

Juridiska institutionen
Handelshögskolan vid Göteborg Universitet

Prospektansvaret

- en reglering under förändring

Juridiska institutionen HT 2006
Tillämpade studier 20 p
Handledare: Rolf Dotevall
Författare: Shoan Panahi
Carl Friberg

1	Sammanfattning.....	1
2	Begrepp och förkortningar	3
2.1	Begrepp	3
2.2	Förkortningar	3
3	Inledning	5
3.1	Syfte	6
3.2	Frågeställningar	6
3.3	Avgränsningar.....	6
3.4	Metod	8
3.4.1	Komparation	8
3.5	Material	9
3.6	Disposition.....	9
4	Prospekt.....	11
4.1	Vilka är de olika typerna av prospekt?.....	12
5	Prospektregler.....	14
5.1	Prospektansvarsreglerna före den 1 januari 2006.....	14
5.1.1	Regelverket kring prospekt före lagändringarna.....	15
5.1.1.1	Ansvar enligt ABL.....	15
5.1.1.2	Ansvar enligt LHF	16
5.1.1.3	Ansvar enligt LBC.....	16
5.1.1.4	Föreskrifter och rekommendationer	16
5.1.1.5	Börsens regelverk	17
5.1.2	Sammanfattning av prospektreglerna före den 1 januari 2006.....	17
5.2	Gemenskapsrättsliga regelverket	18
5.3	Ändringar i regelverket	19
5.4	Nuvarande prospektregler	20
6	Ansvar för ett prospekt.....	22
6.1	Ansvar i praxis	23
6.1.1	NJA 1935 s. 270.....	23
6.1.2	NJA 1987 s. 692.....	24
6.1.3	NJA 1996 s. 3.....	24
6.1.4	NJA 2001 s. 878.....	25
6.1.5	RH 1995:57.....	25
6.2	Prospektets utformning och innehåll.....	25
6.2.1	Formfel	26
6.2.2	Felaktig eller bristfällig information	26
6.2.2.1	Prognoser	28
6.2.3	Ansvar för fel och brister.....	28
6.3	Kretsen ansvariga och ansvarsgrunder.....	29
6.3.1	Aktiebolag.....	30
6.3.1.1	Skälen bakom en ny reglering av bolagets prospektansvar	30
6.3.1.2	Bolagets ansvar	31
6.3.1.3	Organledamöters ansvar	31
6.3.2	Värdepappersinstitut och andra medverkande.....	32
6.4	Kretsen av ersättningsberättigade	32
6.5	Sammanfattning.....	33
7	Prospektansvar i enlighet med utredningens förslag	35
7.1	Ansvar för de som upprättar ett prospekt	36
7.2	Ansvar för andra medverkande	38
7.3	Kritik mot förslaget.....	40

7.3.1	Obegränsat skadeståndsansvar för bolaget	40
7.3.2	Värdepappersinstitutens ansvar.....	42
7.3.3	Andra ansvariga	43
7.3.4	Kretsen ersättningsberättigade	44
7.3.5	Ansvarsbegränsningar	45
8	Utländsk rätt	46
8.1	Allmänt.....	46
8.2	Storbritannien	47
8.2.1	Kretsen av ansvariga och ansvarsgrunder	47
8.2.1.1	Bolagets ansvar	48
8.2.1.2	Organledamöters ansvar	48
8.2.1.3	Värdepappersinstitutens ansvar.....	49
8.2.1.4	Revisorer och andra experters ansvar.....	49
8.2.2	Kretsen av ersättningsberättigade	50
8.3	Tyskland	50
8.3.1	Kretsen av ansvariga och ansvarsgrunder	50
8.3.1.1	Bolagets ansvar	51
8.3.1.2	Organledamöters ansvar	51
8.3.1.3	Värdepappersinstitutens ansvar.....	52
8.3.1.4	Revisorer och andra experters ansvar.....	52
8.3.2	Kretsen av ersättningsberättigade	52
8.4	USA.....	53
8.4.1	Kretsen av ansvariga och ansvarsgrunder	53
8.4.1.1	Bolagets ansvar	53
8.4.1.2	Organledamöters ansvar	54
8.4.1.3	Värdepappersinstitutens ansvar.....	54
8.4.1.4	Revisorer och andra experters ansvar.....	54
8.4.2	Kretsen av ersättningsberättigade	55
8.5	Sammanfattning av utländsk rätt	55
9	Analys och slutsatser	58
9.1	Konsekvenser av lagändringarna 1 januari 2006.....	58
9.2	Troliga konsekvenser av lagförslaget om ett utökat prospektansvar	59
9.3	Analys i förhållande till utländsk rätt.....	61
9.4	Slutsatser	64
10	Källförteckning.....	67
10.1	Litteratur.....	67
10.2	Tidskrifter.....	67
10.3	Offentligt tryck	67
10.4	Remissyttranden till SOU 2005:18	68
10.5	Rättsfall	68
10.5.1	Svenska.....	68
10.5.2	Utländska	68
10.6	Självreglering.....	69

1 Sammanfattning

För att tillgodose behovet av information på aktiemarknaden har aktiebolag i vissa givna situationer en enligt lag stadgad skyldighet att upprätta ett prospekt. Om ett prospekt inte uppfyller de krav som ställs på informationsgivning, och en aktieägare lider skada därav, har denne ingen möjlighet att söka aktieteckningen ogiltig utan har att söka skadestånd i enlighet med de allmänna skadeståndsrättsliga reglerna för ren förmögenhetsskada. Problematiken lägger häri vilket subjekt som kan ställas ansvarigt för felaktig eller utebliven information i ett prospekt. Eftersom regelverket för att lösa detta problem i Sverige har varit tämligen oklart under en längre tid har det som en konsekvens härmed visat sig vara mycket svårt, för att inte säga omöjligt, för en aktietecknare att få sin skada reglerad. Domstolarnas inställning har till dagens datum varit den att aktietecknaren inte kunnat kräva bolaget på skadestånd, utan i aktuella fall har domstolarna begränsat ansvarssubjekten till organledamöterna i bolaget.

I syfte att harmonisera med den internationella utvecklingen avseende prospektregler har Sverige den 1 januari 2006 infört nya regler på området. Redan när dessa trädde i kraft fanns ett förslag om ytterligare ändringar inom området prospektansvar som väntas träda i kraft i det närmsta. De ändringar som trädde i kraft den 1 januari 2006 innebär inte några egentliga förändringar i ansvarsfrågan. De ändringar som gjordes var att man samlade regelverket för prospekt i en och samma lag för att på detta sätt förtydliga och förenkla. De skillnader som framförallt syns är dels att det ställs något högre krav på den information man lämnar genom prospekt och dels att de antal situationer när skyldighet att upprätta ett prospekt har utökats. Detta skulle enligt vår uppfattning eventuellt kunna leda till att fler situationer där aktietecknare krävde skadestånd för felaktig eller utelämnad information. Däremot skulle det ej innebära någon utvidgning av ansvaret i sig. Detta eftersom regelverket varken utvidgar kretsen ansvarssubjekt eller kretsen ersättningsskyldiga.

Som ett ytterligare led i harmoniseringen med omvärlden finns det ovan nämnda förslaget till ändringar i prospektansvarsreglerna. Reglerna har ej trätt i kraft ännu, mycket beroende av att de mötts av viss kritik samtidigt som vi sett ett skifte av regeringsmakten i Sverige mitt under den tänkta införlivandeperioden. Den uppfattningen vi har fått är dock att alla experter är eniga om att huvuddragen i förslaget är bra och kommer att införas inom kort. Förslagets syfte är som nämnt att harmonisera med omvärlden – inte som många tror – att utvidga

skadeståndsansvaret för fel eller brister i prospekt. De huvudsakliga förändringarna är att man i lag stadfäster en krets av ansvarssubjekt bestående av emittentbolaget, bolagets organledamöter, värdepappersinstitut samt andra medverkande konsulter. Den kritik som inkommit mot förslaget innebär i korthet att det ”utvidgade” prospektansvaret kommer att påverka hela kapitalmarknaden negativt genom drastiskt höjda kostnader vid emissioner samt börsintroduktioner. De höjda kostnaderna kommer att leda till att företag söker sig utomlands för kapitalanskaffning och således utkonkurreras den svenska marknaden. Kritik har också inkommit angående kretsen ersättningsberättigade vilka många anser bör begränsas på ett eller annat sätt.

Även om man i lag inför ovan givna ansvarssubjekt innebär det i praktiken inte någon vidare utvidgning av det tidigare genom praxis fastställda prospektansvaret. Även om möjlighet kommer att finnas att kräva bolaget på skadestånd visar vår undersökning att det i praktiken kommer att bli mycket ovanligt att domstolarna kommer att tillerkänna aktietecknarna skadestånd från bolaget. Vad gäller ansvaret för värdepappersinstitut samt andra medverkande kan först sägas att lagstadgandet i sig inte innebär en utvidgning av ansvaret. Vad vår undersökning dock visar är att just värdepappersinstitut ofta är de blir krävda på skadestånd. Detta beror till stor del på att de anses ha ett övergripande ansvar för hela emissions- eller introduktionsprocessen som gör att de står ansvariga för alla typer av uppgifter som lämnas därmed. Att så blir fallet vid ett införande av nya prospektansvarsregler kan vi inte med säkerhet uttala oss om. Den komparativa utblicken talar mot en sådan riktning, medan det inte behöver vara fallet för svensk rätts vidkommande. Möjligheten för tredjeman att utkräva skadestånd för ren förmögenhetsskada vid utomobligatoriska förhållanden har funnits; ett uttryckligt införande av ett skadeståndsansvar för medverkande personer är således inte en avsevärd förändring av gällande rätt.

2 Begrepp och förkortningar

2.1 Begrepp

Innan en närmare redovisning om prospektansvaret görs är det viktigt att fastställa vad som avses med vissa begrepp som används nedan.

Finansiellt instrument: Fondpapper och annan rättighet eller förpliktelse avsedd för handel på värdepappersmarknaden.

Fondpapper: Aktie och obligation samt sådana andra delägarätter eller fordringsrätter som är utgivna för allmän omsättning, fondandel och aktieägares rätt gentemot den som för hans räkning förvarar aktiebrev i ett utländskt bolag (depåbevis).

Emittent: I fråga om aktier aktiebolaget och i fråga om annat finansiellt instrument utgivaren eller utfärdaren av det finansiella instrumentet.¹

Värdepappersinstitut: Värdepappersbolag, svenska kreditinstitut som fått tillstånd enligt lag (1991:981) om värdepappersrörelse att driva värdepappersrörelse och utländska företag som driver värdepappersrörelse från filial här i landet.

2.2 Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag (2005:551)
AG	Aktiengesellschaft
AMN	Aktiemarknadsnämnden
BörsG	Börsengesetz
CA	Companies Act
EG	Europeiska Gemenskapen
EU	Europiska Unionen
FFFS	Finansinspektionens författningssamling
FI	Finansinspektionen

¹ Begreppen är desamma som de som definieras i 1:1 lag (1991:980) om handel med finansiella instrument, vilka i huvudsak är hämtade från artikel 2 i prospektdirektivet.

FSMA	Financial Service and Market Act
JT	Juridisk Tidsskrift
HD	Högsta domstolen
LBC	Lagen (1992:543) om börs och clearingverksamhet
LHF	Lag (1991:980) handel med finansiella instrument
NBK	Näringslivets Börskommitté
NJA	Nytt juridiskt arkiv
POS	Public Offers of Securities
Prop.	Proposition
RH	Hovrätten
SA	Securities Act
SEA	Securities Exchange Act
SKL	Skadeståndslagen (1972:207)
SOU	Statens offentliga utredningar
ÅRL	Årsredovisningslagen (1995:1554)

3 Inledning

Den svenska aktiemarknaden har under senare decennier vuxit markant. För tjugo år sedan fanns det endast en aktiemarknadsplats i Sverige där 135 bolag fanns noterade med ett börsvärde om 60 mdr kr samt årlig omsättning om 7,5 mdr kr. I dagsläget är ca 400 bolag registrerade på Stockholmsbörsen med ett sammanlagt börsvärde på 3700 mdr kronor. Den dagliga omsättningen är ca 10,5 mdr kr. Utöver detta finns det i dagsläget ytterligare ett par tre etablerade marknadsplatser där mindre bolag kan noteras. Värt att nämna i sammanhanget är också att utvecklingen av emissionsvolymen har ökat väsentligt, från ca 0,3 mdr kr för 20 år sedan till dagens volym på ca 30 mdr kronor. I samma takt som aktiemarknaden expanderat har aktieägandet i samhället breddats avsevärt. Allt fler privatpersoner väljer att placera sitt sparkapital i aktier eller aktiefonder istället för att använda traditionellt räntesparande. Detta innebär att skyddsintresset för investerare, stora som små, har vuxit i takt med aktiesparandets ökning och utbredning i samhället.²

Handel på värdepappersmarknaden sker till priser som bestäms av utbud och efterfrågan. För att priset skall bli rätt måste all relevant information om bolagets tillgångar och ekonomiska ställning vara känd för aktörerna på marknaden. Tillgången på information från börsbolagen är avgörande för aktiemarknadens förmåga att fungera och en fungerande värdepappershandel är viktig för svenskt näringsliv. Bristfälliga eller felaktiga uppgifter om ett bolag kan leda till att investerare förleds till kapitalplaceringar som de inte skulle ha genomfört med korrekt information. Den grundläggande strävan bakom utformandet av ett prospekt skall därför vara att alla uppgifter och bedömningar som kan antas väsentligen påverka marknaden värdering av erbjudandet skall tas med i prospektet. I en aktiebolagsrättslig mening är prospekt därmed en särskild sammanställning och redovisning av ett aktiebolags förhållande vid en viss tidpunkt.

För att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden skall upprätthållas krävs klara ansvarsregler för den information på vilken investerarna har att grunda sina köp- och säljbeslut. Den 1 januari 2006 ändrades de svenska bestämmelserna om prospektansvar; de nya ansvarighetsreglerna, som föreslogs i anledning av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG ("prospektdirektivet"), tar sikte på ett utvidgat ansvar för aktörer som

² SOU 2005:18 s. 58 f.

medverkar i upprättandet och utfärdandet av ett prospekt.³ En sådan utveckling ligger i linje med en modern internationell utveckling, att vid fel eller brister i ett prospekt utkräva ansvar av den som upprättat prospektet, emitterat finansiella instrument samt erhållit de medel som influtit genom emission. Utöver nämnda lagändringar finns det ett förslag om nya regler avseende ett utvidgat ansvar för emittenter och andra medverkande personer vid upprättandet av prospekt. Dessa regler skulle ha trätt ikraft den 1 juli 2006 men ligger för närvarande på is i väntan på ytterligare utredningsarbete

3.1 Syfte

Syftet med denna uppsats är till att börja med att ge läsaren en bra bild av de regler som finns och som har funnits i Sverige avseende prospektansvar. Vidare kommer stor vikt att läggas vid att analysera de regler som trätt i kraft den 1 januari 2006 och vad de kan tänkas ha för påverkan för ansvaret för de uppgifter som lämnas i prospekt. I linje härmed skall vi också undersöka hur ansvaret kommer att se ut när de åsyftade ändringarna, avseende emittenters och andra medverkande personers ansvar, genomförs. Avsikten med detta är att söka föra ett de lege ferenda resonemang om hur ansvaret kommer att se ut i framtiden. Som ett led härvid kommer komparation att göras med motsvarande regler i Tyskland, Storbritannien och USA.

3.2 Frågeställningar

Den centrala frågeställningen med uppsatsen är huruvida utredningens förslag till nya prospektansvarsregler för emittenter och andra medverkande personer kommer att innebära en förändring i ansvaret för dessa vid ett införande. I syfte att besvara den centrala frågeställningen avser vi utreda följande delfrågor. Hur såg ansvaret för fel eller brister i ett prospekt ut innan 1 januari 2006? Medförde ändringarna den 1 januari 2006 någon förändring i detta avseende? Hur kommer ansvaret ut i enlighet med utredningens förslag och vad kan konsekvenserna tänkas bli? Slutligen, hur ansvaret är utformat i utländsk rätt?

