret avser, (iii) varje person som har godkänt att i registreringshandlingarna anges som director eller blivande director (eller person som utför motsvarande uppgifter), (iv) varje revisor, ingenjör, värderingsman eller annan expert som medgivit att det i registreringshandlingarna angetts att han eller hon deltagit i föreberedelser eller till någon del intygat innehållet i registreringshandlingarna eller rapport som används i samband med registreringshandlingarna, samt (v) varje underwriter till sådana värdepapper som omfattas av registreringshandlingarna. Av Section 15 framgår att personer som utövar ett bestämmande inflytande över något av de angivna ansvarssubjekteten också kan bli ansvariga. Sådant ansvar inträder dock inte om den aktuella personen ”had no knowledge of or reasonable ground to believe in the existence of the facts by reason of which the liability of the controlled person is alleged to exist”.

Enligt Section 11 har varje person som förvärvat värdepapper vars värde påverkats av den felaktiga eller utelämnade informationen rätt till ersättning. Förvärvet behöver således inte ha skett i anslutning till ifrågavarande emission, utan rätten tillkommer även köpare på sekundärmarknaden. Käranden måste kunna visa att de förvärvade värdepapperna hänför sig till det aktuella erbjudandet där antingen felaktig information lämnats eller erforderlig information utelämnats.

Ansvarssubjekten har ett solidariskt ansvar, vilket innebär att den skadelidande kan välja att rikta hela sitt anspråk mot vem som helst av dessa. Undantag görs för en expert, eftersom denne endast ansvarar för den information han på ett eller annat sätt åtagit sig ansvar för, samt för en outside director. I Section 11(f) anges att en outside director kan åläggas solidariskt ansvar endast om denne varit medveten om att överträdelse skett, dvs. överträdelsen har varit uppsåtlig från hans sida. Saknas uppsåt kan ansvar endast åläggas en outside director ”solely to the portion of the judgement that corresponds to (his) percentage of responsibility.” Ansvaret för en s.k. underwriter begränsas till det belopp denne utfäst sig att betala till emittenten.

I Section 11(b) finns en regel som ger svaranden möjlighet att undgå ansvar genom att åberopa s.k. affirmative defenses. Denna möjlighet finns dock inte för emittenten. Övriga ansvarssubjekt kan dock invända att förvärvaren varit medveten om felaktigheten vid tidpunkten för förvärvet eller att kursnedgången berott på andra faktorer än den felaktiga eller utelämnade informationen. Ansvarssubjekten kan även undgå ansvar genom att visa att de uppfyllt sin undersökningsplikt i fråga om den information de medverkat till att förmedla, s.k. due diligence defence. Således kan ett ansvarssubjekt undgå ansvar om det kan visa att det efter en tillfredsställande undersökning hade anledning att förlita sig på, och verkligen förlitade sig på, att dokumenten inte innehöll felaktiga uppgifter eller att information utelämnats.

I Section 11(c) stadgas att vid bedömningen av vad som skall utgöra en tillfredsställande undersökning skall utgångspunkten vara den undersökning som bör utföras av "a prudent man in the management of his own property".

Rekvisit för ansvar enligt Section 11

För att bli ersättningsberättigad enligt Section 11 måste kändanden, utöver vad som anförts ovan, visa att registreringshandlingarna innehållit felaktig information eller utelämnat information, felet eller utelämnandet har viss grad av väsentlighet, samt att han eller hon har åsamkats förlust.

Ansvar enligt Section 12

I Section 12 finns ytterligare bestämmelser som reglerar ansvar vid försäljning av såväl registrerade som icke-registrerade värdepapper. Enligt bestämmelserna kan ansvar uppkomma dels om erbjudandet eller försäljning av värdepapper har ägt rum trots att ett formellt fel var begånget, dels om felaktig information lämnats eller erforderlig information utelämnats i samband med erbjudande eller försäljning av värdepapper.

Till skillnad från Section 11 är ansvaret enligt Section 12 begränsat till de personer som "offers or sells" de aktuella värdepapperna. Även här kan dock Section 15 bli tillämplig. Regeln har i praxis utvidgats till att omfatta samtliga personer som kan ha ett ekonomiskt intresse av försäljningen. I exempelvis *Pinter v Dabl* 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.⁵

För att erhålla ersättning enligt Section 12(a)(1) behöver käranden endast grunda sitt yrkande på att han eller hon förvärvat värdepapperen trots att de formella kraven inte var uppfyllda. Bevisbördan övergår därefter till svaranden, som har att visa att de formella kraven var uppfyllda, eller att förvärvet var undantaget från registreringskyldighet. Svaranden kan undgå ansvar om han kan visa att han inte hade kännedom om och "in the exercise of reasonable care" inte kunde ha haft kännedom om att formkraven inte varit uppfyllda när värdepapperet tecknades eller såldes.

I Section 12(a)(2) regleras ansvaret för felaktig eller utelämnad muntlig eller skriftlig information i samband med erbjudande och försäljning av värdepapper. Högsta domstolen i USA, Supreme Court, har slagit 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. Ansvaret gäller enligt stadgandet "any person who offers or sells a security...". Att ansvaret är begränsat till "any person" har exempelvis i *Collins v Signetics*⁶ 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).

Rekvisit för ansvar enligt Section 12

Ansvar åläggs part vid oaktsamhet, dvs. ansvarssubjektet kan undgå ansvar om detta visat "reasonable care". Part kan försvara sig genom att visa att han eller hon inte haft kännedom om att informationen varit felaktig eller att erforderlig information utelämnats. 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. Det finns dock exempel i rättspraxis där domstolen ställt krav på

⁵ *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 Glenss, Inc.*, 876 F.2d 507 (1989), Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 94,540.

⁶ *Collins v Signetics*, 605 F.2d 110 (3d Cir. Pa. 1979), Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 97,110, 56 A.L.R. Fed. 649.

att ansvarssubjektet skall ha vidtagit viss due diligence, dvs. försäkrat sig om att uppgivna förhållanden överensstämmer med de verkliga. I exempelvis *John Nuveen & Co. v. Sanders*⁷ ålades ett emissionsinstitut ansvar för att man inte tillräckligt noga undersökt de finansiella uppgifter emittentbolaget tillsammans med sina revisorer tillhandahållit, vilka sedermera visat sig innehålla uppsåtligt vilseledande uppgifter.

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 ett erbjudande om försäljning av värdepapper. Section 17 stadgar sålunda ansvar för "fraudent" lämnande av bristfälliga uppgifter, dvs. de bristfälliga uppgifterna skall för att vara ansvarsgrundade ha lämnats uppsåtligt.

Securities Exchange Act

Ett år efter införandet av Securities Act utvidgades investerarskyddet till att i större utsträckning omfatta även sekundärmarknadstransaktioner. Vidare ålades ansvar för andra aktörer än de som varit direkt engagerade i registrering och offentliggörande av en emission. Detta skedde genom införandet av Securities Exchange Act.

Ansvar enligt Rule 10b-5

Den regel som oftast åberopas i skadeståndsprocesser rörande värdepapper eller bristfällig information, exempelvis i prospekt eller uttalanden i massmedia, återfinns i Section 10b-5. Bestämmelsen föreskriver ansvar vid fraud, dvs. bedrägeri. 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.⁸ Vid prövning om ett enskilt anspråk skall tillåtas tillämpas en form av normskydds-

⁷ *John Nuveen & Co. v. Sanders*, 450 U.S. 1005 (1981), 68 L. Ed. 2d 210, 101 S. Ct. 1719 på s 1009 ff.

⁸ Första gången en domstol tillerkände en kärande rätt att med stöd av Rule 10b-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.

prövning, dvs. kändanden måste tillhöra den grupp som lagstiftningen avsett erbjuda ett särskilt skydd.

Rule 10 b-5 har följande lydelse:

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,

(1) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,

(2) 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

(3) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.

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 Securities Act. Regeln föreskriver ansvar för "any person". Ansvarssubjekt kan vara såväl emittent, emissionsinstitut, revisor som någon annan person som varit inblandad i transaktionen. Exempelvis kan arbetsgivare åläggas ansvar för den handling i strid med Rule 10b-5 en anställd utfört inom ramen för sin tjänst. Av Section 20 (a) framgår att personer som har ett bestämmande inflytande över något av ansvarssubjekten kan bli ansvariga.

Rekvisit för ansvar enligt Rule 10b-5

Inte heller i 10b-5 anges vilka rekvisit som skall vara uppfyllda för att ansvar skall kunna ådömas ett ansvarssubjekt, 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 10b-5 tillämpas stränga krav på bevisning, varvid följande rekvisit skall vara uppfyllda: Vilseledande uppgift skall ha förekommit, ansvarssubjektet skall ha agerat uppsåtligt, eller med grov vårdslöshet, uppgiften skall uppfylla kraven på väsentlighet, kändanden skall ha åsamkats en förlust och det skall föreligga orsakssamband mellan den vilseledande uppgiften och förlusten. Vissa domstolar ställer även upp krav på att tillitsrekvisitet är uppfyllt, dvs. kändanden skall även visa

att hans investeringsbeslut grundats på den vilseledande eller bristfälliga uppgiften.

Supreme Court har slagit fast att för att ansvar skall föreligga enligt Rule 10b-5 krävs scienter, dvs. uppsåt.⁹ 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."¹⁰ Trots detta har kravet på scienter i en rad rättsfall frångåtts. Bl.a. har i ovan nämnda *Sanders v. John Nuveen recklessness, vårdslöshet, ansetts vara tillräcklig grund för att ansvar skall kunna åläggas det aktuella ansvarssubjektet.*

2.3 Kretsen av ersättningsberättigade

När ett prospekt är felaktigt eller bristfälligt kan de skadelidande ha förvärvat de värdepapper som berörs i prospektet på primär- eller sekundärmarknaden. Det kan konstateras att den krets av personer som är ersättningsberättigad har bestämts på olika sätt i de undersökta länderna. Främst skiljer man på den krets av personer som tecknat värdepapper vid primäremissionen eller genom ett utförsäljningserbjudande och den krets som förvärvat värdepapper på andrahandsmarknaden. I en del fall kan ett erbjudande omfatta såväl nyemitterade värdepapper som sådana som redan har givits ut. Det kan röra sig om en nyemission i ett bolag som redan är noterat eller att en stor ägare säljer ut hela eller delar av sitt innehav i ett noterat bolag. I sådana fall finns det redan innan erbjudandet aktier att tillgå för allmänheten. I andra fall när exempelvis värdepapper som emitterats av ett företag tas upp till handel för första gången kan redan utgivna värdepapper vara få.

I de rättssystem som undersökts är den som tecknat värdepapper vid en primäremission som riktats till allmänheten alltid ersättningsberättigad, vid fel eller brister i ett prospekt. Generellt föreligger det inget krav på att denne alltjämt äger värdepapperen när talan väcks. Även dem som förvärvat värdepapper på andrahandsmarknaden anses i de flesta rättsordningarna vara ersättningsberättigade, om dessa kan visa att köpet har ett samband med erbjudandet.

⁹ *In re Aaron v. SEC*, 446 U.S. 680 s. 690 (1980), *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, (1976).

¹⁰ *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185 (1976), [1975-1976 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 95,479.

Bevisbördan anses dock svårare att uppfylla ju längre tid som gått mellan erbjudandet och förvärvet. Tyskland har som framgår nedan en särskild regel som anger inom vilken tidsperiod ett värdepapper måste ha förvärvats för att förvärvaren skall vara taleberättigad. I Spanien synes tidsbegränsningen vara ännu snävare för denna grupp. Såvitt utredningen har kunnat finna är det dock endast i Grekland som kretsen uttryckligen begränsats till de personer som deltagit i primäremissionen.

Storbritannien

I Storbritannien finns inga särskilda bestämmelser i lag som begränsar kretsen av ersättningsberättigade. I rättspraxis finns exempel på fall där inte bara de som förvärvat värdepapper i primäremissionen utan även senare köpare av emittentens värdepapper har kunnat kräva ersättning från de ansvariga för prospektet, se exempelvis *Possfund Custodian Trustee Ltd v Diamond* ([1996] 2 All ER 774). I rättsfallet slogs fast att om de som är ansvariga för ett prospekt har givit en felaktig bild av ett företags finansiella ställning och de visste att de värdepapper som behandlades i prospektet skulle handlas på en marknad för icke börsnoterade värdepapper, så är de skyldiga att ersätta dem som har drabbats av förluster till följd av att de har köpt icke nyemitterade aktier i rimlig förlitan på prospektet. Denna dom avgjordes efter det tidigare fallet *Al-Nakib Investments (Jersey) Ltd v Longcroft* ([1990] 3 All ER 321), där utgången blev den motsatta.

I *Public Offers of Securities Regulations 1995* ("POS Regulations") finns bestämmelser som synes klargöra att de som är ansvariga för ett prospekt även har ett ansvar mot de personer som förvärvat värdepapper på andrahandsmarknaden. I 14(1) i POS Regulations anges att den som är ansvarig för ett prospekt eller tillägg till prospekt skall vara skyldiga att betala ersättning till en person som har förvärvat de värdepapper som prospektet gäller och som har drabbats av förlust till följd av osann eller vilseledande information i prospektet, eller för att information som krävs har utelämnats.

Tyskland

I Tyskland är endast de personer taleberättigade som förvärvat värdepapper i primäremissionen eller förvärvat värdepapper av samma slag inom sex månader efter det att värdepapperet noterades, alternativt ett erbjudande lämnades till allmänheten. Denna regel, som tidigare tillämpats i praxis, kodifierades 1998. Som skäl för regeln har bl.a. anförts att ett prospekt anses utgöra underlag för ett investeringsbeslut under en begränsad tid och att tidsperioden skall balansera det faktum att ersättningsbeloppet kan komma att överstiga emissionsbeloppet.

USA

Med stöd av Securities Act och Securities Exchange Act kan en skadelidande investerare, dvs. även den som förvärvat värdepapper på andrahandsmarknaden, i praktiken kräva ersättning från vem som helst som varit inblandad i ett erbjudande om försäljning av värdepapper. Möjlighet ges för vissa potentiella ansvarssubjekt att undgå ansvar genom att visa att de vidtagit tillräckliga åtgärder för att försäkra sig om att de lämnade uppgifterna varit korrekta och att erforderliga uppgifter inte utelämnats. Detta är dock inte fallet beträffande emittentbolaget som därigenom har ålagts 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 väcka en grupptalan ett omfattande processande rörande ansvar för felaktig eller utelämnad 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.¹¹

2.4 Ansvar för emittenter och säljare

I de flesta länder ansvarar emittenten för prospektets utformning och att det upprättas, och blir därmed också potentiellt skadeståndansvarig. Emittenter och säljare synes kunna åläggas ansvar i

¹¹ Källa: Price Waterhouse Coopers Securites Litigation 1998 Study.

samtliga undersökta länder med undantag från Finland.¹² De nordiska länderna har, med hänvisning till borgenärsskyddet, traditionellt intagit en särställning i denna fråga.¹³ I andra länder är det tydligt att investerarskyddet har givits högre prioritet än borgenärsskyddet. Enligt portugisisk rätt har emittenten eller erbjudaren ett strikt ansvar. I Schweiz och Österrike omfattar juridiska personers ersättningsskyldighet dock endast bolagens fria kapital. Det bundna kapitalet kan således inte tas i anspråk för utbetalning av skadestånd till följd av fel eller brister i ett prospekt.

Ansvar för emittenter och säljare i Storbritannien, Tyskland och USA har närmare utvecklats i avsnitt 2.2.

2.5 Ansvar för organföreträdarna

I de allra flesta länderna kan organföreträdarna hållas ansvariga för innehållet i prospektet gentemot de som förvärvat värdepapper som omfattas av ett prospekt. I Schweiz måste en styrelseledamot ha medverkat vid upprättandet av prospektet för att kunna bli skadeståndsskyldig. Viss restriktiv inställning föreligger även i Österrike och Grekland.

Storbritannien

Som redogjorts för i avsnitt 2.2.2 följer av Section 79 (3) i FSMA att emittentens styrelseledamöter kan göras ansvariga för fel eller brister i ett prospekt.¹⁴ Beträffande revisorer anger dessa regelmässigt i prospektet att de tar på sig ansvar för riktigheten i viss finansiell information men att de uttryckligen fransäger sig ansvar för övriga delar av dokumentet. De brukar även fransäga sig ansvar mot andra än emittenten och "the company's members as a body". Det sätt revisorerna formulerar sina åtaganden har påverkats av ett i engelsk rätt centralt rättsfall från 1990, *Caparo v. Dickman* ([1990] 2 AC 605). I rättsfallet prövade överhuset frågan om en revisor i ett aktiebolag kunde åläggas skadeståndsansvar gentemot aktieägare.¹⁵

¹² I Finland har dock för närvarande en utredning i uppdrag att göra en översyn av ansvarsbestämmelserna.

¹³ I Danmark har det relativt nyligen, genom den s.k. Hafnia-domen, klarlagts att emittenter kan åläggas ansvar för fel eller brister i ett prospekt.

¹⁴ För en mer detaljerad genomgång av ansvar för styrelseledamöter i ett brittiskt aktiebolag hänvisas till SOU 1995:44 s. 120 ff.

¹⁵ Rättsfallet har även behandlats i SOU 1995:44 på sid 125 f.

I målet gjorde vissa aktieägare gällande att de vid ytterligare förvärv av aktier hade förlitat sig på uppgifter i ett reviderat årsbokslut, som sedermera visade sig oriktiga. I domen uttalar överhuset att en person som av vårdslöshet lämnar en oriktig uppgift kan bli skadeståndsskyldig även i utomobligatoriska förhållanden om en annan person förlitar sig på uppgiften och till följd därav lider skada, under förutsättning att uppgiftslämnaren kan anses ha en aktsamhetsplikt att undvika eller förhindra skadan. En sådan aktsamhetsplikt föreligger om det i det enskilda fallet kan fastställas att rekvisiten förutsebarhet, närhet och skälighet är uppfyllda. I det aktuella fallet ogillades talan. Domstolen ansåg att ett aktiebolags revisor, om inte särskilda omständigheter förelåg, inte hade någon aktsamhetsplikt och således inte heller något skadeståndsansvar mot några andra som tog del av revisionsberättelsen än bolaget och bolagets aktieägare som grupp. Av rättsfallet torde således följa att i det fall en revisor inte åtagit sig något ansvar för innehållet i ett prospekt gentemot någon annan kan något skadeståndsansvar normalt inte föreligga. Det bör dock noteras att även om Caparo-fallet alltså anses ha stor betydelse finns det exempel på senare rättsfall genom vilka revisorns ansvar har utvidgats gentemot tredje man. Ett sådant exempel är Royal Bank of Scotland plc v. Bannerman Johnstone Maclay ([2003] PNLR 6).

Tyskland

Bolagsledningen i det tyska Aktiengesellschaft, AG, är dualistisk, dvs. uppdelad i ett s.k. 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.

Ansvar för organledamöter inträder om det åtar sig ansvar för prospektets innehåll. Därutöver kan ansvar åläggas organledamöter med stöd av allmänna skadeståndsrättsliga regler.

Ledamöter i Aufsichtsrat kan åläggas prospektansvar endast i det fall organisationen av Vorstand inte varit tillfredsställande.

Beträffande ansvar för revisorer kan dessa åläggas ansvar om de åtagit sig ansvar för prospektet. Nyligen avgjorde Högsta domstolen

i Tyskland ett mål där en revisor blev skadeståndskyldig gentemot tredje man trots att revisorn inte åtagit sig ett sådant ansvar. Domstolen har i detta fall enligt de uppgifter utredningen inhämtat ålagt revisorn ett ansvar av närmast kontraktuell karaktär.¹⁶

USA

I amerikansk rätt 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. Ledamöterna kan vara ålagda vissa förvaltningsuppgifter och benämns då inside directors, vilket ungefär motsvarar en arbetande styrelseledamot. Outside directors har enbart en tillsynsfunktion. Outside directors har större möjlighet att undgå ansvar för organledamöters agerande för bolagets räkning än inside directors. 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.

Att organföreträdarna kan åläggas ansvar för fel eller brister i ett prospekt framgår av avsnitt 2.2.3.

2.6 Ansvar för andra personer och möjligheterna att undgå ansvar

Ansvar för andra personer som deltar vid upprättandet av ett prospekt är reglerat på olika sätt i olika länder, och i många länder synes rättsläget vara oklart. Ibland finns uttryckliga regler avseende värdepappersinstituts och experters ansvar, men ofta hänvisas till allmänna skadeståndsrättsliga principer och rättspraxis. Att medverkande personer normalt har ett ansvar som professionella yrkesutövare lyfts ofta fram som ett skäl till att ansvar kan föreligga inte bara mot uppdragsgivaren utan även mot tredje man. Beträffande värdepappersinstitut finns i samtliga länder näringsrättsliga regler som ålägger institutet ett ansvar när de medverkar vid upprättandet av ett prospekt. Enligt de uppgifter utredningen inhämtat är det i vart fall i Danmark, Norge, Storbritannien, Tyskland och USA

¹⁶ BGH NJW 2004, 1869.

tydligt att emissionsinstitut kan åläggas ett skadeståndsrättsligt ansvar gentemot investerare.¹⁷

Storbritannien

Ansvar för värdepappersinstitut

Enligt FSMA 2000 anses ett värdepappersinstitut vanligtvis ha godkänt innehållet i prospektet och anses därför vara ansvarigt för prospektet. Vissa rådgivare till emittenten, till exempel revisorer, kan uttryckligen åta sig ansvar för vissa delar i prospektet och uttryckligen frånsäga sig ansvar för resten av dokumentet. Detta alternativ föreligger normalt inte för ett medverkande värdepappersinstitut, eftersom institutet arbetar med dokumentets innehåll i dess helhet och är involverad i verifikationsprocessen avseende den information som tas in i prospektet. Institutet kan därigenom bli ansvarigt för förluster som drabbar investerare på grund av felaktig eller vilseledande information, oavsett vilken del av prospektet som felet eller bristen kan härledas till.

När ett värdepappersinstitut i Storbritannien agerar som en s.k. underwriter, brukar institutet agera på ungefär samma sätt som en börsmäklare och sälja värdepapper som ombud för emittenten eller säljaren. Detta är en skillnad mot vad som är fallet i USA, där en underwriter regelmässigt förvärvar värdepapper av emittenten och därefter säljer dem direkt till allmänheten. Syftet med systemet i Storbritannien är enligt de uppgifter utredningen inhämtat att så långt som möjligt söka undvika ansvar gentemot investerare. Men eftersom värdepappersinstitutet vanligtvis är involverat i verifieringsprocessen för uppgifter i prospektet, anses institutet ha godkänt innehållet och kan därför ändå vara ansvarigt för skada som uppstår för investerare.

Att namnet på värdepappersinstitutet anges i ett prospekt innebär inte att institutet får eller undviker ansvar. Att institutet nämns kan emellertid öka sannolikheten för att en person som investerar i värdepapper som omfattas av prospektet identifierar institutet som en person ansvarig för innehållet i detta och som en person som utöver emittenten kan åläggas ansvar.

¹⁷ Angående. rättsläget i Danmark, se Paul Krüger Andersen och Nis Jul Clausen, Börsretten, s. 181 ff. Beträffande rättsläget i Norge, se Catarina af Sandeberg, Prospektansvaret, s. 193 ff.

Ansvar för andra medverkande

Som nämnts ovan föreskrivs i Regulation 6(4) att innehållet i förordningen inte skall tolkas på så sätt att en person blir ansvarig för ett prospekt på grund av att han i egenskap av professionell yrkesutövare ger råd i fråga om dess innehåll. Under förutsättning att andra rådgivare till emittenten, exempelvis advokater, inte uttryckligen tar på sig ansvar för innehållet i ett prospekt, eller för speciella avsnitt i ett prospekt, är de således till skillnad från värdepappersinstitut inte ansvariga för förluster orsakade av felaktig eller vilseledande information i prospektet. Som anförts ovan anger revisorer regelmässigt i prospektet att de tar på sig ansvar för riktigheten i viss finansiell information och uttryckligen fransäger sig ansvar för övriga delar av dokumentet.

Friskrivningsklausuler

Det är inte möjligt att friskriva sig från ansvarsbestämmelserna i FSMA. De möjligheter som finns att undgå ansvar vid fel eller brister i ett prospekt är de som anges i Schedule 10, och som redovisats i avsnitt 2.2.1.

Tyskland

Enligt de regler som de tyska börserna uppställer är värdepappersinstitut som medverkar vid upprättandet av ett prospekt vid en notering skyldig att underteckna prospektet och åtar sig därmed ansvar för dess innehåll. Att en sådan skyldighet föreligger framgår även av 30 § BörsG. Genom åtagandet kan ansvar åläggas instituten enligt 44 § BörsG. Ett sådant åtagande är även vanligt förekommande vid erbjudanden till allmänheten.

Som redovisats i avsnitt 2.2.2 kan ett ansvarssubjekt undvika ansvar om detta kan visa att det inte haft kännedom om den vilseledande uppgiften och att det inte borde ha haft kännedom om uppgiften. Det finns dessutom vissa ytterligare grunder som möjliggör befrielse från ansvar.

I 47 BörsG stadgas att avtal om begränsning av ansvaret eller ansvarsfrihet för innehållet i prospekt är ogiltigt.

USA

Inte heller i USA finns någon möjlighet att friskriva sig från ansvarsbestämmelser i lagstiftningen.

2.7 Preskriptionsregler

Preskriptionstiden varierar mellan olika länder. Det är vanligt med en kombination av två preskriptionstider, där möjligheten att framställa krav preskriberas om någon av de två tidsfristerna inte har iakttagits. Den första tidsfristen beräknas från den tidpunkt då den skadelidande erhöll kännedom om, eller borde ha erhållit kännedom om, fel eller brister i prospektet. Den andra tidsfristen beräknas från den tidpunkt då erbjudandet lämnades till allmänheten eller värdepapper noterades.

I belgisk och grekisk rätt preskriberas skadeståndsanspråket inom fem år efter att den skadelidande fått kännedom om skadan. Tiden kan dock förlängas till 20 år. Portugal, Schweiz och Tyskland har liknande system men med betydligt kortare preskriptionstider. I Portugal preskriberas möjligheten att framställa anspråk inom sex månader efter det att investeraren fått kännedom om skadan och den som vållat skadan, men tiden kan förlängas till två år. För Tyskland är motsvarande tid ett respektive tre år. I Schweiz är den kortare preskriptionstiden också ett år men kan förlängas till som längst tio år.

I Luxemburg är preskriptionstiden för anspråk som grundar sig på ett utomobligatoriskt skadeståndsansvar 30 år, i Frankrike tio år och i Italien och Nederländerna fem år.

I Österrike räknas den treåriga preskriptionstiden från det att skadan har inträffat.

USA

I USA har det i praxis fastslagits att någon preskriptionstid inte existerar i det fall SEC för talan mot en skadevällare. Skälet till detta har angetts vara att SEC bevakar allmänhetens intressen. För civila tvister har domstolarna tillämpat olika frister fram till dess Supreme Court år 1991 fastslog att tvisten skall påbörjas inom ett år från det den bristfälliga uppgiften upptäcktes eller borde ha

upptäckts, dock senast tre år efter det att den offentliggjorts.¹⁸ Detta har sedermera kodifierats i Section 13 i Securities Act.

2.8 Skadestånd, m.m.

I samtliga länder har den skadelidande rätt till skadestånd vid fel eller brister i ett prospekt, och alla länder uppställer krav på kausalitet mellan den uppkomna skadan och fel eller brister i ett prospekt.

Möjligheten att alternativt häva ett köp eller ogiltigförklara teckning av värdepapper finns i flertalet länder, i många fall är dock denna möjlighet begränsad. I Storbritannien och USA kan transaktionen endast hävas om det finns ett avtalsrättsligt förhållande mellan den skadevållande och den skadelidande. I Österrike kan investeraren i princip välja mellan hävning eller att begära skadestånd, och har dessutom möjlighet att få ersättning för sina omkostnader.

I Belgien, Frankrike, Italien, Luxemburg, Portugal och Storbritannien skall den som är ersättningskyldig även ersätta den skadelidande för utebliven vinst. Däremot kan sådan vinst inte ersättas enligt dansk, grekisk, italiensk, schweizisk och tysk rätt. Huruvida förväntad vinst skall ersättas enligt spansk rätt är omtvistat. Nyligen har man i Portugal tagit bort motsvarande restriktion.

I bl.a. Tyskland, Storbritannien och USA tillämpas en s.k. omvänd bevisbörda. Ett ansvarssubjekt måste således bevisa att den som gjort investeringen och lidit skada inte åsamkats skadan till följd av uppgifterna i prospektet.

Storbritannien

Enligt section 90 i FSMA är en person som är ansvarig för ett prospekt skyldig att betala ersättning till en person som har:

- i) förvärvat värdepapper som prospektet gäller för; och
- ii) har lidit förlust genom förvärvet till följd av:

¹⁸ I rättsfallet *Lampf, Pleva, Lipkind, Prupis & Petigrow v Gilbertson*, 501 U.S. 350 (1991), 115 L. Ed. 2d 321, 111 S. Ct. 2773.

(a) osann eller vilseledande uppgift i prospektet; eller (b) att information som krävs enligt andra bestämmelser i FSMA har utelämnats ur prospektet.

