

Från Kreuger till af Sandeberg – prospektansvaret i svensk rätt under 1900-talet

CATARINA AF SANDEBERG*

1. Inledning

I de flesta länder vi normalt jämför oss med har det länge funnits ett i speciallagstiftning stadgat ansvar då vilseledande information offentliggjorts i samband med att ett erbjudande om att köpa aktier i ett bolag riktas till allmänheten. Men inte förrän år 2006 togs det första steget i ansvarshänseende i svensk rätt, genom en regel som innebär att bolagsföreträdarna i det aktieemitterande bolaget kan komma att åläggas ansvar om de uppsåtligt eller oaktsamt offentliggjort vilseledande information som lett till att investerarna drabbats.

Ett aktiebolag eller en aktieägare som vänder sig till allmänheten med ett erbjudande om att förvärva aktier skall om vissa förutsättningar är uppfyllda enligt lag upprätta ett prospekt. Prospektet är det dokument vari enligt lag en presentation av bolaget och villkoren skall offentliggöras. Om prospektet innehåller felaktig eller vilseledande information kan den person som förvärvat aktier drabbas av ekonomisk skada på grund av att han eller hon exempelvis köpt aktierna till en kurs som varit påverkad av den vilseledande informationen.

I erbjudandet är en rad aktörer delaktiga i olika hög grad. Först och främst naturligtvis det erbjudande bolaget eller den utförsäljande aktieägaren som erhåller likviden för aktierna. Vidare deltar styrelsen, den verkställande direktören och revisorn i processen. En viktig roll spelar vidare ett eller flera emissionsinstitut som kan medverka i olika stor utsträckning. Dessutom engageras jurister, experter och konsulter av bolaget eller av emissionsinstitutet. Slutligen granskar Finansinspektionen prospektet. Alla dessa aktörer medverkar i erbjudandet och vid utformning av prospektinnehållet, och borde bära ansvaret för att informationen är korrekt, i vart fall till den del var och en av dem som deltagit i erbjudandet kunnat påverka informationen.

Men inte heller avtalslagen eller skadeståndslagen har ansetts vara tillämpliga i frågor om ersättning till skadedrabbade investerare. Ansvar för vilseledande

* Jur. dr och universitetslektor i civilrätt vid Juridicum, Stockholms universitet.

information till investerare har endast utdömts om ett brott har begåtts. Genom svindleristadgandet i 9 kap. 9 § brottsbalken, BrB, stadgas ett straffrättsligt ansvar till skydd för investerare vid vilseledande information. Regeln är särskilt utformad för att tillämpas i situationer då felaktiga eller vilseledande uppgifter sprids till allmänheten.¹

I kölvattnet av sammanbrottet i Kreuger-imperiet följde en lång rad domstolstvister som påverkat såväl den civilrättsliga som den straffrättsliga svenska rättsutvecklingen. Kreugerbolagen hade sålt aktier och *participating debentures*, ett slags vinstandelsbevis, vilka blev värdelösa då bolagen försattes i konkurs. Bröderna Ivar och Torsten hade offentliggjort ekonomiska rapporter om bolagen vilka innehållit en avsevärd mängd oriktigheter. Bl.a. hade de i bolagets redovisning bokfört sina egna aktieägartillskott till bolaget som rörelseintäkt, i avsikt att vilseleda investerare beträffande bolagets intjäningsförmåga. En av bröderna, Ivar, begick självmord när verkliga förhållandet uppdagades. Den andre, Torsten, dömdes i NJA 1933 s. 724 för ”bedrägeri mot allmänheten”, vilket initierade införandet av svindleristadgandet i brottsbalken.

Endast två svindlerimål avseende aktiemarknadsinformation har hittills lett till fällande dom i Sverige, nämligen det välkända Fermenta-fallet RH 1990:102 och Invent-fallet RH 1997:82.² I Fermenta-fallet fann hovrätten att bolagets huvudägare uppsåtligen låtit offentliggöra oriktiga och vilseledande uppgifter i avsikt att påverka priset på aktierna i Fermenta AB. Huvudägaren, Refaat El Sayed, åtalades på 13 punkter, varav åtta rörde svindleri, och dömdes till ansvar för bl.a. svindleri och bokföringsbrott.³ I Invent-fallet fann hovrätten att den tilltalade i halvårsrapport och i delårsrapport lämnat sådana vilseledande uppgifter att svindleri var för handen.

Att aktieägare inte kan få ersättning för skada från bolaget självt hävdas i doktrinen grundas bl.a. på ett rättsfall som var en följd av Kreugerkraschen.⁴ NJA 1935 s. 270, Kreuger & Toll, gällde förvärv av aktieliknande värdepapper från tidigare ägare. Flera köpare av s.k. *participating debentures*, ett slags vinstandelsbevis som utfärdats av AB Kreuger & Toll, bevakade i bolagets konkurs sin fordran i enlighet med den skada de drabbats av med anledning av att vinstan-

¹ I motiven till bestämmelsen påpekades att allmänheten kan av vilseledande information förledas till att vidta starkt förlustbringande transaktioner, och man betonade brottets samhällsfarlighet, SOU 1940:20 s. 156. Även bedrägeribestämmelsen i 9 kap. 1 § BrB samt bestämmelserna om osann försäkran och osant intygande 15 kap. 10–11 §§ BrB är tillämpliga i fråga om prospektansvar. Bokföringsbrott enligt 11 kap. 5 § BrB begår vidare den som i ett bolags ekonomiska rapportering lämnar grovt missvisande uppgifter. Slutligen kan förbudet mot kurspåverkande åtgärder i lagen om straff för marknadsmissbruk bli tillämplig vid vilseledande uppgifter till allmänheten.

² I NJA 1992 s. 691 Leasing Consult och Göteborgs tingsrätts dom 2005-03-21 Prosolvias friades de tilltalade.