3.3 Avgränsningar

Angående skadeståndsansvaret kommer vi att utreda möjligheterna till skadestånd enligt Aktiebolagslagen, Lagen om handel med finansiella instrument och de allmänna

³ Direktivet skulle vara genomfört i nationell rätt senast den 1 juli 2005.

skadestandsreglerna. En omdiskuterad fråga är dock huruvida Marknadsföringslagens bestämmelser skulle vara tillämpliga på prospektansvaret. Lagens tillämplighet framgår av 2 § vari stadgas att lagen tillämpas då näringsidkare marknadsför produkter i sin näringsverksamhet. Att begreppet "produkter" omfattar aktier framgår uttryckligen av förarbetena.⁴ Emellertid kommer vi inte att utreda utsikterna för skadestånd enligt reglerna i Marknadsföringslagen.

De som drabbas av skadeståndsansvar kan också drabbas av straffrättsliga påföljder genom att ett vilseledande kan bedömas vara bedrägeri i enlighet med Brottsbalken 9 kap. 1 § eller svindleri i enlighet med Brottsbalken 9 kap. 9 §. Vi har i vår framställning valt att ej behandla dessa straffrättsliga aspekter, främst mot bakgrund av att ingen förändring har skett av rättsläget.

Av samma anledning som vi har valt att ej behandla de straffrättsliga aspekterna har vi valt att ej gå in på djupet vad gäller det utomobligatoriska skadeståndsansvaret vid ren förmögenhetsskada. På de platser vi valt att beröra området har vi ansett det vara nödvändigt för att kunna belysa vissa problem på ett förståeligt sätt.

Utöver de straff- och skadeståndsrättsliga påföljderna finns de sanktioner som närmast brukar karakteriseras som administrativa. De värdepappersmarknadsrättsliga lagarna rörande prospekt är inte sanktionerade med skadestånd eller straff. I stället har Finansinspektionen givits funktionen av tillsynsmyndighet. Vid överträdelse kan Finansinspektionen således förelägga den ansvarige att vidta rättelse, och detta föreläggande kan förenas med vite. Vite är även en av de sanktionsmöjligheter som står till buds för Börsens disciplinnämnd då ett aktiebolag har överträtt inregistreringskontraktet eller brutit mot lag eller annan författning. Vi kommer dock inte att vidare utveckla vilka administrativa sanktioner som finns att nyttja.

Vidare gäller att den som genom ett erbjudande till allmänheten säljer redan utgivna finansiella instrument omfattas av köplagens regler⁵; exempelvis när ett noterat bolag säljer ett innehav av aktier i ett annat noterat bolag till allmänheten. Vi kommer inte heller att behandla de situationer som uppkommer härvidlag.

⁴ Prop. 1994/95:123

⁵ Se Hultmark C, *Kontraktsbrott vid köp av aktier*.

3.4 Metod

Vi har i vårt informationssökande använt oss av en traditionell rättsdogmatisk metod. Vi har hämtat information från de aktuella lagreglerna och förarbetena till dessa men vi har även sökt information hos aktiemarknadens självregleringsorgan. Doktrinen på området är relativt tunn och i många delar inaktuell, varför det varit svårt att få tag på relevant information till vissa avsnitt i uppsatsen.

Vad gäller den del som behandlar utländsk rätt var det särskilt svårt att finna material i form av förstahandskällor. Detta har för oss inneburit att vi till stor del varit tvungna att använda oss andrahandskällor i aktuellt avsnitt. Vi är medvetna om att användandet av andrahandskällor kan vara förenat med viss osäkerhet vad gäller uppgifternas riktighet. Vår avsikt har inte varit att analysera den utländska rätten på djupet, utan enbart att använda den i syfte att ge läsaren en helhetsbild och göra iakttagelser avseende komparativa tendenser. Därför har vi ändå tyckt det vara befogat att använda materialet då vi anser att en komparation med utländsk rätt är till stor nytta för att uppfylla syftet med uppsatsen.

3.4.1 Komparation

Vad gäller uppsatsens komparation kan man enligt Bogdan tala om en komparation först när syftet med arbetet är att utröna likheter och skillnader mellan rättsordningarna. Lyckas man utröna förklaringen till likheterna och skillnaderna kan detta förbättra förståelsen för den egna rättsordningen och kan dessutom göra nytta vid framtida arbete de lege ferenda.⁶ Det är precis det resultatet vi eftersträvar med vår egen komparation. För att en komparation skall vara meningsfull måste de rättsystem man avser jämföra ha något gemensamt drag. Bogdan ger exemplet att en säck potatis och en sällskapsresa kan jämföras i fråga om pris, men i fråga om smak blir en jämförelse mindre meningsfull. Man bör således eftersträva att jämföra regler som styr samma situationer och har samma funktion, det vill säga regler som avser att lösa samma problem.⁷

En komparation är samtidigt en förutsättning för att kunna presentera en korrekt bild av rättsläget avseende prospekt ansvar. På bolagsrättens område är det en vedertagen metod att göra komparativa jämförelser, eftersom bolagsstrukturen i de anglosaxiska och

⁶ Bogdan M, *Komparativ rättskunskap*, s. 22.

⁷ Bogdan M, *Komparativ rättskunskap*, s. 62 ff.

kontinentaleuropeiska länderna har många likartade drag. Därför är det också intressant att komparera, i syfte att utreda vilket ansvar andra länder ålägger emittenten, säljaren eller andra medverkande vid upprättandet av ett prospekt. Härvid bör lärdom dras av hur olika länder har löst de problemställningar som finns beträffande prospektansvaret.

3.5 Material

Som ovan antytts är det tunt med litteratur som behandlar prospektansvar. Likaså har det varit svårt att finna relevanta artiklar i tidskrifter, såväl svenska som utländska. Vad gäller den del av uppsatsen som behandlar det som anses vara rättsläget för tillfället har i första hand böcker och artiklar skrivna av Catarina af Sandeberg använts. Huvudverket här är hennes doktorsavhandling *Prospektansvaret* som utkom 2001. Per Samuelssons *Information och ansvar* har också haft stor betydelse för uppsatsen. Mycket av informationen i uppsatsen bygger även på praxis.

Beträffande den del av uppsatsen som avser att ge en bild av hur lagstiftningen troligtvis kommer att se ut inom snar framtid har information främst hämtats från SOU 2005:18 *Prospektansvar* och Propositionen till denna⁸. Häri är också mycket av det material som rör den utländska rätten hämtat. Ovanstående material och övrigt material kommer att redovisas i käll- och litteraturförteckningen.

3.6 Disposition

Uppsatsen inleds med en introduktion till ämnet och med en inledande del som översiktligt behandlar prospekt. Vår avsikt har varit att komma in i problematiken avseende prospektansvaret i samband med det nya regelverket omgående, varför intressanta delar i vissa avseenden utelämnats. Vi har framförallt utelämnat områden som tidigare behandlats i doktrin och praxis. Vi har ej ämnat försöka ta ett nytt grepp på ett område, som redan är utförligt behandlat och systematiserat av juridikens auktoriteter, förutom det fall det varit befogat för förståelsen av sammanhanget.

⁸ Prop. 2004/05:158

För att förstå systematiken har vi först beskrivit regelverkets systematik såsom den såg ut innan den 1 januari 2006. Därefter går vi igenom de förändringar som gjordes och som alltjämt i skrivandes stund är gällande rätt. I detta avsnitt går vi också över relevanta rättsfall för att undersöka huruvida de alltjämt har ett prejudikatvärde eller ej. Eftersom utredningens avsikt varit att införa nya ansvarsregler för emittenter och andra medverkande vid upprättandet av prospekt, har detta behandlats efter avsnittet om gällande rätt. Härfter har vi ett avsnitt med komparativa jämförelser av två skäl; för det första går vi mot en ökad internationalisering på området och för det andra skall de svenska prospektansvarsreglerna överensstämma med världsmarknadernas.

Avslutningsvis har vi med en analyserande del där vi försöker lyfta fram fördelar och nackdelar med den nuvarande regleringen och den kommande regleringen för att komma fram till en slutsats. Slutsatsen är inriktad på de praktiska konsekvenserna av lagändringarna och förslaget. Härvidlag har vi beaktat remissinstansernas argument och jämfört praxis på området från andra länder.

4 Prospekt

Innan regelverket kring prospekt behandlas skall först något allmänt sägas om prospektets funktion och natur. Prospekt upprättas för att förse potentiella investerare med relevant information. Syftet är att åstadkomma informationssymmetri mellan investerarna och prospektutgivarna, det vill säga att investerarna har samma tillgång till information som bolaget självt. Härigenom utökas skyddet för investerare som, i förhållande till bolaget, intar en underlägsen ställning avseende information kring bolaget.

Prospektet skall fylla ”kunskapsluckan” hos investerarna; det skall innehålla den information som är ”nödvändig för att en investerare skall kunna göra en välgrundad bedömning av emittentens och en eventuell garants tillgångar och skulder, finansiella ställning, resultat och framtidsutsikter samt av de finansiella instrumenten. Informationen skall vara skriven så att den är lätt att förstå och analysera”.⁹

Ett prospekt är en handling vars innehåll består av information som lämnas när finansiella instrument i olika sammanhang erbjuds till allmänheten eller börjar handlas vid en börs eller annan reglerad marknad, 2:1 LHF. Aktier i privata bolag och derivatinstrument som inte är överlåtbara omfattas således inte av bestämmelserna om prospekt.¹⁰ Det ska innehålla de uppgifter som en investerare behöver för sin bedömning av vilken avkastning och risk som en investering i det finansiella instrumentet kan medföra. Prospektet skall innehålla uppgifter om såväl företaget och dess finansiella ställning, som det finansiella instrumentet och dess egenskaper.¹¹

Genom prospektkraven eftersträvas att upprätthålla allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden. Om dessa regler inte fanns skulle bolaget kunna undanhålla viktig information och ge en icke rättvisande bild av bolagens ställning. Detta får till följd att allmänheten i förlängningen tappar förtroende för värdepappersmarknaden.

Följaktligen utgör prospektet ett viktigt instrument för att tillhandahålla kapitalmarknaden information i samband med utgivande eller försäljning av finansiella instrument. I

⁹ 2:11 LHF.

¹⁰ Prop. 2004/05:158, s. 169.

¹¹ Prop. 2004/05:158, s. 51.

aktiebolagsrättslig mening är prospektet en sammanställning och redovisning av ett aktiebolags – framförallt ekonomiska – förhållande vid en viss tidpunkt. Reglerna om prospektansvar kan då sägas ha dubbla skyddsintressen, detta genom att reglerna dels syftar till skydda de som tecknar finansiella instrument i ett företag, dels syftar till att skydda förtroendet för värdepappersmarknaden och dess professionella aktörer.¹²

4.1 Vilka är de olika typerna av prospekt?

Tidigare delades prospekten in under nedan angivna kategorier. Numera görs inte en sådan uppdelning i lagen, men uppdelningen kan vara betydande för vilka situationer ett prospekt upprättas, samt för vilka typer av prospekt som finns.

(i) Börsprospekt

Ett börsprospekt skall upprättas i samband med inregistrering av fondpapper. Bestämmelserna är en anpassning till EG:s minimikrav för att ett fondpapper skall kunna bli ”officiellt noterat”. Vissa särskilda krav avseende exempelvis ägarspridning måste uppfyllas för att ett fondpapper skall kunna inregistreras. Vid en sådan inregistrering är det vanligt – men inget krav – att en nyemission äger rum.¹³

(ii) Emissionsprospekt

Vid emission av icke inregistrerade fondpapper upprättas emissionsprospekt. Ett sådant kan avse såväl fondpapper som skall noteras på OMX, som fondpapper i onoterade företag. Det kan också avse utförsäljning av redan utgivna fondpapper.¹⁴

(iii) Erbjudandeprospekt

Erbjudandeprospekt skall upprättas vid erbjudande om köp och försäljning av finansiella instrument. Kraven på sådana prospekts innehåll är lägre än de som uppställs avseende börs- och emissionsprospekt. Exempelvis upprättas erbjudandeprospekt vid notering av s.k. warrant.¹⁵

¹² af Sandeberg C, *Prospektansvaret*, s. 29 f.

¹³ Prop. 2004/05:158, s. 51.

¹⁴ Prop. 2004/05:158, s. 52.

¹⁵ Prop. 2004/05:158, s. 52.

(iv) Noteringsprospekt

Noteringsprospekt upprättas när ett företag avser att notera fondpapper på en börs eller auktoriserad marknadsplats. Det är börsen eller den auktoriserade marknadsplatsen som ställer krav på att ett noteringsprospekt skall upprättas. Några särskilda krav om att ett noteringsprospekt skall upprättas uppställs således inte i lag.¹⁶

¹⁶ Prop. 2004/05:158, s. 52.

5 Prospektregler

Regler om prospekt aktualiseras i huvudsak vid två olika situationer. Den ena är när någon genom ett erbjudande av finansiella instrument till allmänheten erbjuder sig att köpa eller sälja finansiella instrument, exempelvis genom en nyemission av aktier eller en försäljning av ett innehav av finansiella instrument. Den andra är när finansiella instrument skall tas upp till handel på en reglerad marknad.¹⁷ I båda fallen rör prospekten således finansiella instrument som kommer att bli tillgängliga för handel på värdepappersmarknaden och därmed spridas till allmänheten.

5.1 *Prospektansvarsreglerna före den 1 januari 2006*

I syfte att utreda hur rättsläget förhåller sig de lege lata skall härnäst rättsläget enligt den äldre lagstiftningen behandlas. I den äldre lagstiftningen har det saknats regler om emittenters och säljares ansvar för fel eller brister i ett värdepappersprospekt. Det har inte heller funnits lagregler som ålägger ansvar för den som medverkar vid upprättandet av ett prospekt. Slutligen har det saknats uttryckliga regler om juridiska personers ansvar för fel eller brister i ett prospekt.¹⁸

De regler som medfört ansvar för fel eller brister i ett prospekt har endast avsett organföreträdarna i aktiebolag och försäkringsbolag. Grunden för deras ansvar har varit de skadesituationer som omfattats av 29 kap ABL¹⁹. Ansvar för fel eller brister i ett prospekt har därför, förutom den aktiebolagsrättsliga skadeståndsgunden, prövats enligt allmänna skadeståndsrättsliga regler avseende ren förmögenhetsskada enligt SkL 2:2. De brott som härvidlag kan tänkas aktualiseras är framförallt svindleri, bedrägeri, osant intygande och otillbörlig marknadspåverkan. Eftersom huvudregeln, enligt svensk rätt, vid ren förmögenhetsskada varit utformad på det viset att ansvar endast kan göras gällande för skada vållad genom brott har det funnits en osäkerhet avseende 2:2 SkL:s tillämplighet i samband med upprättandet av prospekt.²⁰

¹⁷ Se LHF 2 kap.

¹⁸ SOU 2005:18, s. 23.

¹⁹ Samt 16:1 försäkringsrörelselagen avseende organföreträdarna i ett försäkringsbolag, som fortsättningsvis inte kommer att nämnas uttryckligen.

²⁰ Bengtsson B, *Skadeståndslagen En kommentar*, s. 56.

5.1.1 Regelverket kring prospekt före lagändringarna

Stadganden om prospektansvar har funnits Aktiebolagslagen ("ABL"), Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument ("LHF") och i Lagen om börs- och clearingverksamhet ("LBC"). Därjämte har det funnits kompletterande myndighetsföreskrifter utfärdade av Finansinspektionen, självreglering i form av rekommendationer utfärdade av NBK samt noteringskraven för de olika börserna. I stora delar är regelverket densamma efter lagändringarna, med den skillnaden att de flesta bestämmelserna om prospekt numera är samlade i LHF.