Det bör noteras att personer med ersättningsanspråk inte måste påvisa att de satt sin tillit till uppgifter i ett prospekt eller någon viss del av det. De behöver bara visa att det relevanta felet eller bristen orsakade deras förlust, till exempel att de inte skulle ha köpt värdepapper, eller hade köpt dem till ett lägre pris, om felet eller bristen hade varit allmänt känd. Ersättning kan utgå för såväl direkt som indirekt skada.

Tyskland

Enligt tysk rätt är den ersättning som kan utgå skillnaden mellan förvärvsbeloppet och det hypotetiska pris som skulle ha gällt om den riktiga informationen hade varit känd. Om förvärvaren alltså innehar de värdepapper som tecknats eller köpts kan denne dock enligt 44 § BörsG endast använda sig av sanktionen hävning.

Investeraren skall sättas i samma läge som han eller hon skulle ha befunnit sig i om de prospektansvariga hade uppfyllt sin informationsplikt. Investeraren kan följaktligen antingen hävda att han skulle ha avstått från förvärvet vid kännedom om de faktiska omständigheterna – vilket skulle leda till köpets hävande – eller begära ersättning med ett belopp motsvarande skillnaden mellan förvärvspriset och det hypotetiska priset som skulle ha betalats om de faktiska förhållandena varit kända när prospektet offentliggjordes. Ett undantag finns dock. Framställda ersättningsanspråk får omfatta förvärvskostnader som mäklaravgift och provision.

Enligt ett tyskt *lagförslag* föreslås experter som uttryckligen åtagit sig ansvar för fel och brister i ett prospekt kunna åläggas ett skadeståndsansvar. Ansvaret begränsas dock enligt förslaget till fyra miljoner euro om inte personen har agerat uppsåtligt. Ansvarret omfattar enbart de delar av prospektet som experten har åtagit sig ansvar för.

Utöver reglerna i BörsG kan den skadelidande även, alternativt eller kumulativt, yrka ersättning med stöd av allmänna regler om ersättning vid förmögenhetsskada.¹⁹

¹⁹ Se Kleineman, J, Ren förmögenhetsskada, s 391 ff, för en utförlig redogörelse av möjligheten till ersättning för ren förmögenhetsskada i tysk rätt.

USA

I det amerikanska regelverket anges inte vilken skada investeraren kan kräva ersättning för. En domstol kan avgöra om hävning av köpet skall medges eller om den skadelidande skall kompenseras på annat sätt.

I amerikansk rätt har varje enskild skadesituation haft sin egen utvecklingslinje, inte minst beroende på att rättsutvecklingen skett genom s.k. case made law.²⁰ Trots detta har utvecklingen på många sätt resulterat i ett betraktelsesätt som är mycket likt det engelska rättssystemet. 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. 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 inte kunde visas, utan endast negligent misrepresentation, oaktsamhet, var *Glanzer v Shepard* år 1922.²¹ I det därpå följande rättsfallet *Ultramares Corp. v Touche* från 1931,²² avslogs däremot yrkandet om ersättning med stöd av vad som kommit att kallas "the floodgate argument." 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. Domstolen 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 ett kvasikontraktuellt förhållande ha förelegat, men i *Ultramares* ansåg domstolen att något sådant förhållande inte förelåg gentemot den obestämda kretsen av potentiella användare av intyget.

²⁰ En utförlig redogörelse för de olika skadesituationerna görs av Kleineman i Ren förmögenhetsskada, s 373 ff.

²¹ *Glanzer v Shepard*, 233 N.Y. 236 (1922), 135 N.E. 275, 23 A.L.R. 1425.

²² *Ultramares Corp. v Touche*, 255 N.Y. 170 (1931), 174 N.E. 441, 74 A.L.R. 1139.

Från slutet av 1950-talet finns en rad rättsfall som kom att indikera en förändrad inställning hos domstolarna vid dess bedömning av ansvaret vid utomobligatorisk förmögenhetsskada.²³ Förändringen kom ungefär samtidigt som inställningen ändrades i Storbritannien genom *Hedley Byrne v. Heller*. Rättsfallen skiljer sig dock åt när det gäller respektive domstols argumentation vid bedömning av ansvaret. Ansvaret bedöms emellertid fortfarande in casu, beroende på vilka omständigheter såsom exempelvis reliance, tillit, och foreseeability, förutsägbarhet, som är för handen. Exempelvis har i *Rusch Factors Inc. v Levin*,²⁴ där rättsfakta var snarlika förhållandena i ovan nämnda *Ultramares Corp v Touche*,²⁵ samt i *Hadden View Investment Co. v Coopers & Lybrand*²⁶ domstolen tillerkände käranden ersättning för förlust som orsakats av att en revisor förfarit vårdslöst. Domstolen har i dessa fall tagit avstånd från resonemanget i *Ultramares*, och istället 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 specifically foreseen." Har uppgiftslämnaren sålunda kunna förutse att en 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.

Om ett bolag åläggs att utge skadestånd till en aktieägare, får denne en fordran som är efterställd vanliga oprioriterade fordringar, men som har högre prioritet än övriga aktieägarers krav på skifteslikvid. Bolag kan alltså försättas i konkurs på grund av en sådan skadeståndsförpliktelse.

2.9 Ansvar för annan informationsgivning

I samtliga länder som undersökts har investerare rätt till skadestånd för skada som åsamkats dem till följd av felaktig information som lämnats av bolag vars värdepapper är föremål för handel. Ett emitentansvar finns i de flesta länder. Danmark och Finland synes inta en restriktiv inställning i denna fråga. Beträffande organledamöternas ansvar för informationsgivning synes ett sådant ansvar föreligga i så gott som samtliga länder.

²³ Se Kleineman, J., *Ren Förmögenhetsskada*, s 380 f.

²⁴ *Rusch Factors, Inc. v Levin*, 284 F. Supp. 85 (D. R. I. 1968), 1968 U.S. Dist. LEXIS 7731.

²⁵ *Ultramares Corp. v Touche*, 255 N.Y. 170 (1931), 174 N.E. 441, 74 A.L.R. 1139.

²⁶ *Hadden View Inv. Co. v Coopers & Lybrand*, 70 Ohio St 2d 154 (1982), 436 N.E. 2d 212.

Storbritannien

Om ett prospekt innehåller falsk eller vilseledande information kan den brittiska tillsynsmyndigheten Financial Services Authority hos domstol ansöka om ett föreläggande om restitution från de ansvariga för prospektet (se FSMA, Section 382). Föreläggande kan omfatta återbetalning av ersättning som emittenten erhållit till följd av felaktig eller bristfällig information som publicerats, eller ersättning till dem som har drabbats av förlust på grund av denna.

Huvudsyftet med ett restitutionsföreläggande är att de ansvariga för felaktig eller vilseledande information inte skall kunna tjäna på sitt agerande. De investerare som är direkt påverkade kan även stämma de ansvariga personligen.

3 Ansvar för emittenter, säljare och andra som upprättar ett prospekt

3.1 Gällande rätt

Fel eller brister i ett prospekt kan leda till att den som tecknar eller förvärvar finansiella instrument som berörs av prospektet betalar ett för högt pris och därigenom lider ekonomisk skada. Fråga uppkommer då om vilka möjligheter han eller hon har att utkräva skadeståndsansvar av en emittent, den som lämnat ett erbjudande till allmänheten eller den som varit skyldig att upprätta prospektet.

3.1.1 Aktiebolag

Ett aktiebolag är skyldigt att upprätta ett prospekt i olika situationer. Prospekt skall upprättas i det fall bolaget emitterar finansiella instrument och riktar ett erbjudande till allmänheten att teckna de finansiella instrumenten. Bolaget är dessutom skyldigt att upprätta ett prospekt för det fall en innehavare av fondpapper i bolaget riktar ett erbjudande till allmänheten att förvärva dessa. En skyldighet att upprätta ett prospekt föreligger även när bolaget ansöker om upptagande till handel av finansiella instrument vid en reglerad marknad. En sådan skyldighet föreligger oavsett om det i samband med upptagandet till handel sker en emission eller försäljning av fondpapper i bolaget.

Den som genom ett erbjudande till allmänheten säljer redan utgivna finansiella instrument omfattas av köplagens regler, exempelvis när ett noterat aktiebolag säljer ett innehav av aktier i ett annat noterat bolag till allmänheten. Vid en genomgång av svensk rättspraxis och doktrin framstår det emellertid som oklart om ett svenskt aktiebolag kan bli skadeståndsskyldigt på kontraktsrättslig grund gentemot sina aktieägare när aktieägarnas anspråk hänförs sig

till teckning eller förvärv av aktier eller andra fondpapper som emitterats av bolaget.¹

Som skäl för att någon skadeståndsskyldighet inte föreligger har åberopats att hänsyn bör tas till skyddet för bolagets kapital och att utbetalning till aktieägarna endast kan ske enligt aktiebolagslagens bestämmelser om vinstutdelning, nedsättning av aktiekapitalet eller reservfonden samt utskiftning vid likvidation.

Aktiebolagskommittén har föreslagit att det i likhet med vad som gäller i vissa andra länder bör bli möjligt för en aktieägare att få skadestånd av bolaget på grund av fel eller brister i prospektet. Vad Kommittén anförde i sitt slutbetänkande redovisas nedan.² Det bör dock noteras att vissa uppgifter om förhållandena på aktiemarknaden inte längre har samma aktualitet.

Behovet av en ny reglering av bolagets prospektansvar

Den svenska aktiemarknaden har under de senaste decennierna vuxit explosionsartat. För tjugo år sedan fanns endast en marknadsplats för handel i aktier, Stockholms fondbörs. Antalet aktiemarknadsbolag stannade vid 135 bolag, börsvärdet var 60 mdr kr och årsomsättningen 7,5 mdr kr. I dag är bilden en helt annan. Hundratals nya bolag har sökt sig till aktiemarknaden och nya marknadsplatser har etablerats. Närmare 400 bolags aktier är noterade på OM Stockholmsbörsen eller någon av de två auktoriserade marknadsplatserna. Bara under år 1999 introducerades närmare 60 bolag på aktiemarknaden och tillströmningen synes bli minst lika stor under år 2000. Därutöver bedrivs mer eller mindre regelbunden handel genom värdepappersinstitut i ytterligare ett hundratal bolags aktier. Aktiemarknadsbolagens sammanlagda marknadsvärde uppgår till 3700 mdr kr och omsättningen på aktiemarknaden under en enda dag är 40 procent högre än årsomsättningen för tjugo år sedan.

Ett annat och i förevarande sammanhang betydelsefullt mått på aktiemarknadens utveckling är emissionsvolymen. För tjugo år sedan, 1980, var emissionsvolymen (inkl. emissioner i samband med börsintroduktion) 0,3 mdr kr. År 1999 var emissionsvolymen 18 mdr kr.

Till bilden hör också en i flera hänseenden stark internationalisering av aktiemarknaden. Här kan räcka med att konstatera att såväl aktiehandeln över ländergränserna som det utländska ägandet i svenska aktiemarknadsbolag ökat dramatiskt. Utlandsägandet i de svenska

¹ Se bl.a. NJA 1918 s. 398, NJA 1935 s.270 och NJA 1936 s. 527, Karlgren, H., Några aktierättsliga anteckningar i anledning av några rättsfall, SvJT 1938 s. 187 ff, af Sandeberg, C., Prospektansvaret, s. 270 ff, Nials Svensk Associationsrätt, 8 u, s. 356 och Nerep, E., Aktietecknings ogiltighet och bolagets skadeståndsansvar, s. 60 ff, artikeln intagen i en skrift utgiven av Stockholm Centre for Commercial law, samt dens., Aktiebolagsrättslig analys. Ett tvärsnitt av nyckelfrågor, s. 145 ff. och 168 ff.

² SOU 2001:1 s. 262 ff.

aktiemarknadsbolagen har på mindre än ett decennium stigit från knappt 10 procent till närmare 40 procent. Bakom denna uppgång ligger huvudsakligen amerikanska och brittiska institutioners placeringar på den svenska aktiemarknaden.

Hand i hand med aktiemarknadens expansion har aktieägandet i samhället breddats. Allt fler medborgare placerar en del av sitt spar-kapital i aktier, i vissa fall genom direkt ägande, i andra fall indirekt genom försäkringsbolag, aktiefonder och andra institutioner. Ett aktiebolag som vänder sig till allmänheten för kapitalanskaffning är skyldigt att upprätta ett prospekt. Fel eller brister i ett emissionsprospekt kan medföra att aktietecknare drabbas av en ekonomisk skada i den meningen att han betalar mer för aktien än han skulle ha gjort om prospektet varit korrekt utformat. Skadestånd för sådan skada kan under vissa förutsättningar utkrävas av bolagets styrelse, om den förorsakats uppsåtligt eller av oaktsamhet. Annorlunda förhåller det sig med bolagets eget ansvar. Enligt den i doktrinen förhärskande uppfattningen kan ett aktiebolag inte på kontraktsrättslig grund bli skadeståndsskyldigt mot aktieägare eller den som i väsentlig mån är att likställa med aktieägare, när dessa personers anspråk hänförs till teckning eller förvärv av aktier eller andra fondpapper som utgivits av bolaget.

Denna åtskillnad mellan styrelsens och bolagets ansvar för fel och brister i emissionsprospekt är svår att förklara inte bara för småsparare utan för nästan alla som inte har aktiebolagsrätt som specialitet. Till bilden hör också att de skadeståndsbelopp som kan komma i fråga vid större emissioner är så höga att de knappast täcks av de ansvarsförsäkringar som styrelseledamöter kan teckna här i landet.

Det kan visserligen hävdas att den nuvarande ordningen motverkar skadeståndsprocesser som grundas på ett allmänt missnöje med att värdet på bolagets aktier inte ökat som förväntat och att det är angeläget att inte skapa en ordning som inbjuder till teckning eller köp av aktier i syfte främst att föra skadeståndstalan mot bolaget på grund av påstådda felaktigheter i den information som bolaget lämnat i samband med en emission. Samtidigt framstår det emellertid som högst otillfredsställande att bolaget självt, som med hjälp av ett missvisande prospekt dragit in kanske hundratals miljoner i nyemissionen och som just på grund av detta har betalningsförmåga, i praktiken ofta är fredat mot skadeståndsanspråk från vilseledda aktietecknare.

Såvitt avser skyddet för bolagets bundna kapital kan också anmärkas att detta i och för sig inte kan motivera ett totalförbud mot utbetalning av ersättning från bolaget till aktietecknare som lidit skada på grund av att bolaget lämnat felaktig information i samband med en emission. Från kapitalskyddssynpunkt skulle det vara tillfyllest att bolagets bundna kapital efter utbetalningen var täckt. En sådan förmedlande lösning skulle emellertid kunna innebära betydande olägenheter med bl.a. nya processer efter hand som bolaget upparbetar nytt fritt eget kapital.

I ljuset av aktiemarknadens snabba internationalisering är också av intresse att konstatera att den svenska ordningen i fråga om prospektansvar skiljer sig också från länder som vi brukar jämföra oss med i aktiemarknadsrelaterade frågor. På de ledande internationella kapitalmarknaderna, framförallt i Förenta staterna och Storbritannien, kan aktieägare få skadestånd av aktiebolaget för fel och brister i prospekt.

I Förenta staterna bär bolaget ett strikt ansvar för prospekts innehåll både vid nyemissioner och försäljningar av befintliga aktier, medan övriga medverkande parter kan undgå ansvar genom att visa att de undersökt bolagets verksamhet och övriga förhållanden samt granskat beskrivningen därav i den utsträckning som skäligen kan begäras av dem. Om bolaget åläggs utge skadestånd till en aktieägare, får denne en fordran som är efterställd vanliga oprioriterade fordringar, men har högre prioritet än övriga aktieägares krav på skifteslikvid. Bolag kan alltså försättas i konkurs på grund av en sådan skadeståndsförpliktelse.

Ett amerikanskt aktiebolag ansvarar skadeståndsrättsligt även för sin löpande informationsgivning gentemot aktieägare. Det förekommer således att aktieägare tilldöms skadestånd från bolag på grund av skada som uppkommit genom vilseledande eller felaktig information årsredovisningar, pressmeddelanden och dylikt.

I Storbritannien ansågs länge att den som tecknat sig för aktier i ett aktiebolag inte kunde få skadestånd från bolaget på grund av sin teckning, men att han under särskilda omständigheter kunde få teckningen ogiltigförklarad (Houldsworth v. City of Glasgow Bank [1880] 5 App Cas 317). Att en aktieägare inte kunde få skadestånd motiverades med att aktieägare genom upprättandet av "articles of incorporation", ingått ett avtal med varandra om att inte vända sig mot bolaget sådana anspråk. Denna begränsning av prospektansvaret undanröjdes genom tillkomsten av 1985 års Companies Act, vari uttryckligen stadgas att rätten att i olika sammanhang utkräva skadestånd av bolaget inte utsluts av att den skadelidande äger eller har rätt att teckna aktier i bolaget. Enligt gällande rätt bär sålunda bl.a. bolaget och styrelsens ledamöter ett solidariskt ansvar för skador som vållats genom fel och brister i prospektet. Ett skadestånd som tillerkänts aktieägare betraktas som en vanlig oprioriterad fordran gentemot bolaget. Överläts en aktie som någon tecknat eller köpt på grundval av ett bristfälligt prospekt kan förvärvaren stämma bolaget och fordra skadestånd.

Även i flera kontinentaleuropeiska länder, exempelvis Frankrike, Nederländerna och Schweiz, föreligger rätt för aktieägare att erhålla skadestånd från aktiebolaget grundat på felaktigheter i prospekt. Efter nyligen genomförda lagändringar med det uttalade syftet att stärka förtroendet för aktiemarknaden antas motsvarande numera också gälla i Tyskland.

Den internationella bilden stämmer till eftertanke. En väl fungerande handel med finansiella instrument förutsätter att allmänheten och de institutionella placerarna hyser förtroende för marknadens funktionssätt. Det kräver inte bara ett betydande mått av säkerhet om innebörden av gällande regler utan också att reglerna erbjuder ett

rimligt skyddsnät för investerare. Att den svenska lagstiftningen till skillnad från vad som är fallet i andra länder med väl utvecklade aktiesamband med emissioner och utförsäljningar av aktier och andra fondpapper kan enligt kommitténs mening påverka förtroendet för den svenska aktiemarknaden på negativt sätt.

I själva verket är den svenska regleringen enligt vad kommittén erfarit föremål för uppmärksamhet vid i stort sett varje internationell emission som svenska bolag gör. I internationella emissioner medverkar normalt ett eller flera värdepappersinstitut ("underwriters") som garanterar emissionen genom att teckna samtliga aktier och därefter omedelbart vidareförsälja dessa till investerarna. Underwriting-avtal innehåller regelmässigt garantier från bolaget avseende prospektets riktighet. I länder som Förenta staterna och Storbritannien, föreligger ett långtgående ansvar för underwriting-institut gentemot investerare för att transaktionen genomförs på ett korrekt sätt och att informationen i prospektet överensstämmer med verkligheten. Visar sig prospektet innehålla felaktigheter kan ett underwriting-institut således bli skadeståndsskyldigt gentemot investerarna. I Sverige föreligger osäkerhet huruvida underwriting-institutet, även i situationer där det emitterande bolaget självt varit vållande till felaktigheten, kan komma att förvägras skadestånd från bolaget på grund av institutets momentana ställning som aktieägare. Denna situation leder regelmässigt till omfattande diskussioner mellan bolaget och medverkande underwriting-institut om vad som skadeståndsrättsligt gäller vid eventuell felaktighet i prospektet. Det har förekommit att utländska underwriting-institut till och med har dragit sig ur transaktioner på grund av denna skadeståndsrättsliga osäkerhet, som går utöver den gängse affärsrisken.

Ansvarsproblematiken finns alltså alltid med i bilden vid nära nog varje internationell emission och kan antas påverka både prissättningen av aktierna och underwriting-institutets ersättning. Den skadeståndsrättsliga oklarheten rörande prospektansvaret som nu råder torde medföra att kapitalanskaffningen för svenska bolag fördyras.

Sammanfattningsvis menar kommittén att de argument som kan anföras för att ålägga bolaget ett skadeståndsansvar för fel och brister i emissionsprospekt väger så tungt att den nuvarande principen att ett aktiebolag inte på kontraktsrättslig grund kan bli skadeståndsskyldigt mot sina aktieägare eller den som i väsentlig mån är att likställa med sådan aktieägare, när dessa personers anspråk hänförs till teckning eller förvärv av aktier eller andra fondpapper som utgivits av bolaget måste överges. I likhet med vad som gäller i andra länder som vi i aktiemarknadsfrågor brukar jämföra oss med bör det vara möjligt för en aktieägare att få skadestånd av bolaget på grund av fel eller brister i ett emissionsprospekt och detta utan några begränsningar till bolagets fria egna kapital. Vad som därvid i första hand behövs är en reglering av skadeståndsansvaret i de emissionsituationer som idag utlöser skyldighet att upprätta prospekt, dvs. när ett publikt aktiebolag

emitterar aktier eller andra fondpapper för minst 300 000 kr och därvid riktar sig till en vidare krets.

Vilka typer av prospekt bör omfattas av den nya regeln?

Den fråga som därefter inställer sig är om det finns skäl att göra en sådan ansvarsregel tillämplig inte bara på emissionsprospekt utan också på sådana erbjudandeprospekt som upprättas vid aktieägares utförsäljning. Starka skäl talar enligt kommitténs mening för en likabehandling.

För det första sker emissioner och utförsäljningar ofta i kombination och på ett sådant sätt att förvärvaren inte kan skilja dem åt. Typfallet är ett familjebolag som skall introduceras på aktiemarknaden och i samband därmed erbjuder allmänheten att förvärva aktier i bolaget. Inte sällan handlar det i dessa fall om dels nyemitterade aktier, dels aktier som huvudägaren erbjuder till försäljning. I erbjudandet och prospektet görs emellertid ingen skillnad mellan aktierna ifråga. Normalt är det inte heller praktiskt möjligt att i efterhand skilja mellan de aktier som är nyemitterade och de aktier som härrör från utförsäljningen. Det stora flertalet av de aktier som nyemitteras eller erbjuds på grundval av prospekt är nämligen aktier i avstämningsbolag. Det går inte att i ett avstämningsbolags aktiebok skilja de aktier som emitterats eller avyttrats på grundval av visst prospekt från bolagets övriga aktier. Det behöver knappast tilläggas att en skillnad i prospektansvarshänseende mellan nyemitterade och avyttrade aktier i dessa sammanhang säkert också skulle framstå som svårbegriplig för den aktieförvärvande allmänheten.

Ett annat argument för att likställa emissionsprospekt och sådana erbjudandeprospekt som upprättas vid utförsäljningar är, att utförsäljningar i former som kräver prospekt närmast regelmässigt går hand i hand med en börsintroduktion av bolagets aktier och därför ofta också ligger i bolagets intresse. Genom börsintroduktionen får bolaget tillgång till kapitalmarknaden för sin kapitalförsörjning, vilket kan antas reducera bolagets framtida kapitalanskaffningskostnader. En börsnotering leder också normalt till en ökad mediaexponering för bolagets verksamhet och dess produkter, vilket också ligger i bolagets intresse.

Slutligen är det, som kommittén ser det, angeläget att större investerare i svenska bolag kan utgå från att bolaget, vid en eventuell framtida utförsäljning, är skyldigt att medverka till utförsäljningen genom att upprätta prospekt samt att bolaget därvid åläggs ett ansvar som svarar mot internationell praxis.

På grund av det anförda anser kommittén att emissionsprospekt och erbjudandeprospekt som upprättas vid aktieägares utförsäljning bör behandlas lika i ansvarshänseende.

Hur bör kretsen skadelidande bestämmas?

Nästa fråga att ta ställning till är hur kretsen skadelidande skall bestämmas. Finns det skäl att göra skillnad mellan å ena sidan dem

som med stöd av prospektet och under den däri angivna acceptfristen tecknar eller köper aktier eller andra fondpapper direkt hos bolaget respektive hos den aktieägare som föranlett prospektet och å andra sidan dem som under samma tid köper fondpapper av samma slag av annan än bolaget eller aktieägaren? Sakligt är det svårt att hävda att den ena kategorin skulle vara mera skyddsvärd än den andra. Till bilden hör också att många av de publika bolagens emissioner sker med utnyttjande av underwriting-institut. Det framstår då som besynnerligt att den som köpt aktier av ett sådant institut eventuellt skulle gå miste om sin rätt till skadestånd av bolaget till skillnad från den som köpt direkt av bolaget.

Ett starkt argument för att ändå göra en åtskillnad mellan de två kategorierna är att bolagets skadeståndsansvar kan bli synnerligen omfattande och ta i anspråk långt mera pengar än vad som flutit in på grund av emissionen, om alla som köpt aktier på marknaden under tid då prospektet påverkat kurserna skulle ha rätt till skadestånd av bolaget. Hänsynen till bolagets borgenärer talar för en begränsning av den ersättningsberättigade kretsen av skadelidande. Därvid bör emellertid personer som tecknat eller köpt värdepapperen genom ett underwriting-institut jämföras med dem som tecknat eller köpt direkt av bolaget eller aktieägaren.

Den ursprunglige tecknaren eller förvärvaren av aktierna kan i allmänhet genom anmälningssedel eller motsvarande förvärvshandling styrka att han baserat sin teckning eller sitt förvärv på prospektet. Några praktiska svårigheter med den tänkta kategoriklyvningen bör därför inte uppstå.

Kommittén föreslår sålunda att bolaget skall kunna bli skadeståndsansvarigt i första hand i förhållande till den som tecknat ett av bolaget emitterat fondpapper och därvid lidit skada på grund av felaktigheter eller brister i emissionsprospektet, om dessa felaktigheter eller brister beror på bolagets vårdslöshet. Vidare föreslår kommittén att ett sådant prospektansvar skall åvila bolaget i förhållande till den som köpt fondpapper av aktieägare, om köpet skett genom anmälan i ett av bolaget upprättat erbjudandeprospekt. I båda fallen bör bolaget bära detta ansvar även om ett värdepappersinstitut anlitas för att placera papperen på marknaden.

Kommitténs förslag har remissbehandlats. Flertalet remissinstanser har tillstyrkt eller lämnat förslaget att bolaget skall kunna bli skadeståndsskyldigt utan erinran. Beträffande förslaget att bolaget endast skall kunna bli skadeståndsskyldigt i vissa situationer och mot en viss krets skadelidande har remissinstanserna haft olika uppfattningar. Flera remissinstanser har understrukit vikten av att en reglering på området omgärdas av erforderliga begränsningar för att undvika att skadeståndsansvaret utvidgas för långt, och har

dessutom lämnat olika förslag på hur ett sådant ansvar skulle kunna utformas.

3.1.2 Övriga emittenter samt säljare

I likhet med vad som gäller för aktiebolag kan köplagens regler bli tillämpliga också när andra juridiska personer och fysiska personer säljer finansiella instrument. Beträffande de situationer då dessa personer emitterar finansiella instrument finns, såvitt utredningen har kunnat finna, inte några lagregler eller rättspraxis som uppställer några särskilda ansvarsregler. Här torde dock vad som anförts ovan avseende rättsläget när det gäller ett svenskt aktiebolags eventuella skadeståndsskyldighet kunna tillämpas även beträffande sådana andra juridiska personer, t.ex. ekonomiska föreningar.

3.2 Överväganden

Utredningens förslag: Om någon tillfogats skada genom att innehållet i ett prospekt är felaktigt eller bristfälligt, skall den som upprättat prospektet eller genom prospektet lämnat ett erbjudande att teckna eller köpa finansiella instrument ersätta skadan. För ansvar förutsätts uppsåt eller oaktsamhet. Skyldighet att ersätta en uppkommen skada skall även föreligga vid fel eller brister i en sådan erbjudandehandling som upprättas vid ett uppköpserbjudande.

Skälen för förslaget: En väl fungerande handel med finansiella instrument förutsätter att allmänheten och institutionella placerare hyser förtroende för marknadens funktioner. Det faktum att den svenska lagstiftningen inte ger den som lidit skada till följd av fel eller brister i ett prospekt en uttrycklig möjlighet att erhålla skadestånd av den juridiska person som emitterat de finansiella instrumenten kan på ett negativt sätt påverka förtroendet för den svenska kapitalmarknaden. Det är också tydligt att den internationella bilden är en annan. I USA, Storbritannien, Frankrike och Tyskland – dvs. på de ledande internationella kapitalmarknaderna – liksom i många andra länder finns möjlighet att erhålla skadestånd från emittenten.

Den internationella utvecklingen visar att en modern syn på prospektansvar bör innefatta en möjlighet att kunna utkräva ansvar för fel och brister i ett prospekt av den som upprättat prospektet, emitterat finansiella instrument och erhållit de medel som influtit genom emissionen. Den osäkerhet som f.n. föreligger beträffande svenska juridiska personers prospektansvar bör därför undanröjas. Avsteg från allmänna skadeståndsrättsliga grundsatser som motive- ras av hänsynen till den juridiska personens borgenärer bör inte komma ifråga, då den alltmer internationaliserade och omfattande kapitalmarknaden ställer nya krav.