³ Svea hovrätt, mål nr B 1918/89. Prövningstillstånd meddelades ej av HD. Se även Samuelsson, P., Information och ansvar, Stockholm 1991, s. 208 ff.

⁴ Se af Sandeberg, C., Prospektansvaret – caveat emptor eller caveat venditor, Stockholm 2001.

delsbevisen blivit värdelösa i konkursen. Grunden för yrkandet om ersättning var att köparen vid förvärvet förlitat sig på de uppgifter som lämnats i bolagets balansräkningar och i andra handlingar som offentliggjorts av bolaget och som senare visat sig vara oriktiga. De oriktiga uppgifterna hade uppsåtligen offentliggjorts av Ivar Kreuger, som var styrelseledamot i bolaget och bolagets ledare, i avsikt att ge allmänheten en felaktigt positiv uppfattning om värdet på skuldebrev. Konkursförvaltarna bestred bevakningarna med motiveringen att fordan på skadestånd inte lagligen kunde göras gällande i förhållande till andra borgenärer. Förvaltarna åberopade även omständigheten att köpet av debentures hade skett från tredje man, och inte av bolaget självt. Högsta domstolen hade i rättsfallet att ta ställning till två frågor, dels huruvida innehavare av participating debentures skulle jämföras med aktieägare eller ses som borgenärer i sin relation till bolaget, dels, för det fall innehavarna vore att betrakta såsom aktieägare, huruvida deras rättsförhållande till bolaget medförde en möjlighet att föra skadeståndstalan mot bolaget för skada som bolagets företrädare åsamkat dem. Högsta domstolen kom till slutsatsen att debentureinnehavarna skulle likställas med aktieägare, samt att, oavsett under vilka omständigheter innehavarna förvärvat skuldebrev, denna ställning uteslöt att skadeståndsanspråk kunde riktas mot bolaget:

”Med hänsyn till den rätt i avseende å vinstutdelning och andel i bolagets tillgångar vid likvidation, som sålunda tillförsäkrats debenturesinnehavarna, måste dessa vara i väsentlig mån likställda med aktieägare och förty, oansett de omständigheter under vilka de förvärvat förbindelserna, icke kunna å dylikt förvärv grunda skadeståndsfordran mot bolaget.”⁵

Högsta domstolen slog sålunda fast att den som förvärvat aktie av en aktieägare inte kunde föra talan om skadestånd mot bolaget på grund av fel eller brist i av bolaget offentliggjorda balansräkningar och andra handlingar.⁶

Principen att aktieteckning inte kan ogiltigförklaras på grund av vilseledande hade tidigare fastslagits i rättsfallet NJA 1918 s. 398, Nya Metallfabriksaktiebolaget Kontrollkranen. Rättsfallet rörde aktieteckning som skett på en av bolagets stiftare vid teckningslistan fogad handling innehållande oriktiga uppgifter av väsentlig betydelse för teckningens genomförande. I den bifogade handlingen uppgavs felaktigt att bolaget innehade patent på en viss kontrollkran i 13 länder. Vid tidpunkten för aktieteckningen hade patentet emellertid förfallit i flera av länderna, och bolaget innehade vid aktuell tidpunkt patent endast i fem länder. Aktietecknaren yrkade att aktieteckningen skulle ogiltigförklaras, varvid bolaget skulle åläggas att återbetala erlagd likvid för aktierna. Trots att det i fallet

⁵ NJA 1935 s. 270 på s. 277.

⁶ Domskälen är mycket knapphändiga. Den fråga som gavs central betydelse i målet var huruvida innehavarna av värdepappren kunde likställas med aktieägare. Det har dock i doktrinen i anslutning till rättsfallet gjorts gällande att det var principen om kapitalskyddet som låg till grund för utgången i målet. SOU 1997:22 s. 227; Karlgren, H., Några aktierättsliga anteckningar i anledning av ett par rättsfall, s. 203 ff., Danielsson, E., Aktiekapitalet, s. 83 ff., af Sandeberg, a.a.

var ostridigt att svek förelegat, ansågs aktietecknaren bunden av aktieteckningen. Högsta domstolen fastslog att en aktietecknare inte ens med hänvisning till svikligt förledande kunde ”undandra sig de förpliktelser, som på grund av aktieteckningen ålåde honom gentemot det sedermera bildade bolaget.”⁷

Vem är det då som skall åläggas ansvar gentemot en skadelidande allmänhet som förlitat sig på vilseledande uppgifter i ett prospekt? Har ett avtal ingåtts, och är det i så fall bolaget, styrelsen eller den medverkande banken som är aktietecknarens avtalspart? Eller skall en drabbad aktietecknare åberopa skadeståndslagens regler avseende ersättning i utomobligatoriska förhållanden? Nedan redogör jag för rättsutvecklingen beträffande ansvaret för respektive bolaget, styrelsen och det medverkande emissionsinstitutet.

2. Varför säljs aktier ut till allmänheten?

Beslut om börs- eller marknadsnotering av ett bolag fattas av varierande orsaker mot bakgrund av bolagets finansiella situation samt önskemål från ägare och ledning. I princip kan de huvudsakliga skälen till notering av ett bolag koncentreras till två, nämligen ägarnas önskan om compensation och företagets behov av kapital. Det argument som vanligen framhålls är bolagets behov av kapitaltillskott för investeringsändamål. Likväl är anledningen till notering oftare att ägare av ett företag väljer att realisera sin tillgång i form av aktier i bolaget genom att sälja en del av sitt aktieinnehav. Genom utförsäljningen kan ägare helt enkelt realisera upparbetade vinster. Vid nyintroduktion behåller ägarna ofta en del av sitt aktieinnehav, och söker finna en balans i maktförhållandet mellan sig själva och tillkommande investerare genom att sälja ut så stor del av aktiekapital och röster att man behåller kontrollen över bolaget. En notering föränleds således ofta av förutvarande aktieägares önskan att erhålla maximal finansiell och kontrollmässig utväxling på sitt innehav. Utöver att realisera sin arbetsinsats som entreprenörer och företagsbyggare, kan man skapa en förbättrad position för företagets framtida riskkapitalanskaffning.