5.1.1.1 *Ansvar enligt ABL*

I ABL stadgades att skyldigheten att upprätta ett prospekt åvilade 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 ålade alltså inte bolaget, utan ett särskilt organ inom bolaget ansvaret att upprätta prospektet. Styrelsen i ett publikt aktiebolag skulle upprätta ett prospekt vid en nyemission, utförsäljning av en aktiepost eller vid överlåtelse av egna aktier till en vidare krets. Även i fall där en aktieägare sålde fondpapper, som givits ut av bolaget, skulle styrelsen upprätta ett prospekt.

Skadestånd kunde krävas av den som lidit skada, till följd av fel eller brister i ett prospekt, vilket upprättats med stöd av bestämmelserna i ABL, mot en stiftare, styrelseledamot, revisor eller verkställande direktör.²¹

Utredningens avsikt, med de nya prospektansvarsreglerna, har därför inte varit att förändra ansvaret för organföreträdarna, utan snarare att förtydliga ansvaret för organföreträdarna, när dessa medverkar vid upprättandet av olika kategorier av prospekt eller sådana erbjudandehandlingar som upprättas vid ett uppköpserbjudande.²²

²¹ Se 29:1 – 2 ABL.

²² SOU 2005:18 s 24 f.

5.1.1.2 Ansvaret enligt LHF

Reglerna i LHF avsåg skyldigheten att upprätta ett prospekt i fall som inte omfattades av ABL:s bestämmelser. Prospekteringskyldigheten enligt LHF förelåg vid emission av fondpapper som inte var inregistrerade eller föremål för ansökan om inregistrering vid börs eller auktoriserad marknadsplats. Reglerna skulle således tillämpas vid notering på annan lista än A-listan, vid emission utan samband med notering, samt vid erbjudande om köp och försäljning av block av aktier.

Lagen omfattade, till skillnad från ABL, alla typer av finansiella instrument och erbjudanden om såväl köp som försäljning av aktier. Det var utgivaren som hade att upprätta ett prospekt; bestämmelserna pekade således inte ut något särskilt organ inom en juridisk person som ansvarigt för att upprätta ett prospekt. Det var dock den juridiska personens styrelse eller motsvarande ledande organ som har det övergripande ansvaret att tillse att ett prospekt upprättades, när skyldighet härom förelåg för den juridiska personen, vilket fortfarande fallet efter lagändringarna.²³

5.1.1.3 Ansvaret enligt LBC

Lagens syfte var i första hand att reglera marknadsplatserna, men lagen innehöll även inregistrerings- och prospektkrav. Prospekt skulle upprättas i samband med inregistrering av aktier vid A-listan och 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. Emittenten av fondpapperen var den som ansvarade för prospektets upprättande, alltså bolaget och inte styrelsen. Utgivaren skulle vid inregistrering av fondpapperen foga ett börsprospekt till ansökan.

5.1.1.4 Föreskrifter och rekommendationer

Med stöd av förordningen (1992:561) om börs- och clearingverksamhet och förordningen (1991:1007) om handel och tjänster på värdepappersmarknaden har Finansinspektionen meddelat föreskrifter om inregistrering av fondpapper, FFFS 1995:43, samt om börs- och emissionsprospekt, FFFS 1995:2, med vissa ändringar genom FFFS 1997:16. Föreskrifterna innehåller detaljerade krav på innehållet i börs- och emissionsprospekt. Vid tillämpning av

²³ Prop. 2004/05:158 s. 126 f.

bestämmelserna i LBC om börsprospekt är det nödvändigt att även ta del av nämnda föreskrifter.²⁴

Ansvar för framtagandet av prospekten åligger bolagets styrelse enligt ABL och LHF. Prospektet tillkommer dock av praktiska skäl av ett samarbete mellan bolagets ledning och rådgivare, då styrelsen inte kan vara delaktig i varje fas av prospektets utformning. Finansinspektionens föreskrifter kräver, i avsikt att precisera ansvarsförhållandena, att de personer som är ansvariga för upprättandet av prospektet namnges och därvid eventuellt göras ansvariga.²⁵

5.1.1.5 Börsens regelverk

Utöver nämnda lagar och föreskrifter intar de branschregler marknads aktörer utfärdat om prospekt en särställning, som för bolagen, genom det avtal de tecknar vid inregistrering eller notering med OMX, blir bindande. Avtalet reglerar förhållandet mellan börsen och bolaget, där överträdelse av avtalet medför skadeståndsansvar enligt allmänna avtalsrättsliga regler. Noteringsavtalet, OMX:s listningskrav, AMN:s uttalanden samt NBK:s rekommendationer är således väsentligt att iaktta.

5.1.2 Sammanfattning av prospektreglerna före den 1 januari 2006

Av ovan nämnda följer att det bolag som skall, genomföra en nyemission eller liknande, eller som avser att ta upp finansiella instrument till handel på en reglerad marknad, måste beakta ett stort antal bestämmelser i lagar, föreskrifter och självreglering. I praktiken räcker det dock med att följa Finansinspektionens föreskrifter och NBK:s regler om utformning av prospekt för att möta såväl legala krav som marknads krav.²⁶ Föreskrifterna skiljer på börsprospekt och emissionsprospekt. Kraven på ett börsprospekt är betydligt mer omfattande än de krav som ställs på ett emissionsprospekt. Vad gäller emissions- och noteringsprospekt innehåller föreskrifterna inget därom.

Innehållet i emissionsprospekt regleras i NBK, medan kraven för innehållet bestäms av respektive marknadsplats, men dessa följer i princip NBK:s regler och Finansinspektionens

²⁴ af Sandberg, *Prospektansvaret*, s 78 f.

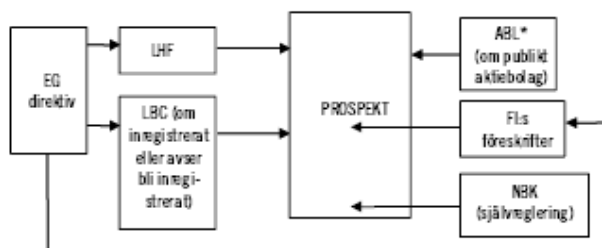
²⁵ af Sandberg, *Prospektansvaret*, s 79 f.

²⁶ Prop. 2004/05:158, s. 53.

föreskrifter. Beträffande krav på upprättande av ett prospekt när redan utgivna finansiella instrument enbart skall noteras och inte inregistrerat, finns det inte några särskilda lagregler.

Figuren nedan illustrerar den reglering som var för handen avseende prospekt innan lagändringar den 1 januari 2006.

Figur 1. Källa Prop. 2004/05:158, s. 54.



* Särskilda prospektbestämmelser finns också i lagstiftningen om försäkringsbolag. Marknadsplatsernas regler är inte med i figuren.

5.2 Gemenskrätsrättsliga regelverket

Eftersom den svenska prospektlagstiftningen grundar sig på EG:s regler om prospekt skall dessa i det följande behandlas. Reglerna som utarbetats om prospekt i EG är Europaparlamentets och rådets direktiv 2001/34/EG¹, rådets direktiv 89/298/EEG² (det förra prospekt direktivet), samt det s.k. börsdirektivet 80/390/EEG. Sedermera har reglerna samlats i ett direktiv, det s.k. prospekt direktivet.²⁷

Direktivet syftar bland annat 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.

²⁷ 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.

Kommissionen har också antagit en särskild förordning om bland annat innehållet i prospekt.²⁸ I den finns bestämmelser, som återfinns i artikel 6 i prospektdirektivet, om informationskrav.²⁹ Där framgår att ansvaret för den information som lämnas i prospektet, beroende på omständigheterna, skall ligga hos emittenten eller dess förvaltnings-, lednings- eller kontrollorgan, erbjudaren, den person som ansöker om upptagande till handel på en reglerad marknad eller garanten. Den eller de fysiska eller juridiska personer som är ansvariga för upprättandet och utfärdandet av prospektet skall klart anges, 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.

Det åvilar medlemsstaterna att vid införlivandet av bestämmelsen säkerställa att de inhemska bestämmelserna om civilrättsligt ansvar är tillämpliga på de personer som är ansvariga för den information som ges i ett prospekt. Utredningen kom, mot bakgrund av 29:1 ABL och 16:1 försäkringsrörelselagen samt möjligheten att väcka talan med stöd av allmänna skadeståndsrättsliga principer, fram till de svenska reglerna anses uppfylla de krav som prospektdirektivet ställer. Därmed finns det inte heller någon skyldighet att införa nya regler om ansvar för fel eller brister i Sverige för att prospektdirektivet skall anses genomfört i denna del.³⁰

5.3 Ändringar i regelverket

De ändringar som genomförts är att de ovannämnda bestämmelserna om prospekt i ABL och försäkringsrörelselagen samlas i en lag – LHF. Därtill tillkommer ändringar i LBC, lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument, lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse samt lagen (2004:299) om inlåningsverksamhet. Till behörig myndighet för att utöva sin tillsyn utses, i enlighet med prospektdirektivet, Finansinspektionen med i viss mån utvidgade befogenheter. Skälen för

²⁸ 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.

²⁹ Punkten 1 i bilaga I, III-V, VII, IX-XIII, XVI och XVII till förordningen.

³⁰ SOU 2005:18, s. 12.

förslagen var att lagstiftaren ville samla alla regler om prospekt i en och samma lag, med hänsyn till att de dåvarande bestämmelserna var utspridda i flera olika lagar och regelverk.

Bestämmelserna om emissionsprospekt i 11:12 och 14–20 §§ ABL upphör att gälla i och med att samtliga bestämmelser om prospekt har tagits in i lagen om handel med finansiella instrument. Härvidlag har 19:35 ABL förändrats på så sätt att hänvisningarna till nämnda lagrum punkten 1 tagits bort. I punkten 3, som är ny, har tagits in en hänvisning till vad som gäller om prospekt vid erbjudanden av finansiella instrument till allmänheten enligt LHF. Vidare har det införts ett nytt andra stycke i 29:1 ABL som också hänvisar till bestämmelserna i LHF.

5.4 Nuvarande prospektregler

Av 2:1 LHF följer att prospektskyldighet uppkommer när finansiella instrument som är avsedda för allmän omsättning erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad. Således uppkommer skyldigheten att upprätta ett prospekt vid två situationer. Den första är vid erbjudanden till allmänheten, vilket innebär ”ett meddelande till personer, oavsett form och medium, som innehåller tillräcklig information om villkoren för erbjudandet och de värdepapper som erbjuds för att en investerare skall ha förutsättningar att fatta beslut om att teckna eller förvärva dessa värdepapper”.³¹ Den andra är vid upptagande av värdepapper till handel på en reglerad marknad. Av artikel 1.13 i investeringstjänstedirektivet³² framgår att en reglerad marknad är en marknad för finansiella instrument, som verkar regelbundet, följer ett regelverk som bestämts av de behöriga myndigheterna och kräver efterlevnad av särskilda regler om rapportering och insyn. För den svenska finansiella lagstiftningens vidkommande kan börs och auktoriserad marknadsplats fungera som en sådan.³³

Vid erbjudande till allmänheten behöver prospekt inte upprättas vid de situationer som nämns i 2:4 – 5 i LHF och vid upptagande till handel behöver inte prospekt upprättas enligt de situationer som nämns i 2:6 - 7 LHF. I 2:2 - 3 LHF stadgas de situationer där det överhuvudtaget inte råder någon skyldighet att upprätta ett prospekt. Om det trots att det inte

³¹ Artikel 2.1 d prospektdirektivet. För närmre exemplifieringar av situationer som avses se Prop. 2004/05:158 s. 63 f.

³² Direktiv 93/22/EEG.

³³ Prop. 2004/05:158 s 65.

föreligger någon prospekteringskyldighet, enligt nyssnämnda lagrum, upprättas ett prospekt skall bestämmelserna i LHF och prospektförordningen tillämpas, enligt 2:8 LHF.

6 Ansvaret för ett prospekt

Fel eller brister i ett prospekt drabbar tredjeman i form av att investerare, det vill säga de som tecknar eller förvärvar finansiella instrument, riskerar att lida ekonomisk skada genom att betala ett för högt pris på grundval av prospektet. Till en följd härav är det önskvärt för den skadelidande att kunna utkräva skadeståndsansvar. Frågan om skadeståndsansvar har tidigare avgjorts enligt skadeståndsbestämmelsen i ABL för organföreträdarna, samt enligt utomkontraktuellt skadeståndsansvar. De skador som uppkommer i sammanhanget är rena förmögenhetsskador, det vill säga skador som uppkommer utan samband med sak- och personskada.

Tanken bakom de nya ansvarsreglerna är att skapa ett högt förtroende för den finansiella marknaden. Den finansiella marknaden spelar en avgörande roll för samhällsekonomin och av den anledningen är lagstiftarens syfte att skapa större förtroende för den marknaden med hjälp av de nya ansvarsreglerna för prospekt.³⁴

Tidigare har det ansetts att ett bolag som emitterar finansiella instrument genom ett erbjudande till allmänheten att teckna dessa, inte skulle kunna göras ansvarigt för fel eller brister i ett prospekt på kontraktuell grund. Därför har aktieägare och andra som handlat på grundval av den information bolaget lämnat varit tvungna att väcka anspråk på utomkontraktuell grund, vilket inte är helt okomplicerat med hänsyn till uppfattningen om att rena förmögenhetsskador, som huvudregel, endast ersätts vid brott enligt SkL 2:2. 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.³⁵

I syfte att kunna kräva ett skadeståndsansvar måste det för det första klargöras vilken informationsplikt som åläggs den som har att upprätta ett prospekt, för det andra måste kretsen av ansvariga fastställas och för det tredje skall kretsen ansvarberättigade utredas. Innan nämnda frågor besvaras skall en genomgång av rättsläget i praxis göras utifrån betydelsen för ansvaret för medverkande parter vid upprättande av prospekt.

³⁴ SOU 2005:18, s 26.

³⁵ SOU 2005:18, s 58.

6.1 Ansvaret i praxis

Högsta Domstolen har i flera avgöranden, där ett av de viktigaste avgörandena är det s.k. Kone-fallet, NJA 1987 s. 692, utvidgat skadeståndsansvaret i utomkontraktuella förhållanden. Någon dom avseende ansvar för personer som medverkar vid upprättandet av ett prospekt har dock ännu inte avkunnats. Det närmsta är två avgöranden från hovrätt, där skadeståndstalan väckts mot banker som bland annat medverkat vid upprättande av prospekt.

Frågan om bolagets ansvar för ledningens pliktförsummelse är också relevant för bedömningen avseende prospektansvar. Kan bolaget göras ansvarigt erbjuds investerare ett större skydd än vad som är fallet om ansvar endast kan utkrävas av organföreträdare. Bolagets ansvar mot tredjeman regleras inte i ABL. Däremot är det klart att bolaget svarar för organföreträdarens försummelse i kontraktsförhållanden, under förutsättning att bolaget blivit bundet av rättshandlingen.³⁶

I doktrin är frågan om skadeståndsansvaret vid utomobligatoriska förhållanden för rena förmögenhetsskador omdiskuterat. Delade meningar råder angående huruvida 2:2 SkL skall tolkas motsatsvis eller ej. En motsatstolkning medför att skadeståndsansvar ej kan föreskrivas för skada orsakad genom oaktsamhet.³⁷ Frågan om vem som är berättigad till skadestånd enligt paragrafen är också oklar då den varken behandlas i lagtext eller motiv.

6.1.1 NJA 1935 s. 270

Här rörde frågan bolagets ansvar mot enskild aktieägare då styrelseledamot vållat skada vid överträdelse av i ABL eller bolagsordningen. I fallet konstaterades att ett aktiebolag inte på kontraktsrättslig grund kunde bli skadeståndsansvarig mot sina aktieägare.

Slutsatsen av rättsfallet är att bolaget inte kan göras ansvarigt då prospekt, som utgivits i samband med aktieteckning, innehållit felaktig information. Ändamålet bakom domen är skyddet för bolagets eget kapital, närmare bestämt hänsynen till andra aktieägare och bolagets

³⁶ Dotevall R, *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, s. 188.