Ansvaret bör omfatta samtliga fall då skyldighet föreligger att upprätta ett prospekt enligt lagen om handel med finansiella instrument. Det sagda innebär att en juridisk person ansvarar för prospekt som upprättas i det fall den juridiska personen emitterar finansiella instrument och riktar ett erbjudande till allmänheten att teckna de finansiella instrumenten. Vidare bör ansvar föreligga för ett aktiebolag beträffande prospekt, som ett aktiebolag är skyldigt att upprätta i det fall en innehavare av fondpapper i bolaget riktar ett erbjudande till allmänheten att förvärva dessa. Därutöver bör juridiska personer ha ett ansvar för prospekt som upprättas vid en ansökan om upptagande till handel av finansiella instrument vid en reglerad marknad. Även sistnämnda fall kommer, när prospekt- direktivets regler har genomförts i svensk rätt, att omfattas av ett lagreglerat prospektkrav oavsett om upptagandet till handel sker i samband med ett erbjudande till allmänheten eller separat. Någon sådan skyldighet fanns inte vid Aktiebolagskommitténs bedömning av ansvarsfrågan. De skäl som Kommittén har anfört för en lika- behandling av de fall där ett aktiebolag upprättar ett prospekt till följd av en emission eller en utförsäljning talar dock enligt utred- ningen lika starkt för en skyldighet att ansvara för innehållet i ett noteringsprospekt. I samtliga dessa fall är det bolaget som är den aktör som har tillgång till fullständig information och har att tillse att prospektet innehåller all den information som är nödvändig för att investerare skall kunna göra en välgrundad bedömning av bola- gets tillgångar och skulder, finansiella ställning och framtidsutsik- ter samt av de rättigheter som är hänförliga till de finansiella instrumenten.

Ansvaret bör även omfatta de fall när ett aktiebolag är skyldigt att upprätta ett prospekt vid ett erbjudande till allmänheten om att köpa tillbaka aktier, eller när aktiebolag säljer ut innehavda aktier i det egna bolaget till allmänheten.

Aktiebolag och andra juridiska personer bör även omfattas av ett ansvar för prospekt som upprättats vid en utförsäljning av redan emitterade finansiella instrument, oavsett om den juridiska personen i sin egenskap av säljare varit skyldig att upprätta prospektet eller inte. Ett exempel på en sådan situation är när en stiftelse eller ett investmentbolag säljer en större post aktier i ett noterat bolag. Här blir det noterade bolaget skyldigt att upprätta prospektet, men även säljaren bör ansvara för prospektets innehåll. Ett sådant ansvar föreligger dessutom, enligt utredningens uppfattning, redan idag på grund av köplagens regler.

Även fysiska personer som genomför en utförsäljning bör omfattas av ett ansvar.

Ansvarsbestämmelsen bör även omfatta fel och brister i sådana erbjudandehandlingar som upprättas vid uppköpserbjudanden och omfattas av de i delbetänkandet föreslagna reglerna i 2 a kap. lagen om handel med finansiella instrument.

Regleringen av ansvarsfrågan utesluter inte att ett ansvar kan föreligga även utan särskild lagreglering för ett aktiebolag i de fall då bolaget exempelvis emitterar aktier till en krets av investerare under sådana former att ett prospekt inte behöver upprättas. Exempel på en sådan situation kan vara när bolaget vänder sig till färre än 100 personer, eller erbjuder nyemitterade aktier som likvid till ett fåtal aktieägare i ett annat bolag i samband med ett företagsförvärv. Enligt utredningen talar starka sakliga skäl för att emittenten även i dessa fall skall kunna åläggas ansvar gentemot de personer som tecknat aktierna. Argumentet att borgenärsskyddet riskerar att raseras synes ha än mindre bärkraft vid emissioner som vänder sig till en begränsad krets. Detsamma gäller det nedan redovisade argumentet, att bolagets ersättningsskyldighet riskerar att bli för omfattande om kretsen av skadelidande blir för stor. I det fall ett prospekt inte behöver upprättas, kan det rimligen inte finnas andra än de som tecknat eller förvärvat de aktuella finansiella instrumenten som kan ha anledning att begära ersättning. Det faller dock utanför utredningens uppdrag att lämna förslag till särskilda ansvarsbestämmelser avseende dessa situationer. Om ansvar kan utkrävas även avseende dessa fall får således bli en fråga för domstol att pröva.

Bör andra sanktioner än skadestånd regleras i lag?

Den sanktion som utredningen föreslår är skadestånd. Några andra sanktioner skulle kunna vara ogiltigförklaring av teckning, hävning eller en skyldighet för emittenten eller säljaren att köpa tillbaka de finansiella instrumenten. Dessa alternativ har även förordats i doktrinen.³ Utredningen har dock valt att i detta sammanhang endast lagreglera möjligheten att erhålla skadestånd.

Lagbestämmelser beträffande ett aktiebolags möjligheter att återköpa egna aktier infördes relativt nyligen i svensk rätt.⁴ I förslaget till ny aktiebolagslag⁵ har de nuvarande bestämmelserna, som grundas på det s.k. andra bolagsrättsliga direktivet⁶, överförs i allt väsentligt oförändrade till den nya aktiebolagslagen. I ett nyligen framlagt förslag till ändring av direktivet⁷ föreslås viss utvidgning av möjligheten till bolags förvärv av egna aktier. Utredningen kan emellertid inte se att tillräckliga skäl föreligger att nu utvidga möjligheterna till återköp. Det torde dock inte föreligga något hinder för ett aktiebolag att träffa en frivillig överenskommelse med skadelidande investerare om återköp av aktier, om detta sker i enlighet med bestämmelserna i aktiebolagslagen.

Beträffande möjligheterna att ogiltigförklara en aktieteckning har det sedan länge förts en debatt huruvida detta skulle vara möjligt och, om så skulle vara fallet, i vilka situationer. Denna fråga har ofta i doktrinen behandlats tillsammans med frågan om ett aktiebolag skall vara skadeståndsskyldigt gentemot den som tecknat aktier i bolaget. Mot denna bakgrund kan det tyckas naturligt att utredningens ställningstagande, att en skadelidande aktieägare bör ha rätt till skadestånd av ett aktiebolag vid fel eller brist i ett prospekt, även bör föranleda utredningen att överväga om ogiltighetspåföljden bör vara ett alternativ till skadeståndet. Som konstaterats i doktrinen är slutsatsen dock långtifrån given. Och frågan om ogiltigförklaring av aktieteckning bör dessutom lämpligen prövas i ett bredare sammanhang, mot bakgrund av att frågan har stor betydelse för den aktiebolagsrättsliga lagstiftningen. Utredningen

³ Se af Sandeberg, Catarina, Prospektansvaret, s. 451 f.

⁴ Se prop. 1999/2000:34 och bet. 1999/2000:LU9.

⁵ Se lagrådsremissen Ny aktiebolagslag, av den 6 maj 2004.

⁶ Rådets andra direktiv 77/91/EEG av den 13 december 1976 om samordning av de skyddsåtgärder som krävs i medlemsstaterna av de i artikel 58 andra stycket i fördragen avsedda bolagen i bolagsmännens och tredje mans intressen när det gäller att bilda ett aktiebolag samt att bevara och ändra dess kapital, i syfte att göra skyddsåtgärderna likvärdiga.

⁷ Förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om ändring av rådets direktiv 77/91/EEG när det gäller att bilda ett aktiebolag samt att bevara och ändra dettas kapital, 14197/04 2004/0256 (COD).

lämnar därför inte något förslag till vad som bör gälla avseende möjligheterna till ogiltigförklaring av aktieteckning.

Bör skadeståndsansvaret vara strikt eller utformas som ett culpaansvar?

Utredningen har övervägt om skadeståndsansvaret för juridiska personer bör vara strikt, eller som Aktiebolagskommittén föreslagit, inträda först när den juridiska personen agerat vårdslöst. För ett strikt ansvar talar enligt utredningen de omständigheter som anförts i föregående stycke, dvs. den juridiska personens centrala roll när det gäller tillgången till den information som skall ingå i prospektet. Fel eller brister i ett prospekt som exempelvis upprättas av ett aktiebolag som genomför en nyemission kan dock vara relaterat till information i prospektet som upprättats av en annan person, exempelvis yttranden eller värderingsutlåtanden som upprättats av tredje man och som därefter intagits i prospektet. Beträffande i vart fall sådan information skulle det enligt utredningens mening föra för långt att ålägga aktiebolaget ett strikt ansvar. Här bör den juridiska personen kunna undgå ansvar för fel eller brister i informationen, om den juridiska personen haft skäl att anta att informationen var korrekt och en tillräcklig kontroll av att uppgifterna var korrekta har gjorts. Till detta kommer att det vid fel eller brister i sådan information som den juridiska personen har bäst kunskap om, exempelvis den juridiska personens verksamhet och interna förhållanden, torde vara relativt enkelt för den skadelidande att visa att den juridiska personen förfarit vårdslöst. En ytterligare omständighet som talar för införandet av ett culpaansvar är att därigenom samma ansvar kommer att gälla för organföreträdarna som för den juridiska personen.

Sammantaget finner utredningen att övervägande skäl talar för att aktiebolag och andra juridiska personer som upprättar prospekt eller en erbjudandehandling, eller genomför en utförsäljning, bör svara för skada som den juridiska personen orsakat av oaktsamhet. Detsamma bör gälla fysiska personer som genomför en utförsäljning. Ett culpaansvar anses också omfatta uppsåtligt handlande, vilket för tydlighets skull bör anges i lagbestämmelsen. Utredningen lämnar i författningskommentaren några synpunkter på när en emittent och den som lämnar ett utförsäljnings-erbjudande skall anses ha agerat oaktsamt.

3.2.1 Kretsen av ersättningsberättigade

Aktiebolagskommittén har föreslagit att ett aktiebolag endast skall kunna åläggas skadeståndsskyldighet mot personer som tecknat fondpapper som emitterats av ett bolag eller köpt fondpapper av aktieägare om köpet skett genom anmälan i ett av bolaget upprättat erbjudandeprospekt. Syftet har varit att undvika att bolaget blir ersättningsskyldigt gentemot *the World at Large*. Kommittén har bl.a. anfört att ett starkt argument för att införa en begränsning är att bolagets skadeståndsansvar annars kan bli synnerligen omfattande.

Frågan om kretsen av ersättningsberättigade i vissa fall bör begränsas har under många år varit föremål för debatt i doktrinen⁸ och även behandlats av lagstiftaren,⁹ på sätt som redogörs för nedan.

Inledningsvis kan konstateras att de länder som infört regler om juridiska personers ansvar för fel och brister i ett prospekt med något undantag inte synes ha infört några lagregler som begränsar en emittents eller en säljares ansvar avseende kretsen av ersättningsberättigade. Och i det fall lagbestämmelser har införts, har dessa inte begränsat kretsen av ersättningsberättigade på det sätt som Aktiebolagskommittén har föreslagit. Att lagbestämmelser avseende kretsen av ersättningsberättigade saknas i andra länder kan ha olika anledningar, men det är värt att notera att dessa länder uppenbarligen har gjort bedömningen att det inte har funnits skäl att genom bestämmelser i lag begränsa kretsen av ersättningsberättigade. Om den av Kommittén föreslagna lösningen skulle bli gällande lag kommer följaktligen regleringen i Sverige att tydligt avvika mot vad som är fallet i andra länder.

När det gäller kretsen av ersättningsberättigade bör de personer som exempelvis tecknat aktier i en primäremission men avyttrat dessa innan fel eller brister i ett prospekt blir kända för allmänheten, eller en allmän diskussion om eventuell felaktighet eller brist uppstår, knappast ha anledning att väcka talan mot bolaget. Under alla förhållanden torde dessa personer ha svårt att visa att det föreligger kausalitet mellan en eventuell skada och innehållet i

⁸ Se exempelvis Kleineman, J., *Ren förmögenhetsskada*, s. 307 f och 315 ff, Nials Svensk Associationsrätt, 8 u., s. 349 ff, af Sandeberg, C., *Prospektansvaret*, s. 283 ff och 449 ff, Nerep, E., *Aktietecknings ogiltighet och bolagets skadeståndsansvar*, s. 71 ff, artikeln intagen i skrift två utgiven av Stockholm Centre for Commercial law och dens., *Aktiebolagsrättslig analys. Ett tvärsnitt av nyckelfrågor*, s. 168 ff.

⁹ Prop. 1997/98:99 s. 190 ff, jfr SOU 1995:44 s. 249 ff.

prospektet. Det kan naturligtvis inte uteslutas att det finns personer inom denna krets som av något skäl skulle väcka talan mot bolaget, men det är svårt att se att denna krets av personer skulle bli särskilt stor. Detsamma gäller den krets av personer som förvärvat aktier efter en emission men avyttrat dem innan fel eller brister i ett prospekt blir kända för allmänheten eller en allmän diskussion uppstår.

Kretsen av personer som kan ha anledning att överväga att väcka talan bör således rimligen utgöras av de personer som i exemplet ovan innehar de aktuella aktierna vid den tidpunkt fel eller brister blir kända eller en diskussion uppstår. I denna krets skall var och en för att kunna vinna framgång i en process visa att de förvärvat aktierna på grundval av informationen i prospektet, att de har lidit skada och att skadan uppkommit till följd av felet eller bristen i prospektet. Här kan kretsen av personer i vissa fall ha ett sammanlagt innehav av aktier som är större än det antal aktier som omfattades av prospektet. Ett exempel är när ett aktiebolag, som redan har aktier noterade på en börs, genomför en nyemission. Vid sådant förhållande kommer det att finnas personer i den aktuella kretsen som dels förvärvat aktier i bolaget innan prospektet blev offentligt, dels förvärvat ytterligare aktier genom att teckna dessa i nyemissionen eller köp på sekundärmarknaden. Fel eller brister i ett prospekt påverkar värdet avseende samtliga innehavda aktier. Det kan därför inte uteslutas att befintliga ägare kommer att begära skadestånd av bolaget avseende samtliga innehavda aktier och göra gällande att felet eller bristen i prospektet skall få till följd att skadestånd skall utgå avseende skada som är relaterad till såväl de aktier som förvärvats innan prospektet blev offentligt som de aktier som förvärvats efter denna tidpunkt. Här måste i och för sig var och en som väcker talan visa att skada uppkommit avseende samtliga innehavda aktier och att skadan avseende samtliga aktier uppkommit till följd av innehållet i prospektet. Kretsen av ersättningsberättigade kan dock bli mycket stor och det sammanlagda skadeståndskravet betydande, till exempel i det fall det har genomförts en företrädesemission i ett noterat bolag och aktien har varit föremål för stor omsättning innan fel eller brister i ett prospekt blir kända för allmänheten eller en diskussion uppstår.

Redan i det fall kretsen av ersättningsberättigade begränsas till att utgöras av de personer som i exemplet tecknat aktier i primäremissionen kan dock det totala kravet bli betydande. Vidare finns det en betydande risk för att en lagreglerad begränsning av kretsen

av ersättningsberättigade skulle kunna få till följd att förtroendet för kapitalmarknaden påverkas negativt. Exempelvis skulle i den situationen att ett aktiebolag genomfört en primäremission och noterat sina aktier på en börs, de personer som förvärvat aktier i bolaget kort tid efter noteringen inte ha någon möjlighet att rikta krav mot bolaget, om kretsen av ersättningsberättigade begränsades på det sätt Aktiebolagskommittén har föreslagit. Denna möjlighet skulle endast föreligga för de personer som tecknat aktier i primäremissionen. I exemplet kan det som en utgångspunkt kunna hållas för visst att såväl de personer som tecknat aktier som förvärvat dessa på sekundärmarknaden gjort sina förvärv baserat på informationen i prospektet, särskilt i det fall förvärvet på andrahandsmarknaden gjorts i nära anslutning till primäremissionen. En begränsning av kretsen av ersättningsberättigade skulle sannolikt framstå som svårbegriplig och orimlig för de personer som kan visa att de åsamkats skada till följd av fel eller brister i prospektet. Här bör även beaktas att en grundläggande skadeståndsrättslig princip i Sverige, liksom i många andra länder, är att den som är ansvarig för skadan också skall ersätta den som åsamkats skadan. Enligt utredningen bör denna princip endast åsidosättas om starka skäl talar för en sådan lösning.

I sammanhanget måste också vägas in det faktum att en aktieägare eller någon annan redan idag kan väcka talan mot organföreträdarna i ett aktiebolag, oavsett när han eller hon har förvärvat eller avyttrat finansiella instrument som emitterats av bolaget. I det fall bolaget endast skulle ha ett ansvar vid primäremissioner, eller i det fall bolaget medverkat vid en utförsäljning, skulle detta innebära en skillnad mot det ansvar som redan gäller och som även föreslås utvidgas avseende organföreträdarna. Detta framstår inte som ändamålsenligt. Om bolaget åläggs skadeståndsskyldighet talar starka skäl för att kretsen av potentiella ersättningsberättigade bör kunna vända sig mot såväl organföreträdarna som bolaget.

Organföreträdare kan även bli skadeståndsskyldiga till följd av fel eller brister i en årsredovisning, om en aktieägare eller någon annan kan visa att han lidit skada och skadan uppkommit till följd av felet eller bristen i årsredovisningen. Skall ansvaret begränsas för bolaget borde då rimligen ansvaret begränsas även för organföreträdarna. Beträffande dessa har dock i förarbetena till aktiebolagslagen uttalats att det inte finns något behov av ytterligare begränsningsregler i nämnda lag. De nuvarande jämningsreglerna i lagen har ansetts medföra en rimlig avvägning mellan de olika intressen

som i detta sammanhang gör sig gällande.¹⁰ Lagstiftaren har således här tydligt avvisat ståndpunkten att kretsen av ersättningsberättigade i vissa fall bör begränsas genom särskilda lagregler. Det bör noteras att även frågan om skadeståndsskyldigheten borde beloppsbegränsas prövades i det aktuella lagstiftningsärendet. Inte heller här fann lagstiftaren skäl att införa någon begränsning i vidare mån än vad som kan följa av bestämmelserna om jämkning av skadestånd.¹¹ Enligt vad utredningen har erfarit föreslås inte heller någon förändring i den proposition avseende ny aktiebolagslag som under 2005 kommer att lämnas till riksdagen. Organföreträdarna kommer således även fortsättningsvis att ha ett ansvar mot en vid krets av potentiella ersättningsberättigade. Det är svårt att motivera att organföreträdarna skall ha ett vidare ansvar när personer förvärvat aktier på grundval av fel eller brister i en årsredovisning, jämfört med fel eller brister i ett prospekt.

Sammanfattningsvis anser utredningen att det inte finns tillräckliga skäl att införa bestämmelser i lag som begränsar kretsen av ersättningsberättigade personer. Den som lidit skada till följd av fel eller brister i ett prospekt bör således kunna väcka talan mot ett eller flera av de ansvarssubjekt som enligt de föreslagna reglerna kan bli skadeståndsskyldiga för fel eller brister i ett prospekt, oavsett om den skadelidande förvärvat de finansiella instrument som omfattas av prospektet på primär- eller sekundärmarknaden. Samtidigt som det finns starka skäl mot att i Sverige införa lagstadgade begränsningar som saknar motsvarighet på de ledande internationella kapitalmarknaderna, är det dock viktigt att de svenska prospektreglerna inte tillämpas på ett sätt som avviker från vad som gäller på de ledande kapitalmarknaderna. Det är därför angeläget att domstolarna vid sin bedömning om adekvat kausalitet föreligger eller inte tillämpar lösningar som ligger i linje med de principer för adekvansbedömning som tillämpas vid liknande tvister på de ledande internationella kapitalmarknaderna. I praktiken torde det ligga närmast till hands att framtagande och åberopande av utredning om internationell praxis och rättsutveckling får ankomma på parterna i förekommande processer.

Ansvar bör av de skäl som utredningen redovisar i kapitel 7 och i författningskommentaren till 2 kap. 29 §, begränsas på så sätt

¹⁰ Se prop. 1997/98:99 s.191 f. och SOU 1995:44 s.249 ff. Jfr. Kleineman, J., Ren förmögenhetsskada, s. 314 ff och dens., Skadeståndsrättens tillväxt – ett samhällsproblem eller en rättvisefråga?, SvJT 2003 s. 319, särskilt s. 331 ff.

¹¹ Prop. 1997/98:99 s. 191 och SOU 1995:44 s. 243.

att rätt att väcka talan endast skall föreligga under två år från det att prospektet offentliggjordes. Den skadeståndsskyldige bör dessutom omfattas av en jämningsregel som kan tillämpas i det fall en domstol, på av part åberopade grunder, gör bedömningen att ett skadestånd är oskäligt betungande. Denna regel behandlas i avsnitt 6.6 och i författningskommentaren till 2 kap. 27 §. Genom en kort preskriptionstid och en möjlighet för domstol att jämka oskäligt betungande skadestånd uppnås en rimlig avvägning mellan de olika intressen som här gör sig gällande.

4 Organföreträdarnas ansvar

4.1 Gällande rätt

Den associationsrättsliga lagstiftningen innehåller särskilda skadeståndsregler. Dessa har ansetts nödvändiga bl.a. för att den allmänna skadeståndslagstiftningen inte kan ta hänsyn till de speciella förhållandena inom associationsrätten. När det gäller organföreträdarna har det ansetts väsentligt för ett fungerande närings- och föreningsliv att det finns verksamma incitament för dessa ledamöter att fullgöra sina skyldigheter.

Fel eller brist i ett prospekt kan leda till att den som tecknar eller köper finansiella instrument betalar ett överpris för de utbudna finansiella instrumenten och att han eller hon därigenom lider en ekonomisk skada. Fråga uppkommer då om vilka möjligheter som föreligger enligt gällande rätt att utkräva ansvar av en organföreträdare.

4.1.1 Organföreträdare för ett aktiebolag

Enligt 15 kap. 1 § aktiebolagslagen skall en stiftare, styrelseledamot och verkställande direktör, som vid fullgörande av sitt uppdrag uppsåtligt eller av oaktsamhet skadar bolaget, ersätta skadan. Detsamma gäller när skadan vållas aktieägare eller annan genom överträdelse av aktiebolagslagen, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen. I förarbetena anges som exempel på en situation där ersättningskyldighet kan föreligga det förhållandet att tredje man köpt eller sålt aktier i bolaget på grundval av felaktiga uppgifter i en årsredovisning, och därigenom åsamkats skada.¹

En stiftare, styrelseledamot eller verkställande direktör kan alltså bli skadeståndsskyldig om ett prospekt inte erhållit i aktiebolagslagen, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen

¹ Prop. 1997/98:99 s. 188 y.

föreskrivet innehåll och skada därigenom åsamkats en aktieägare eller annan. Ansvaret är inte begränsat till den som förvärvat finansiella instrument direkt av bolaget vid en emission, utan omfattar även de situationer där bolaget upprättat prospektet vid en utförsäljning av en befintlig aktieägars innehav eller när bolaget sålt redan innehavda finansiella instrument till allmänheten genom ett prospekt. Ansvaret begränsas inte heller till att omfatta endast de personer som tecknat eller förvärvat finansiella instrument direkt av bolaget eller den som köpt de finansiella instrumenten. Ansvaret omfattar även en skyldighet att ersätta den som åsamkats skada genom att förvärva de finansiella instrumenten på andrahandsmarknaden, om den skadelidande kan visa att skadan uppkommit till följd av fel eller brister i prospektet och organföreträdaren uppsåtligt eller av oaktsamhet vållat skadan. Ansvaret omfattar således både primär- och sekundärmarknaden.

Av 15 kap. 2 § aktiebolagslagen framgår att en revisor, lekmannarevisor eller särskild granskare är skadeståndsansvarig i samma omfattning som en styrelseledamot och verkställande direktör. En revisor skall dessutom ersätta skada som orsakas av hans eller hennes medhjälpare. Om ett registrerat revisionsbolag är revisor eller särskild granskare, är det detta bolag och den för revisionen eller granskningen huvudansvarige som är ersättningsansvariga.

Enligt 15 kap. 5 § aktiebolagslagen kan skadeståndsskyldigheten jämkas utifrån vad som är skäligt.

Om felet eller bristen i prospektet beror på att någon regel utanför aktiebolagslagen, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen överträtts regleras inte ansvaret av aktiebolagslagen utan ansvar får i stället utkrävas med stöd av allmänna skadeståndsrättsliga principer. Eftersom något kontraktsförhållande inte föreligger mellan vare sig en aktietecknare och en styrelseledamot, verkställande direktör eller revisor blir ansvaret för fel och brist i prospekt i dessa fall att pröva enligt reglerna om utomobligatorisk skadeståndsskyldighet, vilket innebär att skadan – som är en ren förmögenhetsskada – som huvudregel endast är ersättningsgill om den vållats genom brott, se 2 kap. 2 § skadeståndslagen (1972:207). Om således en styrelseledamot förfarit brottsligt när han eller hon överträtt prospektbestämmelserna – t.ex. om överträdelsen utgjort ett led i ett svindleribrott – skall alltså styrelseledamoten ersätta den skada som åsamkats aktietecknaren. Har en styrelseledamot, den verkställande direktören eller revisorn i stället endast agerat oaktsamt, är rättsläget mindre klart.

Enligt förarbetsuttalanden till nuvarande 2 kap. 2 § skadeståndslagen är paragrafen inte avsedd att utgöra något hinder för en rättsutveckling genom praxis mot ett vidgat ansvar för ren förmögenhetsskada.² Högsta domstolen har dock understrukt att huvudregeln i svensk rätt när det gäller ersättningsskyldighet för ren förmögenhetsskada utanför kontraktsförhållanden, som inte vållats genom brott, är att sådan ersättningsskyldighet i princip kräver stöd i lag.³

Bestämmelserna om en styrelseledamots och verkställande direktörs skadeståndsansvar mot bolaget och annan än bolaget liksom en revisors ansvar har relativt nyligen behandlats i regeringens proposition Aktiebolagets organisation.⁴ Där gjordes den bedömningen att de då gällande bestämmelserna inte borde ändras. Enligt vad utredningen har erfarit kommer inte heller några förändringar att genomföras i samband med att den nya aktiebolagslagen träder i kraft.

Beträffande ansvaret mot tredje man uttalade regeringen i nämnda proposition att man visserligen får beakta att kretsen av ersättningsberättigade kan vara stor och att de ersättningsbelopp som därvid aktualiseras kan bli betydande. Den som avser att köpa aktier i ett bolag eller på annat sätt träda i förbindelse med detta har emellertid rätt att lita på att bolagsorganen fullgör sina lagliga skyldigheter, t.ex. vid upprättande av årsredovisning. Skadeståndsansvaret är ägnat att inskräpa organföreträdarnas ansvar för sådana uppgifters riktighet. Begränsningar i skadeståndsansvaret gör ansvaret mindre tydligt. Det är givetvis också så att en skadelidandes ersättningsrätt inte bör begränsas utan starka skäl. Och enligt regeringens uppfattning medgav de nuvarande jämkningsbestämmelserna en rimlig avvägning mellan de olika intressen som här gör sig gällande.

Redan i utredningens delbetänkande har redovisats att Aktiebolagskommittén i sitt delbetänkande från 1997 föreslog att bestämmelserna om prospekt i aktiebolagslagen skulle upphävas, då kommittén ansåg det olyckligt att den som avser att emittera eller sälja fondpapper skulle behöva beakta prospektregler i flera lagar. Som framgår av utredningens delbetänkande har utredningen haft samma uppfattning som Kommittén.

² NJA II 1972 s.609.

³ Se exempelvis NJA 1987 s. 692 och NJA 2001:878.

⁴ Prop. 1997/98:99 s. 186 ff, se särskilt s 191 f. angående ansvaret mot tredje man.

Aktiebolagskommittén ansåg att ett upphävande av aktiebolagslagens prospektregler förutsatte en särskild bestämmelse om styrelses och revisors ansvar för emissionsprospekt. Kommittén anförde härvidlag följande.⁵

Enligt aktiebolagslagen bereds aktietecknare eller annan i förevarande fall skydd genom bestämmelsen att styrelsen är skyldig att upprätta prospekt. Enligt 15 kap. 1 § ABL gäller nämligen att styrelseledamot, som uppsåtligen eller av oaktsamhet genom överträdelse av aktiebolagslagen eller bolagsordningen skadar aktieägare eller annan, skall ersätta skadan. På grund av detta stadgande kan en styrelseledamot bli skadeståndsskyldig, om prospekt inte upprättats trots att skyldighet därtill föreläggat enligt aktiebolagslagen eller sådant prospekt inte erhållit i lagen föreskrivet innehåll. Av 15 kap. 2 § ABL följer att skadeståndsskyldighet även kan drabba revisor som medverkat vid tillkomsten av emissionsprospekt.

I den mån en aktieägare, som säljer ut aktier eller teckningsrätter under sådana förhållanden att prospektskyldighet föreligger, åberopar sig på uppgifter i prospektet, kan köparen på grund av köpeavtalet föra talan mot honom om skadestånd eller andra köprättsliga påföljder i anledning av fel eller brist i prospektet. Eftersom styrelsen enligt aktiebolagslagen är skyldig att upprätta prospektet, kan även i detta fall styrelsens ansvar aktualiseras enligt 15 kap. 1 § ABL.