När förutvarande ägare säljer ut sina egna aktier är det de själva som tillförs köpeskillingen för aktierna. Vid en emission är det i stället bolaget självt som får tillskottet av kapital. Anledningen kan vara att man vill öka soliditeten eller likviditeten i företaget, finansiera ett företagsförvärv, en expansion eller ett särskilt investeringsprojekt. Oftast erbjuds marknaden nyemitterade aktier i samband med en nyintroduktion. Exempelvis sker följande: en huvudägare har 1 miljon A-aktier à 10 röster varav han eller hon vid börsintroduktionen säljer

⁷ NJA 1918 s. 398 på s. 401. Danielsson tolkar rättsfallet så att domstolen verkar ha tillämpat synsättet att bolaget behandlas som godtroende part, trots att organledamöterna är i ond tro. Danielsson, E., Aktiekapitalet, s. 83 f.

100 000 och behåller 900 000. I god tid före börsintroduktionen emitteras 1 miljon B-aktier à 1 röst vilka huvudägaren själv förvärvar. Vid introduktionen säljer denne ut sina B-aktier och bolaget emitterar dessutom 1 miljon nya B-aktier som erbjuds allmänheten. Resultatet är att huvudägarna, utan att fränhävda sig röstmajoriteten, får betalt för det jobb de lagt ned på att driva upp företaget till den nivå det befinner sig vid introduktionen, och dessutom tillförs bolaget nytt kapital som betalning för de nyemitterade aktierna. Många företag gör en uppföljande nyemission relativt kort tid efter börsintroduktionen.⁸ Det har emellertid blivit mer ovanligt att bolag introducerar mer än ett aktieslag, inte minst på grund av att de institutionella ägarna ogillar röstdifferentierade aktier.

3. Klassificering av aktieteckningen

När ansvarsfrågorna skall diskuteras måste först klargöras vilken typ av rättsförhållande aktieteckningen ger upphov till. Aktieteckning liknar på många sätt ett avtalsförhållande, men ett direkt kvalificerande som obligationsrättsligt har man inte velat ta ansvar för i doktrinen. Aktie utgör lös egendom, och kan på samma sätt som annan lös egendom överlåtas och förvärvas, med iakttagande av de begränsningar som kan följa av lag eller ingångna avtal. Men att förvärv av aktie vid nyteckning inte är att hänföra till köp har konstaterats av en rad vetenskaps-personer.⁹ I doktrinen har relationen mellan ett bolag och en aktietecknare i stället beskrivits som kvasikontraktuellt eller kontraktlikande.¹⁰ Även mellan styrelsen och en aktietecknare skulle man kunna hävda att ett kontraktlikande förhållande föreligger. Aktiebolagskommittén påpekar att eftersom teckning av aktier regelmässigt sker på grundval av de uppgifter och under de villkor som anges i prospektet, aktieteckning närmast kan betraktas som en form av standardavtal.¹¹ Ersättningsskyldighet skulle sålunda hypotetiskt kunna hävdas med stöd av ett dylikt resonemang. Detta har emellertid ej skett i svensk rättspraxis.

⁸ Högfeldt, P., Vad vet vi om svenska börsintroduktioner?, Stockholm 1997, s. 37.

⁹ Almén, T., Eklund, R., Om köp och byte av lös egendom, Stockholm 1960, s. 6, Lüning, W., Prospektansvaret, Stockholm 1986, Samuelsson, P., Information och ansvar, Stockholm 1991, s. 25, af Sandeberg, C., Prospektansvaret – caveat emptor eller caveat venditor, Stockholm 2001 s. 34 ff.

¹⁰ Se bl.a. SOU 2001:1 s. 261.

¹¹ SOU 1997:22 s. 223 f.

4. Varför åläggs bolag ej prospektansvar?

Om en företrädare för ett bolag inom ramen för sin tjänst begår ett fel är det oftast bolaget som åläggs ansvar för företrädarens handlingar. Ett bolag kan inte handla för sin egen räkning, utan är beroende av att dess företrädare handlar å dess vägar. Bolaget är bundet av företrädarnas handlingar, och skall uppfylla de avtal företrädarna ingår å bolagets vägnar. Det är sålunda bolaget som åläggs ersättningsskyldighet för den skada företrädarna åsamkar andra enligt den icke lagfästa s.k. organteorin.¹² Men – i de fall skadan åsamkats bolagets aktieägare i anledning av vilseledande information görs ett undantag från denna regel. Ett bolag kan inte åläggas ersättningsskyldighet gentemot aktieägare i anledning av att dess företrädare offentliggjort vilseledande information vilket lett till att värdet på aktieägarens innehav av aktier förlorat i värde. Vidare är avtalslagens ogiltighetsregler inte tillämpliga på förvärv av aktie direkt från det emitterande bolaget. Vad är då grunden för detta?