³⁷ af Sandberg C, *Prospektansvaret*, s. 107 f.

borgenär. Den uppfattningen ifrågasätts dock av Dotevall, som menar att det är tveksamt att en aktieägare undantas möjligheten att, vid aktieteckning, göra bolaget ansvarig.³⁸

6.1.2 NJA 1987 s. 692

Ett kreditföretag hade beviljat ett fastighetsbolag ett lån på grundval av ett värderingsintyg som hade utfärdats av en yrkesmässig fastighetsvärderare. Värderingsintyget uppvisade väsentliga felaktigheter och brister. HD anförde att den som med fog satt sin tillit till ett värderingsintyg inte skall behöva bära följderna av en skada som ytterst beror på att en värderingsman förfarit vårdslöst. Till följd härav ålades fastighetsvärderarens arbetsgivare skadeståndsskyldighet gentemot kreditföretaget. Dock undgick svaranden att utbetala skadeståndet med hänsyn till att värderingsintyget innehöll en friskrivningsklausul, vilken av HD bedömdes vara giltig.

Avgörandet är av stor principiell betydelse för medverkande parter ansvar gentemot tredje man, eftersom HD godtog en grundläggande teori för ett professionsansvar.³⁹ Avseende prospektansvaret kan Kone-fallet tolkas som att det är möjligt att kräva ansvar på grund av vårdslöshet vid utomkontraktuella förhållanden med hänsyn till att värderingsintyg, på motsvarande sätt som prospekt, riktar sig till en obestämd krets. Skillnad ligger i att aktieteckning inte rör ett renodlat utomobligatoriskt förhållande – investerarna är avsedda mottagare av informationen, vilket uppgiftslämnaren har kännedom om.⁴⁰

6.1.3 NJA 1996 s. 3

I rättsfallet aktualiseras ett värdepappersinstituts ansvar då det ansvarar för ärendehantering i samband med ett erbjudande till allmänheten. Uppdraget går då ut på att ta emot anmälningssedlar eller likvida medel samt ombesörja att finansiella instrument kontoförs på anvisade konton eller depåer.

Ett prospekt hade 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

³⁸ Dotevall R, *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, s. 189.

³⁹ Kleineman J, *Rådgivares informationsansvar*, s. 202

⁴⁰ af Sandberg C, *Prospektansvaret*, s. 127.

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.

6.1.4 NJA 2001 s. 878

Ytterligare ett rättsfall rörande ren förmögenhetsskada i ett utomobligatoriskt förhållande. I förevarande fall tillämpades den princip som HD fastslog i NJA 1987 s. 692, det vill säga att culpaansvar för ren förmögenhetsskada är möjligt i vissa avtalsliknande situationer; framförallt när ett utlåtande framstår som riktat till utomstående vars handlande det påverkat. Visserligen kom HD fram till motsatt resultat eftersom värderingsmannen i fråga begränsat sitt ansvar genom att hänvisa till utlåtandets ändamål. Därmed ansågs det inte som befogat att utan vidare lita på ett utlåtande vid kreditgivning.

6.1.5 RH 1995:57

Målet rörde frågan om efterställningsvillkor vid teckning av vinstandelsbevis i ett bolag skulle anses vara giltigt trots att parterna inte avtalat härom innan det intogs i skuldebrevet. Capinova riktade i ett prospekt ett erbjudande till aktieägare att köpa aktier, där aktierna antingen kunde tecknas kontant eller med tecknande av konvertibler i vinstandelslån i bolaget. I prospektet, som offentliggjordes i anslutning till emissionen av vinstandelslånet, uppgavs inte vilken prioritet en fordran i anledning av konvertiblerna skulle komma att ha i en eventuell konkurs. Sedermera hamnade bolaget på obestånd, varför konvertibelinnehavarna bestred att villkoret skulle vara giltigt. Hovrätten gick på deras linje och menade att villkoret inte blivit del av avtalet, eftersom detta ej funnits med i avtalet vid undertecknandet.

6.2 Prospektets utformning och innehåll

Ett prospekt utformas i ett grundprospekt eller tre dokument bestående av ett registreringsdokument, en värdepappersnot och en sammanfattning, enligt 2:13 LHF. Det väsentliga härvid är att den information som lämnas överensstämmer med de olika regelverkens krav. Utöver reglernas krav lämnas många gånger helt frivilliga uppgifter. Enligt

af Sandberg är det två typer av fel som aktualiseras; å ena sidan fel av formell art (formfel) och å andra sidan fel som består av felaktig eller bristfällig information.⁴¹

6.2.1 Formfel

De formella felen kan bestå i att ett prospekt (i) inte upprättas, (ii) inte offentliggörs, (iii) inte granskas i vederbörlig ordning eller (iiii) att innehållet är formellt felaktigt. Enligt 4:1 2 st. LBC får notering av och handel med ett visst finansiellt instrument inte inledas, i fall där skyldighet enligt LHF föreligger att upprätta prospekt, förrän Finansinspektionen godkännt prospektet, för att därefter registreras och offentliggöras. Enligt första stycket krävs också börsens godkännande till att handeln påbörjas, varvid börsen kontrollerar att föreskrivna uppgifter medtagits i prospektet. Detta medför att formfel i princip är eliminerade vid offentliggörandet av prospektet.⁴² Kravet på förhandsgranskning av ett prospekt innebär att det säkerställs att ett prospekt innehåller den information som krävs enligt bestämmelserna i LHF och prospektförordningen.

Finansinspektionen kan vid överträdelser, som när någon trots att prospektskyldighet föreligger inte ansöker om godkännande av ett prospekt, eller i förekommande fall, inte ett tillägg till ett prospekt, eller inte offentliggör ett prospekt eller ett tillägg till ett prospekt, ålägga den som bryter mot bestämmelserna i lagen om handel med finansiella instrument en sanktion i form av en särskild avgift.⁴³

6.2.2 Felaktig eller bristfällig information

Fel eller brister i ett prospekt kan exempelvis leda till att en aktieägare drabbas av ekonomisk skada, i det hänseendet att ett högre pris, än vad som varit fallet om prospektet varit korrekt utformat, betalas för aktien. Uppgifterna kan vara vilseledande på grund av att de innehåller en oriktighet. Oriktigheten kan bestå i att uppgiften är vilseledande på grund av att den är bristfällig, direkt felaktig eller helt utelämnad. Ett prospekt kan, trots att det inte innehåller enskilda uppgifter som är felaktiga, ge ett felaktigt helhetsintryck, varför svåra gränsdragningsproblem mellan information som är direkt vilseledande och information som är

⁴¹ af Sandberg C, *Prospektansvaret*, s. 91.

⁴² af Sandberg C, *Prospektansvaret*, s. 92.

⁴³ Prop. 2004/05:158, s. 141, 4:1 LBC och 6:3a LHF.

svårtolkade att vilseledandet får tillskrivas mottagaren.⁴⁴ Givetvis är vissa områden mer känsliga för felaktigheter än andra.

En vedertagen uppfattning om uppgifter som lämnas i ett prospekt delas upp i fyra kategorier och ser ut enligt följande⁴⁵:

- Obligatoriska uppgifter enligt tvingande lag eller förordning.
- Obligatoriska uppgifter enligt bindande avtal.
- Uppgifter som lämnas på grund av ej bindande rekommendationer.
- Helt frivilligt lämnade uppgifter.

Uppgifter enligt den första kategorin avser främst de uppgifter som nämns i 2:11 LHF. Paragrafens första stycke innehåller de grundläggande kraven avseende innehållet i ett prospekt där syftet är att uppgifterna skall ge en potentiell investerare möjlighet att göra en välgrundad bedömning av de risker som är förknippade med en investering.⁴⁶ Kraven bygger på prospektförordningen där det av artikel 3 i förordningen framgår att prospektet skall innehålla den information som anges i bilagorna I–XVII till förordningen.

Uppgifter enligt den andra kategorin avser exempelvis kraven som uppställs av börsens noteringsavtal, den tredje kategorin avser exempelvis NBK:s prospektrekommendation⁴⁷ och AMN:s uttalanden samt slutligen rör den fjärde kategorin uppgifter utan någon som helst anknytning till regelverket.

Frågan om frivilligt lämnade uppgifter prövades av Stockholmsbörsens disciplinnämnd avgörande 1996:3 där Getinge lämnade ett offentligt erbjudande om köp av aktierna i Arjo AB. Disciplinnämnden uttalade, mot bakgrund av att alla uppgifter som behövs för en allsidig bedömning av ett erbjudande skall lämnas i prospektet, att i fall ett börsbolag lämnar information som det bedömer vara av betydelse för aktiemarknaden, har bolaget därigenom underkastat sig samma krav på informationens kvalitet som upprätthålls i praxis om skyldighet att lämna information föreligger, nämligen att informationen skall vara korrekt, relevant och tillförlitlig.

⁴⁴ af Sandberg C, *Prospektansvaret*, s. 93.

⁴⁵ af Sandberg C, *Prospektansvaret*, s. 94.

⁴⁶ Prop. 2004/05:158, s. 175.

⁴⁷ Näringslivets Börskommittés rekommendation rörande prospekt (1999).

Prospektuppgifterna täcker således flera olika områden som ekonomisk rapportering, allmän information om bolaget, villkoren för erbjudandet och identifiering av riskfaktorer och hot. När det kommer till uppgifter som är objektivt verifierbara och prognosliknande information råder det en stor spännvidd avseende ansvaret för felaktig information.⁴⁸

Vad avser utelämnande av uppgifter kan det uppstå fall där sakuppgift eller annan uppgift som inte är reglerad, vilka är väsentliga för bedömningen av bolagets ekonomi och risken med investeringen, medför att helhetsintrycket av prospektet blir vilseledande, jfr RH 1995:57 ovan.

Ett prospekt innehåller inte enbart upplysningar som är mer eller mindre kontrollerbara, utan det innehåller även värdering av framtida utveckling. Sådan information kallas för ”soft information”, vilket betyder uppgifter om bolaget av ickeverifierbart slag såsom prognoser, planer och uppgifter om omvärlden.⁴⁹

6.2.2.1 Prognoser

Eftersom marknaden kräver att bolagets ledning presenterar sin syn på bolagets framtid innehåller prospektet oftast sådan information. Det skall också poängteras att regelverket avseende ett prospekts innehåll uppställer regler om hur prognoser och annan information om framtidsutsikter bör utformas. Av intresse härom är 6:1 ÅRL där det stadgas att bolaget i förvaltningsberättelsen skall lämna information om förväntad framtida utveckling.

Bestämmelsen innebär således en risk för att ett skadeståndsansvar kan aktualiseras för framåtriktad information som visar sig vara felaktig. Emittenten har dock ett visst utrymme för egen bedömning; en avsevärd avvikelse krävs för att ansvar skall kunna utkrävas. I det här avseendet är det dock viktigt att regelverk om hur prognoser och annan information om framtidsutsikter följs.⁵⁰

6.2.3 Ansvar för fel och brister

Som konstaterats ovan kan fel och brister vara av varierande grad. Frågan som uppstår härvidlag är vad som krävs för att sådana fel och brister skall föranleda skadeståndsansvar.

⁴⁸ af Sandberg C, *Prospektansvaret*, s 94.

⁴⁹ af Sandberg C, *Prospektansvaret*, s 98.

⁵⁰ SOU 2005:18 s. 101.

Utredningens uppfattning är att ansvar skall aktualiseras i det fall prospektet innehåller en felaktig uppgift, som kan påverka en investerares välgrundade bedömning av prospektets innehåll och därmed hans investeringsbeslut. Detsamma skall gälla när en sådan uppgift inte tagits in i prospektet eller erbjudandehandlingen.⁵¹

Bedömningen i fråga om felaktig eller bristfällig information är för handen skall göras utifrån 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.⁵² Återgivandet av enskilda förhållanden enskilda i bolaget är inte helt avgörande för frågan om prospektet är felaktigt eller bristfälligt. Det avgörande är snarare den samlade bilden av bolagets räkenskaper som förmedlas i prospektet. Är uttalanden om framtida utsikter övervägande positiva och uttalandena inte har tillräckligt med grund att stödja sig mot, kan ansvar aktualiseras – prognoser och liknande subjektiva värderingar skall vara försvarliga.⁵³

Avslutningsvis skall nämnas att syftet med bestämmelserna om informationskrav är till för att begränsa det informationsövertag som emittenter har gentemot investerare. Informationen kan dock inte bli så pass fullständig att den inte förutsätter kunskaper från mottagaren; informationskraven är således inte ett verktyg mot dåliga affärer. Kraven skall få till följd att investerare kan göra sina överväganden på grundval av tillförlitlig information.⁵⁴

6.3 Kretsen ansvariga och ansvarsgrunder

Vid upprättandet av ett prospekt deltar en rad aktörer. De aktörer som kan tänkas medverka är emittenten, vari styrelse, verkställande direktör och revisor inbegrips, advokater, konsulter och andra experter samt värdepappersinstitut. I det följande skall dessa medverkande aktörers ansvar utredas närmre.

⁵¹ SOU 2005:18 s. 100.

⁵² SOU 2005:18 s. 100.

⁵³ Dotevall R, *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, s. 194 f.

⁵⁴ SOU 2005:18 s. 27.

6.3.1 Aktiebolag

Som ovan nämnts är ett aktiebolag skyldig att upprätta ett prospekt vid ett antal olika situationer. Tidigare har det varit oklart huruvida bolaget har kunnat göras ansvarig enligt svensk rätt på kontraktsrättslig grund gentemot sina aktieägare när anspråket grundar sig på informationen i ett prospekt, jfr NJA 1935 s. 270 ovan. Härvidlag är det viktigt att klargöra vilka intressen de berörda lagreglerna avser att skydda. Å ena sidan finns de ansvarigas intresse av att begränsa skadeståndsskyldigheten och å andra sidan finns investerarnas intresse av att erhålla ersättning när de ansvariga inte fullgör sina skyldigheter. Ett ytterligare intresse att beakta, som kan jämföras med aktietecknares (investerares) intresse, är bolagets borgenärer, vars intresse skyddas av ABL:s kapitalskyddsregler.

6.3.1.1 Skälen bakom en ny reglering av bolagets prospektansvar

Av skäl som den ökade internationaliseringen, tillväxten av den svenska aktiemarknaden, utvecklingen av emissionsvolymen, det ökade aktieägandet i samhället medför fel eller brister i ett emissionsprospekt att aktietecknare drabbas av en ekonomisk skada om det betalas mer för aktien än vad som varit fallet om prospektet varit korrekt utformat. Åtskillnad mellan styrelsens och bolagets ansvar för fel och brister i emissionsprospekt är svårförklarad och till synes omotiverad, då det är högst otillfredsställande att bolaget självt, som med hjälp av ett missvisande prospekt exempelvis dragit in hundratals miljoner i nyemissionen, samtidigt skall vara fredat mot skadeståndsanspråk.⁵⁵

En väl fungerande handel med finansiella instrument förutsätter att allmänheten och de institutionella placerarna har förtroende för marknadens funktionssätt. Den skadeståndsrättsliga oklarheten rörande prospektansvaret som var fallet medförde sannolikt att kapitalanskaffningen för svenska bolag fördröjades. Argumenten för att ålägga bolaget ett skadeståndsansvar väger tyngre än den princip som fastslogs i NJA 1935 s. 270 att ett aktiebolag inte på kontraktsrättslig grund kan bli skadeståndsskyldigt mot sina aktieägare.⁵⁶

⁵⁵ SOU 2001:1, s. 262 f.

⁵⁶ SOU 2001:1, s. 264 f.