Aktiebolagslagens regler innebär således att styrelsen kan åläggas skadeståndsskyldighet för skada, som vållas av överträdelse av prospektreglerna, även i de fall där ersättning av aktiebolagsrättsliga skäl inte kan utkrävas av bolaget. Frågan blir då, om ett avskaffande av aktiebolagslagens prospektregler nödvändiggör särskilda bestämmelser om ansvar för styrelsen med avseende på prospekt. Ett sådant avskaffande medför nämligen att något skadeståndsansvar för styrelsen för fel eller brist i prospekt inte längre kan grundas på 15 kap. 1 § ABL som ju gäller överträdelser av den lagen eller bolagsordningen.

Eftersom styrelsen i andra angelägenheter än den löpande förvaltningen företräder bolaget, torde ett för ett aktiebolags räkning framtaget prospekt som regel komma att upprättas av styrelsen även utan uttrycklig lagföreskrift därom. Något kontraktsförhållande föreligger inte mellan aktietecknare eller aktieköpare och styrelsen. Styrelsens skadeståndsansvar skulle därför bli att pröva enligt reglerna om utomobligatorisk skadeståndsskyldighet. I den mån styrelsen förfarit brottsligt när den överträtt prospektbestämmelserna – t.ex. när överträdelsen utgjort ett led i ett svindleribrott – står det klart att styrelsen på grund av 2 kap. 4 § skadeståndslagen skall ersätta ren förmögenhetsskada som den åsamkar den som förlitat sig på uppgifter i prospektet. Har styrelsen visserligen förfarit oaktsamt men inte brottsligt, är läget mindre tydligt. I förarbetena till skadeståndslagen uttalades att 2 kap. 4 § inte var avsedd att utgöra någon ändring av gällande rätts principiella upp-

⁵ SOU 1997:22 s. 228 ff. och SOU 2001:1 s. 260.

fattning att ersättning för ren förmögenhetsskada i utomkontraktuella förhållanden förutsatte att skadan vållats genom brott eller att skadeståndsskyldighet föreskrevs i lag. Paragrafen var dock inte avsedd att utgöra hinder för en rättsutveckling genom praxis i riktning mot ett vidgat ansvar för ren förmögenhetsskada. Den fick därför inte föranleda motsatsslut (NJA II 1972 s. 609). I praxis där HD utvidgat ansvaret för ren förmögenhetsskada i utomkontraktuella förhållanden, har domstolen samtidigt understrukit att ersättningsskyldighet för ren förmögenhetsskada, som inte vållats genom brott, utanför kontraktsförhållanden i princip kräver stöd i lag (NJA 1987 s. 692). I doktrinen har företrädare för den s.k. normskyddsläran för förevarande fall förespråkat ett vidare ansvar för ren förmögenhetsskada. Enligt deras uppfattning skall man vid prövningen av styrelsens ansvar för prospekt undersöka om prospektreglerna givits för att bereda ett direkt skydd åt investerare. Om så är fallet, bör styrelseledamot som av oaktsamhet åsidosatt prospektreglerna kunna åläggas skadeståndsskyldighet även utan uttryckligt lagstöd (Kleineman s. 315–316).

Enligt kommitténs mening talar visserligen skäl för att prospektreglerna i LHF utgör normer, avsedda att skydda investerare. Betraktar man dem däremot som offentligrättsliga, är det, som ovan nämnts, tydligt att åsidosättande av dem inte kan föranleda skadeståndsskyldighet. Och även om man bedömer prospektreglerna som privaträttsliga synes det, med beaktande av den restriktiva ställning som svensk skadeståndsrätt intar, inte tillrädligt att utgå från att domstolarna utan lagstöd skulle ålägga prospektansvariga utomkontraktuell ersättningsskyldighet för ren förmögenhetsskada som de av oaktsamhet vållar genom överträdelse av de ifrågavarande prospektreglerna. Kommittén anser därför att ett upphävande av aktiebolagslagens prospektregler förutsätter en särskild bestämmelse om styrelsens ansvar för emissionsprospekt. Genom en sådan bestämmelse blir det liksom i gällande rätt 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 anspråk mot bolaget. Styrelsens skyldighet att upprätta prospekt bör på samma sätt som i gällande rätt inträda även när det är fråga om att upprätta ett prospekt med erbjudande om försäljning åt en aktieägare. För en sådan ordning finns visserligen inga skadeståndsrättsliga skäl. Emellertid måste beaktas att den granskning som Finansinspektionen gör av prospekt enligt LHF är av formell natur och att ett åläggande för styrelsen att även i dessa fall upprätta prospektet torde bereda starkare garantier för prospektets riktighet än om aktieägaren själv får upprätta det. Styrelsens skyldighet att upprätta prospekt bör i likhet med vad som gäller enligt aktiebolagslagen sanktioneras med skadeståndsskyldighet vid uppsåtlig eller oaktsam överträdelse av prospektskyldigheten. Att denna skadeståndssanktion får betydelse för den konstitutionella kvalificeringen av prospektreglerna har kommittén konstaterat ovan.

Lagtekniskt kan skadeståndsbestämmelsen placeras i 15 kap. aktiebolagslagen på motsvarande sätt som gäller beträffande bl.a. styrelseledamöters ansvar för överträdelse av tillämplig lag om årsredovisning.

Övervägandena beträffande möjligheten att utan lagstöd ålägga styrelseledamot ansvar utanför kontraktsförhållanden för ren förmögenhetsskada, som inte vållats genom brott, äger motsvarande tillämpning på revisor som granskat prospektet. Även för en sådan revisor bör lagfästas en bestämmelse om skadeståndsskyldighet för culpöst åsidosättande av granskningsplikten.

Aktiebolagskommitténs förslag har remissbehandlats och i nu aktuellt avsnitt tillstyrkts eller lämnats utan erinran.

Utredningen har i sitt delbetänkande föreslagit att Aktiebolagskommitténs förslag om styrelsens och revisorers ansvar för prospekt bör läggas till grund för lagstiftning, avseende dessa företrädares ansvar.⁶ Utredningen anförde att därigenom bibehålls och förstärks det skydd som för närvarande föreligger enligt reglerna i aktiebolagslagen, då ansvarsbestämmelsen kommer att omfatta samtliga regler om prospekt och inte som nu endast de regler som återfinns i aktiebolagslagen. Ansvarsbestämmelsen bör även omfatta fel och brister i sådana uppköpserbudanden som omfattas av de föreslagna reglerna i 2 a kap. lagen om handel med finansiella instrument. Utredningen anförde därutöver att dess redovisade överväganden även bör gälla skadeståndsbestämmelserna i försäkringsrörelselagen.

4.1.2 Organföreträdare för andra associationer

Reglerna avseende skadeståndsansvar för organföreträdare i aktiebolag har i stor utsträckning varit en förebild vid regleringen av organföreträdarnas ansvar i andra associationer.

Av 13 kap. 1 § lagen (1987:667) om ekonomiska föreningar framgår att styrelseledamöter och verkställande direktör som uppsåtligen eller av oaktsamhet skadar föreningen då han fullgör sitt uppdrag skall ersätta skadan. Detsamma gäller när skadan tillfogas en föreningsmedlem eller någon annan genom överträdelse av lagen om ekonomiska föreningar, tillämplig årsredovisningslag eller föreningens stadgar. Vidare framgår av 13 kap. 2 § i lagen om ekonomiska föreningar att en revisor är skadeståndsansvarig i samma omfattning som en styrelseledamot och verkställande direktör. En

⁶ SOU 2004:95 s. 169.

revisor skall dessutom ersätta skada som orsakas av hans eller hennes medhjälpare. Enligt 13 kap. 4 § nämnda lag kan skadeståndsskyldigheten jämkas utifrån vad som är skäligt.

Motsvarade reglering återfinns även i 9 kap. sparbankslagen (1987:619) och i 11 kap. lagen (1995:1570) om medlemsbanker. I sparbankslagen utgörs kretsen av organföreträdare av stiftare, huvudman, styrelseledamot och delegat, samt revisor, lekmannarevisor och granskare. I lagen om medlemsbanker utgörs kretsen av styrelseledamot och delegat samt revisor, lekmannarevisor och granskare.

I stiftelselagen (1994:1220) regleras organföreträdarnas ansvar i lagens femte kapitel. I 5 kap. 1 § stiftelselagen anges att om en styrelseledamot eller förvaltaren uppsåtligen eller av oaktsamhet orsakar skada för stiftelsen då han fullgör sitt uppdrag, skall han ersätta skadan. Detsamma gäller när skadan tillfogas någon annan genom åsidosättande av föreskrifterna i stiftelseförordnandet eller denna lag. Av 5 kap. 2 § framgår att en revisor för en stiftelse är ersättningsskyldig enligt de grunder som anges i 1 §. I likhet med vad som är fallet avseende andra associationer ansvarar revisorn även för skada som uppsåtligen eller av oaktsamhet orsakats av hans medhjälpare.

Till skillnad från aktiebolagslagen innehåller nu redovisade lagar inte några särskilda regler om upprättande av prospekt. I det fall någon av nämnda associationer upprättat ett prospekt exempelvis i samband med utförsäljning av ett innehav av finansiella instrument, får i stället organföreträdarnas ansvar gentemot tredje man utkrävas med stöd av allmänna skadeståndsrättsliga principer. Här kan hänvisas till vad som anförts ovan i avsnittet avseende ett aktiebolags organföreträdare.

4.2 Överväganden

Utredningens förslag: Skadeståndsbestämmelserna i 15 kap. 1 och 2 §§ aktiebolagslagen och 16 kap. 1 och 2 §§ försäkringsrörelselagen skall, i enlighet med vad som föreslogs i utredningens delbetänkande, även omfatta överträdelser av bestämmelserna om prospekt och uppköpserbjudanden i lagen om handel med finansiella instrument. Även organföreträdare för ekonomiska föreningar, sparbanker, medlemsbanker och stiftelser skall omfattas av ett skadeståndsansvar vid överträdelser av nämnda regler.

Skälen för förslaget: Som utredningen har anfört i sitt delbetänkande är Aktiebolagskommitténs förslag om styrelsens och revisorers ansvar för prospekt väl underbyggda och bör läggas till grund för lagstiftning avseende dessa företrädares ansvar. Utredningen är alltjämt av uppfattningen att därigenom bibehålls och förstärks det skydd som föreligger redan nu enligt reglerna i aktiebolagslagen, då ansvarsbestämmelsen uttryckligen kommer att omfatta samtliga regler om prospekt och inte som nu endast de regler som återfinns i aktiebolagslagen. Ansvarsbestämmelsen bör även omfatta fel och brister i sådana uppköpserbudanden som omfattas av de föreslagna reglerna i 2 a kap. lagen om handel med finansiella instrument. Det kan tilläggas att enligt vad utredningen har erfarit innehåller förslaget till ny aktiebolagslag inte några förslag till ändringar av gällande bestämmelser om en styrelseledamots, verkställande direktörs och revisors skadeståndsansvar.

Ovan redovisade överväganden bör som angavs i delbetänkandet gälla även skadeståndsbestämmelserna i försäkringsrörelselagen.

Skadeståndsbestämmelserna i sparbankslagen (1987:619), lagen om ekonomiska föreningar (1987:667), stiftelselagen (1994:1220) och lagen om medlemsbanker (1995:1570) har utformats efter mönster från bestämmelserna i aktiebolagslagen. Mot denna bakgrund bör utgångspunkten vara att gjorda överväganden även kan ligga till grund för en ändring av skadeståndsbestämmelserna i dessa lagar. Det torde i och för sig endast i undantagsfall komma ifråga att stiftelser och ekonomiska föreningar emitterar finansiella instrument. Emellertid kan det förekomma att exempelvis en stiftelse eller en ekonomisk förening säljer ut innehavda finansiella instrument till allmänheten, varvid skyldighet att upprätta prospekt föreligger. Vid sådant förhållande bör organföreträdarna i en stiftelse eller en ekonomisk förening ha samma ansvar som organföreträdarna i ett aktiebolag kommer att ha i motsvarande situation. Nu föreslagna ansvarsbestämmelser bör därför omfatta även organföreträdarna för en sparbank, ekonomisk förening, stiftelse och medlemsbank.

Bestämmelserna om skadeståndsansvar för organföreträdarna bör – i likhet med vad som föreslås i kapitel 3 – även omfatta det fall när en juridisk person lämnar ett utförsäljningserbjudande eller i annat fall är skyldig att upprätta ett prospekt och kompletteras med särskilda regler om preskription och en möjlighet att jämka oskäligt betungande skadestånd. Till dessa regler återkommer

utredningen i avsnitt 6.6 och kapitel 7 samt författningskommentaren till 2 kap. 27 och 29 §§.

Organföreträdarnas ansvar är individuellt för varje företrädare. En företrädare har således möjlighet att åberopa olika omständigheter för att visa att han eller hon inte förfarit vårdslöst eller med uppsåt. Utredningen berör denna fråga i författningskommentaren till 2 kap. 25 §.

5 Ansvar för andra medverkande

5.1 Gällande rätt

Vid upprättandet av ett prospekt medverkar ofta ett stort antal personer. Så gott som regelmässigt deltar ett eller flera värdepappersinstitut samt olika konsulter, exempelvis advokater och revisionsbyråer. Vidare deltar bl.a. anställda hos den aktör som är skyldig att upprätta prospektet. Andra medverkande kan vara olika aktörer som avger värderingsutlåtanden eller yttranden.

Personer som medverkar vid upprättandet av ett prospekt kan i vissa fall medverka till att prospektet innehåller fel eller brister. Detta kan ske exempelvis genom att en medverkande person lämnar felaktiga uppgifter om ett visst sakförhållande, som redovisas i prospektet. Vidare kan förekomma att vissa väsentliga uppgifter inte lämnas eller att en person som har i uppdrag att kontrollera vissa uppgifter inte utför sitt uppdrag på ett korrekt sätt, vilket får till följd att felaktiga eller vilseledande uppgifter tas in i prospektet. Den som lider skada till följd av fel eller brist i ett prospekt kan därför önska utkräva ansvar av den som medverkat till att prospektet blivit felaktigt eller bristfälligt.

De personer som medverkar vid upprättandet av ett prospekt har normalt ingått ett uppdragsavtal med den som upprättar prospektet, eller dennes rådgivare. Något avtalsförhållande med de personer som tecknat eller förvärvar finansiella instrument baserat på innehållet i prospektet föreligger däremot normalt inte. Dessa kan således normalt inte väcka talan mot de personer som medverkat vid upprättandet av ett prospekt på kontraktsrättslig grund. Inte heller finns någon speciallagstiftning som ålägger de personer som medverkar vid upprättandet av ett prospekt ett särskilt ansvar. Ett undantag är ansvarsbestämmelserna för organföreträdarna i aktiebolagslagen och försäkringsrörelselagen, där utredningen redan i delbetänkandet lämnat förslag till ett utvidgat ansvar och i kapitel 4

dessutom föreslår att även organföreträdare i andra juridiska personer skall ha motsvarande ansvar.

Mot denna bakgrund blir ansvaret för medverkande personer att bedöma enligt allmänna skadeståndsrättsliga regler avseende ren förmögenhetsskada. Huvudregeln enligt svensk rätt är, som nämnts ovan, att en sådan skada endast ersätts om den har vållats genom brott. Detta följer av 2 kap. 2 § skadeståndslagen. Av förarbetena till skadeståndslagen framgår dock att syftet med bestämmelsen inte har varit att lägga hinder i vägen för en rättsutveckling genom praxis i riktning mot ett vidgat ansvar för ren förmögenhetsskada. Högsta domstolen har i flera avgöranden utvidgat ansvaret. Ett viktigt avgörande på detta område är NJA 1987 s. 692, det s.k. Kone-fallet.¹

I rättsfallet ålades en värderingsman skadeståndsansvar mot tredje man. Värderingsmannen hade upprättat ett utlåtande på uppdrag av en fastighetsägare. Utlåtandet byggde på oriktiga förutsättningar rörande möjligheterna att exploatera en viss fastighet, och angav därför ett helt verklighetsfrämmande värde. Innehållet i intyget medförde skada för ett bolag som beviljat lån med pantsäkerhet i fastigheten. I domen uttalade HD bl.a. 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. Skadeståndsansvaret för den som yrkesmässigt åtar sig fastighetsvärderingar bör alltså i regel inte begränsas till skada som uppdragsgivaren lidit, utan omfatta också skada som åsamkats tredje man. HD har i rättsfallet inte beskrivit relationen mellan värderingsmannen och den skadelidande i någon form av kontraktstermer, utan synes ha godtagit att ansvar för professionella yrkesutövare kan föreligga även i icke-kontraktuella relationer.

Något avgörande från HD avseende ansvar för personer som medverkar vid upprättandet av ett prospekt finns dock inte. Där emot finns i vart fall två avgöranden från hovrätt, där talan om skadestånd väckts mot banker som bl.a. medverkat vid upprättande av prospekt. I ett av fallen synes hovrätten ha varit av uppfattningen att ansvar i och för sig skulle kunna komma ifråga, oaktat att talan lämnades utan bifall. I ett senare avgörande, som ännu inte

¹ Se även NJA 2001 s. 878. Angående rättsfallet, se Bengtsson, B., Skadestånd utom kontraktsförhållanden, 1985-1988, SvJT 1990 s. 63 f, Kleineman, J., Rådgivares informationsansvar – en probleminventering, SvJT 1998, s. 202 f och dens., Om den befogade tillitens skadeståndsrättsliga relevans, JT 2001-02, s. 625 ff.

vunnit laga kraft, har hovrätten ansett att de av kändena återopade omständigheterna inte var sådana att undantag kan göras från huvudregeln i 2 kap. 4 § i dess tidigare lydelse, att rena förmögenhetsskador endast ersätts om de vållats genom brott eller om ansvar föreskrivits i lag.

Frågan om utomobligatoriskt ansvar för ren förmögenhetsskada och ansvar för de personer som medverkar vid upprättande av ett prospekt har även behandlats i doktrinen.²

5.1.1 Värdepappersinstitut

För att ett företag skall kunna medverka genom garantigivning eller på annat sätt vid emissioner eller erbjudanden som är riktade till en öppen krets krävs att företaget har erhållit tillstånd av Finansinspektionen. Detta framgår av 1 kap. 3 § 5 i lagen (1991:981) om värdepappersrörelse.

Av 1 kap. 7 § lagen om värdepappersrörelse framgår bl.a. att ett företag som erhållit tillstånd att driva värdepappersrörelse skall bedriva denna verksamhet så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras. Vidare framgår av föreskrifter utfärdade av Finansinspektionen att ett värdepappersinstitut som medverkar vid emissioner eller erbjudanden som är riktade till en öppen krets skall se till att den information som lämnas, enligt vad värdepappersföretaget känner till, är riktig samt ger en rättvisande bild av erbjudandet.³

Finansinspektionen har olika möjligheter att ingripa mot ett värdepappersinstitut som inte har uppfyllt sina åligganden. Inspektionen kan återkalla institutets tillstånd att driva viss verksamhet, eller om det är tillräckligt meddela varning. Om värdepappersinstitutet är en bank kan inspektionen även meddela en anmärkning och besluta att banken skall betala en straffavgift.

Finansinspektionen kan även uttala kritik mot ett institut och offentliggöra sin bedömning. Såväl Finansinspektionen som dåvarande Bankinspektionen har i olika sammanhang uttalat sig angå-

² Se exempelvis Hellner, J. och Johansson, S., Skadeståndsrätt, s. 66 ff., Bengtsson, B. och Strömbäck, E., Skadeståndslagen, s. 41 f och 55 f, Kleineman, J. Ren förmögenhetsskada, och dens., Om den befogade tillitens skadeståndsrättsliga relevans, JT 2001-02, s. 625 ff., samt af Sandeberg, C., Prospektansvaret.

³ 2 kap. 3 § i Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2002:7) om uppföranderegler på värdepappersmarknaden.

ende ett värdepappersinstituts ansvar för innehållet i ett prospekt. Bankinspektionen har bl.a. uttalat att ett prospekt som en fondkommissionär ställer sig bakom genom att medverka i emissionen skall aktiemarknaden kunna lita på. Vidare har beträffande redovisningen av ett bolags resultat uttalats att en fondkommissionär inte bör kunna frita sig från ansvar genom att hänvisa till bolagets revisorer. Det bör åligga en fondkommissionär att göra en självständig bedömning. När det gäller icke-finansiella uppgifter som kan ha betydelse för bedömningen av t.ex. en företagslednings kompetens har bankinspektionen ansett att det ”i princip bör åligga en bank/fondkommissionär att företa sådan kontroll. Allmänhetens förtroende för prospekt och liknande information i samband med en marknadsintroduktion bygger i hög grad på att en bank eller fondkommissionär med sitt namn garanterar riktigheten av uppgifter som är väsentliga för bedömningen av företaget. Enligt bankinspektionens uppfattning har en bank alltid ett medansvar för riktigheten av sådana uppgifter. Kravet på kontroll bör å andra sidan vara rimligt”. Finansinspektionen har i allt väsentligt upprepats bankinspektionens uttalanden. Beträffande poster i en balansräkning bör enligt inspektionens uppfattning ”en emissionsbank inte utgå från att posterna i en balansräkning som blivit fastställd av bolagsstämma är korrekta, om vid en översiktlig granskning någon balanspost framstår som mindre väl dokumenterad genom att den saknar hänvisning till not eller det av innehållet i angiven not framstår som motiverat att göra ytterligare utredning”.⁴

Utöver de exempel som nämnts ovan kan nämnas även följande fall. Efter att ett uppköpserbjudande lämnats fullföljdes inte budet på grund av att den utlovade finansieringen uteblev. Budet var inte villkorat av finansieringen. Budgivaren hade biträtts bl.a. av ett värdepappersinstitut. Institutets uppdrag var att biträda med upprättandet av prospekt, handha kontakter med Finansinspektionen och VPC samt att ta emot och hantera anmälningssedlar med anledning av erbjudandet. Finansinspektionen gjorde bedömningen att värdepappersinstitutet brustit i skicklighet och omsorg genom att inte förmå budgivaren att avvakta med erbjudandet i väntan på

⁴ Se Finansinspektionens beslut den 23 juni 1992 och den 1 februari 1993 (Dnr 6532/91-FM) samt Bankinspektionens cirkulärskrivelser 1984:1 (dnr 72-84-A), etikmeddelande 36, 55 och 56 (Dnr 557/82-A, 452/86-A och 335/86-A) och skrivelser 1984-05-10 (Dnr 1239/83-A och 1290/83-A). För en närmare genomgång av uttalandena hänvisas till Lüning, W., Prospektansvaret, en probleminventering, och af Sandeberg, C., Prospektansvaret.

att finansiering influerats alternativt villkorat budet. Inspektionen ansåg händelsen negativ för aktiemarknaden.⁵

Ett värdepappersinstitut har i vissa fall endast i uppdrag att ansvara för ärendehantering i samband med ett erbjudande till allmänheten, dvs. att ta emot anmälningssedlar eller likvida medel samt ombesörja att finansiella instrument kontoförs på anvisade konton eller depåer. I rättsfallet NJA 1996 s. 3 hade ett prospekt framställts och skickats ut av ett bolag utan medverkan av den bank som ansvarade för ärendehantering. Ingen rådgivning hade förekommit från bankens sida gentemot bolaget avseende prospektets innehåll. Med hänsyn härtill ansåg HD att banken inte kunde ha något ansvar i fråga om bolagets ekonomiska ställning eller beträffande innehållet i emissionsprospektet. HD gjorde dock inte något uttalande av innebörden att man generellt skulle ha avvisat möjligheten att ett värdepappersinstitut eller annan som medverkat vid upprättandet av ett prospekt skulle kunna åläggas ett ansvar för fel eller brister i ett prospekt.

Frågan om ansvar för fel eller brister i ett prospekt har berörts i den s.k. självreglering som föreligger avseende innehållet i ett prospekt. Näringslivets Börskommitté har sedan 1986 utfärdat särskilda regler om utformning av prospekt. I dessa regler anges såvitt avser ansvar för prospektets innehåll att de straff och civilrättsliga ansvarsfrågor som felaktiga och ofullständiga prospekt kan aktualisera faller utanför regelverket. NBK har dock understrukit vikten av att alla som engageras i ett bolags prospektframställning förvissas om att prospektet lämnar en så objektiv, balanserad och fullständig information som möjligt. Det åligger enligt NBK styrelsen, ledande befattningshavare, revisorer, bank eller annat värdepappersinstitut med flera att på bästa sätt förvissa sig om att så är fallet.

5.1.2 Andra medverkande

Vid upprättandet av ett prospekt medverkar även andra personer än värdepappersinstitut. Om den som upprättar prospektet är en juridisk person medverkar regelmässigt anställda i den juridiska personen. Vidare medverkar olika experter och andra konsulter. Dessa kan vara anlitade direkt av den som ansvarar för upprättandet av prospektet, eller av ett värdepappersinstitut som har i uppdrag att

⁵ Se även Aktiemarknadsnämndens bedömning av fallet, uttalande 2003:29.

biträda den som är ansvarig för att upprätta prospektet. Uppdraget kan t.ex. bestå i att göra en s.k. due diligence undersökning av emittentbolaget, värdera olika tillgångar, medverka vid utformningen av prospektet eller lämna upplysningar om de regler som skall iakttas vid upprättandet av ett prospekt.

Vissa grupper av personer som vanligtvis medverkar vid upprättandet av ett prospekt, såsom advokater och revisorer, står under särskild tillsyn. Advokatväsendet regleras i 8 kap. rättegångsbalken. Det finns ett allmänt advokatsamfund och advokat är den som är ledamot av samfundet. För att kunna antas som ledamot krävs att sökanden uppfyller vissa krav. Samfundet och dess disciplinnämnd utövar tillsyn över den verksamhet som bedrivs av advokater. Även Justitiekanslern har tillsyn över advokater och kan begära att disciplinära åtgärder vidtas mot en advokat som åsidosätter sina plikter. Beträffande revisorer innehåller revisorslagen (2001:883) bl.a. bestämmelser om godkännande och auktorisation av revisorer. Revisorerna står under tillsyn av Revisorsnämnden som kan vidta disciplinära åtgärder mot revisorerna.

Att olika kategorier av personer medverkar vid upprättandet av ett prospekt torde vara väl känt för investerare. Dessa saknar dock normalt kännedom om vilka externa konsulter som medverkat, om detta inte framgår av prospektet. Här föreligger således en skillnad mot vad som normalt är fallet avseende medverkande värdepappersinstitut, som regelmässigt har sitt namn på framsidan på prospektet och där dess medverkan även i övrigt framgår av prospektets innehåll. Det är dock inte ovanligt att yttranden och utlåtanden som upprättats av olika experter tas in som en del av prospektet. Det kan då vara fråga om värderingsutlåtanden eller analyser samt yttranden avseende olika legala eller andra frågor. I förevarande fall framgår normalt att dessa handlingar upprättats av annan än den person som varit skyldig att upprätta prospektet, dvs. normalt emittenten.

5.2 Överväganden

Utredningens förslag: Ett värdepappersinstitut skall omfattas av ett uttryckligt skadeståndsansvar vid överträdelse av bestämmelserna om prospekt och uppköpserbjudanden. För ansvar förutsätts uppsåt eller oaktsamhet.

Även de som medverkat vid upprättandet av ett prospekt och uttryckligen åtagit sig ansvar för hela eller delar av prospektet skall omfattas av ett skadeståndsansvar. Detsamma bör gälla för de personer som på uppdrag av den som upprättat prospektet, dennes organföreträdare, en säljare eller ett medverkande värdepappersinstitut upprättat en handling som med uppdragstagarens medgivande tagits in i ett prospekt, om det av prospektet framgår att handlingen upprättats av uppdragstagaren. Ansvaret skall omfatta fel eller brister i den handling som upprättats. Även beträffande dessa kategorier av medverkande förutsätts för ansvar uppsåt eller oaktsamhet.

Utredningens bedömning: Beträffande andra medverkande vid upprättandet av ett prospekt bör inte någon särskild reglering, utöver det ansvar för ren förmögenhetsskada som redan följer av allmänna skadeståndsrättsliga principer och 2 kap. 2 § skadeståndslagen, införas.

Skälen för förslaget: Utredningen har i uppdrag att föreslå hur regler om ansvar för fel eller brister skall utformas. En naturlig del av detta uppdrag är att pröva huruvida de personer som medverkar vid upprättandet av ett prospekt, bör ha ett ansvar gentemot investerare som åsamkas skada till följd av fel eller brister i prospektet.

Som anförts i avsnitt 1.3 förutsätter en väl fungerande handel med finansiella instrument att allmänheten och institutionella placerare hyser förtroende för marknadens funktioner. En investerare skall kunna utgå ifrån att de personer som medverkar vid upprättandet av ett prospekt agerar professionellt och, utifrån det uppdrag som lämnats dem, bidrar till att prospektet blir fullständigt, sammanhängande och begripligt. Detta talar med viss styrka för att införa en ansvarsregel som omfattar samtliga personer som medverkar vid upprättandet av ett prospekt. Det finns dock skäl som talar emot att införa ett sådant generellt ansvar.