5. En kort historik

För att ge en rättvisande förklaring måste vi ta en rejäl blick i backspegeln. Associationsformen aktiebolag började utvecklas i Italien redan på medeltiden. I 1400-talets Italien etablerades banker med stöd av kapitalinsatser från personer som var befriade från personligt betalningsansvar för bolagens skulder. Runt om i Europa utvecklades så de stora handelskompanier som dominerade näringslivet på 1600- och 1700-talen, först det holländska Oostindische Compagnie, så det engelska East Indian Company, bägge med stort inflytande över den ekonomiska tillväxten såväl i Europa som i andra delar av världen. Samtidigt tillkom en rad kompanier i Sverige, och även här etablerades Ostindiska Compagniet år 1731.¹³ För denna verksamhet krävdes oktroj, dvs. regeringstillstånd, för verksamheten och ett regelverk utformades för vart och ett av kompanierna. Att frånga principen om personligt ansvar var naturligtvis ett stort steg att ta och införande av aktiebolag föregicks av långa och ingående diskussioner, inte minst i riksdagen. Emellertid ansågs samhällsintresset av aktiebolagen väga tungt; det låg i hela samhällets intresse att få igång stora kapitalslukande industriföretag såsom t.ex. järnvägar. Kapitalinsamlingen förutsatte fri överlåtbarhet av aktierna, dvs. den som ville sälja sina aktier skulle ha rätt att sälja dem till vem som helst.

¹² Se bl.a. Hellner, J., Juridiska personers skadeståndsansvar, i Teori och praxis, Skrifter tillägnade Hjalmar Karlgren, Stockholm 1964, s. 149 f., 158 f.

¹³ Stora insatser i Ostindiska Compagniet gjordes bl.a. av superkargören (uppköparen) David Sandberg, som år 1772 adlades för sina insatser i Ostindiska Compagniet och fick det adliga namnet af Sandeberg.

I Sverige infördes möjligheten att samverka i aktiebolagsform genom 1848 års aktiebolagsförordning. Här föreskrevs att för frihet från personligt ansvar skulle bolagsordningen stadfästas av Konungen. Emellertid bildades aktiebolag som på sedvanerättslig väg tillerkändes rätten till frihet från personligt ansvar trots att koncession ej begärts.¹⁴ Kravet på koncession, stadfästelse eller oktroj togs bort i 1895 års aktiebolagslag. I stället infördes ett registreringskrav tillsammans med utförliga regler om bolagsordningens innehåll och om bolagets förvaltning och verksamhet.

Lagstiftning sker såväl i Sverige som i andra länder ofta som en reaktion på en händelse eller företeelse. I Sverige infördes 1910 en ny och strängare aktiebolagslag i avsikt att komma till rätta med det allvarliga missbruket av aktiebolagsformen. Reglerna skärptes ytterligare i 1944 års aktiebolagslag som trädde i kraft år 1948, delvis orsakat av de stora återverkningar som konkursen i den svenska Kreugerkoncernen fick på 1930-talet, vilken jag återkommer till nedan. De nya bestämmelserna tog sikte på just det som är målsättningen med aktiebrukets informationslämning, nämligen att marknaden skall få en riktig och tillräcklig information för att kunna fatta sina beslut om investering i aktier.

6. Ogiltigförklaring av aktieteckning

Under aktiebolagens första tid, då bolagen fortfarande var få till antalet, var omgivningen angelägen om att inget skulle kunna hota denna nya så kraftfulla associationsform. Aktiebolaget behandlades med stor respekt, och fick en individualrättslig prägel på så sätt att bolaget hade en egen identitet, fristående från dess ledning, och skulle skyddas mot de olika påverkansfaktorer som kunde komma att hota dess fortsatta existens. Detta hot kunde bl.a. utgöras av att bolagets ledning utförde handlingar som kunde leda till att bolagets ekonomi hotades, eller till och med till att bolaget upplöstes. Sålunda framgår av den begränsade praxis som står att finna att en vilseledd aktietecknare som förvärvat aktier på grund av att oriktig information lämnats om bolaget inte kunde få sin aktieteckning ogiltigförklarad, och inte heller kunde erhålla skadestånd från bolaget. Bolaget skulle inte skadas på den grund att dess företrädare agerat på ett svikligt sätt, och dess existens skulle inte vara hotad på grund av företrädarnas handlingar. I ett fåtal fall har aktieteckningen ogiltigförklarats, men endast om aktieteckningen inte ännu blivit registrerad. Detta förhållande lagfästes i aktiebolagslagen, som alltjämt stadgar att i det fall aktieteckning skett i strid med lagtexten eller under felaktiga villkor aktieteckningen endast kan förklaras ogiltig innan kapitalhöjningen blivit registrerad hos Bolagsverket. Regeln gäller enligt 2 kap. 12 § ABL vid bolagsbildning, och enligt 13 kap. 15 § vid senare emission av

¹⁴ Bergström, C. & Samuelsson, P., Aktiebolagets grundproblem, Göteborg 2001, s. 44 ff.

aktier. Enligt lagrummen är nyteckning av aktier ogiltig om teckningen skett på villkor som inte överensstämmer med emissionsbeslutet, men möjligheten till ogiltigförklaring av aktieteckningen gäller endast fram till dess registrering skett hos Bolagsverket. Detta innebär att, efter det att aktieteckningen registrerats, ofullständiga eller felaktiga uppgifter inte kan leda till ogiltigförklaring av aktieteckningen. Syftet med reglerna är att förhindra att aktiekapitalet, efter det att ett bolag registrerats, minskas genom att aktieteckningen blir ogiltig. Bolagets registrering skall således ha en reparerande verkan, och avtalslagens regler blir efter tidpunkten för bolagets respektive kapitalhöjningens registrering inte längre tillämpliga.

I doktrinen har förts en diskussion om huruvida aktieteckningen bör kunna ogiltigförklaras på någon grund efter det att registrering av förvärvet skett. I princip råder genom åren samstämmighet avseende att ogiltigförklaring trots allt torde vara möjlig i de fall en stark ogiltighetsgrund är för handen.¹⁵

Hur har då denna frihet från ansvar för bolaget kunnat upprätthållas i alla år? I alla associationsformer, men särskilt i aktiebolag, uppstår problem i form av intressekonflikter mellan olika intressenter. Ett exempel är intressekonflikter mellan huvudägare och minoritet. Ett annat är de konflikter som kan finnas mellan bolagsledningen och bolagets ägare.¹⁶ Vidare kan ägarnas vilja skilja sig från borgenärskollektivets behov av skydd. Det aktiebolagsrättsliga regelverket är konstruerat som en balansgång med syfte att skydda alla dessa olika intressen i de situationer de kan strida mot varandra.