6.3.1.2 Bolagets ansvar

I 2:9 LHF anges att prospekt skall upprättas av aktiebolaget. Bestämmelsen, som omfattas av 29:1 ABL, pekar således inte ut något särskilt organ inom bolaget som ansvarigt för att upprätta ett prospekt. När ett bolag upprättar ett prospekt är det ansvarigt enligt 29:1 2 st. ABL; skadeståndsansvaret omfattar då överträdelser av bestämmelserna i 2, 2 a och 2 b kap. LHF och prospektförordningen. Fortfarande är det dock styrelsen som har det övergripande ansvaret för att tillse att ett prospekt upprättas, när skyldighet föreligger för bolaget att göra detta.⁵⁷

Skada som tillfogas en aktieägare eller någon annan genom överträdelse av nämnda bestämmelser i LHF ansvarar styrelseledamot för, genom hänvisningen från 29:1 2 st. till första stycket andra meningen. Av första stycket första meningen följer sedermera ett strängare ansvar för skada som tillfogats bolaget – det s.k. interna ansvaret – när överträdelser omfattas av reglerna i aktiebolagslagen, bolagsordningen eller andra lagar, eller föreskrifter, genom vilka styrelseledamot ålagts plikter mot bolaget. Sålunda saknas alltså bestämmelser som uttryckligen ålägger aktiebolaget skadeståndsansvar.

6.3.1.3 Organledamöters ansvar

Beträffande organledamöters ansvar, nämligen styrelse, verkställande direktör och revisor, är ansvaret för fel eller brister i ett prospekt detsamma som innan lagändringarna, se 29:1 – 2 ABL. Dessa kan alltså bli skadeståndsskyldiga om ett prospekt inte överensstämmer med, i aktiebolagslagen, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen, föreskrivet innehåll och skada därigenom åsamkats en aktieägare eller annan.

Tidigare reglerades ansvaret, om felet eller bristen i prospektet berodde på att någon regel utanför aktiebolagslagen, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen överträtts, inte av aktiebolagslagen utan ansvar fick utkrävas med stöd av allmänna skadeståndsrättsliga principer. I och med 29:1 2 st. ABL har en bestämmelse som har till syfte att skydda tredje man blivit sanktionerad. Följden av bestämmelsen blir att tredjemansskada, till följd av fel eller brister i ett prospekt, ses som skada som tillfogas denne direkt, och inte indirekt som

⁵⁷ Prop. 2004/05:158, s. 198.

fallet varit tidigare, eftersom det nu finns en uttrycklig sanktion mot överträdelser i lag som är uppställd till förmån för tredjemans intresse.⁵⁸

6.3.2 Värdepappersinstitut och andra medverkande

Vid upprättandet av prospekt deltar regel ett eller flera värdepappersinstitut samt olika konsulter, exempelvis advokater och revisionsbyråer. Det händer även att anställda hos emittenten också är delaktiga i prospektet. Eftersom dessa aktörer också kan bidra till att ett prospekt innehåller fel eller brister, ligger det i den som lider skadas intresse att, till följd av felet eller bristen, utkräva ansvar av den som medverkat till att prospektet blivit felaktigt eller bristfälligt.

Det vanligaste för dessa personer är att de ingått ett uppdragsavtal, varför ansvaret för medverkande personer att bedöma enligt allmänna skadeståndsrättsliga regler avseende ren förmögenhetsskada. Beträffande ansvaret gentemot tredjeman har ingen förändring ägt rum – HD:s avgörande i NJA 1987 s 692 och 1996 s. 3 gör sig alltjämt gällande.

6.4 Kretsen av ersättningsberättigade

Fel eller brist i prospekt kan medföra att aktietecknare drabbas av ren förmögenhetsskada, dvs. ekonomisk skada utan samband med person- eller sakskada. Den krets av rättssubjekt som ett prospekt riktar sig till utgörs främst av de investerare som använder informationen som placeringsunderlag.⁵⁹ Emellertid riktar sig informationen till en vidare krets som inte investerar i aktier men på annat sätt är beroende av det emitterade bolagets ekonomi, alltså aktörer vars beslut grundar sig på den information bolaget förmedlar. Är informationen felaktig kan även dessa tredje män i vissa situationer komma att lida skada direkt eller indirekt.

Den viktiga frågan är egentligen inte vilka som kan tänkas vara ersättningsberättigade, utan snarare hur kretsen av ersättningsberättigade begränsas.⁶⁰ Härvid är att besvara huruvida icke-investerare kan begära skadestånd på grund bristfälligt eller felaktigt information i ett prospekt.

⁵⁸ Jfr organledamöternas interna och externa ansvar enligt ABL:s 29 Kap och Dotevalls resonemang om normskyddsläran i samband härmed.

⁵⁹ af Sandberg C, *Prospektansvaret*, s. 104.

⁶⁰ Deuschl CJ, JT 1999/00, s. 283.

Ingenting i regelverket tyder på att en person som avhållit sig från köp eller försäljning skulle vara utesluten från de ersättningsberättigades krets. En åtskillnad måste dock göras mellan den som avhållit sig från att köpa och från att sälja. En allmän uppfattning i svensk doktrin och utländsk praxis är att den som avhållit från köp inte är berättigad till ersättning. Denne faller alltså utanför den ersättningsberättigade kretsen, oavsett orsaken till underlåtenheten att investera. Ersättning till denna krets anses medföra ett orimligt utvidgande av ansvaret och anses inte vara förenlig med kravet på konkret skada inom svensk rätt.⁶¹

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 skall det göras en oaktsamhetsbedömningen avseende den som talan väckts mot, det är således fråga om ett culpaansvar.⁶² Med culpaansvar avses avsteg från gällande norm inom ett aktuellt område. Härtill tillkommer att allmänna skadeståndsrättsliga principer måste uppfyllas för att kunna göra ansvar gällande.

6.5 Sammanfattning

Reglerna, såsom deras utformning ser ut dagsläget, innebär ett utökat ansvar för styrelse, bolagsledning och revisorer vid upprättandet av prospekt. Antalet situationer när prospekt ska upprättas är utökat liksom kraven på innehållet. I ett prospekt krävs vanligtvis att styrelsen för emittenten anges som ansvarig för prospektet samt att styrelsen försäkrar att uppgifterna i prospektet så långt som möjligt överensstämmer med de faktiska förhållandena.⁶³ Att ansvaret för innehållet i prospektet skall åvila styrelsen följer av 29:1 ABL:s nya lydelse.

Således innebär reglerna att om bolaget upprättar ett prospekt skall skada som tillfogats, genom överträdelser av prospektreglerna avseende informationen i prospekt, utformningen av prospekt, offentliggörande av prospekt eller införlivande genom hänvisning i prospekt, ersättas av stiftare, styrelse eller VD. Det skall inte göras någon distinktion mellan olika typer

⁶¹ Kleineman J, *Ren Förmögenhetsskada*, s. 314. Jfr även den komparativa delen av uppsatsen.

⁶² SOU 2005:18, s. 97.

⁶³ FI, *Prospekt – en vägledning*, s. 19.

av prospekt. Någon skillnad har däremot inte gjorts avseende andra medverkande personer, som exempelvis värdepappersinstitut.

7 Prospektansvar i enlighet med utredningens förslag

Tanken var att de nya prospektansvarsreglarna skulle ha trätt i kraft den 1 juli 2006. Prospektutredningen bröt ut frågan om prospektansvar och har separat från prospektutredningen föreslagit att även Sverige inför ett ansvar för emittenten. Den ursprungliga planen var att denna ändring skulle införas den 1 juli i år men lagförslaget verkar nu ha lagts på is i sista stund. Flera remissinstanser har inte oväntat ställt sig kritiska till förslaget, invändningar har bland annat framförts mot bristande utredning av konsekvenserna.⁶⁴ Däremot anser många experter att ett sådant utvidgat ansvar, förr eller senare, kommer att införas i takt med den ökade harmoniseringen inom EU och den ökade globaliseringen. Ett annat argument för det utökade ansvaret är att det råder osäkerhet beträffande emittenters prospektansvar, vilket inte är önskvärt och därmed måste undanröjas.

Ansvarsproblematiken finns alltså alltid med i bilden vid nära nog varje internationell emission och kan antas påverka både prissättningen av aktierna och underwriting-institutens⁶⁵ ersättning. Den skadeståndsrättsliga oklarheten rörande prospektansvaret som nu råder medför att kapitalanskaffningen för svenska bolag fördyras.⁶⁶

Utredningens förslag gick ut på att det skulle finnas en uttrycklig ansvarsbestämmelse i LHF enligt följande: ” 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 alltså uppsåt eller oaktsamhet.”⁶⁷ I likhet med vad som är fallet med ansvaret för innehållet i ett prospekt skall ett utvidgat ansvar för emittenters informationsgivning införas.⁶⁸ Ansvar skall föreligga för samtliga personer som lidit skada, varför kretsen av skadelidande kan bli stor.

⁶⁴ FI, Prospekt – en vägledning, s 20.

⁶⁵ 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.

⁶⁶ SOU 2001:1, s. 265.

⁶⁷ SOU 2005:18, s. 19.

⁶⁸ SOU 2005:18, s. 114.

Den huvudsakliga tanken är att ansvar för juridiska personer, i egenskap av emittenter, skall kunna utkrävas. Andra personer som medverkar vid upprättandet av ett prospekt skall också kunnas göras ansvariga.

En särskild fråga i sammanhanget är huruvida friskrivningar och andra upplysningar från medverkande personer skall bedömas. Det skall, liksom vad som är brukligt i lagstiftning av denna karaktär, vara tvingande till den skadelidandes förmån. Att någon möjlighet inte bör föreligga att friskriva sig från ansvar innebär inte att det skulle vara något hinder att en medverkande person i prospektet närmare redogör för under vilka förutsättningar den medverkat vid upprättandet av prospektet, vad dess medverkan bestått i och hur den bedrivit sitt arbete, vilken metod som används och vilket material den 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. Upplysningar av denna karaktär påverkar oftast en eventuell adekvans- och culpabedömning.⁶⁹

7.1 Ansvaret för de som upprättar ett prospekt

Ansvaret härvidlag avser framförallt ett aktiebolag som är skyldigt att upprätta ett prospekt i olika situationer och när andra juridiska och fysiska personer emitterar finansiella instrument. Som konstaterats ovan råder det oklarhet huruvida ett bolag kan bli skadeståndsskyldig på kontraktsrättslig grund mot sina aktieägare när deras anspråk grundar sig på teckning eller förvärv av aktier, eller andra fondpapper som emitterats av bolaget. Denna åtskillnad mellan bolagets och styrelsens ansvar är svårmotiverad enligt Aktiebolagskommittén. Eftersom de skadeståndsbelopp som kan ifrågasättas är såpass höga täcks de inte av styrelseledamöternas ansvarsförsäkringar. Vad som är olyckligt är att bolaget självt med hjälp av ett missvisande prospekt kan dra in åtskilliga miljoner från vilseledda aktieägare.⁷⁰

Ansvaret skall omfatta samtliga fall då skyldighet att upprätta ett prospekt föreligger, vilket 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 enligt LHF.⁷¹ Skälet härför är att i samtliga fall är bolaget som har

⁶⁹ SOU 2005:18, s. 102.

⁷⁰ SOU 2001:1, s. 263.

⁷¹ SOU 2005:18, s. 65.

tillgång till fullständig information och skall därför se till att ett prospekt innehåller all nödvändig information för att en investerare skall kunna göra en välgrundad bedömning av bolagets finansiella ställning och framtidsutsikter.

Sanktionen skall utgöra skadestånd; några andra sanktioner som exempelvis ogiltigförklaring och hävning är inte aktuellt att införa i dagsläget.⁷² Skadeståndsansvaret skall utformas som ett culpaansvar. Att ett strikt ansvar inte införs har främst att göra med att det vore för långtgående, med hänsyn till att det deltar många aktörer i upprättandet av ett prospekt. 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 uppgifternas riktighet har gjorts.⁷³ Givetvis omfattar ett culpaansvar uppsåtligt handlande.

Beträffande kretsen av ersättningsberättigade har utredningen valt, såsom organföreträdarnas ansvar är utformat idag, att inte införa några begränsningar av kretsen ersättningsberättigade personer. Den som lidit skada till följd av fel eller brister i ett prospekt skall således kunna väcka talan mot ett eller flera av de ansvarssubjekt som enligt 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. Utredningen poängterar dock att det är viktigt att tillämpningen i praxis överensstämmer med de ledande kapitalmarknaderna härvidlag.⁷⁴

För att begränsa antalet ersättningsberättigade ansvaret begränsas genom att rätt att väcka talan endast skall föreligga under två år från det att prospektet offentliggörs. Dessutom skall den skadeståndsskyldige ha möjlighet att jämka skadeståndet i det fall domstolen anser att skadeståndet är oskäligt betungande.⁷⁵ 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. Någon lättnad avseende den skadelidandes beviskrav, jämfört med allmänt gällande beviskrav, vid skadeståndsskyldighet för emittenten är inte heller lagstiftarens avsikt.⁷⁶

⁷² SOU 2005:18, s. 67.

⁷³ SOU 2005:18, s. 68.

⁷⁴ SOU 2005:18, s. 72.

⁷⁵ Se 2:27 och 29 LHF i utredningens förslag.

⁷⁶ SOU 2005:18, s. 98.

En diskussion som förs i sammanhanget är den restriktiva synen på den juridiska personens prospektansvar, som främst motiveras av hänsyn till borgenärsskyddet. Utredningen menar 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. Härvid anses investerarintresset väga tyngre.⁷⁷

7.2 Ansvar för andra medverkande

Vid upprättandet av prospekt medverkar ett stort antal aktörer. I princip deltar alltid ett eller flera värdepappersinstitut och olika konsulter. Andra deltagande är anställda hos det bolag som har att upprätta prospektet. Slutligen kan andra medverkande bestå av aktörer som avger värderingsutlåtanden eller yttranden. Dessa inblandade kan ibland medverka till att ett prospekt innehåller fel eller brister. Därför är det önskvärt för den som lider skada, av att prospektet innehåller felaktiga eller vilseledande uppgifter, att kunna utkräva ansvar av den som medverkat till att prospektet blivit felaktigt eller bristfälligt.⁷⁸

Dessa personer har ingått ett uppdragsavtal med emittenten. Något avtalsförhållande med de personer som tecknat eller förvärvat finansiella instrument baserat på innehållet i prospektet föreligger således inte. På samma sätt som reglerna är utformade för bolag får de skadelidande väcka talan mot andra medverkande på utomobligatorisk grund enligt SkL 2:2 (jfr ovan NJA 1987 s. 692 och 1996 s. 3).

Att olika kategorier av aktörer är inblandade i upprättandet av ett prospekt är känt för investerare men dessa saknar för det mesta kännedom om vilka externa konsulter som har medverkat (om det inte framgår av prospektet). Värdepappersinstituten har regelmässigt sina namn med på framsidan av prospekten och det är vanligt att experters yttranden tas med som en del av prospektet.

Tanken med att ålägga deltagande personer ett ansvar är att en väl fungerande handel med finansiella instrument förutsätter 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

⁷⁷ SOU 2005:18, s. 103.

⁷⁸ SOU 2005:18, s. 85.

lämnats dem, bidrar till att prospektet blir fullständigt, sammanhängande och begripligt.⁷⁹ Däremot har inte utredningen velat gå så långt som att införa ett generellt ansvar för varje medverkande person – dessa personer deltar endast avseende vissa begränsade uppgifter.

För att kunna kräva ett ansvar fordras det att den medverkande skall ha agerat yrkesmässigt och att det framgår av prospektet att den medverkande varit delaktig vid upprättandet av prospektet. Samtidigt skall 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. På så sätt begränsas kretsen ersättningsberättigade.⁸⁰

Eftersom ett värdepappersinstitut har en central roll vid upprättandet av ett prospekt skall värdepappersinstitutens omfattas av ett skadeståndsansvar om ett prospekt innehåller fel eller brister. Deras ansvar skall, i likhet med emittenten, inträda om institutet uppsåtligt eller av oaktsamhet åsamkat investerare skada. En skada skall ha tillfogats den skadelidande och ansvaret skall prövas individuellt för varje medverkande värdepappersinstitut. Det är således inte fråga om ett solidariskt ansvar med emittenten. Culpabedömningen skall göras efter en helhetsbedömning av omständigheterna i varje enskilt fall. 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.⁸¹

Vad avser andra kategorier av medverkande skall inte en uttrycklig ansvarsregel införas. För att ett ansvar skall kunna inträda skall 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 att uppgifter som kommer från en anlita konsult, men som inte går att härleda till denna, inte skall föranleda skadeståndsansvar gentemot investerare. Anledning härtill är att konsultens medverkan inte är synbar för investerare, varför det inte finns anledning att anta att investerare satt sin tillit till dennes medverkan. En annan sak är att konsulten kan göras ansvarigt gentemot uppdragsgivaren till följd av uppdragsavtalet.⁸²

⁷⁹ SOU 2005:18, s. 91.