Ansvar för ett prospekts innehåll kommer enligt utredningens förslag i kapitel 3 och 4 att åläggas den som är skyldig att upprätta prospektet och dennes organföreträdare. Det är dessa personer, i det allra flesta fall ett aktiebolag och dess organföreträdare, som har eller i vart fall bör ha tillgång till den information som ett prospekt skall innehålla. Det är viktigt att betona att det därför är hos dessa som huvudansvaret ligger för att prospektet inte är behäftat med fel eller brister. När det gäller de personer som i övrigt medverkar vid upprättandet av prospektet kan konstateras att många av dessa endast deltar avseende vissa begränsade uppgifter, som specificerats i ett avtal med den som är ansvarig för att upprätta prospektet. Det framstår ingalunda som självklart att dessa kategorier av medverkande skall omfattas av en generell ansvarsbestämmelse i förhållande till tredje man. För att ett ansvar skall kunna föreligga bör i stället krävas att den medverkande skall ha agerat yrkesmässigt och att det framgår av prospektet att den medverkande varit delaktig vid upprättandet av prospektet. Vidare bör den som lidit skada ha haft fog för att sätta sin tillit till antingen de uppgifter som lämnats av den medverkande i prospektet, eller att denne varit delaktig vid upprättandet av prospektet. Genom dessa grundläggande förutsättningar för ansvar uppnås en rimlig begränsning av den krets av medverkande personer som bör omfattas av ett lagreglerat ansvar.

Bör ett uttryckligt ansvar införas för värdepappersinstitut?

Ett värdepappersinstitut som medverkar vid upprättandet av ett prospekt har i allmänhet en central roll vid ett erbjudande till allmänheten eller ett upptagande till handel av finansiella instrument. Att institutet medverkat framgår regelmässigt av prospektet. Vidare uppställer, som redovisats ovan, det näringsrättsliga regelverket tydliga krav gentemot medverkande värdepappersinstitut. Investerarna har mot denna bakgrund anledning att utgå från att ett medverkande värdepappersinstitut gjort rimliga efterforskningar för att förvissa sig om att prospektet uppfyller de krav som uppställs. Dessa omständigheter och värdepappersinstitutens förtroendeskapande ställning på marknaden talar med styrka för att ett värdepappersinstitut bör kunna omfattas av ett skadeståndsansvar gentemot investerare. Det bör även noteras att ett ansvar för instituten gentemot investerarna inte är ovanligt i andra länder. Exempelvis

finns ett sådant ansvar såväl i USA, England och Tyskland som i våra nordiska grannländer.

Utredningens uppfattning är att värdepappersinstitut som medverkar vid upprättandet av ett prospekt idag normalt vidtar de åtgärder som kan anses rimliga avseende kontroll av uppgifter i ett prospekt. Vidare är det utredningens uppfattning att denna kontroll bl.a. utförs av omsorg om de investerare som kan komma att teckna eller förvärva finansiella instrument, vilka inte sällan är kunder till värdepappersinstitutet. För dessa institut torde därför ett lagreglerat ansvar i praktiken inte innebära att instituten behöver förändra sitt sätt att arbeta. Det kan dock finnas institut som idag endast utför begränsade kontroller eller helt underlåter att kontrollera uppgifter om en emittent eller andra uppgifter i ett prospekt. Ett sådant agerande, eller snarare brist på agerande, skadar de institut som utför sitt arbete på ett professionellt sätt. Agerandet kan även få till följd att informationen i ett prospekt inte uppfyller de krav som bör ställas och att emittenter alltför enkelt får tillgång till kapitalmarknaden. Därutöver kan förtroendet för kapitalmarknaden påverkas negativt om det visar sig att ett medverkande värdepappersinstitut inte fullgjort sina skyldigheter gentemot kapitalmarknadens aktörer. Ett lagreglerat ansvar för värdepappersinstitut som medverkar vid upprättandet av ett prospekt tydliggör att instituten kan ställas till svars om de missbrukar det förtroende som aktörerna gemensamt byggt upp. Detta borde gynna de aktörer som uppfyller sitt yrkesmässiga ansvar.

Mot denna bakgrund bör ett värdepappersinstitut som medverkar vid upprättandet av ett prospekt omfattas av ett lagreglerat ansvar för fel och brister i ett prospekt. Värdepappersinstitutets ansvar bör, i likhet med organföreträdarnas ansvar, inträda om institutet uppsåtligen eller av oaktsamhet åsamkat investerare skada. Utredningen har här beaktat att Högsta domstolen i det s.k. Konefallet slagit fast att vid tillämpning av ett tillsitsresonemang bör ansvar inträda vid enkel culpa, om övriga förutsättningar för ansvar är uppfyllda.

För att ett ansvar för ett värdepappersinstitut skall inträda skall institutet ha medverkat till att skadan tillfogats den skadelidande. Ansvaret skall, i likhet med vad som är fallet avseende organföreträdare, prövas individuellt för varje medverkande värdepappersinstitut. Ett institut kan inte bli ansvarigt för större del av en skada än som adekvat orsakats av institutets åtgärd eller försummelse. Ett värdepappersinstitut har således inte ett solidariskt ansvar med den

som varit ansvarig för att upprätta ett prospekt, för fel eller brister i prospektet.

Frågan om institutet agerat vårdslöst bör avgöras genom en helhetsbedömning av omständigheterna i det enskilda fallet, och i ljuset av att det normalt är emittentbolaget och organföreträdarna som har huvudansvaret för informationsgivningen i prospektet. I det fall institutet iakttagit vedertagna metoder vid utförandet av sitt uppdrag och gjort den kontroll av uppgifter i ett prospekt som kan anses rimlig, bör institutet undgå ansvar. Det är enligt utredningen inte möjligt eller ens önskvärt att i detalj fastslå omfattningen av den undersökning som ett värdepappersinstitut bör utföra. Omfattningen måste anpassas till det enskilda fallet och till vad som vid var tid anses utgöra god sed på marknaden. Utredningen lämnar i författningskommentaren några ytterligare synpunkter på hur culpabedömningen bör gå till.

Ett medverkande värdepappersinstitut har ofta sin logotyp eller sitt namn på framsidan till ett prospekt. Med hänsyn härtill torde det vara naturligt för investerare och andra aktörer på marknaden att dra slutsatsen att värdepappersinstitutet medverkat vid upprättandet av prospektet. Enbart det faktum att institutet har sin logotyp eller sitt namn på synbar plats i prospektet bör dock inte anses tillräckligt för att ansvar skall kunna utkrävas. Om ansvar skall föreligga bör, som anförts ovan, avgöras efter en helhetsbedömning i det enskilda fallet. I det fall institutet har sitt namn eller logotyp på prospektet och detta inte innehåller någon upplysning om att institutets medverkan varit begränsad, bör det dock kunna presumeras att institutet medverkat vid upprättandet av prospektet i dess helhet.

Utredningen har övervägt om ansvaret för värdepappersinstitut bör vara subsidiärt på så sätt att den skadelidande först skall vara skyldig att väcka talan mot emittenten, säljaren eller den som annars varit skyldig att upprätta prospektet. Möjlighet att väcka talan mot ett medverkande värdepappersinstitut skulle då endast föreligga om den skadelidande har tillerkänts ersättning, men inte kunnat erhålla denna till följd av konkurs eller annan orsak. Utredningen har dock funnit det vara mer ändamålsenligt att frågan om ansvar för de olika ansvarssubjekten kan prövas inom ramen för en och samma process.

Frågan om det finns anledning anta att den föreslagna ansvarsregeln kan få till följd att värdepappersinstituten i stor utsträckning

kommer att blir stämnda av missnöjda investerare och därigenom åsamkas kostnader behandlas i kapitel 10.

Ett värdepappersinstitut ingår ibland ett s.k. underwriting-avtal med emittenten, normalt ett aktiebolag. Avtalet innebär vanligtvis att institutet tecknar samtliga finansiella instrument samt säljer dessa vidare till allmänheten. Teckning av finansiella instrument samt vidareförsäljning görs i praktiken inom en mycket kort tidsrymd, genom registreringar i kontobaserade system för finansiella instrument. I dessa fall är det regelmässigt emittenten som är skyldig att upprätta prospektet. Detta följer av 2 kap. 5 § i utredningens lagförslag i delbetänkandet. Därigenom har emittenten ett ansvar för prospektets innehåll, vilket framgår av kapitel 3 och 2 kap. 25 § första stycket i utredningens lagförslag. Redan härav följer att värdepappersinstitutet kan rikta krav mot emittenten, om institutet lider skada till följd av fel eller brister i prospektet. Sådan skada kan exempelvis vara skadestånd som institutet erlagt till de personer som från institutet förvärvat de aktuella finansiella instrumenten. Institutet har även möjlighet att i sitt avtal med emittenten se till att emittenten håller institutet skadeslöst.

Bör ett uttryckligt ansvar införas för andra kategorier av medverkande?

Som anförts ovan är utredningen av uppfattningen att det saknas skäl att införa en uttrycklig ansvarsregel som omfattar alla de personer som på ett eller annat sätt har medverkat vid upprättandet av ett prospekt. För att ett ansvar skall kunna inträda bör investerare ha haft fog för att sätta sin tillit till antingen de uppgifter som lämnats av den medverkande i prospektet, eller att denne varit delaktig vid upprättandet av prospektet. Detta innebär enligt utredningen att när exempelvis en anlita advokat lämnat uppgifter till sin uppdragsgivare, antingen den som varit skyldig att upprätta prospektet eller ett medverkande värdepappersinstitut, och uppgifterna därefter tas in i prospektet utan att uppgifterna där kan härledas till advokaten, bör något ansvar för uppgifterna inte föreligga för advokaten gentemot investerare. Det är en annan sak att advokaten i förevarande fall kan bli skadeståndskyldig gentemot sin uppdragsgivare om lämnade uppgifter varit felaktiga eller bristfälliga och fått till följd att uppdragsgivaren blivit skyldig att utge skadestånd till investerare. Till skillnad mot vad som är fallet avseende ett medverkande värdepappersinstitut har i exemplet

advokaten inte någon central roll i erbjudandet. Advokatens medverkan är normalt inte synbar för investerare och det finns således inte anledning anta att en investerare satt sin tillit till advokatens medverkan.

Ett exempel på handlingar som ofta tas in i prospekt och erbjudandehandlingar är värderingsutlåtanden. Dessa utlåtanden har ofta stor betydelse för investerare vid dess bedömning av ett erbjudande, och i det fall den som upprättat handlingen agerat vårdslöst bör investeraren kunna utkräva ett ansvar av uppdragstagaren. I förevarande fall torde det närmast vara en självklarhet för uppdragstagaren att handlingen kommer att utgöra en del av prospektet. Det bör dock åligga uppdragsgivaren att tillse att uppdragstagaren lämnar sitt medgivande till att handlingen får tas in i prospektet. Om något sådant medgivande inte har lämnats bör uppdragstagaren inte kunna åläggas ansvar. Det kan dock tänkas förekomma situationer där en uppdragstagares handling tas in i prospektet utan att ett medgivande har lämnats. Om uppdragsgivaren får kännedom om att så har skett bör denne agera för att klargöra detta förhållande för allmänheten. Det kan inte uteslutas att en domstol skulle anse att en passivitet från uppdragstagaren i förevarande situation får till följd att ett ansvar kan föreligga enligt allmänna skadeståndsrättsliga grundsatser.

Även andra handlingar som upprättats av rådgivare och andra medverkande kan enligt överenskommelse mellan parterna komma att tas in i prospektet. Även här bör ett ansvar föreligga gentemot investerare för den som upprättat handlingen, såvitt avser innehållet i handlingen. Något ansvar för prospektets innehåll i övrigt bör dock självfallet inte föreligga för den som upprättat handlingen.

För närvarande förekommer det regelmässigt att en eller flera personer i prospektet uttryckligen anger att de åtar sig ett ansvar för dess innehåll. Även sådana personer bör omfattas av ett uttryckligt skadeståndsansvar, av samma skäl som redovisats ovan.

Beträffande övriga medverkande har utredningen inte funnit skäl att införa en särskild regel om skadeståndsansvar. Ansvaret för de uppgifter som utförts eller lämnats av andra medverkande bör i stället åläggas de personer som kommer att omfattas av de föreslagna ansvarsbestämmelserna. De skadeståndsregler som föreslås skall dock inte uppfattas som exklusiva. Den skadelidande har således alltjämt möjlighet att föra talan mot andra medverkande, exempelvis på grund av brott eller med stöd av allmänna skadeståndsrättsliga grundsatser.

6 Skadestånd

6.1 Några allmänna utgångspunkter

Vid fel eller brister i ett prospekt är den typ av skada för vilken kan utkrävas ansvar en ren förmögenhetsskada. Med ren förmögenhetsskada avses sådan ekonomisk skada som uppkommer utan samband med att någon lider person- eller sakskada. De bestämmelser om skadestånd som utredningen föreslår utgör sådan speciallagstiftning som det hänvisas till i 1 kap. 1 § skadeståndslagen.

Utredningen har i kapitel 3–5 redogjort för sina ställningstaganden när det gäller kretsen av personer som bör ha ett ansvar för fel eller brister i ett prospekt. Skyldighet att utge skadestånd inträder dock inte så snart ett prospekt är behäftat med ett fel eller en brist. Det är således inte fråga om ett strikt ansvar.

En prövning om en investerare är berättigad till skadestånd innehåller flera moment. Enligt utredningen bör inledningsvis prövas om felet eller bristen är av sådan karaktär, att en investerares välgrundade bedömning av emittenten eller de finansiella instrumenten påverkas och därmed investerarens investeringsbeslut. Om så är fallet bör ansvar kunna utkrävas. Därefter bör prövas om de personer som den skadelidande väckt talan mot har varit oaktsamma. Skadeståndsskyldigheten har således utformats som ett culpaansvar. Utredningen anser att ett krav på grov oaktsamhet skulle kunna medföra alltför stora svårigheter att utkräva ett skadeståndsansvar, vilket skulle riskera att påverka förtroendet för den svenska kapitalmarknaden. Ett ytterligare skäl för att inte ställa krav på grov oaktsamhet är att det skyddsvärda intresset finns hos investerarna. Dessa omständigheter har även legat till grund för utredningens bedömning att ett avsteg från de krav på grov oaktsamhet som följer av vissa associationsrättsliga bestämmelser, exempelvis 15 kap 3 § aktiebolagslagen, är motiverat. Något krav på grov oaktsamhet för att ansvar skall föreligga har inte heller uppställts av HD vid

dess prövning av en professionell yrkesutövares ansvar mot tredje man.

Med ett culpaansvar avses ett ansvar för avsteg från en gällande norm inom ett aktuellt område. En jämförelse måste göras mellan den påstådde skadevållarens agerande och vad som kan betraktas som ett önskvärt agerande.

Av grundläggande skadeståndsrättsliga principer följer att den skadelidande skall visa att det är motparten som har vållat skadan och att det föreligger en adekvat kausalitet mellan vållandet och skadan. Något skäl att göra avsteg från dessa principer avseende prospektansvaret föreligger inte. Var och en av motparterna kan här åberopa omständigheter till stöd för sin uppfattning att de inte har varit oaktsamma eller att adekvat kausalitet inte föreligger. Prövningen av deras eventuella oaktsamhet och om adekvat kausalitet föreligger skall göras individuellt. Om det i ett prospekt föreligger ett stort antal fel eller brister som vart och ett är av sådan karaktär att de kan föranleda ansvar svarar respektive motpart för de fel och brister som de vållat och där kausalitet föreligger. Vid s.k. konkurrerande skadeorsaker kan särskilda problem uppkomma, såväl avseende kausalitet som vid beräkning av skadestånd.¹ I det fall flera personer har varit vållande till en viss skada kan de dock inte undgå skadeståndsansvar därför att även någon av de andra skulle ha orsakat skadan.²

Utredningen har inte funnit något skäl att föreslå en lagregel avseende lättnad när det gäller den skadelidandes beviskrav. Frågan om avsteg bör göras från allmänt gällande beviskrav får således överlämnas till domstolarna att bedöma. Om en skada orsakats genom överträdelse av bestämmelserna om vilken information ett prospekt skall innehålla torde dock oaktsamhet kunnat presumeras. Det kommer således i denna del att ankomma på svaranden i en process att visa att denne inte varit oaktsam.

Vid tillämpning av de föreslagna ansvarsreglerna kan frågor om jämkning av skadestånd uppkomma. Dessa behandlas i avsnitt 6.6. Frågor rörande gemensamt skadeståndsansvar behandlas i avsnitt 6.7. Beträffande övriga frågor av intresse vid tillämpningen av ansvarsreglerna, exempelvis principalansvaret, hänvisas till vad som

¹ Angående konkurrerande skadeorsaker, se exempelvis Hellner, J och Johansson, S., Skadeståndsrätt, s. 214 ff. och Bengtsson, B. och Strömbäck, E., Skadeståndslagen, s. 136 f. I doktrin och rättspraxis synes dock frågan om konkurrerande skadeorsaker främst behandlas avseende sak- och personskada.

² Se Hellner, J. och Johansson, S., s. 214 n.

följer av allmänna skadeståndsrättsliga principer och skadeståndslagen.

Utredningen lämnar nedan några ytterligare synpunkter och anvisningar avseende de frågor som berörts ovan. Vad som anförs avser även erbjudandehandlingar, oaktat att oftast endast ordet prospekt används.

6.2 Skadeståndets beräkning

Bestämmelserna om prospektansvar har till syfte att skydda den som lidit skada till följd av fel eller brister i ett prospekt. Skada av nu angivet slag för den som tecknat eller förvärvat finansiella instrument av det slag som anges i prospektet är en omedelbar eller direkt skada.

Vid beräkningen av skadeståndets storlek är den grundläggande principen att ersättningen skall försätta den skadelidande i samma ekonomiska situation som om den omständighet som föranleder ersättningen inte hade inträffat. Principen förutsätter således att man jämför den skadelidandes ekonomiska ställning sådan den skulle ha varit om ingen skada inträffat med den situation som inträtt genom skadan.³ Denna princip kan även bli tillämplig såvitt avser de föreslagna skadeståndsreglerna avseende prospektansvar. I förevarande fall är dock en naturlig utgångspunkt vid beräkningen av skadan skillnaden mellan det belopp som den skadelidande betalat för det finansiella instrumentet och det belopp han skulle ha erlagt om fel eller brister i prospektet inte hade förelegat, dvs. om prospektets innehåll hade varit korrekt.

När det gäller noterade finansiella instrument kan det vara av intresse att granska i vad mån kursen påverkats den dag då information om påstått fel eller brist i ett prospekt blev känd. En kursrörelse kan dock ha många orsaker och kan även vara kraftig den dag information blev känd för att kort tid därefter justeras på nytt när marknaden har hunnit analysera information eller ytterligare information blivit känd. Att exempelvis kursen på en aktie gått ner med tio procent en viss dag sedan viss information lämnas behöver således inte betyda att den ersättningsgilla skadan uppgår till det belopp som i exemplet motsvarar tio procent, eller ens att ett fel eller brist i ett prospekt föreligger.

³ Se angående denna princip Hellner, J. och Johansson, S., s. 359 f.

Även de kostnader som en investerare åsamkats, exempelvis courtage och andra transaktionskostnader, bör vara ersättningsgilla. Om en investerare därutöver förmår visa att han lidit även annan skada bör även denna skada kunna vara ersättningsgill, under förutsättning att det föreligger kausalitet mellan den uppkomna skadan och aktuellt fel eller brist i prospektet. Detta torde sällan vara fallet, men frågan bör få sin slutliga lösning i rättstillämpningen. En bedömning måste ske i det enskilda ärendet, med utgångspunkt från dels hur den skadelidande har formulerat sin talan, dels vilka invändningar som har framställts från svaranden.

I det fall en aktieägare tillerkänns ersättning av ett aktiebolag för sin direkta skada till följd av fel eller brister i ett prospekt, kan fråga uppkomma om de aktieägare som inte lidit någon direkt skada har rätt att väcka talan mot bolaget eller dess organföreträdare för den indirekta skada de lidit. Varje skada för bolaget innebär indirekt en skada för samtliga aktieägare. Denna möjlighet har dock avvisats av såväl lagstiftaren som doktrin.⁴ Som skäl för detta ställningstagande har bl.a. anförts att en aktieägarminoritet har rätt att å bolagets vägnar föra en ersättningstalan mot bolaget, och att en sådan ersättningsskyldighet skulle strida mot aktiebolagslagens system och syfte.

6.3 Bör fel eller brister i ett prospekt alltid föranleda ansvar?

Fel eller brister i ett prospekt kan vara av skiftande karaktär. Ett fel eller en brist som kan föranleda ansvar föreligger enligt utredningens uppfattning när prospektet innehåller en felaktig uppgift, som kan påverka en investerares välgrundade bedömning av prospektets innehåll och därmed hans investeringsbeslut. Detsamma gäller när en sådan uppgift inte tagits in i prospektet eller erbjudandehandlingen. Till grund för en välgrundad bedömning ligger i allmänhet en bedömning av emittentens tillgångar, skulder och ansvarsförbindelser, finansiella ställning, resultat, framtidsutsikter, de rättigheter som följer av de finansiella instrumenten och andra omständigheter som väsentligt påverkar värdet av de finansiella instrumenten. Är informationen i prospektet avseende dessa uppgifter felaktig eller bristfällig kan således ett ansvar föreligga. Under förutsättning att emittenten har angivit vilka redovisningsnormer

⁴ Prop. 1997/98:99 s 189 f, SOU 1995:44 s. 248 och Nials Svensk Associationsrätt, 8 u, s. 351 f.

som används och i övrigt iakttagit god redovisningssed kan knappast ansvar utkrävas för fel eller brister i värderings- eller klassificeringsfrågor, eller frågan ens uppkomma.

När det gäller prognoser och framtidsutsikter bör ett betydande utrymme finnas för emittentens egen bedömning och vad som i efterhand visar sig bli det faktiska resultatet. Här bör krävas en avsevärd avvikelse för att ett ansvar skall kunna utkrävas. Detsamma bör gälla subjektiva uppgifter i värderingsutlåtanden eller liknande.⁵ Det bör dock poängteras att regelverket avseende ett prospekts innehåll bl.a. uppställer regler om hur prognoser och annan information om framtidsutsikter bör utformas. Om dessa regler inte följs kan ett ansvar aktualiseras.

Som framgår av prospektdirektivet och Kommissionens förordning skall förekommande risker särskilt anges och redovisas bl.a. i sammanfattningen av prospektet. Om väsentliga risker inte redovisas kan detta föranleda ansvar.

Fel eller brister som kan föranleda ansvar kan även föreligga om vissa uppgifter gör innehållet motsägelsefullt eller vilseleder investerare. Exempelvis skall potentiell avkastning presenteras på ett rättvisande och tydligt sätt, och inte på ett sätt som ger intryck av bättre möjlighet till hög avkastning än vad som är fallet.⁶ Skrivfel eller sakfel som är uppenbara eller saknar betydelse för investeringsbeslutet bör dock inte föranleda ansvar.

Slutligen bör tilläggas att fel eller brister i årsredovisningar och delårsrapporter kan föranleda ansvar enligt nu föreslagna regler om ansvar för fel eller brister i ett prospekt, om dessa handlingar utgör del av ett prospekt.

6.4 Bör ansvarsfriskrivningar tillåtas?

Utredningens förslag: Ansvarsbestämmelserna skall inte kunna frångås till nackdel för den som lidit skada till följd av fel eller brister i ett prospekt.

⁵ Jfr NJA 1987 s. 692, särskilt s. 702 x.

⁶ Finansinspektionen har nyligen granskat den skriftliga information som ges till köparen av indexobligationer och bl.a. funnit att informationen många gånger presenteras på ett sådant sätt att den kan skapa intryck av en bättre möjlighet till hög avkastning än vad som i själva verket är fallet, se rapport den 20 januari 2005, Dnr 04-8543-601, 2005:1.

Skälen för förslaget: En särskild fråga är om det i prospektet kan uppställas villkor som får till följd att skadeståndsansvaret inskränks eller helt avtalar bort. Såvitt utredningen känner till har sådana friskrivningar inte gjorts i nämndvärd omfattning av emit-tenter eller säljare. Däremot är det inte ovanligt att andra medver-kande, exempelvis värdepappersinstitut, friskriver sig från ansvar. Friskrivningsklausuler kan i och för sig sättas åt sidan eller jämkas av domstol. Det kan dock inte bortses från möjligheten att bruket av friskrivningsklausuler i praktiken kan få till följd att de före-slagna ansvarsbestämmelserna inte får avsedd verkan. Mot denna bakgrund bör i det fall en skadelidande förmår visa att kausalitet föreligger mellan den uppkomna skadan och fel eller brist i ett prospekt och att svaranden varit vårdslös, svaranden inte kunna åberopa några villkor eller bestämmelser i prospektet som inskrän-ker den skadelidandes rätt till ersättning. Ansvarsbestämmelserna bör således vara tvingande till den skadelidandes förmån, som brukligt är i lagstiftning av denna karaktär.⁷

Att någon möjlighet inte bör föreligga att friskriva sig från ansvar innebär inte att det skulle vara något hinder för exempelvis ett värdepappersinstitut eller en person som upprättat ett värde-ringsutlåtande att i prospektet närmare redogöra för under vilka förutsättningar de medverkat vid upprättandet av prospektet, vad deras medverkan bestått i och hur de bedrivit sitt arbete, vilken metod som används och vilket material de haft till sitt förfogande. Inte heller finns det något hinder för en säljare som inte medverkar vid upprättandet av ett prospekt, att klargöra detta i prospektet. Så kan t.ex. vara fallet när ett aktiebolag upprättar ett prospekt i anledning av en aktieägares försäljning av aktier till allmänheten. Upplysningar av denna karaktär torde vara av intresse för investere-re och kunna påverka en eventuell adekvans- och culpabedöm-ning, i det fall prospektet befinns vara felaktigt eller bristfälligt.

Vid en utförsäljning av exempelvis aktier är köplagens regler tillämpliga. Säljaren har här möjlighet att friskriva sig från köp-lagens bestämmelser, då köplagen är dispositiv. Genom de nu före-slagna ansvarsbestämmelserna i lagen om handel med finansiella instrument avses bl.a. att klarlägga att den sanktion som i första hand bör komma i fråga är skadestånd. Bestämmelserna i köplagen torde, inte minst i de fall där en emission kombineras med en

⁷ Se exempelvis 3 § konsumenttjänstlagen (1985:716), 4 § konsumentkreditlagen (1992:830), 5 § produktansvarslagen (1992:18) och 3 § lagen (2003:862) om finansiell rådgivning till konsumenter.

utförsäljning, dessutom inte vara helt lätta att tillämpa och de sanktioner som där anges kan under alla förhållanden endast få direkt tillämpning på den del av erbjudandet som avser utförsäljning av befintliga aktier. Detta kan utgöra skäl för säljaren att friskriva sig från köplagens bestämmelser. Det bör även noteras att det av förarbetena till köplagen framgår att köplagens regler i första hand är utformade med tanke på köp av lösa saker och att köpeobjektets speciella karaktär kan motivera avsteg från de regler som gäller i fråga om köp av lös egendom i allmänhet.⁸ I doktrinen har också uttalats att man bör läsa köplagens bestämmelser med en viss skepsis, när köpeobjektet ligger utanför vad lagstiftaren haft i tankarna och vara öppen för att göra reduktionsslut.⁹

6.5 Bör utrymmet för skadestånd begränsas avseende juridiska personer?

Utredningens bedömning: Det saknas skäl att införa en regel av innebörden att utrymmet för skadestånd begränsas till den juridiska personens fria egna kapital.

Skälen för förslaget: Som redovisats ovan i kapitel 4 har den förhärskade restriktiva synen på juridiska personers prospektansvar främst motiverats av hänsyn till borgenärsskyddet, dvs. skyddet för det bundna egna kapitalet. Utredningen har dock gjort avsteg från den förhärskande synen på borgenärsskyddet och intagit ståndpunkten att detta inte kan motivera ett totalförbud avseende ansvar för juridiska personer som emitterar finansiella instrument, då en alltmer internationaliserad och omfattande kapitalmarknad ställer nya krav. Utredningen har inte heller funnit skäl att begränsa kretsen av skadelidande. Den av utredningen föreslagna ansvarsregeln kan således få till följd att juridiska personer kan komma att åläggas ett omfattande skadeståndsansvar. Bolagets bundna egna kapital kan komma att helt sakna täckning.

Frågan är då om det finns skäl att införa en regel av innebörden att utrymmet för skadestånd begränsas till den juridiska personens fria egna kapital. Ett sådant undantag kan vara motiverat med

⁸ Se prop. 1988/89:76 s. 22 f och 61.

⁹ Se Håstad, T., Den nya köprätten, s. 30 och Hultmark, C., Kontraktsbrott vid köp av aktie, s. 19.

hänsyn till bolagets borgenärer. Enligt utredningen talar dock starka skäl mot en sådan lösning. Borgenärerna kan i regel ingå avtal med den juridiska personen som säkerställer betalningen av deras fordringar. Vidare kan nya processer komma att påbörjas efter hand som den juridiska personen upparbetar nytt fritt eget kapital. Till detta kommer att juridiska personer har goda möjligheter att påverka storleken av det fria egna kapitalet. Enligt utredningen är dock det viktigaste skälet till att inte begränsa utrymmet för skadeståndet att investerarnas intressen även i denna fråga måste anses väga tyngre än borgenärernas. Det är en viktig förtroendeskapande åtgärd att investerare som lidit skada till följd av fel eller brister i ett prospekt kan erhålla ersättning av en juridisk person som vållat skadan, utan några begränsningar. Att en juridisk person kan riskera att betala ut betydande belopp till följd av fel eller brister i ett prospekt bör dessutom ha en preventiv effekt som avhåller den juridiska personen från att agera oaktsamt.