Särskild tonvikt har i aktiebolagsrättslig lagstiftning lagts på borgenärsintresset. Eftersom aktieägare inte har personligt ansvar för bolagets skulder, och med få undantag kan åläggas skyldighet att tillskjuta medel utöver likviden för aktierna, skall aktiekapitalet utgöra den buffert av medel som skall säkra att borgenärerna kan erhålla kompensation motsvarande sina fordringar på bolaget. Borgenärsintresset har sålunda givits prioritet framför investerarskyddet. Denna inställning har upprätthållits i Tyskland och Storbritannien fram till de senaste årtiondena. I USA, däremot, började investerarskyddet få prioritet framför borgenärsintresset i det värdepappersrättsliga regelverket redan på 1930-talet, i och med införandet av Securities Act 1933 och Securities Exchange Act 1934. Därmed ålades bolaget ansvar för den skada som kan komma att åsamkas en investerare på grund av att han eller hon förlitat sig på en vilseledande uppgift om bolaget. För övriga ansvarssubjekt, såsom stiftare, styrelse, VD, revisor, bank och advokat, stadgas solidariskt ansvar med möjlighet att exculpera sig genom att visa att vissa ansvarslindrande omständigheter förelegat. Det hävdas att president Roosevelt, under det att han undertecknade de nya lagarna, utbrast: "Now

¹⁵ Se bl.a. Karlgren, H., Om stiftelseurkund och aktieteckning vid bildande av aktiebolag i svensk rätt, Lund 1930, s. 87 f., och af Sandeberg, a.a. s. 275 ff.

¹⁶ Vilket kan bli särskilt tydligt exempelvis vid en s.k. take-over.

we move from caveat emptor to caveat venditor, from buyer beware to seller beware.”¹⁷

Vid denna tid prövades Kreugermålen i Sverige, men därefter har frågan inte prövats, och dessutom berörts mycket knapphändigt i doktrinen tills den åter väcktes till liv runt sekelskiftet.¹⁸

7. Det tyska inflytandet

Rättsläget avseende prospektansvar har, liksom inom många rättsområden, påverkats av inflytandet från tysk rätt. Inställningen till prospektansvar präglades i Tyskland tidigare av ett utpräglat avståndstagande från aktieinnehavets spekulativa karaktär. I Reichsgesetzblatt uttalades exempelvis att ingen tvingar investerare att investera sina pengar i aktier, och att investerare själva bär risken för sin kapitalplacering.¹⁹ I Tyskland har emellertid frågan om prospektansvar prövats vid en rad tillfällen, och det har då ofta varit fråga om ansvar för det medverkande emissionsinstitutet. Längre var det i Tyskland den medverkande emissionsbanken som ålades det lagstadgade ansvaret för att upprätta ett prospekt och ansvara vid ett offentligt erbjudande om försäljning av aktier. Emitentbolaget självt spelade härvid en underordnad roll i det tyska regelverket. I och med den ökade internationalisering och harmonisering som följde med bildandet av EU, och den därigenom ökade konkurrensen mellan länderna, förändrades synen på investerarskyddet, till att börja med i Tyskland. Insikten att resursallokeringen i samhället, dvs. omfördelningen av befolkningens sparande och investeringar på riskkapitalmarknaden, är nödvändig för näringslivets utveckling ledde till en ny syn på behovet av skydd för investerare. Insikten att det är viktigt att upprätthålla investerarnas förtroende för marknaden ledde till att regelverket förändrades. Förändringen har medfört inställningen att borgenärerna givetvis skall erhålla skydd, men inte i så hög grad att investerarna alltid får tråda tillbaka.

Enligt tysk rätt kan numera samtliga medverkande ansvarssubjekt, dvs. emitentbolaget, styrelsen, den medverkande banken och även andra som haft ett ”affärsmässigt intresse” i erbjudandet åläggas solidariskt ansvar. Ansvaret är inte strikt, utan den förment skadevällande parten har möjlighet att exculpera sig med stöd av olika ansvars lindrande omständigheter.

Även i Storbritannien började synen på investerarskyddet förändras ungefär vid samma tid. I Storbritannien har ungefär som i Sverige för ersättning vid ren förmögenhetsskada hävdats en princip som innebär att viss närhet krävs mellan

¹⁷ Hazen, T L, *The Law of Securities Regulation*, Minnesota 1996, s. 7.

¹⁸ Se dock Samuelsson, P., *Information och ansvar*, Stockholm 1991.

¹⁹ *Warneyers Rechtsprechung* 1908, nr 146.

parterna. Relationen skall således vara inomobligatorisk, eller skadevållaren skall ha varit ålagd en särskild ”fiduciary duty”, en omsorgsplikt, gentemot sin motpart för att bli ersättningsskyldig. I den engelska Financial Instruments Services and Markets Act 2000, stadgas emellertid numera ett ansvar för samtliga medverkande parter, inklusive bolaget självt, gentemot den skadelidande aktietecknaren.