⁸⁰ SOU 2005:18, s. 92.

⁸¹ SOU 2005:18, s. 93 f.

⁸² SOU 2005:18, s. 95 f.

Ibland tas värderingsuttalanden, som har en stor betydelse för investerare, med i ett prospekt. Till en följd härav skall den som upprättat handlingen kunna göras ansvarigt om denne har förfarit vårdslöst. En förutsättning för att skadeståndsansvar skall kunna krävas av uppdragstagaren härvidlag är att denne varit medveten om att handlingen tas med i prospektet. För personer som uttryckligen anger att de åtar sig ett ansvar kommer de att omfattas av ett uttryckligt skadeståndsansvar.⁸³ Skadeståndsreglerna skall inte uppfattas som exklusiva. Den skadelidande har således alltså möjlighet att föra talan mot andra medverkande, exempelvis på grund av brott eller med stöd av allmänna skadeståndsrättsliga grundsatsar.

7.3 Kritik mot förslaget

En av anledningarna till att de föreslagna förändringarna ej trätt i kraft är den kritik förslaget mött av vissa remissinstanser. Kritiken riktar sig ej mot förslaget som sådant, och den utveckling av prospektansvaret som lagstiftaren däri förespråkar, utan snarare mot det faktum att de föreslagna reglerna är oprecisa samt att utredningen ej lagt ner tillräckligt arbete på att analysera förslagets – framförallt ekonomiska – konsekvenser.

Den starkaste kritik i sak gäller möjligheten att kunna kräva skadestånd av bolaget. Mer precist gäller kritiken att förslaget ej begränsar bolagets skadeståndsansvar till det fria egna kapitalet, vilket enligt flertalet remissinstanser vore önskvärt ur borgenärskyddsperspektiv.⁸⁴ För att lösa intressekonflikten har det föreslagits att en fordran på skadestånd av detta slag mot ett bolag i konkurs skall placeras efter oprioriterade fordringar i förmånsrättslagen, och således ej helt bortfalla men ej heller konkurrera med andra borgenärer.⁸⁵

7.3.1 Obegränsat skadeståndsansvar för bolaget

Omsättningen på den svenska riskkapitalmarknaden har under 1990-talet ökat dramatiskt. I ett internationellt perspektiv framstår därför nuvarande svenska regler om ansvar för prospekt som outvecklade och omoderna. De föreslagna ändringarna i aktiebolagslagen (och i författningar för vissa andra juridiska personer) samt i lagen om handel med finansiella instrument framstår i huvudsak som ändamålsenliga.

⁸³ SOU 2005:18, s. 96.

⁸⁴ Jfr remissvar från bl.a. Finansinspektionen och Juridiska fakulteten vid Lunds universitet.

⁸⁵ Jfr remissvar från Juridiska fakulteten vid Lunds universitet.

Reformbehovet är särskilt angeläget avseende nuvarande aktiebolagsrättsliga regler om aktietecknarens och aktieförvärvarens rätt att utkräva skadestånd från skadevällande bolag. I det omdiskuterade domstolsavgörandet NJA 1935 s 270, där en genom prospekt vilseledd förvärvare av aktierelaterat instrument fränkänns rätten att bevaka skadeståndsfordran i det emitterande aktiebolagets konkurs. Avgörandet har emellanåt tolkats så att aktietecknarens rätt till skadestånd mot aktiebolaget generellt begränsats avseende krav som grundas på instrumentet som sådant. De föreslagna reglerna klargör att den som genom prospekt vilseletts att teckna eller köpa aktie har möjlighet att utkräva skadestånd av det aktiebolag som upprättat prospektet. Har aktiebolaget ifråga fritt eget kapital eller i övrigt ekonomisk förmåga att bära skadeståndskravet finns inget att erinra mot den föreslagna lösningen.

Situationen är en annan om aktiebolaget är på obestånd. Det nyss nämnda rättsfallet belyser den konkurrenssituation som i konkurs uppkommer mellan bolagsborgenärerna och den skadedrabbade aktietecknaren (respektive förvärvaren av andra instrument som bolaget utgivit). Enligt fakultetsstyrelsen finns goda skäl för att bolagsborgenärer och aktieägare inte skall ha samma rätt att konkurrera om bolagsförmögenheten i situationer då bolaget är på obestånd. Då konvertibler och andra aktierelaterade instrument utges föreskriver emissionsvillkoren i allmänhet att förvärvarens rätt skall vara efterställd bolagets övriga förpliktelser.⁸⁶

Utredningen föreslår enligt ovan att utrymmet för skadestånd bör vara obegränsat. Bland annat Finansinspektionen anser att detta ej gagnar investerarkollektivet i stort. Införandet innebär att det sker en förskjutning från borgenärsskydd mot investerarskydd. Det vore rimligt att det fanns en gräns för hur långt utrymmet för skadestånd kan sträcka sig. I annat fall kan det komma att medföra att bolag försätts i onödiga konkurser på grund av likviditetsbrist, trots att de i övrigt har en sund verksamhet. Därför bör denna gräns sättas vid det fria egna kapitalet.⁸⁷

En annan uppfattning om lösningen på problemet har Lunds universitet som anser att det emellertid inte lämpligt att begränsa aktieägarens rätt till skadestånd till bolagets fria egna kapital. En rimligare lösning är att i förmånsrättslagen (1970:979) placera ägarens skadeståndsfordran efter oprioriterade fordringar på konkursbolaget. Liknande begränsningar

⁸⁶ Lunds universitet

⁸⁷ Finansinspektionen

förekommer i USA. En reglering av förmånsrätten är tydlig och får en generell tillämpning jämfört med den individuella jämkning av skadeståndskravet som utredningen förespråkar.⁸⁸

7.3.2 Värdepappersinstitutens ansvar

Införandet av en skadeståndsskyldighet för värdepappersinstitut skulle leda till betydande ökning av kostnader för emissioner. Denna effekt uppstår därför att den osäkerhet som skadeståndsskyldigheten skapar medför att instituten kommer att begära en onödigt stor mängd expertutlåtanden från advokatbyråer, revisionsbyråer, patentbyråer samt tekniska och andra konsulter. Detta för att så långt som möjligt kontrollera och verifiera varje uppgift i ett prospekt, som i ett senare skede teoretiskt sett skulle kunna komma att ifrågasättas. Genom att det föreslås räkna med oaktksamhet blir tröskeln mycket låg för en motpart att i efterhand göra gällande att en viss information skulle ha funnits med eller att vissa ytterligare kontroller borde ha gjorts.

Ökade kostnader kan uppkomma också genom att värdepappersinstituten måste försäkra sig mot risken för att bli skyldiga att betala skadestånd. Det kan dock i hög grad ifrågasättas om det kommer att bli möjligt att teckna sådana försäkringar beroende på den stora osäkerhet som det föreslagna regelverket kommer att skapa när det gäller vilka fel eller brister som kan bli skadeståndsgrundande, möjligheten att styrka orsakssamband, den ersättningsberättigade kretsen och hur skadan skall fastställas. Ytterligare en typ av kostnader som uppkommer är legala kostnader, d.v.s. kostnaden för att föra skadeståndsprocesser.⁸⁹

I ekonomisk verksamhet är det viktigt att kunna kalkylera sina risker och att vid behov försäkra sig mot dem. Man måste dock ha klart för sig att ekonomiska skador av det slag varom här är fråga är mycket svåra, för att inte säga omöjliga, att i förväg beräkna och därför i realiteten mycket svåra att försäkra. I många fall skulle de ej vara försäkringsbara. I de fall de skulle gå att försäkra kommer under alla förhållanden kostnaderna för detta bli avskräckande höga.⁹⁰

Den högre emissionskostnaden leder till att emittenter av värdepapper kommer att dra sig för att söka sig till den svenska marknaden för kapitalanskaffning. Större internationellt

⁸⁸ Lunds Universitet

⁸⁹ Bankföreningen

⁹⁰ Fondhandlareföreningen

verksamma företag torde ha möjlighet att istället vända sig till utländska kapitalmarknader. Risken är då att mindre företag hamnar i kläm och får svårt att attrahera nytt kapital som kan behövas vid börsintroduktioner eller expansion.

En spegelbild av dessa negativa effekter blir att det blir mycket dyrare för investerare att placera kapital i värdepapper som emitteras i Sverige. Eftersom utbudet av emissioner väntas minska blir således alternativen för investerarna färre, varpå de kommer att söka sig till utländska marknader.

Ytterligare en risk med förslaget är att värdepappersinstituten kommer att dra sig för att medverka vid upprättandet av prospekt. Som en följd av detta kommer många emittenter tvingas välja att själva svara för en större del av prospektarbetet. Eftersom man då ej utnyttjar den expertis som finns på området är risken att kvaliteten på prospekten ej kommer att bli fullgod. Många företag gör endast ett fåtal emissioner med långa mellanrum och kan därför inte själva bygga upp en tillräcklig intern kompetens.⁹¹

7.3.3 Andra ansvariga

Eftersom det tidigare inte funnits ansvarsregler för emittenter och säljare i ett aktiebolag har det av naturliga skäl aldrig funnits ansvarsregler för andra medverkande vid upprättande av prospekt av olika slag. Detta har varit en stor brist i den svenska lagstiftningen. Många remissinstanser ställer sig därför bakom utredningens förslag om emittenters och säljares samt andra medverkandes ansvar. Precis som utredningen skriver, medverkar ofta ett stort antal personer vid upprättande av ett prospekt. Flera remissinstanser ställer sig dock frågande till hur stor andel medverkande som uttryckligen kommer att åta sig ansvar vid upprättande av prospekt. Vid en s.k. fairness opinion eller en emission kommer det alltid att framgå vilket värdepappersinstitut som medverkat till prospektets innehåll. Övriga medverkande är dock sällan kända för investerarna. Om dessa inte uttryckligen åtar sig ansvar för ett yttrande, analys eller värderingsutlåtande ligger då det yttersta ansvaret på den som varit skyldig att upprätta prospektet eller faller den medverkande in bland kategorin vars ansvar ska bedömas utifrån skadeståndsrättsliga principer? Kan emittentbolaget/organföreträdarna i sin tur kräva skadestånd av den som medverkat till ett felaktigt prospekt? Enligt utredningen bör uppdragsgivaren ha det yttersta ansvaret gentemot investerarna och den medverkande kan i

⁹¹ Bankföreningen

sin tur bli skadeståndsskyldig gentemot sin uppdragsgivare. Det är betydelsefullt att det för placeraren klart framgår vem som exempelvis ansvarar för innehållet i prospektet samt vem som ansvarar för den praktiska hanteringen. Det skall med andra ord tydligt framgå vem man skall vända sig till med sina ersättningsanspråk. Det är viktigt att den som satt sin tillit till ett prospekt inte skall bära följderna av en skada som ytterst beror på att en medverkande förfarit vårdslöst på något sätt.⁹²

7.3.4 Kretsen ersättningsberättigade

Flertalet remissinstanser, däribland Bankföreningen, avstyrker förslaget med att personer som lidit skada kan kräva skadestånd oavsett om de finansiella instrumenten förvärvats på primär- eller sekundärmarknaden. Detta kommer att leda till en stor och oöverskådlig krets av personer som kan bli ersättningsberättigade. Riskerna finns att emittenter och värdepappersinstitut kommer att drabbas av processer och särskilt vad som brukar kallas ”legal blackmail”, dvs. stämningar där avsikten ej är att få en process tillstånd utan att framtvunga att ersättningar betalas ut till följd av en förlikning. Riskerna för ett stort antal stämningar med krav på höga ersättningar förstärks genom förekomsten av möjligheten till grupptalan. Dessa aspekter med flera andra gör att föreslagna förändringar kommer att få i det närmsta oöverskådliga effekter för det svenska näringslivet och särskilt kapitalmarknaden.⁹³

Utredningen föreslår att talan skall väckas inom två år från det att prospektet offentliggjordes. Bland annat Aktiespararna anser att två år är för kort tid och föreslår tio år. Fall där prospekt skall upprättas kan vara svårbedömda och komplicerade vilket föranleder en längre preskriptionstid. Majoriteten av den konsumentskyddande lagstiftningen tillämpar en tio års regel, men precis som utredningen föreskriver finns det undantag. För att enhetlighet i största möjlig mån ska råda med Lagen (2003:862) om finansiell rådgivning där preskriptionstiden är tio år föreslår Aktiespararna en motsvarande regel i prospektfallen. Riskerna finns annars att investerarna inte kan föra talan gentemot emittentbolaget/organföreträdarna, men däremot gentemot den rådgivare, som på felaktiga grunder med anledning av prospektet, rekommenderat aktier i aktuellt bolag. Detta är enligt Aktiespararna inte ett tillfredsställande resultat.

⁹² Aktiespararna

⁹³ Bankföreningen

7.3.5 Ansvarsbegränsningar

I skadeståndsfrågan kan tilläggas att förbudet mot ansvarsbegränsning på detta särskilda område går emot all hävdvunnen ordning inom den svenska skadeståndsrätten. Att begränsa den rätten på det finansiella området skulle ställa svensk finansmarknad i strykklass. Något motsvarande förbud finns ej för ekonomiska skador på andra områden. Om friskrivningar ej tillåts kommer innehållet i prospekten förmodligen att dras ned till ett minimum med sämre kvalitet som följd.⁹⁴

⁹⁴ Fondhandlareföreningen

8 Utländsk rätt

Av intresse för uppsatsens frågeställningar är vilket ansvar som i andra länder kan åläggas emittent, säljare och den som medverkar vid upprättande av ett prospekt. En internationell jämförelse är särskilt intressant vad gäller prospektansvar eftersom det för närvarande råder stora brister i den svenska lagstiftningen samt att praxis och doktrin är mycket knapphändig inom området.⁹⁵ Jämförelse kommer att göras med Storbritannien, Tyskland och USA. Valet av länder har gjorts mot bakgrund dels av respektive lands likheter och olikheter med det svenska regelverket, och dels mot bakgrund av respektive lands position som starka förebilder för normbildningen. Avsikten är att kunna göra en jämförelse av hur man i de andra länderna gått till väga för att reglera frågor rörande prospektansvar, samt att söka vidga underlaget för en bedömning av hur de svenska reglerna om prospektansvar kommer att kunna bedömas de lege ferenda.

Inom ramen för denna uppsats finns intresse av att utreda hur regelverken i respektive land är uppbyggda och huruvida och under vilka förutsättningar emittenter, bolagsorgan samt andra medverkande kan ställas ansvariga för fel eller brist i prospekt. För att kunna göra utredningen någorlunda uttömmande krävs studier av lag, doktrin, praxis samt olika typer av icke bindande koder och branschpraxis, s.k. soft law. Som beskrivits i metodkapitlet har det varit mycket svårt att hitta förstahandskällor till den utländska rätten varvid andrahandskällor som behandlar vardera lands lag, doktrin, praxis, koder och branschpraxis nödgats användas.

8.1 Allmänt

I de länder som har undersökts kan fel och brister i prospekt få till följd att ett skadeståndsansvar kan utkrävas. I alla länder finns särskilda bestämmelser som reglerar ansvarsfrågan för fel och brister i prospekt. Bestämmelserna har ofta tagits in i lagar som reglerar börsverksamhet eller värdepappersrörelse. Alternativet är att man istället tillämpar allmänna skadeståndsrättsliga principer eller allmän avtalsrätt.

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

⁹⁵ Jfr SOU 2005:18 samt af Sandeberg C, s. 37 ff.

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.