Konkurs eller betalningssvårigheter är dock inte i sig ett önskvärt resultat till följd av fel eller brister i ett prospekt. För att lindra effekterna av ett skadestånd finns möjlighet för domstol att, på yrkande av den juridiska personen, pröva huruvida jämkning av skadestånd bör ske. Utredningen återkommer till denna fråga i nästa avsnitt.

En möjlighet att skydda ett aktiebolags borgenärer skulle kunna vara att, i likhet med vad som är fallet i USA, införa en regel som anger att om bolaget åläggs att utge skadestånd till en aktieägare får denne endast en fordran som är efterställd vanliga oprioriterade fordringar. Bestämmelserna i förmånsrättslagen (1970:978) har dock nyligen ändrats, efter ett utredningsarbete och en debatt som pågått under många år. Mot denna bakgrund finns inte skäl att nu föreslå några förändringar i förmånsrättslagen.

6.6 Jämkning av skadestånd

Utredningens förslag: Om någon är ersättningsskyldig till följd av fel eller brister i ett prospekt eller en erbjudandehandling skall skadeståndet kunna jämkas efter vad som är skäligt med hänsyn till handlingens art, skadans storlek och omständigheterna i övrigt.

Skälen för förslaget: Om en skadelidande genom oaktsamhet medverkat till sin skada följer av allmänna skadeståndsrättsliga principer att ersättningen kan sättas ner efter en skadebedömning. Den skadelidande anses ha en skyldighet att begränsa sin skada. Försummar han detta, får han själv bära en motsvarande del av skadan. Av 6 kap. 1 § andra stycket skadeståndslagen framgår att skadestånd med anledning av ren förmögenhetsskada kan jämkas, om vållande på den skadelidandes sida har medverkat till skadan. Jämkning skall ske efter vad som är skäligt med hänsyn till graden av vållande på ömse sidor och omständigheterna i övrigt. Utredningen har inte funnit skäl att föreslå någon särskild regel avseende medvållande. En tillämpning av angivna principer kan således bli aktuell vid en prövning av den skadelidandes rätt till skadestånd enligt bestämmelserna om prospektansvar.¹⁰

Jämkning av oskäligt betungande skadestånd kan ske enligt den allmänna jämningsregeln som återfinns i 6 kap. 2 § skadeståndslagen. Enligt utredningen är det dock beträffande prospektansvaret angeläget att, efter modell från aktiebolagslagen¹¹, införa en särskild jämningsregel som tydligt anger att skadeståndet kan jämkas efter vad som är skäligt med hänsyn till handlingens art, skadans storlek och omständigheterna i övrigt. Genom en sådan bestämmelse ges domstolarna möjlighet att göra en rimlig avvägning mellan de intressen som här gör sig gällande, dvs. de ansvarigas intresse av att begränsa skadeståndsskyldigheten när kretsen av ersättningsberättigade är mycket stor eller ersättningsbeloppet betydande och investerarnas intresse av att kunna erhålla ersättning när de ansvariga inte fullgör sina skyldigheter.¹² I doktrinen har framförts uppfattningen att såvitt gäller juridiska personer bör jämkning i vart fall kunna ske för mindre familjeföretag drivna i aktiebolagsform, möjligen också i vissa andra fall där en dom på fullt skadestånd kan väntas bli ödesdiger för ägarna eller dess anställda.¹³ De närmare kriterierna för när jämkning bör komma i fråga bör dock enligt utredningen överlämnas till rättstillämpningen.

¹⁰ Om medvållande, se bl.a. Bengtsson, B. och Johansson, S., Skadeståndsrätt, s. 300 f, Hellner, J. och Johansson, S., Skadeståndsrätt, s. 223 ff.

¹¹ Se 15 kap. 5 § ABL

¹² Jfr prop. 1997/98:99 s. 190 ff.

¹³ Se Bengtsson, B. och Strömbäck, E., Skadeståndslagen, s. 323, Angående jämkning av skadestånd, se även a.a. s. 319 ff, Bengtsson, B., Nya jämningsmöjligheter?, Festskrift till Anders Agell och Hellner, J. och Johansson, S., Skadeståndsrätt, s. 433 ff.

6.7 Gemensamt skadeståndsansvar

Utredningens förslag: Om flera skall ersätta samma skada, skall de svara solidariskt för skadeståndet i den mån inte skadeståndsskyldigheten har jämkats för någon av dem. Vad någon av dem har betalat i skadestånd får han återkräva av de andra efter vad som är skäligt med hänsyn till omständigheterna.

Skälen för förslaget: När flera personer är ansvariga för samma skada är deras ansvar solidariskt. En särskild regel om detta bör enligt utredningen införas i lagen om handel med finansiella instrument. Regeln bör utformas enligt mönster från aktiebolagslagen.¹⁴ Om någon som är ersättningsskyldig har fått sin skyldighet att utge skadestånd jämkad, bör hans solidariska ansvar självfallet endast omfatta det jämkade beloppet.

Skadeståndsskyldigheten skall fördelas mellan de ansvariga efter vad som är skäligt. Detta skall ske även om någon eller några av de ersättningsskyldiga ålagts att betala ett jämkat belopp. Om omständigheterna inte föranleder annat, bör fördelning ske efter huvudtalet.

Möjligheterna för en juridisk person att framställa regressanspråk mot organföreträdare framgår av den associationsrättsliga lagstiftningen. Detsamma gäller möjligheterna för exempelvis ett aktiebolag att rikta krav mot en aktieägare. Utredningen har inte funnit skäl att föreslå några ytterligare regler avseende sådana anspråk. Utredningen föreslår inte heller någon särskild regel angående andra fall där regressanspråk kan bli aktuella. Detta bör dock vara möjligt enligt allmänna skadeståndsrättsliga principer.

¹⁴ Se 15 kap. 6 § aktiebolagslagen och prop. 1975:103 s. 543.

7 Reklamation och preskription

7.1 Gällande rätt

En fordran, t.ex. ett krav på skadestånd, kan inte göras gällande hur länge som helst. Rätten att framställa krav på grund av en fordran går efter en viss tid förlorad, dvs. fordran preskriberas. Preskriptionen utgör därvid den bortre gräns inom vilken ett skadeståndskrav måste framställas.

Allmänna bestämmelser om preskription finns i preskriptionslagen (1981:130). Av 2 § preskriptionslagen följer att en fordran preskriberas tio år efter dess tillkomst, om inte preskriptionen avbryts dessförinnan. Det förhållandet att skadan inträffar eller visar sig först senare har därvid ingen betydelse. Syftet är att man inte skall behöva räkna med skadeståndskrav på grund av händelser som ligger mer än tio år tillbaka i tiden, om krav inte har framställts dessförinnan.

Preskriptionslagen gäller endast i den mån annat inte är särskilt föreskrivet. Det finns på flera håll i lagstiftningen preskriptionsregler som avviker från den allmänna preskriptionsregeln i preskriptionslagen och exempel finns på både längre och kortare preskriptionstider än tio år.

I den konsumentskyddande lagstiftningen finns exempel på kortare preskriptionstider än tio år. Det gäller dock fall då det är relativt enkelt att bedöma skadans uppkomst och övriga förutsättningar för skadeståndsansvar. I sådana fall då det är mer komplicerat att bedöma sådana förhållanden eller om det kan ta lång tid innan en skada visar sig, t.ex. vid miljöskador och produktskador, har tioårig preskriptionstid använts. Ett annat sådant exempel är konsumentköplagen (1985:716) som stadgar en preskriptionstid om tio år för bl.a. tjänster som avser arbete på byggnader.

Associationsrätten innehåller inte några särskilda regler om preskription avseende tredje mans möjligheter att väcka talan mot organföreträdare. Däremot finns bestämmelser som exempelvis

reglerar möjligheterna för ett aktiebolag att väcka talan mot en styrelseledamot eller verkställande direktör om skadestånd på grund av beslut eller åtgärd under ett räkenskapsår. En sådan talan skall enligt 15 kap. 10 § aktiebolagslagen väckas senast ett år från det att årsredovisningen och revisionsberättelsen lades fram på bolagsstämman. Av 15 kap. 11 § aktiebolagslagen framgår att om bolagsstämman har beviljat ansvarsfrihet eller beslutat att inte föra en skadeståndstalan eller tiden för att väcka talan har gått ut, får talan ändå 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. Enligt 15 kap. 13 § 2 aktiebolagslagen får dock en talan som inte grundas på brott inte väckas mot en styrelseledamot eller verkställande direktör sedan fem år har förflutit från utgången av det räkenskapsår då beslut eller åtgärder som talan grundas på fattades eller vidtogs.

Regler om preskription kombineras ofta med bestämmelser om skyldighet att reklamera inom en viss tid. Av 32 § köplagen (1990:931) framgår att en köpare av en vara inte får åberopa att varan är felaktig, om han inte lämnar säljaren meddelande om felet inom skälig tid efter det att han märkt eller borde ha märkt felet. Om han inte reklamerar inom två år från det att han tagit emot varan, förlorar han rätten att åberopa felet, om inte annat följer av en garanti eller liknande utfästelse. Köparen får dock åberopa att varan är felaktig även efter utgången av nyss angivna tidsfrister, om säljaren har handlat grovt vårdslöst eller i strid mot tro och heder. Detta följer av 33 § köplagen. Motsvarande reglering återfinns i 22 och 23 §§ konsumentköplagen (1990:932). Den som avser att väcka en sådan talan kan dock knappast vänta i flera år efter det att han observerat felet. Av allmänna principer följer att en sådan passivitet kan medföra förlust av rätten att åberopa felet eller bristen.

En skyldighet att reklamera har även införts i de fall en konsument gör gällande att finansiell rådgivning som tillhandahållits av en näringsidkare har åsamkat konsumenten skada. I 7 § lagen (2003:862) om finansiell rådgivning stadgas att konsumenten vid sådant förhållande skall underrätta näringsidkaren om detta inom skälig tid efter det att han eller hon märkt eller bort märka att skadan har uppkommit. Om konsumenten inte fullgör sin skyldighet faller rätten till skadestånd enligt nämnda lag bort. Detsamma gäller om konsumenten inte väcker talan inom tio år från rådgivningstillfället.

7.2 Överväganden

Utredningens förslag: Talan som inte grundas på brott skall väckas inom två år från det att prospektet offentliggjordes. Det saknas anledning att låta preskriptionstiden avbrytas på annat sätt än att talan väcks.

Utredningens bedömning: Någon skyldighet för den som anser sig ha lidit skada att underrätta bolaget om detta inom viss tid bör inte införas.

Skälen för förslaget: Utredningen har i denna del att ta ställning till två frågor. Den första frågan gäller om det bör föreligga en skyldighet för den som vill göra gällande att det föreligger fel eller brister i ett prospekt att underrätta den som upprättat prospektet – eller någon annan – inom skälig tid från det att han eller hon har märkt att skada uppkommit. Den andra frågan rör om det bör införas en särskild bestämmelse om preskription, avseende möjligheterna att framställa anspråk i anledning av fel eller brister i ett prospekt.

Bör en skyldighet att reklamera införas?

Det är inte ovanligt att den som gör gällande att en tjänst eller vara är felaktig åläggs en skyldighet att reklamera felet inom skälig tid efter att han eller hon har märkt eller bort märka felet. Det är dock i förevarande fall tveksamt om en reklamationskyldighet bör införas. Det kan framstå som rimligt att införa en regel som anger att den skadelidande är skyldig att reklamera när denne fick kännedom om att prospektet var felaktigt eller bristfälligt. Emellertid saknas i allmänhet en naturlig tidpunkt från vilken reklamationsfristen kan börja löpa, till skillnad från de fall där någon exempelvis köpt en bil eller någon annan vara och denna har överlämnats till förvärvaren vid en viss tidpunkt. Det torde vara sällsynt att ett bolag eller någon annan som upprättat ett prospekt offentliggör att ett prospekt är felaktigt eller bristfälligt. Tvärtom torde det inte vara ovanligt att frågan uppkommer genom en diskussion i massmedia. En representant för en intresseorganisation uttalar sig negativt om innehållet i ett prospekt i en nyhetsartikel, och sedan artikeln publicerats faller kursen under teckningskursen. Är det då rimligt

att en skyldighet att reklamera uppstår? Eller inträder denna skyldighet när den som upprättat prospektet skickar ut ett pressmeddelande och bemöter kritiken? Eller när andra aktörer på marknaden uttalar sig? Det torde i många fall vara svårt att hitta en tidpunkt som på objektiva grunder kan utgöra utgångspunkten för en bedömning om reklamation har skett i rätt tid. Ett annat skäl som talar emot att införa en reklamations-skyldighet är det faktum att det vid påstådda fel eller brister kan vara fråga om ett stort antal personer som kan finna skäl att rikta krav mot emittenten eller den som sålt finansiella instrument och andra som medverkat vid upprättandet av ett prospekt. Här kan det bli fråga om ett betydande antal reklamationer som skall skickas till var och en av de personer som krav kan komma att riktas mot. Mot denna bakgrund saknas tillräckliga skäl att införa en särskild lagregel om reklamations-skyldighet.

Preskription

Som nämnts ovan föreligger betydande svårigheter att fastställa en exakt tidpunkt vid vilken den ersättningsgilla skadan kan anses ha uppkommit. Därutöver kan tilläggas att om preskriptionstiden skulle börja löpa först när skadan uppkommer skulle detta kunna innebära att de skadeståndsskyldiga kan drabbas av skadeståndsansvar under mycket lång tid efter det att ett prospekt har offentliggjorts. Det framstår mot denna bakgrund som mer ändamålsenligt att låta den skadegrundande åtgärd som talan grundas på, dvs. offentliggörandet av ett felaktigt eller bristfälligt prospekt, vara utgångspunkten.

En kort preskriptionstid bidrar till tryggheten för en juridisk eller fysisk persons borgenärer, i det fall denne genomfört en nyemission eller en utförsäljning av ett befintligt innehav av finansiella instrument. En längre preskriptionstid riskerar dessutom att gå ut över säkerheten i omsättningen, inte minst mot bakgrund av att ett mycket stort antal personer kan komma att ha möjlighet att rikta krav mot den som emitterat eller sålt finansiella instrument genom ett prospekt. Till detta kommer att ju längre tid som går efter att prospektet har offentliggjorts, desto svårare blir det i allmänhet att avgöra huruvida en skada som uppkommit för en investerare har sin grund i fel eller brister i ett prospekt eller någon annan omständighet. Sådana omständigheter kan exempelvis utgöras

av information som har offentliggjorts efter prospektet men utan samband med dess innehåll, den allmänna marknadsutvecklingen eller utvecklingen inom den sektor där ett företag verkar.

Mot denna bakgrund förordar utredningen att preskriptionstiden bör bestämmas till två år. Om talan grundas på brottslig gärning bör dock den allmänna regeln om tioårig preskription gälla. Detta innebär dock inte att den som avser att väcka en sådan talan kan vänta i flera år efter det att felet eller bristen i prospektet kommit till allmän kännedom och preskriptionstiden om två år löpt ut. Som anförts ovan följer av allmänna principer att en sådan passivitet kan medföra förlust av rätten att åberopa felet eller bristen.

Det saknas anledning att låta preskriptionstiden avbrytas på annat sätt än genom att talan väcks mot den som genom prospektet lämnat ett erbjudande att teckna eller köpa finansiella instrument eller den som medverkat vid upprättandet av prospektet. Även i detta sammanhang talar det faktum att det kan finnas ett stort antal personer som kan komma att framställa krav starkt för en enhetlig lösning.

8 Annan informationsgivning

Utredningens förslag avseende ansvar för fel och brister i prospekt innefattar bland annat ett utvidgat ansvar för informationsgivning. Konsekvensen av utredningens förslag i kapitel 3 blir att i de fall en årsredovisning eller en delårsrapport ingår som en del av ett prospekt och fel eller brister i årsredovisningen eller delårsrapporten uppdagas, kan den juridiska personen bli ersättningskyldig gentemot de personer som lidit skada till följd av innehållet. Det är däremot tveksamt om den juridiska personen kan bli skadeståndskyldig gentemot de personer som lidit skada på grund av fel eller brister i en årsredovisning eller en delårsrapport, som offentliggjorts utan samband med en kapitalanskaffning. Detta ansvar torde utan stöd i lag eller rättspraxis endast kunna åläggas organföreträdarna, som även ansvarar för innehållet i halvårsrapporter och delårsrapporter där skyldighet föreligger att upprätta sådana rapporter enligt årsredovisningslagen. Frågan är då om det nu finns skäl att överväga att införa en uttrycklig regel som även ålägger den juridiska personen ett ansvar för innehållet i nämnda handlingar.

I december 2004 antogs det s.k. öppenhetsdirektivet. Direktivet skall vara genomfört senast den 20 januari 2007. I direktivet uppställs krav på offentliggörande av regelbundet återkommande samt löpande information om emittenter som har givit ut värdepapper vilka redan handlas på en reglerad marknad som är belägen i eller bedriver verksamhet i någon medlemsstat. Enligt artikel 7 i direktivet skall medlemsstaterna se till att den information som skall upprättas och offentliggöras enligt artiklarna 4, 5, 6 och 12 i direktivet åtminstone ligger hos emittenten eller dennes förvaltnings-, lednings- eller tillsynsorgan, och medlemsstaterna skall se till att bestämmelser i lagar och andra författningar om ansvar är tillämpliga på emittenterna, de organ som angetts ovan eller personer som är ansvariga hos emittenterna. De handlingar som nämnda artiklar

omfattar är årsredovisningar, halvårsrapporter, s.k. delårsförvaltningsrapporter samt vissa övriga uppgifter.

Vid genomförandet av öppenhetsdirektivet finns det anledning anta att det, i likhet med vad som varit fallet beträffande prospekt-direktivet, kommer att närmare utredas huruvida behov föreligger att utvidga eller klargöra ansvaret för informationsgivning. Detta gäller i vart fall avseende ansvar för emittenter vars finansiella instrument har upptagits till handel på en reglerad marknad. Utredningens ståndpunkt är att sådana emittenter, exempelvis aktiebolag som noterat bolagets aktier, bör kunna åläggas ett utvidgat ansvar för informationsgivning, av samma skäl som bolaget bör ha ett ansvar för innehållet i ett prospekt. Investerare måste kunna utgå ifrån att emittenter vars finansiella instrument är föremål för notering hanterar sin informationsgivning på ett korrekt sätt. En väl fungerande och genomlyst sekundärmarknad påverkar kapitalanskaffningen via primärmarknaden på ett positivt sätt och här har emittenterna ett stort ansvar. Det är även värt att notera att ett informationsansvar för exempelvis aktiebolag som noterat sina aktier vid en reglerad marknad synes föreligga i alla de länder som redovisades i kapitel 2, med undantag för Danmark, Finland och Sverige.

Ett ytterligare skäl för att utvidga ett aktiebolags ansvar för informationsgivning är att det framstår som inkonsekvent att organföreträdarna skall behöva bära detta ansvar själva, när handlingarna inte utgör en del av ett prospekt, men gemensamt med bolaget när samma handlingar – eller uppgifter – ingår som en del av ett prospekt.

Ett utvidgat ansvar för informationsgivning för aktiebolag och andra juridiska personer kräver dock ytterligare överväganden avseende såväl omfattningen som behovet av ett sådant ansvar. Dessa överväganden bör lämpligen inte göras här utan först vid genomförandet av öppenhetsdirektivet.

9 Övergångsbestämmelser

Samtliga förslag till ändringar i lagen om handel med finansiella instrument och ändringarna i övriga lagar föreslås träda i kraft den 1 juli 2006. Av allmänna civilrättsliga regler följer att skadeståndsansvar för fel eller brister i ett prospekt eller en erbjudandehandling skall bedömas efter den lag eller allmänna skadeståndsrättsliga principer som gällde, när den skadegrundande handlingen eller underlåtenheten inträffade. Denna tidpunkt bör vara den dag prospektet offentliggjordes. Några särskilda bestämmelser om detta erfordras inte.

10 Konsekvenser av förslagen

10.1 Konsekvenser för domstolsväsendet

Kapitalmarknaden har under de senaste 15 åren vuxit explosionsartat och ett stort antal erbjudanden till allmänheten och noteringar har skett. Under perioden har dessutom åtminstone två perioder passerat med rejält överdrivna kursförväntningar. Trots detta har endast ett fåtal fall avseende ansvar för fel eller brister i ett prospekt behandlats i domstol. Enligt vad utredningen har erfarit föreligger liknande erfarenheter också i andra länder. Detta gäller även länder där ansvaret är omfattande och tydligare än vad som är fallet i Sverige.

Däremot har under åren 2000–2004 ett flertal ärenden som rört finansiell rådgivning behandlats i allmän domstol och hos Allmänna Reklamationsnämnden. I dessa fall har tvisten inte sällan avsett fall där en investerare gentemot sin rådgivare framfört kritik mot det sätt varpå rådgivaren informerat om risker med att teckna eller förvärva finansiella instrument vid ett erbjudande där ett prospekt upprättats. Vid den genomgång av ett stort antal av dessa fall som utredningen har gjort kan konstateras att den kritik som framförs mycket sällan har varit kopplad till innehållet i ett prospekt. Kritiken har i stället rört det sätt som erbjudandet har marknadsförts på eller rådgivarens agerande. Den kritik som ibland framförts i massmedia avseende erbjudanden till allmänheten synes också ofta ha berört marknadsföringsfrågor snarare än innehållet i sak i ett prospekt.

Det skulle kunna hävdas att antalet processer sannolikt kommer att öka eftersom bl.a. emittenter, säljare och värdepappersinstitut enligt utredningens förslag kommer att omfattas av ett lagreglerat ansvar. Det finns därigenom större möjlighet att få ersättning, när det belopp som tagits in i erbjudandet finns åtkomligt för ersättningsberättigade hos de ansvariga. Vidare kan hävdas att en process avseende fel och brister i ett prospekt i vissa fall lämpar sig väl för

en grupptalan, vilket kan få till följd att de som kan göras ansvariga kan bli utsatta för s.k. legal black-mail, dvs. att hot om att inleda grupprocesser framställs och utnyttjas otillbörligt för att uppnå ooberättigade förlikningar.¹

Det finns dock enligt utredningen ingenting som tyder på att antalet processer har hållits tillbaka enbart till följd av att endast organföreträdarna har haft ett lagreglerat ansvar. Vidare bör noteras att utredningen inte föreslår några avsteg från grundläggande skadeståndsrättsliga principer att den skadelidande skall visa att det är motparten som har vållat skadan och att det föreligger en adekvat kausalitet mellan vållandet och skadan. Inte heller föreslår utredningen någon regel som får till följd att förlorande part i en process avseende fel och brister i ett prospekt inte skall behöva stå sina och motpartens rättegångskostnader. Detta kommer rimligen att ha en avskräckande effekt för den som för en ogrundad talan. Som konstaterats i förarbetena till lagen (2002:599) om grupprättegång bör vid en bedömning om missbruk av en möjlighet att föra en grupptalan här i landet hela det svenska regelverket beaktas. Bedömningen måste innefatta både de processuella reglerna, inklusive de advokatetiska, och de materiella rättsreglerna.² Och om en grupptalan väcks kan den dessutom ha den fördelen att frågan om jämkning underlättas genom att samtliga eller flertalet anspråk kan prövas samtidigt.

Även andra sakomständigheter är av intresse när det gäller bedömningen om antalet processer i domstol kommer att öka. Antalet prospekt som registrerats av Finansinspektionen under de senaste fem åren har i snitt varit 1 450. Stockholmsbörsen har registrerat i genomsnitt 74 prospekt per år under de senaste fem åren. Registrering av emissionsbilagor till s.k. MTN-program har inte tagits med i beräkningen, då dessa endast innehåller slutliga villkor. Drygt 90 procent av de prospekt som registrerats av inspektionen har utgjorts av erbjudandeprospekt avseende warranter och andra liknande instrument. Dessa prospekt upprättas av kreditinstitut och avser olika standardiserade produkter som kreditinstituten erbjuder sina kunder. Det saknas anledning anta att kreditinstituten avseende dessa prospekt och de prospekt avseende räntebärande instrument som hittills i stor utsträckning har registrerats av Stockholmsbörsen, kommer att bli föremål för stämningar i någon nämnvärd omfattning avseende prospektets

¹ Angående detta begrepp, se prop. 2001/02:107 s. 30 ö.

² Prop. 2001/02:107 s. 30 m.

innehåll. Vad gäller övriga prospekt, som nedan redovisas i kolumnen Emissionsprospekt resp. kolumnen Prospekt avseende aktier och depåbevis, uppgick antalet registrerade prospekt per år till drygt 100. Även om en så hög andel som fem procent av dessa prospekt skulle bli föremål för prövning i domstol skulle antalet ärenden ändå vara relativt få. Dessutom är det inte sannolikt att ett prospekt av tjugo i denna grupp skulle bli föremål för domstolsprövning. Det skulle i så fall innebära en dramatisk förändring jämfört med vad som tidigare varit fallet.

Tabell 10.1. Antal prospekt registrerade av Finansinspektionen 2000–2004

	2000	2001	2002	2003	2004
Emissionsprospekt	154	120	106	95	112
Erbjudandeprospekt	995	1557	1234	1120	1750
Totalt	1149	1677	1340	1215	1862

Källa: Finansinspektionen

Tabell 10.2. Antal prospekt registrerade av Stockholmsbörsen 2000–2004

	2000	2001	2002	2003	2004
Prospekt avseende aktier och depåbevis	7	7	6	3	1
Prospekt avseende räntebärande instrument*	68	65	80	70	79
Totalt	75	72	68	73	80

**exklusive emissionsbilagor*

Källa: Stockholmsbörsen

Sammanfattningsvis finns det inte skäl att anta att antalet processer till följd av fel och brister i prospekt kommer att öka i någon större omfattning, och därmed skapa kostnader för domstolsväsendet. Mot denna bakgrund kan utredningen inte finna att det för närvarande föreligger skäl att tillskjuta ytterligare medel till domstolarna. Även om antalet mål bedöms bli få kan dock enskilda mål vara omfattande och få till följd att en viss domstol behöver en temporär

resursförstärkning. En sådan fråga måste dock kunna hanteras inom ramen för resursfördelningen inom domstolsväsendet.

10.2 Konsekvenser för emittenter

Utredningens förslag innebär bl.a. att juridiska personer som emitterar finansiella instrument kommer att kunna hållas ansvariga för fel och brister i prospekten. Det torde innebära bättre möjligheter att få ut ersättning eftersom deras betalningsförmåga i många fall kan antas vara stark och det är emittenten som tillförs kapitalet i samband med emissionen. För aktiebolag och andra emittenter kan detta förhållande upplevas som en ny börda, då rättsläget är sådant att det för närvarande är oklart om ett sådant ansvar föreligger.³

Ett företag kan emellertid i sin löpande verksamhet bli stämt för alla möjliga fel och brister i sitt agerande. Till detta kommer att en självklar utgångspunkt för utredningen har varit att näringslivet vill agera seriöst. När exempelvis ett aktiebolag gör en nyemission och riktar ett erbjudande till allmänheten måste en naturlig utgångspunkt rimligen vara att aktiebolaget gör sitt bästa för att följa det regelverk som är uppställt avseende innehållet i ett prospekt. Och åtgärder för att minska riskerna för skadeståndsanspråk när det gäller prospektansvar torde vara enklast att uppfylla för emittenter, eftersom de bör ha bäst kännedom om den verksamhet som skall belysas i prospekten. Mot denna bakgrund bör frågor om fel eller brister i ett prospekt inte heller i framtiden bli vanligt förekommande.

Hos emittenter kan det finnas en oro för att de nu föreslagna reglerna kan komma att leda till att de drabbas av ett stort antal stämningar. En sådan oro har framförts i andra sammanhang när ny lagstiftning som klargör eller utvidgar företagets ansvar har föreslagits, exempelvis lagstiftning om produktskador och miljöskador. Liknande synpunkter framfördes också när behovet av en särskild lag om grupprättegång diskuterades. Denna oro har hittills alltid visat sig vara obefogad. Exempelvis har sedan lagen om grupprättegång trätt i kraft sådan talan endast väckts i ett fåtal fall. Detta kan ha olika orsaker, exempelvis att det i Sverige inte finns samma

³ Rättsfallet NJA 1935 s. 270 och uttalanden i doktrinen talar för att i vart fall aktiebolag som emitterar värdepapper kan komma att inta uppfattningen att de nya reglerna utvidgar aktiebolagets ansvar.

tradition som i andra länder att stämna företag för ren förmögenhetsskada, företagens vilja att agera seriöst och risken för att behöva stå sina egna och motpartens rättegångskostnader. I vart fall finns det för närvarande inte några erfarenheter från andra lagstiftningsprojekt som talar för att företagen kommer att bli föremål för ett stort antal stämningar i anledning av ny lagstiftning avseende fel eller brister i ett prospekt.