I Sverige konstaterade Aktiebolagskommittén i sitt slutbetänkande SOU 2001:1 att den gamla principen från 1935 inte rimmar med en modern syn på prospektansvaret.²⁰ Bolaget skall enligt förslaget åläggas primärt ansvar genom att en regel om detta införs i lagen om handel med finansiella instrument. Samma inställning redovisade Prospektansvarsutredningen²¹ i sitt betänkande SOU 2005:18, som menar att det är högst otillfredsställande att bolaget självt, som med hjälp av ett missvisande prospekt dragit in kanske hundratals miljoner i en emission och som just på grund av detta har betalningsförmåga, är fredat mot skadeståndsanspråk från vilseledda aktietecknare. Prospektutredningen menar att åtskillnaden mellan styrelsens ansvar och bolagets ansvar är svår att förklara, och anför vidare att de skadeståndsbelopp som kan komma ifråga ibland är så höga att de knappast täcks av de ansvarsförsäkringar som styrelseledamöterna kan teckna.²²

Den föreslagna regeln har när denna artikel skrivs emellertid inte införts i svensk rätt.

8. Styrelsens ansvar för prospektet

Ovan har situationen avseende bolagets ansvar beskrivits. Reglerna rörande ansvar för bolaget står som framgått ovan i en särställning beroende på det aktiebolagsrättsliga regelsystemets krav på skydd för bolaget och dess borgenärer. Möjligheten att hålla organledamöterna ansvariga kan dock ses i ett helt annat ljus, eftersom ersättningsskyldigheten inte påverkar bolagsförmögenheten.²³

Styrelseledamöters ansvar prövades i ett fåtal fall under 1900-talets första decennier, bl.a. i ovan nämnda NJA 1933 s. 724, samt NJA 1929 s. 338 där styrelsen ålades ersättningsansvar för överträdelse av då gällande aktiebolagsrättsliga regler rörande informationsskyldighet vid aktieteckning. Till inbjudan om aktieteckning hade fogats en balansräkning med vilseledande innehåll, och rätten grundar sitt ställningstagande på att orsakssamband torde föreligga mellan de vilseledande uppgifterna och den skadelidandes beslut att teckna sig för aktier i bolaget. Trots detta har frågan om styrelseledamöters ansvar vid vilsele-

²⁰ SOU 2001:1 s. 259 ff.

²¹ där denna artikels författare ingick.

²² SOU 2005:18 s. 59.

²³ Utom i de fall bolaget åläggs principalansvar eller regressvis ansvar gentemot skadelidande.

dande prövats endast ett fåtal gånger på senare tid, nämligen i de ovan nämnda fallen av svindleri.

Eftersom något kontraktsförhållande inte ansetts föreligga mellan vare sig en aktietecknare och en styrelseledamot eller en verkställande direktör blir ansvaret för fel eller brist i prospekt i avsaknad av specialregler att pröva enligt reglerna om utomobligatorisk skadeståndsskyldighet. Enligt regeln om ersättning vid ren förmögenhetsskada i 2 kap. 2 § skadeståndslagen är emellertid skadan ersättningsgill endast om den uppstått i samband med att ett brott, såsom t.ex. svindleri, är begånget. Rättsutvecklingen har i praxis visserligen inneburit en utvidgning av ansvaret, men Högsta domstolen har understrukt att huvudregeln när det gäller ersättning vid ren förmögenhetsskada utanför kontraktsförhållanden, som inte vållats genom brott, kräver stöd i lag.²⁴

Ett av aktieägarens viktigare rättsskydd i aktiebolagslagen är möjligheten att enligt 29 kap. 1 § erhålla skadestånd av styrelseledamot och verkställande direktör. Här stadgas ett oaktsamhetsansvar för stiftare, styrelse och verkställande direktör som skadar bolaget, aktieägare eller annan. Ansvaret gentemot aktieägare och annan var tills helt nyligen begränsat till överträdelse av aktiebolagslagen, tillämplig lag om årsredovisning och bolagsordningen, medan prospektreglerna huvudsakligen återfinns i lagen om handel med finansiella instrument, LHF. Överträdelse av dessa regler är emellertid inte sanktionerad, vilket lett till att det sannolikt endast var vid överträdelse av de fåtal prospektregler som tidigare fanns i aktiebolagslagen som aktiebolagsrättsligt ansvar kunnat utkrävas.

I enlighet med prospektutredningens förslag infördes i 2005 års aktiebolagslag emellertid prospektansvar för bolagets ledning genom en utvidgning av det 29 kap. 1 § stadgade ansvaret. Utvidgningen innebär att de angivna ansvarssubjekten åläggs ansvar för de i LHF intagna reglerna om prospektskyldighet på samma sätt som vid överträdelse av aktiebolagslagens, årsredovisningslagens och bolagsordningens regler.

9. Emissionsinstitutets ansvar

Sverige är det enda av här diskuterade länder som ännu inte reglerat den medverkande emissionsbankens ansvar för prospektets innehåll eller utformning. Prospektansvarsutredningen föreslog införande även av särskilda ansvarsregler för det medverkande emissionsinstitutet, men förslaget möttes av massiv kritik från berörda aktörer och infördes inte. Ansvar för medverkande emissionsinstitut får sålunda yrkas med stöd av allmänna regler. Det ansvar emissionsinstitutet kan komma att åläggas är sålunda beroende av utformningen av det uppdrag emissionsinstitutet fått av det aktiesäljande bolaget eller dess ägare, vilket i sin

²⁴ Se t.ex. NJA 1987 s. 692 resp. NJA 2001 s. 878.

tur påverkar ansvaret gentemot skadelidande investerare. I de fall emissionsinstitutet endast fungerar som en mellanhand mellan bolaget och aktietecknare föreligger inte ett klart avtalsförhållande mellan parterna, varför ansvaret i denna situation torde bli att bedöma enligt allmänna skadeståndsrättsliga principer. Har emissionsinstitutet förvärvat aktierna från bolaget som s.k. underwriter för att vidare sälja dem aktualiseras köplagens regler.