8.2 Storbritannien

Det brittiska regelverket på värdepappersmarknaden har tidigare till övervägande baserats på självreglering, varvid regler och rekommendationer utfärdade av marknadsaktörer och stora organ varit centralt. Det centrala regelverket är Financial Services and Market Act (FSMA). Sedan införandet av FSMA finns ett långtgående ansvar för bristfällig information i de prospekt som offentliggörs och där allmänheten erbjuds att teckna aktier. Med stöd av reglerna i FSMA kan de som åsamkats skada eller förlust på grund av den bristfälliga informationen kräva skadestånd. Ersättning kan också utkrävas, alternativt eller kumulativt, med stöd i den allmänna civilrätten samt i common law.⁹⁶

8.2.1 Kretsen av ansvariga och ansvarsgrunder

Av Section 79 (3) i 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 Official Listing of Securities Regulations. Av Regulation 6(1) framgår att de personer som uttryckligen är ansvariga för ett prospekt är: emittenten; samtliga styrelseledamöter för emittenten; 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; varje person som accepterar, och i prospektet anges ha accepterat, ansvar för prospektet; samt varje person som har godkänt innehållet i prospektet.

För ansvar förutsätts vårdslöshet. Detta får ses som en kodifiering av det i praxis utformade undantag till det tidigare strikta ansvaret. Av reglerna framgår också 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. För skador som drabbar tredje man har domstolarna gått från att vara

⁹⁶ af Sandeberg C, *Prospektansvaret*, s. 198.

restriktiv vid tilldömning av ersättning till att numera inta en mer liberal syn. Istället för luta sig mot normer har domstolen i många fall använt sig av institutet ”the duty of care” för att kunna ta ställning till i vilken mån skadestånd skall bli aktuellt.⁹⁷ I rättsfallet *Hedley Byrne & Co. Ltd. V Heller & Partners Ltd*⁹⁸, 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 (”special relation”) 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.⁹⁹

8.2.1.1 Bolagets ansvar

Domstolarna har traditionellt haft inställningen att ett bolag inte kan ha en egen vilja och därmed ej drabbas av skadeståndsansvar. Traditionellt har de också haft inställningen att en aktieägare aldrig kan kräva bolaget på skadestånd. Istället är det bolagets företrädare som ålagts ersättningsskyldighet. Regleringen FSMA ger en teoretisk möjlighet att kunna kräva bolaget på skadestånd vilken domstolarna enligt ovan valt att kraftigt begränsa. Möjligheten har troligtvis utökats aningen genom Companies Act där det stadgas att bara det faktum att en person är aktieägare inte skall utesluta denne från möjligheten att kräva bolaget på skadestånd.¹⁰⁰

8.2.1.2 Organledamöters ansvar

Möjligheten att ställa bolagets organledamöter ansvariga finns både enligt FSMA samt enligt äldre common law. De organledamöter som kan ställas ansvariga är *directors*. Reglerna begränsar möjligheten till ersättning till de som handlat på primärmarknaden. . Domstolen har dock genom målet *Possfund Custodian Trustee Ltd. V Diamond and others McGrigor Donald* utvidgat ansvaret för organledamöter till att omfatta även köpare på sekundärmarknaden.

⁹⁷ af Sandeberg C, *Prospektansvaret*, s. 202.

⁹⁸ ([1964] AC 465)

⁹⁹ SOU 2005: 18, s. 33 samt af Sandeberg C, *Prospektansvaret*, s. 203.

¹⁰⁰ af Sandeberg C, *Prospektansvaret*, s. 207.

Skälen till det nya förhållningssättet synes vara ändrade marknadsförhållanden i den mening att prospekt utformas och offentliggörs även i avsikt att informera och uppmana investerare på sekundärmarknaden att köpa bolagets aktier.¹⁰¹

8.2.1.3 Värdepappersinstitutens ansvar

Enligt FSMA anses ett värdepappersinstitut vanligtvis ha godkänt innehållet i prospektet och anses därför vara ansvarigt för prospektet. Eftersom institutet oftast arbetar med dokumentets innehåll i dess helhet och är involverad i verifikationsprocessen avseende den information som tas in i prospektet kan de ej begränsa sitt ansvar till viss del av prospektet.¹⁰² 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.

8.2.1.4 Revisorer och andra experters ansvar

Beträffande revisorer anger dessa regelmässigt i prospektet att de tar på sig ansvar för riktigheten i viss finansiell information men att de uttryckligen fränsäger sig ansvar för övriga delar av dokumentet. Det sätt revisorerna formulerar sina åtaganden har påverkats av ett i engelsk rätt centralt rättsfall från 1990, *Caparo v. Dickman*¹⁰³. I rättsfallet prövade överhuset frågan om en revisor i ett aktiebolag kunde åläggas skadeståndsansvar gentemot aktieägare.¹⁰⁴ 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 ("the duty of care") att undvika eller förhindra skadan. Domstolen ansåg att revisorn ej hade sådan aktsamhetsplikt som krävdes. Slutsatsen som kan dras av rättsfallet är att revisorer ansvarar endast gentemot de till vilka deras uppgifter var riktade.

Precis som för revisorer gäller för andra medverkande experter att de endast ansvarar för de uppgifter de uttryckligen tar ansvar för. Således kan de ej ställas ansvariga för uppgifter de

¹⁰¹ af Sandeberg C, *Prospektansvaret*, s. 208 f.

¹⁰² SOU 2005:18, s. 48.

¹⁰³ ([1990] 2 AC 605)

¹⁰⁴ af Sandeberg C, *Prospektansvaret*, s. 210.

lämnat som ej varit ämnade att vidarebefordras till köparen samt för uppgifter som de ej uttryckligen tagit ansvar för.¹⁰⁵

8.2.2 Kretsen av ersättningsberättigade

I common law har kretsen ersättningsberättigade begränsats till att omfatta endast de som deltagit i primäremissionen.¹⁰⁶ 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*¹⁰⁷. 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. 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.¹⁰⁸

8.3 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.

8.3.1 Kretsen av ansvariga och ansvarsgrunder

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. För att ansvar skall bli aktuellt förutsätts uppsåt eller grov vårdslöshet.¹⁰⁹

¹⁰⁵ SOU 2005:18, s. 49.

¹⁰⁶ SOU 2005:18, s. 43.

¹⁰⁷ ([1996] 2 All ER 774)

¹⁰⁸ af Sandeberg C, *Prospektansvaret*, s. 201.

¹⁰⁹ SOU 2005:18, s. 34.

Till skillnad från hur bolagsledningen skall vara organiserad enligt svensk rätt är bolagsledningen i det tyska publika aktiebolaget, Aktiengesellschaft (AG), dualistisk. Detta innebär att ledningen är uppdelad i ett s.k. two-tier system, där ledningen av bolagets verksamhet och kontrollen av verksamheten i formellt hänseende är skilda åt. Det ledningsorgan som är centralt och som i sina uppgifter har att under eget ansvar sköta bolagets förvaltning och samtidigt företräda bolaget utåt är Vorstand. Det andra organet, Aufsichtsrat, har till uppgift att utse medlemmarna av Vorstand och i viss mån övervaka dess arbete. Ledamot av Aufsichtsrat skall vara oberoende. Detta får till följd att denne inte samtidigt får vara ledamot av Vorstand eller anställd i bolaget.¹¹⁰

8.3.1.1 Bolagets ansvar

Bolaget kan som ovan nämnts åläggas skadeståndsansvar gentemot skadelidande investerare, detta även mot dem som inte längre innehar aktien då talan skall föras. Vidare ansvarar bolaget för utomobligatorisk skada orsakad av Vorstand i de fall ledamöterna handlat inom gränsen för sina uppdrag. Skulle det visa sig att företrädarna försummat sina förpliktelser kan bolaget föra regresstalan mot dem.¹¹¹ I praxis har det dock varit ovanligt att bolaget åläggs ansvar. Skälen härtill anses vara att borgenärsintresset ofta har givits företräde framför investerarskyddet. Denna ordning verkar gälla vid nyutgivning av aktier. När det däremot gäller försäljning på andrahandsmarknaden har skyddet för investerarna visst företräde framför borgenärernas.¹¹²

8.3.1.2 Organledamöters ansvar

Organledamöter kan inträda såsom ansvariga i det fall de uttryckligen åtagit sig ansvar för prospektets innehåll. Detta görs normalt genom undertecknande av prospektet. Vidare kan organledamöter hållas ansvariga enligt reglerna för culpa in contrahendo, d.v.s. då de försummat sin upplysningsplikt då avtalsförhandlingar pågått. 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. Detta då deras primära ansvar ligger i att utse företrädarna i och övervaka Aufsichtsrat.

¹¹⁰ Dotevall R, *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, s. 24.

¹¹¹ af Sandeberg C, *Prospektansvaret*, s. 222.

¹¹² af Sandeberg C, *Prospektansvaret*, s. 223.

8.3.1.3 Värdepappersinstitutens ansvar

Att värdepappersinstituten kan hållas ansvariga framgår av BörsG samt av praxis. I rättsfallet BGH 1.07.1998 utvidgar domstolen värdepappersinstitutens ansvar till att omfatta även de fall då de ej undertecknat prospektet. I rättsfallet ålades ett värdepappersinstitut ansvar gentemot en skadelidande investerare. I prospektet saknades uppgift om att en juridisk tvist var under uppsegling i det bolag vars aktier prospektet gällde. Värdepappersinstitutet invände att man inte undertecknat prospektet, samt att det inte visats att kausalitet förelåg mellan de bristfälliga uppgifterna och kändens investeringsbeslut. Domstolen underströk att ett värdepappersinstitut kan åläggas ansvar oavsett om detta undertecknat prospektet eller inte.

8.3.1.4 Revisorer och andra experters ansvar

Trots att det finns möjlighet att kräva revisorer enligt 45 § BörsG har denna möjlighet till viss del begränsats av tyska domstolar. Detta har sin grund i en spärregel i tyska aktiebolagslagen varvid rådgivare ej ansvarar för skada till följd av felaktiga råd. Att denna regel omfattar revisorer har bekräftats åtskilliga gånger i praxis.¹¹³ Frågan om rådgivares ansvar blir än mer oklar då det finns praxis som öppnar för möjligheten att hålla revisorer ansvariga. Domstolen sade här att revisorer skall kunna hållas ansvariga trots att de ej uttryckligen åtagit sig ansvar i prospektet.

8.3.2 Kretsen av ersättningsberättigade

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. Krav finns på orsakssamband mellan den vilseledande uppgiften och skadan. Det ställs dock ej krav på att den skadelidande skall ha hyst tillit till uppgiften vid investeringsbeslutet. Tilläggas kan att det ej finns något krav på att den som kräver skadestånd längre innehar aktierna, utan det räcker således att det fanns innehav vid skadetillfället.¹¹⁴

¹¹³ af Sandeberg C, *Prospektansvaret*, s. 226.

¹¹⁴ af Sandeberg C, *Prospektansvaret*, s. 217 samt SOU 2005:18, s. 34.

8.4 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, alternativt eller kumulativt. 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 beslutade av självreglerande organ.¹¹⁵

8.4.1 Kretsen av ansvariga och ansvarsgrunder

Securities Act (SA) och Securities Exchange Act (SEA) är de federala lagrum som primärt behandlar ansvar för information i prospekt. SA är tillämplig vid handel i samband med emission av värdepapper. Häri anges att de subjekt som skall underteckna prospektet är emittenten, de personer hos emittenten som är huvudsakligen ansvariga för den dagliga verksamheten, emittentens ekonomichef, controller samt en majoritet av styrelseledamöterna. SEA utvidgar skyddet för investerarna i förhållande till SA i det att reglerna även omfattar sekundärmarknadstransaktioner. För att kunna bli ansvarig enligt SEA krävs att man varit grovt oaktsam eller handlat med uppsåt. Detta kan jämföras med att vad som krävs enligt SA är lite vanlig enkel culpa. Således är tanken att SEA skall utvidga SA:s tillämpningsområde, men samtidigt ge ett något svagare skydd för de som orsakats skada.¹¹⁶

8.4.1.1 Bolagets ansvar

Bolaget kan åläggas ansvar enligt såväl SA som SEA. Något hinder att utbetala bolagets kapital till aktieägarna finns inte heller. Bolaget åläggs enligt SA ett strikt ansvar för felaktig eller utelämnad information i prospektet. Verkligheten ser dock sådan ut att krav sällan riktas mot bolaget. Detta då det aktuella bolaget vid tidpunkten för framställandet av ersättningskraven inte sällan är försatt i konkurs. I praxis har det också visat sig svårt att kunna bli tillerkänd skadestånd av bolaget. Ansvar har ålagts bolaget endast i det fall det är uppenbart att vilseledande uppgift har förekommit, men uppsåt från organledamöternas sida ej varit för handen.¹¹⁷

¹¹⁵ af Sandeberg C, *Prospektansvaret*, s. 230 samt SOU 2005:18, s. 35 f.

¹¹⁶ SOU 2005:18, s. 41 f.

¹¹⁷ af Sandeberg C, *Prospektansvaret*, s. 250 f.

8.4.1.2 Organledamöters ansvar

Organledamöterna kan ställas ansvariga i enlighet med SEA och SA. I amerikanska bolag består ledningen av inside och outside directors. Outside directors har större möjlighet att undgå ansvar för organledamöters agerande för bolagets räkning än inside directors.¹¹⁸

8.4.1.3 Värdepappersinstitutens ansvar

Enligt reglerna i SA och SEA kan värdepappersinstitutet åläggas ansvar för fel eller brister i prospekt. Avgörande för huruvida värdepappersinstitutet kan ställas ansvariga är främst om de har genomfört en skäligen undersökning ifråga om de lämnade uppgifterna. Det är således en typ av culpaansvar som är för handen. Detta har bekräftats genom rättsfallet *John Nuveen & Co. V Sanders* där värdepappersinstitutet ålagts ansvar för att de ej tillräckligt noggrant undersökt de finansiella uppgifter som bolagets revisorer tillhandahållit.

8.4.1.4 Revisorer och andra experters ansvar

Även denna grupp kan ställas ansvariga i enlighet med såväl SA som SEA. Revisorer, men inte andra medverkande experter, är tvungna att skriva under prospektet. Detta innebär att det krävs uttryckligt godkännande för ansvar vad gäller andra experter, men inte revisorer. I praxis har möjligheten att kunna kräva revisorn inskränkts. Detta ansågs som nödvändigt mot den bakgrund att ett mycket stort antal tvister anhängiggjorts mot revisorer. Exempel på detta är fallen *Ernst & Ernst V Hochfelder* och *Bily V Arthur Young & Co* där domstolen utdömt ersättning endast till den krets av skadelidande som bedömdes tillhöra den krets av personer som uppgifterna, tillhandahållna av revisorerna, var avsedda för, d.v.s. bolagets nuvarande aktieägare, och inte dess presumtiva investerare. Genom rättsfallet *Central Bank of Denver V First Interstate Bank of Denver* anses möjligheten att ställa rådgivare ansvariga för skada helt bortfalla, förutom i de fall rådgivaren uttryckligen åtagit sig ansvar för uppgifterna.

¹¹⁸ SOU 2005:18, s. 47.

8.4.2 Kretsen av ersättningsberättigade

Med stöd av SA och SEA kan skadelidande investerare, på såväl förstahands- som andrahandsmarknaden, kräva ersättning från vem som helst av de i lagarna angivna subjekten. Käranden skall också visa att felet eller utelämnandet har en viss grad av väsentlighet, samt att han har åsamkats förlust.¹¹⁹ Vad gäller huruvida det i amerikansk rätt ställs krav på att den skadedrabbade skall ha hyst tillit till de felaktiga eller utelämnade uppgifterna går meningarna isär. I dagsläget finns ingen federal lagstiftning som reglerar området utan det är i princip upp till respektive delstats domstol att avgöra saken. Klart är dock att det i alla delstater måste finnas ett orsakssamband mellan den vilseledande uppgiften och förlusten för att skadeståndsansvar skall vara aktuellt.¹²⁰

8.5 Sammanfattning av utländsk rätt

Som nämnt i inledningen av detta kapitel är utgångspunkten i alla rättssystem att fel eller brist i ett prospekt föreligger om oriktig eller ofullständig information har lämnats. I samtliga länder finns särskilda bestämmelser som reglerar ansvarsfrågan för fel och brister i prospekt. Regleringarna uppvisar vissa skillnader vad gäller den subjektiva sidan hos olika ansvarssubjekt. Det vanligaste är någon form av culpaansvar, antingen att det uttryckligen krävs oaktsamhet, grov oaktsamhet eller uppsåt, eller genom ett till synes strikt ansvar där stora möjligheter finns för att kunna exculpera sig.