10.3 Konsekvenser för värdepappersinstituten

Det utvidgade ansvaret för värdepappersinstituten kan innebära större legala kostnader för dessa. De institut som idag inte bedriver sin verksamhet på det sätt som utredningen beskrivit i avsnitt 5.2 och författningskommentaren till 2 kap. 26 § lagen om handel med finansiella instrument kommer sannolikt att behöva lägga ned mer tid och pengar på att säkerställa att innehållet i prospekten är korrekt. Instituterna kan därutöver anse sig behöva komplettera sitt försäkringsskydd till en högre kostnad.

Ett lagreglerat ansvar skulle kunna leda till att instituten i stor utsträckning kommer att bli föremål för skadeståndsprocesser. Sådana stämningar innebär i så fall ökade kostnader för instituten oavsett utgången i målen. Instituterna har dock möjlighet att skydda sig mot en sådan utveckling i uppdragsavtal med emittenten eller säljaren, genom att ta in bestämmelser som ger dem rätt att framställa regressanspråk och att de hålls skadeslösa i händelse av tvist. Som anförts ovan framstår det vidare som mindre troligt att antalet processer skall komma att öka dramatiskt enbart på den grunden att prospektansvaret lagregleras. Någon allmän brist på kvalitén i upprättade prospekt finns dessutom inte, vilket talar för att grund för att väcka talan normalt saknas. Detta förhållande kommer inte att ändras genom införandet av ett lagreglerat ansvar för värdepappersinstitut.

10.4 Konsekvenser för små företag

Till utredningen har framförts att om utredningens förslag genomförs kommer små företag att få svårare att finansiera sig genom ett erbjudande till allmänheten. Skälet till detta skulle vara att värdepappersinstituten och andra rådgivare kommer att begära

en högre ersättning för att medverka vid upprättandet av ett prospekt, eftersom processrisken kommer att öka. Detta skulle i så fall särskilt missgynna de små företagen. Vidare har framförts uppfattningen att små företag riskerar att inte kunna få biträde av värdepappersinstitut, eftersom intäkterna till värdepappersinstituten för denna typ av uppdrag blir för små i förhållande till processrisken.

Möjligheten att utkräva ansvar för innehållet i ett prospekt måste anses vara en viktig beståndsdel för en investerare vid dennes beslut att göra en investering. Det kan inte anses vara att hämma kapitalförsörjningen att ställa krav på att erbjudanden skall vara korrekta och belysa värdepapper och företag på ett riktigt sätt. Om prospekt från mindre företag inte uppfyller dessa krav bör ansvar kunna utkrävas. Att värdepappersinstitut ibland inte vill åta sig uppdrag för mindre företag torde dessutom ofta bero på att instituten vid en initial prövning inte anser att bolaget är moget att göra ett erbjudande till allmänheten, snarare än att intäkterna för instituten skulle bli för låga i förhållande till institutets arbetsinsats och risk. Ur värdepappersinstitutens synvinkel torde det dessutom vara enklare att genomlysna ett mindre företag än att göra motsvarande kontroller avseende stora företag med verksamhet i flera länder.

De nu aktuella förslagen om prospektansvar kan tvärtom underlätta de små företagens kapitalförsörjning via allmänheten genom att en investerare ges en tydligare möjlighet att utkräva ansvar. Denna möjlighet torde innebära en trygghet för investerare i mindre kända bolag. I sammanhanget bör även beaktas att mindre företag har goda möjligheter att tillämpa något av de undantag som finns när det gäller skyldigheten att upprätta ett prospekt. Exempelvis kan företaget lämna ett erbjudande till ett obegränsat antal kvalificerade investerare och upp till 99 andra investerare. Genom dessa undantag har företagen således goda möjligheter att erhålla kapital till sin verksamhet, utan att behöva upprätta ett prospekt.

Sammanfattningsvis anser utredningen att ett lagreglerat prospektansvar inte kan anses försvåra mindre företags möjligheter att attrahera kapital.

10.5 Övriga konsekvensanalyser

Några samhällsekonomiska effekter av förslagen går inte att fastställa. Det torde dock vara positivt att frågan om ansvar för innehållet i prospekt blir belyst och att ansvaret tydliggörs genom lagbestämmelser.

Några andra av de effekter som tas upp i 15 § kommittéförordningen (1998:1474) finns inte. Inte heller förutsätts några andra negativa effekter på samhällsfunktioner eller samhällsintressen.

11 Författningskommentar

11.1 Förslaget till lag om ändring i aktiebolagslagen (1975:1385)

15 kap. 1 §

Ändringen i bestämmelsen syftar till att i aktiebolagslagen tydliggöra att organföreträdarna kan bli skyldiga att ersätta skada som de vållar genom att överträda reglerna i 2 kap. eller 2 a kap. lagen om handel med finansiella instrument. Genom hänvisningen till denna paragraf i 15 kap. 2 § aktiebolagslagen kommer skadeståndsansvaret även att omfatta aktiebolagets revisorer.

Organföreträdarnas ansvar framgår av innehållet i 2 kap. 25 § andra stycket i lagen om handel med finansiella instrument. Utredningens överväganden avseende organföreträdarnas ansvar framgår av kommentaren till denna bestämmelse och kapitel 4.

11.2 Förslaget till lag om ändring i försäkringsrörelselagen (1982:713)

16 kap. 1 §

Jfr kommentaren till 15 kap. 1 § aktiebolagslagen.

11.3 Förslaget till lag om ändring i sparbankslagen (1987:619)

9 kap. 1 §

Jfr kommentaren till 15 kap. 1 § aktiebolagslagen.

11.4 Förslaget till lag om ändring i lagen (1987:667) om ekonomiska föreningar

13 kap. 1 §

Jfr kommentaren till 15 kap. 1 § aktiebolagslagen.

11.5 Förslaget till lag om ändring i stiftelselagen (1994:1220)

5 kap. 1 §

Jfr kommentaren till 15 kap. 1 § aktiebolagslagen.

11.6 Förslaget till lag om ändring i lagen (1995:1570) om medlemsbanker

11 kap. 1 §

Jfr kommentaren till 15 kap. 1 § aktiebolagslagen.

11.7 Förslaget till lag om ändring i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument

2 kap. 25 §

I bestämmelsen har införts ett uttryckligt ansvar för fel eller brister i ett prospekt. Bestämmelsen har berörts i kapitel 3, såvitt avser första stycket, och i kapitel 4 när det gäller andra stycket. Frågan om när ett fel eller en brist i ett prospekt bör föranleda ansvar har behandlats i avsnitt 6.3.

Den internationella utvecklingen visar att en modern syn på prospektansvar bör innefatta en möjlighet att vid fel eller brister i ett prospekt utkräva ansvar av den som upprättat prospektet, emitterat finansiella instrument och erhållit de medel som influiter genom emissionen. Den osäkerhet som föreligger beträffande emittenters prospektansvar bör därför undanröjas. Ett eventuellt avsteg från allmänna skadeståndsrättsliga grundsatser som motiveras med hänsynen till emittentens borgenärer bör inte komma

ifråga, då den alltmer internationaliserade och omfattande kapitalmarknaden ställer nya krav.

Ett aktiebolag bör även ha ett ansvar när aktiebolaget i andra situationer är skyldigt att upprätta ett prospekt, exempelvis när en aktieägare gör en utförsäljning av en post aktier och riktar ett erbjudande till allmänheten. Ansvaret bör även omfatta säljaren.

För ansvar förutsätts uppsåt eller oaktsamhet. Utredningen redogör nedan för hur culpabedömningen bör utföras avseende de olika ansvarssubjekten.

Bestämmelsen innebär att ansvar föreligger mot samtliga personer som lidit skada. Kretsen av skadelidande kan i förevarande fall bli mycket stor. Utredningen har i avsnitt 3.2.1. behandlat frågan om kretsen bör begränsas genom en särskild lagbestämmelse, men funnit att tillräckliga skäl för en sådan begränsning inte föreligger. Utredningen har funnit det lämpligare att beakta de skäl som talar för en begränsning av kretsen genom införandet av en kort preskriptionstid och en jämningsbestämmelse. Dessa regler behandlas i kommentaren till 27 och 29 §§.

Första stycket

Av *första stycket* framgår att den som är skyldig att upprätta ett prospekt, dvs. normalt en *emittent*, är ansvarig för dess innehåll. Vem som är skyldig att upprätta ett prospekt framgår av 2 kap. 5 §.¹ I det fall en *säljare* inte ingår i den krets som är skyldig att upprätta ett prospekt bör denne ändå ha ett ansvar för prospektets innehåll. Detta framgår av lagtexten på så sätt att även den som genom prospektet lämnat ett erbjudande att köpa finansiella instrument skall ersätta skadan.

En emittent som är skyldig att upprätta ett prospekt har en central roll när det gäller tillgången till den information som skall ingå i prospektet. Har i förevarande fall emittenten inte sett till att prospektet innehåller all den information som är nödvändig för att investerare skall kunna göra en välgrundad bedömning av emittentens tillgångar och skulder, finansiella ställning och framtidsutsikter samt av de rättigheter som är hänförliga till de finansiella instrumenten, talar starka skäl för att emittenten förfarit oaktsamt. Detta gäller inte minst vid fel eller brister i sådan information som berör emittentens verksamhet och interna förhållanden.

¹ Se förslaget till lagtext i utredningens delbetänkande, SOU 2004: 95.

Fel eller brister i ett prospekt som exempelvis upprättas av en emittent kan dock vara relaterat till information i prospektet som upprättats av en annan person, exempelvis offentlig information som inte lämnats av emittenten, samt yttranden eller värderingsutlåtanden som upprättats av tredje man och intagits i prospektet. Beträffande sådan information bör emittenten undgå ansvar för fel eller brister i informationen, om emittenten har haft skäl att anta att informationen var korrekt. Som anförs nedan avseende organföreträdare och värdepappersinstitut bör dock en skyldighet föreligga även för emittenten att ställa frågor och begära kompletteringar om innehållet i exempelvis en rapport framstår som oklart.

Vid en utförsäljning till allmänheten av exempelvis en större post aktier i ett bolag åligger det bolaget att upprätta prospekt. I det fall prospektet vid en prövning visar sig innehålla fel eller brister, bör det vid en prövning av säljarens ansvar klarläggas om denne varit delaktig vid upprättandet av prospektet. Har denne endast deltagit genom att på begäran lämna information till bolaget om villkoren för erbjudandet, och felet eller bristen inte kan hänföras till denna information, bör inte något ansvar för säljaren inträda. Här bör noteras att i det fall det var säljaren som var ansvarig för att upprätta prospektet, skulle denne inte kunna lämna annan information om bolaget än sådan information som offentliggjorts, exempelvis den senaste årsredovisningen och delårsrapporten. Så är även fallet beträffande den information en budgivare kan lämna om målbolaget i den erbjudandehandling som skall upprättas vid ett uppköps-erbjudande. Något ansvar för en säljare eller budgivare avseende fel eller brister i nämnd information bör inte föreligga om den presenterats på ett sätt som inte är vilseledande och säljaren eller budgivaren inte har känt till eller bort känna till att den var felaktig eller bristfällig.

Emellertid kan en säljare vid en utförsäljning ha en betydligt mer aktiv roll i utarbetandet av ett prospekt. Det är vanligt förekommande att en utförsäljning av aktier görs samtidigt som bolaget genomför en nyemission och noterar bolagets aktier på en reglerad marknad. Ofta har säljarna ett stort inflytande i det aktuella bolaget. Säljaren kan ha en eller flera representanter i bolagets styrelse. Om säljaren är en fysisk person kan denne själv vara styrelseledamot. Säljarna är ofta delaktiga i planeringen av noteringen av aktierna och erbjudandet. Mot denna bakgrund kan en säljares ansvar för fel och brister i ett prospekt bli aktuellt i en stor mängd situationer. Vid en prövning av ansvarsfrågan har domstolen att göra en

helhetsbedömning, där utgångspunkten är hur den skadelidande har formulerat sin talan och vilka invändningar i förevarande fall svaranden har gjort.

Andra stycket

Av *andra stycket* framgår att även *organföreträdare* kan bli ansvariga för fel eller brister i ett prospekt. Ett sådant lagreglerat ansvar föreligger redan idag såvitt avser organföreträdare för ett aktiebolag. Nu lagfästs ett sådant ansvar också för organföreträdare i bl.a. ekonomiska föreningar, sparbanker och stiftelser.

Organföreträdarnas ansvar är individuellt för varje företrädare. En företrädare har således möjlighet att åberopa olika omständigheter för att visa att han eller hon inte förfarit vårdslöst eller med uppsåt. En sådan omständighet kan vara att styrelsen i ett bolag som är skyldigt att upprätta ett prospekt beslutat uppdra åt exempelvis den verkställande direktören eller finanschefen att tillse att prospektet upprättas i enlighet med gällande regelverk, och att styrelsen därefter genom rapporter, förfrågningar eller liknande sökt säkerställa att uppgiften utförts på ett tillfredsställande sätt. Styrelsen har även möjlighet att uppdra åt en eller flera styrelseledamöter att medverka vid upprättandet av prospektet.² Vid ett sådant förhållande bör övriga ledamöter kunna undgå ansvar för fel och brister i ett prospekt, om de i likhet med det fall när ett uppdrag har lämnats till andra vidtagit tillräckliga åtgärder för att förvissa sig om att uppgiften utfördes på rätt sätt. Om konsulter anlitas inom ett område där organföreträdarna inte innehar nödvändig kompetens bör de kunna lita på innehållet i konsulternas yttranden och rapporter, under förutsättning att valet av konsult varit rimligt. Självfallet har organföreträdarna dock skyldighet att ställa frågor och begära kompletteringar om exempelvis innehållet i en rapport framstår som oklart.

Vilka åtgärder en organföreträdare bör vidta kan skifta från fall till fall och vara beroende på vilken typ av prospekt som skall upprättas. Situationen kan också komma att bedömas annorlunda beroende på vilket typ av företag som erbjuder finansiella instrument till allmänheten. Exempelvis kan ett kreditinstitut komma att upprätta åtskilliga prospekt under ett kalenderår avseende såväl aktier, obligationer som derivat. För organföreträdarna i ett sådant företag kan det vara tillräckligt att organföreträdarna har förvissat

² Jfr prop. 1997/98:99 s. 207 ff, särskilt s. 209 m.

sig om att det finns tydliga riktlinjer och rutiner för vem eller vilka som har behörighet att upprätta prospekt avseende de olika instrumenten, och att det finns nödvändig kompetens hos de personer som medverkar vid upprättandet av prospektet. När det gäller situationen att ett industriföretag skall genomföra en företrädesemission är normalt ytterligare åtgärder nödvändiga. Inom ett sådant företags organisation finns vanligtvis inte samma sakkunskap om upprättandet av ett prospekt, som normalt finns hos ett kreditinstitut.

När en juridisk person i egenskap av innehavare av en större post aktier genomför en utförsäljning av finansiella instrument, är det som framgått ovan i vissa fall emittenten av de finansiella instrumenten som är skyldig att upprätta prospektet. Vid sådant förhållande bör de synpunkter angående culpabedömningen som utredningen lämnat ovan avseende den säljande juridiska personens medverkan kunna tillämpas på motsvarande sätt på organföreträdarna i den säljande juridiska personen.

I kretsen av organföreträdare återfinns även revisorer och vissa andra personer med särskilt ansvar att granska viss finansiell information och resultatprognoser. Vilka uppgifter som skall granskas och vilka rapporter som en revisor kan bli skyldig att upprätta framgår av bestämmelserna i Kommissionens förordning nr 809/2004.³ Några närmare anvisningar om hur granskningen skall utföras eller hur rapporter skall utformas framgår dock inte av nämnda regler. Enligt utredningen bör revisorn kontrollera att den juridiska personen angivit vilka redovisningsnormer som används och att den juridiska personen i övrigt iakttagit god redovisningssed. Vid en prövning av frågan om revisorn förfarit oaktsamt bör klarläggas huruvida revisorn utfört sina uppgifter i enlighet med god revisorssed och god revisionssed i Sverige, uttalanden och beslut från Revisorsnämnden, rekommendationer och uttalanden från FAR och Svenska Revisorsamfundet, samt eventuella framtida regler och riktlinjer utfärdade av Kommissionen och CESR⁴. Har dessa källor iakttagits, bör revisorn normalt inte anses ha förfarit oaktsamt.

Utredningen vill dock peka på en särskild fråga där revisorn bör förfara med omsorg. Bestämmelserna i Kommissionens förordning innehåller inte någon regel som ålägger revisorn att granska

³ Kommissionens förordning (EG) nr 809/2004 av den 29 april 2004 om genomförande av Europaparlamentets direktiv 2003/71/EG i fråga om informationen i prospekt, dessas format, införlivande genom hänvisning samt offentliggörande av prospekt och annonsering.

⁴ Europeiska värdepapperstillsynskommittén (CESR, Committee of European Securities Regulators).

prospektet i dess helhet. Däremot föreskrivs att det i prospektet skall anges om detta har granskats i andra delar än de delar som innehåller finansiell information. Om revisorn har utfört en sådan granskning, bör revisorn enligt utredningen tydligt ange omfattningen av denna granskning. Investerare bör inte bibringas uppfattningen att revisorn granskat prospektet i detalj, om så inte varit fallet.

Skadeståndets beräkning

Vid beräkningen av skadeståndets storlek är den grundläggande principen att ersättningen skall försätta den skadelidande i samma ekonomiska situation som om den omständighet som föranleder ersättningen inte hade inträffat. Principen förutsätter således att man jämför den skadelidandes ekonomiska ställning sådan den skulle ha varit om ingen skada inträffat med den situation som inträtt genom skadan.⁵ Denna princip kan enligt utredningen även bli tillämplig såvitt avser de föreslagna skadeståndsreglerna avseende prospektansvar. Enligt utredningen är dock i förevarande fall en naturlig utgångspunkt vid beräkningen av skadan skillnaden mellan det belopp som den skadelidande betalat för det finansiella instrumentet och det belopp han eller hon skulle ha erlagt om fel eller brister i prospektet inte hade förelegat, dvs. om prospektets innehåll hade varit korrekt.

När det gäller noterade finansiella instrument kan det vara av intresse att granska i vad mån kursen påverkats den dag då information om påstått fel eller brist i ett prospekt blev känd. En kursrörelse kan dock ha många orsaker och kan även vara kraftig den dag information blev känd för att kort tid därefter justeras på nytt när marknaden har hunnit analysera information eller ytterligare information blivit känd. Att exempelvis kursen på en aktie gått ner med tio procent en viss dag sedan viss information lämnats behöver således inte betyda att den ersättningsgilla skadan uppgår till det belopp som i exemplet motsvarar tio procent, eller ens att ett fel eller brist i ett prospekt föreligger.

Även de kostnader som en investerare åsamkats, exempelvis courtage och andra transaktionskostnader, bör vara ersättningsgilla. Om en investerare därutöver förmår visa att han eller hon lidit även annan skada bör även denna skada vara ersättningsgill, under förutsättning att det föreligger kausalitet mellan den uppkomna skadan

⁵ Se angående denna princip Hellner, J. och Johansson, S., s. 359 f.

och aktuellt fel eller brist i prospektet. Detta torde sällan vara fallet. En bedömning måste dock ske i det enskilda ärendet, med utgångspunkt från dels hur den skadelidande har formulerat sin talan, dels vilka invändningar som har framställts från svaranden.

2 kap. 26 §

Paragrafen innehåller ytterligare bestämmelser om ansvar för innehållet i prospekt. Även beträffande de personer som omfattas av ansvarsbestämmelserna i aktuell paragraf förutsätts för ansvar uppsåt eller oaktsamhet. Detta framgår genom hänvisningen till 25 § första stycket.

Första punkten

I *första punkten* slås fast att den som har åtagit sig ett ansvar för prospektet kan bli skadeståndsskyldig gentemot den som lidit skada. Om åtagandet endast avser en viss del av prospektet kan skadeståndsskyldighet endast bli aktuellt om det föreligger fel eller brister i denna del. Sådana ansvarsåtaganden som här berörs avges regelmässigt av styrelsen i aktiebolag. Det är inte heller ovanligt att den som lämnar ett utförsäljningserbjudande till allmänheten lämnar en ansvarsförbindelse. Nämnda personer omfattas redan av ansvarsbestämmelserna i 25 §, oavsett om de uttryckligen åtar sig ett ansvar eller inte. Ett ansvarsåtagande kan emellertid komma att avges även av andra berörda, exempelvis ett moderbolag till ett bolag som lämnar ett erbjudande till allmänheten, ägare till moderbolaget eller någon som ställt ekonomiska garantier avseende ett erbjudande.

De åtaganden som här avses är i första hand de standardiserade avsiktsförklaringar som regelmässigt finns angivna i prospekt, där en eller flera personer avger en försäkran av innebörden att, såvitt de känner till, är uppgifterna i prospektet i överensstämmelse med faktiska förhållanden och att ingenting av väsentlig betydelse är utelämnat som skulle kunna påverka den bild av emittenten som skapas av prospektet. En sådan förklaring bör inte likställas med en garanti, och något strikt ansvar bör således inte föreligga.⁶ Däremot bör den som avger en sådan förklaring kunna åläggas ansvar för fel och brister i ett prospekt, om det kan visas att han eller hon inte

⁶ Jfr af Sandeberg, C., *Prospektansvaret*, s. 312 ff.

vidtagit rimliga åtgärder för att kontrollera att prospektet innehåller korrekt information.

Andra punkten

Av *andra punkten* framgår att ett värdepappersinstitut som medverkar vid upprättandet av ett prospekt har ett ansvar för dess innehåll. Skälet till detta ställningstagande har redovisats i avsnitt 5.2. Med ett värdepappersinstitut avses svenska och utländska företag som har tillstånd enligt lagen (1991:981) om värdepappersrörelse, eller motsvarande lagstiftning i annat land, att driva värdepappersrörelse.

För att ett ansvar för ett värdepappersinstitut skall inträda skall institutet ha medverkat till att skadan tillfogats den skadelidande. Ansvaret skall prövas individuellt för varje medverkande värdepappersinstitut. Ett institut kan inte bli ansvarigt för större del av en skada än som adekvat orsakats av institutets åtgärd eller försummelse. Här bör även beaktas att det normalt är emittentbolaget och organföreträdarna som har huvudansvaret för informationsgivningen i prospektet.

Något ansvar bör inte kunna utkrävas, om värdepappersinstitut i likhet med vad som anförts ovan avseende den som gjort ett ansvarsåtagande har gjort rimliga ansträngningar för att kontrollera att prospektet innehåller korrekt information. Utgångspunkten bör vara att undersökningsplikts omfattning bör fastställas i enlighet med vad som kan anses utgöra god sed på marknaden. Att hänvisa till god sed är ett väl beprövat sätt att fastställa normer för arbetsmetoder och återfinns i lagstiftningen på flera håll. Begreppet är dynamiskt och kan ändras över tiden. Det är bl.a. beroende av innehållet i lagar och föreskrifter. Andra källor kan vara innehållet i regler och riktlinjer utfärdade av branschorganisationer samt rättspraxis.

För att fullgöra sin undersökningsplikt bör värdepappersinstitutet genomföra en kontroll av de uppgifter som kan vara väsentliga vid ett erbjudande eller upptagande till handel. Det kan i allmänhet inte vara tillräckligt att avseende väsentlig information för prospektet förlita sig på muntliga uppgifter från organföreträdare eller anställda. Detta gäller särskilt i det fall när det är relativt enkelt för institutet att kontrollera uppgifterna. Kontrollen kan utföras av institutet eller av institutet anlitate konsulter, exempelvis advokater och finansiell expertis. I likhet med vad som anförts ovan avseende organföreträdarnas ansvar bör, i det fall konsulter anlitas inom ett område där värdepappersinstitutet inte innehar nödvändig

kompetens, institutet kunna lita på innehållet i konsulternas yttranden och rapporter. En förutsättning är dock att valet av konsult varit rimligt. Institutet har dessutom ett ansvar att ställa frågor och begära kompletteringar om exempelvis innehållet i en rapport framstår som oklart.

Vid ett erbjudande eller upptagande till handel av finansiella instrument kan flera värdepappersinstitut komma att medverka. Oftast har ett eller flera av dessa institut uppdraget att vara ledande värdepappersinstitut. Det bör dock åligga varje värdepappersinstitut som medverkar vid upprättandet av ett prospekt att vidta egna åtgärder för att kontrollera att prospektet innehåller korrekt information. Här kan det dock för de institut som inte är ledande vara tillräckligt att ta del av rapporter som tagits fram av det ledande värdepappersinstitutet, eller av dennes konsulter. Ger inte innehållet i dessa rapporter anledning att vidta ytterligare undersökningsåtgärder, bör institutet inte kunna åläggas ett ansvar.

Det är inte ovanligt att ett värdepappersinstitut ingår ett s.k. underwriting-avtal med emittenten eller säljaren. I detta fall tecknar ibland värdepappersinstitutet samtliga aktier vid en nyemission och säljer dem sedan vidare till allmänheten. Även i denna situation föreligger självfallet ett undersökningsansvar för värdepappersinstitutet, som dessutom har ett ansvar som säljare.

Ett värdepappersinstitut har normalt i uppdrag att medverka vid upprättandet av prospektet i dess helhet. Det kan dock förekomma att institutet endast har haft i uppdrag att delta vid upprättandet av en särskild del av prospektet. Vid sådant förhållande bör ansvar endast kunna utkrävas avseende fel eller brister till den del som institutet medverkat till att upprätta prospektet. I det fall institutet har sitt namn eller logotyp på prospektet och detta inte innehåller någon upplysning om att institutets medverkan varit begränsad, bör det dock kunna presumeras att institutet medverkat vid upprättandet av prospektet i dess helhet.

När ett värdepappersinstitut endast har i uppdrag att utföra olika administrativa uppgifter, exempelvis att ta emot likvid och anmälningseddlar, kan institutet inte åläggas något ansvar för fel eller brist i prospektet. Som framgår av lagtexten kan ett ansvar endast bli aktuellt när institutet medverkat vid upprättandet av prospektet. I de fall institutet endast har i uppdrag att utföra olika administrativa uppgifter är det ingenting som hindrar att det i prospektet tas in en upplysning om att institutet endast har detta uppdrag och således inte medverkat vid framtagandet av informationen i

prospektet. Detta framstår tvärtom som lämpligt för att undanröja eventuella tveksamheter om institutets roll vid erbjudandet.

Tredje punkten

I *tredje punkten* åläggs den som upprättat en handling som intagits i ett prospekt ett ansvar för innehållet i handlingen. Ett sådant ansvar inträder dock först om den som upprättat handlingen lämnat sitt medgivande till att handlingen tas in i prospektet. Ett exempel på sådana handlingar är värderingsutlåtanden. Dessa utlåtanden har ofta stor betydelse för investerare vid bedömningen av ett erbjudande, och i det fall den som upprättat handlingen agerat vårdslöst bör investeraren kunna utkräva ett ansvar av uppdragstagaren.

Det åligger uppdragsgivaren att tillse att uppdragstagaren lämnar sitt medgivande till att handlingen får tas in i prospektet.

2 kap. 27 §

Av bestämmelsen framgår att skadeståndsskyldighet kan jämkas.

Enligt utredningen är det beträffande prospektansvaret angeläget att, efter modell från aktiebolagslagen, införa en jämningsregel som tydligt anger att skadeståndet kan jämkas efter vad som är skäligt med hänsyn till handlingens art, skadans storlek och omständigheterna i övrigt. Genom en sådan bestämmelse ges domstolarna möjlighet att göra en rimlig avvägning mellan de intressen som här gör sig gällande, dvs. de ansvarigas intresse av att begränsa skadeståndsskyldigheten när kretsen av ersättningsberättigade är mycket stor eller ersättningsbeloppet betydande och investerarnas intresse av att kunna erhålla ersättning när de ansvariga inte fullgör sina skyldigheter.⁷ De närmare kriterierna för när jämkning bör komma i fråga bör enligt utredningen överlämnas till rättstillämpningen. Här bör poängteras att jämkning kan ske endast efter yrkande därom av part och att det åligger parten att i processen ange de skäl som enligt parten bör föranleda jämkning.

⁷ Jfr prop. 1997/98:99 s. 190 ff.

2 kap. 28 §

I bestämmelsen klargörs att i det fall flera personer har ålagts ersättningsskyldighet, är dessa solidariskt ansvariga. Regeln har utformats enligt mönster från aktiebolagslagen. Om någon som är ersättningsskyldig har fått sin skyldighet att utge skadestånd jämkad, bör det solidariska ansvaret självfallet endast omfatta det jämkade beloppet.

Fördelningen av skadeståndsskyldigheten mellan de ansvariga skall ske efter vad som är skäligt med hänsyn till omständigheterna. Detta skall ske även om någon eller några av de ersättningsskyldiga ålagts att betala ett jämkat belopp. Om omständigheterna inte förleder annat, bör fördelning ske efter huvudtalet.

2 kap. 29 §

Paragrafen innehåller bestämmelser om preskription av ersättningsanspråk avseende fel eller brister i ett prospekt. Bestämmelsen har behandlats i kapitel 7.