Prospektansvar för emissionsinstitut har i Sverige prövats i ett par fall som rört anställdas förlust vid förvärv av konvertibler och optioner. Bl.a. rättsfallet NJA 1996 s. 3 rörde fråga om betalningsskyldighet för lån som tagits för att köpa konvertibler. Ett bolag hade erbjudit sina anställda att mot konvertibler låna ut pengar till bolaget. En bank beviljade bolagets anställda kredit för att finansiera förvärvet av konvertiblerna, och betalade ut lånebeloppen direkt till bolaget. Bolaget utfärdade emellertid inte skuldebrev, och försattes efter en kort tid efter det att lånen tagits i konkurs. Käranden, anställda i bolaget, framställde i rätten yrkanden om att bli befriade från betalningsskyldighet för sina lån när banken/arbetsgivaren försattes i konkurs. Emissionsprospektet visade sig vara felaktigt i väsentliga avseenden. Bland annat stämde inte vissa sakuppgifter rörande bolagets aktiekapital samt styrelseledamöter. Vidare framgick av förvaltarberättelsen i konkursen att bolaget haft ekonomiska problem sedan flera år, samt att årsboksut inte upprättats. Men på grund av att emissionsprospektet framställdes och skickades ut av bolaget utan medverkan av banken, samt att ingen rådgivning förekommit från emissionsinstitutets sida gentemot bolaget, ansåg Högsta domstolen att banken inte kunde ha något ansvar gentemot käranden, vare sig i fråga om bolagets ekonomiska ställning eller beträffande innehållet i emissionsprospektet.

Även i hovrättsfallet T 866/95²⁵ undgick emissionsinstitutet ansvar trots att detta varit ansvarigt för utformningen av prospektet och det informationsmaterial som tillhandahölls i samband med emissionen, och trots att informationsmaterialet innehållit uppgifter som skulle kunna bedömas vara vilseledande. Återigen var fråga om återbetalning av lån som tecknats i samband med att ett bolag inbjöd sina anställda att förvärva konvertibler, vilka de anställda finansierade med lån i den bank som ansvarade för prospektet. När bolaget försattes i konkurs blev skuldebrevet värdelöst, och låntagarna ansökte hos tingsrätten om att få bli befriade från betalningsansvaret för lånen. Grunder för yrkandena var

- a) att banken varit försumlig vid lämnade av information i samband med erbjudande om att köpa konvertibler,
- b) bristande pantvård, att banken brustit i sin roll som syssloman, samt
- c) att banken medverkat till skadan.

²⁵ Hovrätten för Västra Sverige, dom 1997-12-19.

Bland annat saknades i prospektet information om konvertiblernas ställning vid en eventuell konkurs. I informationsmaterialet fanns vidare uppgifter som gav vid handen att placeringen skulle vara riskfri, dvs. vad som kändena uppfattat vara en underförstådd förväntan om att banken skulle stå som garant för i bolaget insatt kapital. I samband med emissionen publicerades ett prospekt samt ett informationsmaterial, i målet kallad Inbjudan. I Inbjudan angavs att ”om företaget skulle komma att utvecklas ogynnsamt under de kommande åren kan du behålla konvertibeln och få den kontant inlöst till nominella värdet om drygt fem år...” och ”det enda du kan förlora på konvertibeln är den något högre ränta du skulle kunna få på en annan placering.” Vidare användes i Inbjudan uttryck som ”praktiskt taget riskfria förlagsbevis,” ”den låga risken med placering i ett förlagsbevis” och ”mycket begränsad risk”. Dessa riskuttalanden fanns däremot inte med i prospektet.

Kändena menade att banken i Inbjudan lämnat en enuntiation rörande frånvaron av risker med konvertibelförvärv, och att en enuntiation är att jämställa med en garanti, vilken leder till strikt ansvar. Banken invände att man inte kunde åläggas ansvar för innehållet i prospektet på grund av att det var bolaget som tillhandahållit uppgifterna i prospektet. Enligt tingsrättens mening fick bankens medverkan i emissionen anses ha till sin art och omfattning varit sådan att banken på denna grund inte kunnat frånskriva sig ansvar för uppgifterna i någon del av informationsmaterialet. Domstolen konstaterar i domen att helhetsintrycket av informationen är att riskerna med förvärv av förlagsbevisen var närmast obefintliga, samt att uttalandena i Inbjudan var vilseledande för dem som inte genom speciella kunskaper på området kunnat göra en mer realistisk bedömning. I tingsrätten befriades därmed kändena från betalningsansvar för lånen. Hovrättens inställning var emellertid att även om mer realistisk information lämnats, det inte var säkert att investerarna skulle ha gjort en annorlunda bedömning av sitt investeringsbeslut. Informationen kunde vidare inte tolkas så att banken gjort något åtagande gentemot konvertibelägarna i händelse av att bolaget skulle få betalningsproblem. Hovrätten menade att informationen var jämförlig med vad som under denna tid var gängse vid presentation av konvertibelprojekt för anställda i ett företag, och att detta måste tillmätas vikt vid skälighetsprövningen. Hovrätten menade vidare att kändena måste ha varit medvetna om att de gjort en riskkapitalinvestering, och deras uppfattning att de erbjudits en kapitalinvestering som bara kunde ge vinst och inte förlust därför var orimlig.

Grunderna för hovrättens bedömning var

- bristande orsakssamband mellan den vilseledande informationen och respektive investerares investeringsbeslut,
- informationsmaterial i samband med aktuell typ av emission generellt innehåller (under denna tid) motsvarande uppgifter, och
- en investerare bör vara medveten om risken med denna typ av investering.