Av *första stycket* framgår att den som gör gällande att han eller hon lidit skada till följd av fel eller brister i ett prospekt måste väcka talan inom två år från det att prospektet har offentliggjorts. En kort preskriptionstid bidrar till tryggheten för en juridisk eller fysisk persons borgenärer, i det fall denne genomfört en nyemission eller en utförsäljning av ett befintligt innehav av finansiella instrument. En längre preskriptionstid riskerar dessutom att gå ut över säkerheten i omsättningen, inte minst mot bakgrund av att ett mycket stort antal personer kan komma att ha möjlighet att rikta krav mot den som emitterat eller sålt finansiella instrument genom ett prospekt. Till detta kommer att ju längre tid som går efter att prospektet har offentliggjorts, desto svårare blir det i allmänhet att avgöra huruvida en skada som uppkommit för en investerare har sin grund i fel eller brister i ett prospekt eller någon annan omständighet. Sådana omständigheter kan exempelvis utgöras av information som har offentliggjorts efter prospektet men utan samband med dess innehåll, den allmänna marknadsutvecklingen eller utvecklingen inom den sektor där ett företag verkar.

Om talan grundas på brottslig gärning gäller den allmänna regeln om tioårig preskription. Detta innebär dock inte att den som avser att väcka en sådan talan kan vänta i flera år efter det att felet eller

bristen i prospektet kommit till allmän kännedom och preskriptionstiden om två år löpt ut. Det följer av allmänna principer att en sådan passivitet kan medföra förlust av rätten att återropa felet eller bristen.

I *andra stycket* anges att om talan inte väcks inom den tid som följer av första stycket faller rätten till skadestånd enligt denna lag bort. Eventuell rätt till skadestånd enligt allmänna skadeståndsrättsliga principer finns däremot kvar.

Vid fel eller brister i ett prospekt kan ett stort antal personer komma att framställa krav. Om dessa skulle kunna avbryta preskriptionstiden genom att reklamera till de olika personer som de avser att väcka talan mot skulle detta kunna komma att medföra betydande administrativa kostnader för de berörda. Dessutom skulle det kunna uppstå en diskussion om huruvida var och en av de skadelidande har genomfört den preskriptionsavbrytande åtgärden på rätt sätt. Det finns mot denna bakgrund en betydande risk för en mängd tvister om reklamation skett eller inte, vilket inte framstår som ändamålsenligt. Det saknas därför anledning att låta preskriptionstiden avbrytas på annat sätt än genom att talan väcks.

2 kap. 30 §

Paragrafen, som behandlats i avsnitt 6.4, slår fast att bestämmelserna i 25–29 §§ inte får åsidosättas till nackdel för den som åsamkats skada till följd av fel eller brister i ett prospekt. Det kan inte bortses från möjligheten att bruket av friskrivningsklausuler i praktiken får till följd att de föreslagna ansvarsbestämmelserna inte får avsedd verkan. Villkor eller bestämmelser i prospekt i syfte att begränsa ansvaret för fel eller brister i prospekt får således inte tillämpas till nackdel för den skadelidande. Detta gäller även i det fall sådana villkor eller begränsningar exempelvis tas in i en anmälningssedel.

Ett villkor är till nackdel för en skadelidande som väckt talan om denne exempelvis genom villkoret inte ges rätt till full ersättning för uppkommen skada, trots att den skadelidande förmått visa att kausalitet föreligger mellan den uppkomna skadan och fel eller brister i ett prospekt samt att skadan vållats av svaranden.

2 a kap. 2 §

Genom ändringen i bestämmelsen klargörs att bestämmelserna om fel eller brister i ett prospekt även kan tillämpas avseende fel eller brister i en sådan erbjudandehandling, som upprättats i anledning av ett uppköpserbjudande. Vidare har ett tillägg gjorts som innebär att ansvarsbestämmelsen i 2 kap. 26 § 3 vid ett uppköpserbjudande även kan tillämpas mot den som upprättat en handling på uppdrag av målbolaget och handlingen tagits in i erbjudandehandlingen. Ett exempel på en sådan handling är ett värderingsutlåtande. Även här krävs att den som upprättat handlingen lämnar sitt medgivande till att handlingen tas in i prospektet. Detta krav framgår av lagtexten genom hänvisningen till 2 kap. 26 § 3, där det anges att ett sådant medgivande skall lämnas.

Särskilt yttrande

av Liselotte Calander, sakkunnig

Prospektansvaret avser en begränsad del av den allmänna frågan om det utomobligatoriska skadeståndsansvaret för lämnad information i olika sammanhang. Detta ansvar har hittills huvudsakligen utvecklats i rättspraxis på grundval av skadeståndslagen och dess förarbeten, till exempel i fråga om olika typer av värderingsutlåtanden, finansiell och annan information. Rättsutvecklingen har visat på en utomordentligt stor mängd komplicerade förhållanden som måste övervägas för att uppnå en effektiv, funktionell och balanserad lösning av ansvarsfrågan. Flera av dessa överväganden avser centrala skadeståndsrättsliga problemställningar, som bör bli föremål för en sammanhängande analys och eventuell reglering.

Ett förslag till reglering av prospektansvaret förutsätter ställningstaganden till ett stort antal av dessa allmänna frågor. Följderna av den föreslagna regleringen är av mycket stor vikt för berörda parter. Den korta tid som utredningen haft till sitt förfogande för genomgång av frågan om prospektansvaret har inte medgett en tillfredsställande analys av de grundläggande frågorna. Konsekvenserna av förslagen, särskilt för kapitalanskaffningen för mindre bolag, har inte heller analyserats i erforderlig omfattning. Därmed saknas tillräcklig grund för de ställningstaganden som görs.

Som utredningen konstaterar finns inte någon skyldighet att införa nya regler om ansvar för fel eller brister i prospekt för att prospektdirektivet skall anses genomfört. Därför borde enligt min mening utredningen inte lämna förslag till reglering utöver Aktiebolagskommitténs tidigare förslag.

Som exempel på frågor där ytterligare överväganden bör göras innan nya regler föreslås kan följande nämnas.

Kretsen av ersättningsberättigade

Utredningen har valt att inte begränsa kretsen av ersättningsberättigade på annat sätt än att talan skall väckas inom två år från det att prospektet offentliggjordes. Detta får till följd att såväl personer som förvärvat värdepapper genom teckning eller anmälan i anledning av prospektet som övriga personer som någon gång före tvåårsgränsen förvärvat värdepapper utgivna av emittenten skulle kunna anse sig som skadelidande och framställa krav på ersättning. Oavsett om sådana krav framförs genom stämningsansökningar eller på annat sätt kan de få mycket negativa konsekvenser för personer som kraven riktas emot bl.a. därför att avgränsningen av den krets som slutligen blir ersättningsberättigad kan vara svår att göra och därmed dra ut på tiden. Detta kan leda till att krav på mycket stora belopp inte kan lämnas utan avseende och därmed till exempel en utdragen osäkerhet om ett noterat bolags ekonomiska ställning. Utredningen bedömer att den krets som slutligen skulle bli ersättningsberättigad inte är så stor men mot bakgrund av ovanstående negativa konsekvenser anser jag att en utvidgning av kretsen av ersättningsberättigade utöver Aktiebolagskommitténs förslag inte kan göras på grundval av den utredning som gjorts. Om en utvidgning skall övervägas behöver ytterligare analys göras.

Ansvar för andra medverkande

Reglering av utomkontraktuellt skadeståndsansvar för juridiska, finansiella och andra rådgivare som medverkar i samband med att prospekt upprättas aktualiserar ett flertal komplicerade juridiska frågor. Var går gränsen för vilken medverkan som ska vara ansvarsgrundande? Bör medverkande ansvara primärt eller subsidiärt i förhållande till den som är skyldig att upprätta prospektet? Finns det skäl att begränsa medverkandes ansvar till fall av grov vårdslöshet i syfte att tydliggöra att ansvaret för uppgifter i prospekt i första hand åvilar den som är skyldig att upprätta prospektet? Hur förhåller sig ansvaret för t ex finansiell information i prospekt till ansvaret för motsvarande information i årsredovisningar och annan finansiell rapportering från bolag? Även såvitt avser dessa frågor är utredningen bristfällig och kan därför enligt min mening inte läggas till grund för lagstiftning. Följderna av otydlighet i dessa frågor är att investerare kan komma att rikta krav mot samtliga inblandade

för att inte riskera att ha riktat krav mot fel person. Att på detta sätt genom reglering öppna upp för onödiga rättsprocesser är inte en önskvärd konsekvens.

Ansvarsfriskrivningar

När det gäller ansvarsfriskrivningar har utredningen lämnat förslag till reglering utan tillräcklig genomgång av uppkomna, många gånger komplexa, frågor. Det är till exempel inte tillräckligt klarlagt hur gränsdragning skall göras mellan sådana friskrivningar som inte är tillåtna enligt förslaget och den möjlighet som finns att genom redogörelser i prospektet ändå åstadkomma begränsningar. Det är av stor vikt att regleringen såvitt avser ansvarsbegränsningar är tydlig. Några erfarenheter av motsvarande reglering på närliggande områden finns inte. Konsekvenserna av en sådan begränsning bör därför noggrant analyseras. Inte heller i denna fråga är utredningen tillräckligt grundlig för att kunna läggas till grund för lagstiftning.

Som utredningen påpekar finns redan möjlighet för domstolar att åsidosätta eller jämka friskrivningsklausuler. Därmed finns inte heller behov av att nu föreslå en lagreglering i denna del.

Kommittédirektiv



Värdepappersprospekt

Dir.
2004:41

Beslut vid regeringssammanträde den 1 april 2004.

Sammanfattning av uppdraget

En särskild utredare skall se över frågor som rör lagstiftningen om värdepappersprospekt.

Utredarens huvuduppgift är att analysera vilka lagändringar som krävs för att genomföra Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG om de prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och om ändring av direktiv 2001/34/EG (prospektdirektivet) och att lämna förslag till hur sådana bestämmelser bör utformas. Direktivet är ett led i arbetet med att skapa en integrerad marknad för finansiella tjänster och för riskkapital inom EU. Det syftar till att underlätta för företag att anskaffa kapital samt till att säkerställa ett gott investerarskydd.

Prospektdirektivets tillämpningsområde omfattar inte alla de situationer i vilka det kan bli aktuellt att upprätta och offentliggöra prospekt. För de fall som ligger utanför direktivets tillämpningsområde skall utredaren föreslå de lagändringar som han eller hon bedömer lämpliga.

Utredaren skall dessutom göra en allmän översyn av den svenska lagstiftningen om prospekt. I detta ligger särskilt att se över om regleringen bör sammanföras i en enda lag samt att överväga om bestämmelserna om ansvar för fel och brister i prospekt bör ändras. Utredaren skall lämna förslag till de lagändringar som han eller hon anser behövas.

Bakgrund

Gällande svensk reglering

Ett prospekt innehåller den information som lämnas när värdepapper på olika sätt erbjuds till allmänheten eller börjar handlas i organiserade former, t.ex. på en börs.

Bestämmelser om prospekt finns i dag i ett flertal författningar. Inom den näringsrättsliga lagstiftningen finns regler om prospekt dels i 2 kap. lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument, dels i 5 kap. lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet.

Bestämmelserna i lagen om handel med finansiella instrument innebär att prospekt skall upprättas vid emissioner av fondpapper som inte är inregistrerade eller föremål för ansökan om inregistrering vid fondbörs samt vid erbjudanden om köp eller försäljning av finansiella instrument. Prospektet skall innehålla de upplysningar som, med hänsyn till de finansiella instrument som avses, behövs för en välgrundad bedömning av emissionen eller erbjudandet och skall lämnas till Finansinspektionen med ansökan om registrering. Prospekt som avser emissioner skall godkännas av Finansinspektionen innan de registreras. I vissa fall där en emission har anknytning till ett annat land inom EES behöver prospektet inte godkännas av Finansinspektionen. Skyldigheten att upprätta prospekt gäller dock endast om emissionen eller erbjudandet är riktat till en öppen krets och om summan av de belopp som kan komma att betalas uppgår till minst 300 000 kr. I lagen görs även vissa andra undantag från skyldigheten att upprätta prospekt.

I lagen om börs- och clearingverksamhet föreskrivs att ett börsprospekt skall fogas till en ansökan om inregistrering av fondpapper vid en börs. 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. Vissa undantag från skyldigheten att upprätta prospekt görs, bl.a. för andelar i värdepappersfonder. Ett börsprospekt skall godkännas av börserna. Undantag från detta görs dock för vissa fall där ansökan om inregistrering också görs i ett annat land inom EES.

Lagarna innehåller endast vissa grundläggande bestämmelser. Finansinspektionen har efter bemyndiganden i förordningen (1991:1007) om handel och tjänster på värdepappersmarknaden

respektive förordningen (1992:561) om börs- och clearingverksamhet meddelat föreskrifter på området, Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 1995:21) om prospekt. Dessa föreskrifter innehåller bestämmelser om vad prospekt skall innehålla och hur de skall offentliggöras samt kompletterande bestämmelser om undantag från skyldigheten att upprätta prospekt.

Regler om prospekt finns även i 4, 5 och 7 kap. aktiebolagslagen (1975:1385) och i 4, 5 och 6 a kap. försäkringsrörelselagen (1982:713). Av dessa bestämmelser följer att emissionsprospekt måste upprättas av styrelsen i ett publikt aktiebolag respektive ett publikt försäkringsaktiebolag om bolaget, eller någon av dess aktieägare, offentliggör eller på annat sätt till en vidare krets riktar inbjudan att förvärva aktier eller teckningsrätter i bolaget. Begreppet "vidare krets" skiljer sig från det begrepp – "öppen krets" – som används i lagen om handel med finansiella instrument. Regler som motsvarar dem för aktier gäller vid inbjudan att förvärva utgivna konvertibla skuldebrev, skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning, optionsbevis eller vinstandelsbevis som bolaget har gett ut. Dessutom skall prospekt upprättas om ett publikt aktiebolag eller publikt försäkringsaktiebolag överlåter egna aktier på annat sätt än på börs eller annan reglerad marknad.

De äldre EG-direktiven

Reglerna om prospekt är delvis harmoniserade inom EU genom två äldre direktiv på området. Det första direktivet reglerade kraven på prospekt vid upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörs, rådets direktiv 80/390/EEG av den 17 mars 1980 om samordning av kraven på upprättande, granskning och spridning av prospekt som skall offentliggöras vid upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörs. Bestämmelserna i direktivet har senare förts över till Europaparlamentets och rådets direktiv 2001/34/EG av den 28 maj 2001 om upptagande av värdepapper till officiell notering och om uppgifter som skall offentliggöras beträffande sådana värdepapper. Det andra direktivet reglerade kraven på prospekt vid erbjudanden av värdepapper till allmänheten, rådets direktiv 89/298/EEG av den 17 april 1989 om samordning av kraven på upprättande, granskning och spridning av prospekt som skall offentliggöras när överlåtbara värdepapper erbjuds till allmänheten.

Prospektdirektivet

Kritik har riktats mot de båda äldre direktiven, bl.a. på grund av att de inte ansetts innebära den grad av harmonisering som skulle behövas för att underlätta för företag att på ett effektivt sätt anskaffa kapital över gränserna inom EU. Bland annat mot den bakgrunden har ett nytt EG-direktiv utarbetats, Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG av den 4 november 2003 om de prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och om ändring av direktiv 2001/34/EG (prospektdirektivet).

Prospektdirektivet trädde i kraft den 31 december 2003 och skall vara genomfört i medlemsstaterna senast den 1 juli 2005. Direktivet syftar bl.a. till att säkerställa ett gott investerarskydd och till att underlätta kapitalanskaffning över gränserna inom EU. Direktivet ersätter direktiv 89/298/EEG och de delar av direktiv 2001/34/EG som avser prospekt.

Genom prospektdirektivet införs ett system genom vilket ett prospekt som har godkänts i en medlemsstat inom EU skall kunna användas för erbjudanden och upptaganden till handel på reglerade marknader i hela unionen. För detta krävs en långtgående harmonisering av bl.a. kraven på att upprätta prospekt, innehållet i och utformningen av prospekt, samt i fråga om på vilket språk ett prospekt skall upprättas och hur prospektet skall offentliggöras. Direktivet innehåller också bestämmelser om prospekt som avser värdepapper utgivna av emittenter med säte utanför EU.

Varje medlemsstat skall utse en central behörig administrativ myndighet som skall vara ansvarig för att de uppgifter som anges i direktivet utförs och för att se till att de bestämmelser som antas i enlighet med direktivet tillämpas. För vissa uppgifter får medlemsstaterna emellertid utse andra administrativa myndigheter om detta krävs enligt nationell lag. Det är möjligt för myndigheterna att delegera uppgifter till t.ex. andra myndigheter eller till marknadsplatser så länge den behöriga myndigheten behåller det yttersta ansvaret. Förutom när det gäller delegation av offentliggörande på Internet av godkända prospekt och registrering av prospekt skall all delegering upphöra åtta år efter det att direktivet trädde i kraft, dvs. senast den 31 december 2011. Kommissionen skall dock se över hur systemet med delegering fungerar och senast den 31 december 2008 lämna en rapport om detta till Europaparlamentet och rådet.

I direktivet finns en minimikatalog med befogenheter som den behöriga myndigheten skall ha. Bland dessa kan nämnas befogenhet att kräva ytterligare upplysningar av den som är skyldig att upprätta ett prospekt och att förbjuda ett erbjudande till allmänheten, om myndigheten finner att bestämmelserna i direktivet har överträtts. Av direktivet följer vidare att medlemsstaterna, utan att det påverkar deras system för civilrättsligt ansvar eller deras rätt att utdöma straffrättsliga påföljder, skall se till att administrativa åtgärder kan vidtas eller administrativa sanktioner kan beslutas mot de ansvariga, när bestämmelser som antagits enligt direktivet inte har följts.

Vidare har ett kommittéförfarande införts i enlighet med den resolution om en effektivare reglering av värdepappersmarknaden i EU som Europeiska rådet antog vid toppmötet i Stockholm i mars 2001 och Europaparlamentets resolution om genomförande av lagstiftningen om finansiella tjänster i februari 2002. Den nya lagstiftningsmodellen, "Lamfalussymodellen", bygger på de rekommendationer som visemannakommittén om regleringen av de europeiska värdepappersmarknaderna gav i sin slutrapport i februari 2001.

Lagstiftningsmodellen innebär kortfattat att proceduren indelas i fyra olika nivåer. På nivå 1 antas direktiv eller förordningar i form av övergripande principer. Dessa rambestämmelser skall därefter kompletteras på nivå 2 med genomförandeåtgärder som kommissionen antar i enlighet med direktivets bestämmelser. Genomförandeåtgärderna kan syfta till att beakta utvecklingen på de finansiella marknaderna eller åstadkomma en enhetlig tillämpning av den grundläggande rättsakten. På nivå 3 skall ett utökat samarbete mellan medlemsstaternas tillsynsmyndigheter komma till stånd. Slutligen skall kommissionen på nivå 4 ta ett ökat ansvar för efterlevnaden av bestämmelserna.

I prospektdirektivet ges kommissionen i elva artiklar behörighet att anta genomförandeåtgärder. Bland annat gäller detta frågor om det mer precisa innehållet i prospekt. Kommissionen lämnade i januari 2004 ett förslag till förordning med genomförandeåtgärder till prospektdirektivet. Förslaget har diskuterats i Europeiska värdepapperskommittén och omröstning i kommittén planeras äga rum den 19 april 2004. Av prospektdirektivet framgår att kommissionen måste anta vissa av genomförandeåtgärderna senast den 1 juli 2004.

Prospektlagstiftningens tekniska utformning

Aktiebolagskommittén behandlade i sitt delbetänkande Aktiebolagets kapital (SOU 1997:22) frågan om prospektreglernas lagtekniska utformning med avseende på uppdelning i näringsrättslig och associationsrättslig lagstiftning. Kommittén ansåg det önskvärt att samla bestämmelserna om prospekt för alla typer av utgivare och föreslog att prospektbestämmelserna i aktiebolagslagen och i försäkringsrörelselagen därför skulle överföras till lagen om handel med finansiella instrument och lagen om börs- och clearingverksamhet. Betänkandet har remissbehandlats.

Ansvar för fel och brister i prospekt

En särskild fråga är den om det skadeståndsrättsliga ansvaret för fel och brister i prospekt. Av prospektdirektivet följer endast att medlemsstaterna skall säkerställa att ansvaret för den information som ges i ett prospekt åtminstone åvilar emittenten eller dess förvaltnings-, lednings- eller kontrollorgan, erbjudaren, den person som ansöker om upptagande till handel på en reglerad marknad eller garanten, beroende på omständigheterna, samt att medlemsstaternas lagar och andra författningar om civilrättsligt ansvar är tillämpliga på de personer som är ansvariga för informationen.

I delbetänkandet Aktiebolagets kapital föreslog Aktiebolagskommittén att en särskild hänvisning till prospektbestämmelserna i lagen om handel med finansiella instrument och lagen om börs- och clearingverksamhet skulle föras in i aktiebolagslagens regler om skadeståndsansvar för stiftare, styrelseledamot och verkställande direktör. Bakgrunden till detta var det förut nämnda förslaget att föra över prospektreglerna i den associationsrättsliga lagstiftningen till de två andra lagarna och att utformningen av aktiebolagslagens regler om skadeståndsansvar för bl.a. styrelseledamöter kräver att en hänvisning görs till andra lagar som kan grunda skadeståndsansvar om de överträds.

I svensk lagstiftning saknas det regler om ett bolags eget ansvar för fel och brister i ett prospekt. I olika sammanhang har det dock ansetts att ett aktiebolag inte på kontraktsrättslig grund kan bli skadeståndsskyldigt mot sina aktieägare när deras anspråk hänförs sig till teckning eller förvärv av aktier eller andra fondpapper som getts ut av bolaget. I sitt slutbetänkande Ny aktiebolagslag (SOU 2001:1)

föreslog Aktiebolagskommittén att en särskild regel beträffande ett bolags skadeståndsansvar för fel eller brist i prospekt skulle införas i lagen om handel med finansiella instrument.

Uppdraget

Det finns behov av att analysera och överväga ett antal frågor som gäller prospektlagstiftningen, framför allt med anledning av att prospektdirektivet genomförs. Utredaren skall lämna förslag till de författningsändringar som han eller hon finner motiverade.

Genomförande av prospektdirektivet m.m.

Ett genomförande av prospektdirektivet innebär att ändringar måste göras i prospektlagstiftningen. Bland annat behöver det övervägas hur tillsynen över prospekt skall vara organiserad i framtiden. I detta sammanhang skall utredaren bedöma om regeringsformen tillåter att tillsynen delegeras och, om så är fallet, överväga i vilken utsträckning Sverige skall använda sig av de möjligheter att delegera tillsynen som direktivet ger. I dessa avseenden skall de förslag som utredningen om Finansinspektionens roll och resurser presenterade i sitt betänkande *Framtida finansiell tillsyn* (SOU 2003:22) övervägas. Utredaren skall också överväga om tillsynsmyndigheten bör ges ytterligare sanktionsmöjligheter utöver de som anges i prospektdirektivet.

I utredarens huvuduppgift – att överväga hur prospektdirektivet lämpligen skall genomföras i svensk rätt – skall ingå att så långt som möjligt beakta de genomförandeåtgärder som kommissionen har föreslagit eller antagit.

Prospektregler utanför prospektdirektivet

Prospektdirektivets tillämpningsområde omfattar inte alla de situationer i vilka det kan bli aktuellt att upprätta och offentliggöra prospekt. Utredaren skall därför även överväga omfattningen och utformningen av andra regler om prospekt och lämna förslag i dessa frågor. I detta avseende skall behovet av att underlätta bolagens kapitalanskaffning vägas mot behovet av ett gott investerarskydd.

Övriga frågor

Utredaren skall vidare ta ställning till Aktiebolagskommitténs förslag att överföra de associationsrättsliga prospektreglerna till den näringsrättsliga lagstiftningen. Utredaren skall även i övrigt föreslå hur prospektregleringen närmare skall utformas i svensk rätt. I detta avseende skall utredaren överväga vad Aktiebolagskommittén i sitt delbetänkande Aktiebolagets kapital har uttalat beträffande frågeställningen om huruvida prospektreglerna är av offentlighets- eller privaträttslig natur.

Utredaren skall även föreslå hur regler om ansvar för fel och brister i prospekt skall utformas. Även i detta avseende skall Aktiebolagskommitténs förslag i delbetänkandet Aktiebolagets kapital och i slutbetänkandet Ny aktiebolagslag övervägas.

Utredningsarbetet

Utredaren skall i sitt arbete samråda med berörda myndigheter och organisationer som har relevans för detta utredningsuppdrag. De myndigheter som främst berörs är Finansinspektionen och Konsumentverket. Samråd bör även ske med Utredningen om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (Fi 2003:04).

Uppdraget skall redovisas senast den 1 oktober 2004, utom när det gäller den del av uppdraget som rör ansvaret för fel och brister i prospekt. Uppdraget skall i den delen redovisas senast den 31 december 2004.

(Finansdepartementet)

Kommittédirektiv



Tilläggsdirektiv till Prospektutredningen

Dir.
2004:163

Beslut vid regeringssammanträde den 25 november 2004.

Förlängd tid för uppdraget

Med stöd av regeringens bemyndigande den 1 april 2004 (dir. 2004:41) tillkallade biträdande finansministern en särskild utredare med uppdrag att se över frågor som rör lagstiftningen om värdepappersprospekt. Utredningen har antagit namnet Prospektutredningen (Fi 2004:05). Utredningen lämnade sitt delbetänkande Prospekt - nya regler om prospekt m.m. (SOU 2004:95) den 1 oktober 2004. Utredningen skulle enligt direktiven redovisa uppdraget när det gäller den del som rör ansvaret för fel och brister i prospekt senast den 31 december 2004.

Med ändring av den beslutade tiden skall utredningen i stället redovisa sitt uppdrag i den del som rör ansvaret för fel och brister i prospekt senast den 15 februari 2005.

(Finansdepartementet)

Statens offentliga utredningar 2005

Kronologisk förteckning

1. Radio och TV i allmänhetens tjänst.
Riktlinjer för en ny tillståndperiod.
Ku.
2. Radio och TV i allmänhetens tjänst.
Finansiering och skatter.
Ku.
3. Sveriges tillträde till 1995 års Unidroit-konvention om stulna eller olagligt utförda kulturföremål. Ku.
4. Liberalisering, regler och marknader.
+ Bilagor. N.
5. Postmarknad i förändring. N.
6. Säkert inlåst?
En granskning av rymningarna från Kumla, Hall, Norrtälje och Mariefred 2004. Ju.
7. Försvarsfastigheter – information till riksdagen och effektiv lokalförsörjning.
Fi.
8. Behov av rörlig ledningsstödsresurs. Fö.
9. KRUT
Reformerat regelverk för handel med försvarsmateriel. UD.
10. Handla för bättre klimat.
Från införande till utförande. M.
11. Välfärdsverksamhet för sjömän. N.
12. Bokpriskommissionens slutrapport.
Det skall vara billigt att köpa böcker och tidskrifter. U.
13. Lördagsdistribution av dagstidningar. U.
14. Effektivare handläggning av anknätningsärenden. UD.
15. Familjeåterförening och fri rörlighet för tredjelandsmedborgare. UD.
16. Reformerat system för insättningsgarantin. Fi.
17. Vem får jaga och fiska?
Rätt till jakt och fiske i lappmarkerna och på renbetesfjällen. Jo.
18. Prospektansvar. Fi.

Statens offentliga utredningar 2005

Systematisk förteckning

Justitiedepartementet

Säkert inlåst?

En granskning av rymningarna från Kumla, Hall, Norrtälje och Mariefred 2004. [6]

Utrikesdepartementet

KRUT

Reformerat regelverk för handel med försvarsmateriel. [9]

Effektivare handläggning av anknytningsärenden. [14]

Familjeåterförening och fri rörlighet för tredjelandsmedborgare. [15]

Försvarsdepartementet

Behov av rörlig ledningsstödsresurs. [8]

Finansdepartementet

Försvarsfastigheter – information till riksdagen och effektiv lokalförsörjning. [7]

Reformerat system för insättningsgarantin. [16]

Prospektansvar. [18]

Utbildnings- och kulturdepartementet

Radio och TV i allmänhetens tjänst.

Riktlinjer för en ny tillståndperiod. [1]

Radio och TV i allmänhetens tjänst.

Finansiering och skatter. [2]

Sveriges tillträde till 1995 års Unidroitkonvention om stulna eller olagligt utförda kulturföremål. [3]

Bokpriskommissionens slutrapport.

Det skall vara billigt att köpa böcker och tidskrifter. [12]

Lördagsdistribution av dagstidningar. [13]

Jordbruksdepartementet

Vem får jaga och fiska?

Rätt till jakt och fiske i lappmarkerna och på renbetesfjällen. [17]

Näringsdepartementet

Liberalisering, regler och marknader. [4]

Postmarknad i förändring. [5]

Välfärdsverksamhet för sjömän. [11]

Miljö- och samhällsbyggnadsdepartementet

Handla för bättre klimat.

Från införande till utförande. [10]