Vidare gjordes bedömningen att informationen inte kunde uppfattas som ett garantiåtagande från bankens sida. Hovrätten menar alltså att det åligger investerare en undersökningsplikt, och att investerarna skall vara medvetna om att en investering alltid innebär en risk, även om det i informationsmaterialet explicit påstås att risken med investeringen är minimal. Den historiska inställningen att investering i värdepapper är osäker och sker på egen risk lever sålunda alltfjämt kvar. Hovrätten tycks emellertid vara av uppfattningen att ansvar i och för sig skulle kunna komma ifråga.

Inte heller i det senast prövade rättsfallet avseende prospektansvar har banken ansetts bära ansvaret för vilseledande information i ett prospekt.²⁶ Tyvärr beviljade inte Högsta domstolen prövningstillstånd (sannolikt på grund av att prospektutredningen just tillsatts). Även detta fall rör bankens ersättningsansvar gentemot anställda som tecknat konvertibler som blivit värdelösa vid bolagets konkurs. Käranden sökte ersättning på såväl avtalsmässig som skadeståndsrättslig grund, och anförde att a) ett kontraktliknande förhållande måste anses föreligga mellan tecknarna och banken, b) att ersättning i annat fall skulle utgå med stöd av 2 kap. 4 § SkL (nuvarande 2 kap. 2 §). Rätten hade sålunda att pröva huruvida frågan om förhållandet mellan konvertibeltecknare och emissionsbank är inomobligatoriskt. Tingsrätten menade att i målet inte visats att bankens uppdrag i samband med emissionen inneburit något åtagande gentemot konvertibelförvärvarna, utan att åtagandet enbart innefattat ett uppdrag att biträda bolaget med emissionen. Rätten menade att det av emissionsprospektet framgick att det var bolagets styrelse som stod bakom detta, samt att det inte visats att banken lämnat någon utfästelse om riktigheten av innehållet i prospektet i förhållande till konvertibelförvärvarna. Inte heller reglerna om ansvar vid ren förmögenhetsskada ansågs vara tillämpliga på förhållandet, men domskälen visar tydligt att rätten ifrågasatt vad man uppfattar utgöra gällande rätt. I domskälen anges nämligen att även om vissa rättspolitiska skäl som käranden gjort gällande skulle tala för en utvidgning av skadeståndsansvaret i ett dylikt fall är konsekvenserna av en sådan utvidgning svåra att överblicka och bör därför inte ske genom rättspraxis utan i stället lagstiftningsvägen.

10. Avgränsning av den ersättningsberättigade kretsen

Ämnet prospektansvar aktualiserar ytterligare en lång rad frågor, men en av de viktigaste är hur kretsen av skadelidande bör bestämmas. Förmögenhetsskador

²⁶ Hovrätten för Skåne och Blekinge T 532-99, domdatum 2004-05-06, prövningstillstånd i Högsta domstolen beviljades inte. Se även Kammarrättens dom 13/6 2000 i mål 5136-1999, vari bolagets revisor erhöll varning av Revisorsnämnden för att han ej angivit att viktig information saknades i prospektet. Revisorn överklagade varningen till Länsrätten och därefter Kammarrätten som avslog yrkandet.

kännetecknas av att stora belopp kan komma att utdömas, och ett stort antal skadelidande kan komma att bli ersättningsberättigade. Inte minst frågan om hur aktieägarna kan komma att drabbas vid bolagets konkurs, och organledamöters möjligheter att betala skadestånd... innebär stora problem. Sålunda förespråkas, och även tillämpas, en rad metoder för att utesluta grupper av skadelidande ur de ersättningsberättigades krets. Aktiebolagskommittén har stannat för att en avgränsning av den ersättningsberättigade kretsen skall ske genom att ersättning endast utgår för skada vid primärmarknadstransaktioner, omfattande även de förvärv som skett med ett värdepappersinstitut som mellanled i transaktionen.²⁷ Detta innebär att en investerare som förvärvat aktier av någon annan än det emitterande bolaget eller det medverkande emissionsinstitutet inte får ersättning, oavsett hur kort tid efter teckningstiden förvärvet skett. En kortsiktig investerare som spekulerat i en underprissättning och säljer sin aktie kort efter förvärvet kommer att vara ersättningsberättigad, medan en kanske långsiktig investerare som i sin tur förvärvat aktien av den primäre aktietecknaren inte blir berättigad att få ersättning för sin förlust. Man kan därmed, vilket även kommittén framfört, ifrågasätta huruvida det finns skäl att göra skillnad mellan å ena sidan dem som tecknar eller köper aktier eller andra värdepapper direkt hos bolaget respektive hos den aktieägare som föranlett prospektet, och å andra sidan dem som under samma tid köper värdepapper av samma slag av annan än bolaget eller aktieägaren.

Prospektutredningen stannade, liksom denna artikels författare föreslagit, i stället för att söka lösa problemet genom att införa en kort preskriptionstid. Förslaget, som ännu inte lett till lagstiftning, innebär att talan som inte grundas på brott skall väckas inom två år från det att prospektet offentliggjordes.

11. Avslutande synpunkter

Inställningen till prospektansvar grundas på en historiskt betingad intresseavvägning med rötter i mellankrigstidens rättspraxis och juridiska teori, där hänsynen till bolagets borgenärer vägt tyngre än aktieägarintresset. Investerarskyddet har tagit längre tid på sig att hävda sig som rättsprincip mot det klassiska borgenärsskyddet i de nordiska länderna än i de andra länder vi vanligtvis jämför oss med. Även i de nordiska länderna har rättsväsendet insett att det inte kan vara rimligt att en plikt enligt caveat emptor, dvs. köparen ansvarar, åligger investerarna. Rättsläget är emellertid under utveckling, och i såväl Danmark, Finland, Norge som Sverige är trenden tydlig. Förhoppningsvis kan vi förvänta oss ett tillfredsställande regelkomplex till skydd för investerare inom en relativt snar framtid.

²⁷ SOU 2001:1 s. 267 f.