I Storbritannien krävs i regel medgivande för att kunna ställas ansvarig för prospekt. Likaså kan den som undertecknar prospektet välja att bara ta ansvar för viss information. Bolaget, organledamöter samt värdepappersinstitutet kan dock ej undkomma ansvar med den förevändning att de ej undertecknat prospektet. Huvudregeln i Tyskland är att de som undertecknar eller annars är delaktiga kan ställas ansvariga. Till skillnad från övriga länder är ansvaret ej solidariskt mellan flera skadeståndsskyldiga utan varje subjekt bedöms in casu efter grad av inblandning. I USA ställs krav på att vissa subjekt skall underteckna prospekt, dessa kan också ställas ansvariga. Det rör sig främst om VD, majoritet av styrelse och revisor.

I samtliga rättsordningar kan bolaget ställas ansvarigt. Även om alla länders lagstiftningar uttryckligen utpekar bolaget som ett potentiellt ansvarssubjekt har man i praxis ofta inskränkt

¹¹⁹ SOU 2005:18, s. 37 f.

¹²⁰ SOU 2005:18, s. 41.

den reella möjligheten att kräva bolaget. I Tyskland har denna ordning motiverats med att borgenärsintresset ges företräde framför investerarskyddet. I USA resonerar man på så sätt att bolaget kan ställas ansvarigt endast i de fall organledamöterna ej kunnat lastas för uppkomna skador genom vårdslöst handlande.

Även organledamöter kan ställas ansvariga enligt samtliga rättsordningar. Tvärtom mot bolagets ansvar har organledamöternas snarare utvidgats genom praxis under senare tid. Ansvaret har gått från att gälla ett normalt culpaansvar till att i Storbritannien ha utvidgats till att omfatta även transaktioner på andrahandsmarknaden. I Tyskland krävs som nämnts undertecknande för ansvar. Domstolen har dock sagt att ansvar föreligger även om prospektet ej undertecknats av de aktuella organledamöterna. Vad gäller den del av styrelsen i tyska publika aktieföretag som endast har övervakande funktioner ansvar dessa ledamöter endast i det fall organiseringen av det verkande organet i företaget ej varit tillfredsställande. I USA har organledamöters ansvar utvidgats i och med att möjligheten att kräva bolaget minskat. Tilläggas bör dock att inside directors löper större risk att ställas ansvariga än outside directors.

Samtliga länders lagstiftning ger möjligheter att kräva det värdepappersinstitut som ansvarar för prospektet på skadestånd. I både Storbritannien och Tyskland krävs som huvudregel ett undertecknande för att kunna ställa ett subjekt ansvarigt. Detta krav har genom praxis försvunnit i båda länderna varpå ansvar kan utkrävas utan att värdepappersinstitutet uttryckligen åtagit sig ansvar för lämnad information. I USA är ordningen den att värdepappersinstituten alltid får ansvara för innehållet i prospektet. Möjligheten finns dock att undgå ansvar i det fall de objektivt sett anses ha utfört tillräckliga undersökningar av lämnad information utan att finna felaktigheter eller utelämnanden.

Revisorer och andra experters ansvar är något som diskuterats livligt i samtliga rättsordningar. Som läget ser ut idag finns det i samtliga länder möjlighet att utkräva skadestånd av denna grupp av experter, om än i mer begränsad omfattning än vad som gäller för tidigare ansvarssubjekt som diskuterats ovan. I Storbritannien brukar revisorer ansvara bara för den finansiella informationen emedan andra experter endast ansvarar för de uppgifter de uttryckligen tagit på sig. Domstolen har begränsat möjligheten att kunna kräva denna grupp av ansvarssubjekt genom att uttala att de ej har någon form av "duty of care" i förhållande till bolaget. Likadant i Tyskland har domstolen inskränkt möjligheterna till att kräva denna grupp

av ansvarssubjekt på skadestånd. Detta då det i Tyskland ej finns någon typ av rådgivaransvar. Praxis har dock ställt revisor ansvarig i de fall relationen till skadelidande varit av närmast kontraktuell karaktär. I USA kan revisorer, men ej andra experter och rådgivare, ställas ansvariga utan att de undertecknat prospektet och därmed tagit på sig ansvaret. Praxis har dock begränsat möjligheten att kunna kräva revisorer med hänvisning till det stora antal skadeståndsprocesser som involverat revisorer.

Inget av länderna godtar någon form av ansvarsfriskrivningar för eventuella ansvarssubjekt. Som ovan noterats finns dock i de flesta rättsordningar för de flesta ansvarssubjekten flera möjligheter att undgå ansvar. Vanligtvis rör det sig om att de skall visa att de handlat med vederbörlig försiktighet, d.v.s. icke culpöst. Tilläggas kan dock att bolaget i USA har strikt ansvar för information lämnad i prospekt.

I samtliga undersökta rättsordningar kan de som drabbats av skada efter att ha köpt värdepapper i primäremissionen kräva ersättning. Länderna har också gemensamt att det krävs för att skadestånd skall bli aktuellt att de aktuella uppgifterna uppfyller någon typ av väsentlighetskrav. Samtliga länder uppställer också krav på att det skall finnas ett relevant orsakssamband mellan den felaktiga eller utelämnade uppgiften och den uppkomna skadan. I USA och Storbritannien finns enligt lag och common law möjlighet att kräva skadestånd även för den som förvärvar aktuella värdepapper på andrahandsmarknaden. Givetvis ställs även i detta fall krav på relevant orsakssamband. Istället för att generellt godta att investerare på andrahandsmarknaden kan kräva skadestånd har man i Tyskland valt att ge alla som köper aktuella värdepapper inom sex månader från primäremissionen rätt att kräva ersättning för skada. I Storbritannien och i Tyskland är det genom praxis klarlagt att de personer som kräver skadestånd inte behöver visa att de hyst tillit till de felaktiga uppgifterna. I USA är det mer oklart då det är upp till respektive delstats domstol att avgöra huruvida det skall ställas krav på tillit.

9 Analyser och slutsatser

9.1 Konsekvenser av lagändringarna 1 januari 2006

De nya prospektreglerna är mer omfattande än de tidigare och på samma sätt mer lättillgängliga då regeringen numera utgår från ett regelverk istället för flera. I allmänhet ställs högre krav på informationen som skall lämnas i ett prospekt, vilket för till följd att mer arbete krävs och därmed innebär högre kostnader för upprättandet av ett prospekt. De högre kraven som uppställs gäller särskilt vid erbjudanden avseende olika typer av derivatinstrument som exempelvis warranter. Konsekvensen härmed kommer framförallt att bli märkbar för mindre företag och onoterade företag då kraven för dessa blir desamma som för noterade bolag. Däremot har undantagen från skyldigheten att upprätta prospekt blivit fler.

Fördelen, jämfört med den tidigare lagstiftningen, är att det kommer bli enklare att genomföra ett allmänt erbjudande av finansiella instrument till allmänheten eller att ta upp finansiella instrument till handel på en reglerad marknad i flera stater inom EES samtidigt. En större harmonisering av den europeiska finansiella marknaden medför att företag och institut genom det förenklade förfarandet får större tillgång till stora delar av den europeiska kapitalmarknaden, vilket på sikt får positiva konsekvenser för kapitalförsörjningen. Lagstiftarens slutsats är att skyddet för investerarna sammantaget stärks genom att de får mer utförlig, bättre strukturerad och mer lättillgänglig information att grunda sina beslut på.¹²¹

Avseende ansvaret för emittenter och andra medverkande personer vid upprättandet av ett prospekt har inte någon större förändring ägt rum. Eftersom det inte införts ett stadgande som uttryckligen ålägger bolaget ansvaret får det, i brist på andra prejudikat, fortfarande anses att 1935 års fall är vägledande härvidlag. Bolaget kan alltså fortfarande ej göras ansvarigt för fel eller brister i ett prospekt. Visserligen kan det diskuteras huruvida det inte skall anses, vid exempelvis en aktieteckning, att det är fråga om ett kontraktuellt förhållande – i vart fall på primärmarknaden – där bolaget kan göras ansvarigt, eller att det teoretiskt sett är möjligt att göra bolaget ansvarigt med stöd av SkL 2:2, men eftersom rättsläget inte förändrats efter lagändringarna den 1 januari 2006 kan det konstateras att ändringarna inte bringat någon klarhet på rättsområdet, vilket får anses som ett misslyckande från lagstiftarens sida.

¹²¹ Prop. 2004/05:158 s 163.

Denna oklarhet får, oavsett om man anser att bolaget skall kunna göras ansvarigt eller ej, till följd att investerare, för att stävja sin osäkerhet, kommer att ställa krav på större rabatt vid tecknandet av värdepappren. En sådan prisdifferentiering, vare sig om det är fråga om ett lägre eller ett högre pris, är ej önskvärt vid handel på en global världsmarknad; exempelvis när bolag emitterar finansiella instrument i USA och i Sverige samtidigt uppstår det en skillnad i teckningspriset, till följd av den osäkerhet som råder avseende emittenten och andra medverkande personers ansvar på den svenska marknaden.

Vad som däremot har förändrats är att organledamöterna och revisorn numera uttryckligen, enligt ABL, ansvarar för fel eller brister i ett prospekt. Förändringen mot regelverket innan den 1 januari 2006 är som sådan att det numera finns ett lagstadgat skydd i förmån för tredjeman. Tidigare led aktieägare en indirekt skada, till följd av bolagets direkta skada (eftersom bolagets aktier minskade i värde), vilket gjorde det svårt för en aktieägare att påvisa ett orsakssamband vid ett skadeståndsanspråk mot en ledamot. Härigenom har enskilda aktieägare tillfogats ett starkare skydd men för organledamöternas vidkommande har inte rättsläget förändrats mer än de högre kraven för innehållet i ett prospekt.

Ansvar för andra medverkande personer har inte heller påverkats efter den 1 januari 2006. De kan göras ansvariga på två grunder; för det första har de ett ansvar som följer av uppdragsavtalet gentemot emittenten. För det andra kan de, om de allmänna skadeståndsrättsliga förutsättningarna är uppfyllda, göras ansvariga mot tredjeman för ren förmögenhetsskada. Detta mot bakgrund av ovan refererade HD-avgörandena i NJA 1987 s. 692 samt NJA 1996 s. 3.

9.2 Troliga konsekvenser av lagförslaget om ett utökat prospektansvar

Lagförslaget om det utvidgade ansvaret för emittenten och andra medverkande personer vid upprättandet av ett prospekt skulle ha trätt ikraft den 1 juli 2006. Av olika anledningar har förslaget kritiserats, vilket varit befogat i vissa hänseenden då förslaget inte alltid varit väl genomtänkt i alla delar. I dagsläget är det oklart vad som kommer att hända med förslaget men det mesta tyder på att, i linje med den ökade internationaliseringen, ett utökat ansvar förr eller senare kommer att införas. Av den anledningen skall vi i det följande analysera vilka konsekvenser ett utökat ansvar i enlighet med utredningens förslag medför. Härvid avses inte ett utökat ansvar i förhållande till vilka situationer det finns prospekteringskyldighet, samt

avseende innehållet, utan endast för ansvaret för fel eller brister i ett prospekt. Emellertid är avsikten att ansvaret skall sträcka sig längre än informationen i ett prospekt; det utökade ansvaret, företrädesvis för aktiebolag, skall utsträcka sig till all informationsgivning i framtiden.

Den viktigaste funktionen vid ett utökat ansvar för bolaget skulle vara – oavsett konsekvenserna – att det osäkra rättsläget avseende frågan om bolagets skadeståndsansvar skulle undanröjas. En sådan klarhet anser vi är önskvärt eftersom rättsosäkerheten på området hindrar kapitalanskaffningen för svenska bolag som vill verka på en internationell marknad.

Utredningens förslag om det utökade ansvaret för bolag, innebär att den som lidit skada till följd av fel eller brister i ett prospekt – utan begränsningar – har möjlighet att rikta skadeståndsanspråk mot bolaget. Härvid är den huvudsakliga intressekonflikten frågan om skyddet för bolagets borgenärer kontra skyddet för bolagets investerare. En uttrycklig ansvarsregel medför att investerarskyddet därigenom blir tillgodosett. Eftersom det inte kommer att införas några begränsningar i kretsen ansvarsberättigade är farhågorna att bolagen härfter kan drabbas av ett stort antal stämningar. Utredningens uppfattning, vilket överensstämmer med vår, är att en sådan oro alltid har visat sig vara obefogad i andra sammanhang när en ny lagstiftning införs.¹²² Det faktum att de allmänna kraven för skadestånd måste uppfyllas, att det införs en preskriptionstid på två år samt att jämningsmöjligheter vid oskäligt betungande skadestånds krav införs, gör att farhågorna, avseende den obegränsade kretsen ersättningsberättigade och den höga mängd av krav som eventuellt föranleds härav, kommer mot bakgrund av det nämnda, enligt vår uppfattning, inte att realiseras. Skadeståndsanspråk torde endast riktas i det fall det verkligen är befogat; med detta menar vi att det är endast när bolagen gjort grova övertramp som ett ansvar i realiteten aktualiseras.¹²³

Beträffande andra medverkande personers ansvar kommer ansvaret att förändras i den meningen att ett uttryckligt ansvar lagstadgas. Ett sådant ansvar uppfattas som kontroversiellt, då det enligt svensk rätt endast undantagsvis har kunnat göras gällande ansvar för ren förmögenhetsskada vid utomobligatoriska förhållanden. Kritiken från dessa

¹²² Se SOU 2005:18, s. 120.

¹²³ Den komparativa jämförelsen talar också för en sådan utveckling. Notera att avsikten med förslaget är att uppnå en harmonisering med den internationella marknaden i praxis.

inblandade har varit lik den kritik som framförts mot införandet av ett ansvar för bolag. Enligt kritikerna är en sådan utveckling framförallt negativt för värdepappersinstituten. Eftersom ansvaret utvidgas kommer kostnaderna för instituten att öka varvid emittenter undviker den svenska marknaden för kapitalanskaffning. Vi anser att samma argument kan användas för ett uttryckligt ansvar; så länge det råder osäkerhet, eller det inte går att utkräva ansvar av medverkande parter för fel eller brister i ett prospekt, kommer emissionskostnaden också vara högre i Sverige jämfört med länder där så inte fallet. En annan farhåga är en oro för fler skadeståndprocesser. Denna farhåga är omotiverad dels på grundval av samma argument som hänförts ovan i fråga om bolagets ansvar, dels av det faktum att rättsläget de facto inte kommer att förändras. Rättsläget avseende medverkande personers ansvar kommer att vara oförändrad, med den skillnaden att ansvaret uttryckligen lagstadgas. Dessa personer har tidigare, under förutsättning att de allmänna skadeståndsrättsliga kraven varit uppfyllda, kunnat göras ansvariga gentemot tredjeman.¹²⁴ Förutsättningarna för att ett ansvar skall kunna utkrävas enligt lagförslaget skiljer sig således inte nämnvärt från de förutsättningar som tillämpats i praxis.

9.3 Analys i förhållande till utländsk rätt

Avsikten med detta avsnitt är att utifrån den analys som gjorts och de slutsatser som dragits avseende de föreslagna förändringarna i den svenska rätten kunna jämföra med den utländska rätten för att kunna avgöra huruvida de förutspådda konsekvenserna och kritiken kommer att infrias eller ej.

Vad gäller det faktum att ansvaret skall utvidgas till att omfatta även emittentbolaget har detta i huvudsak mottagits positivt av marknaden. Detta går helt i linje med den internationella utvecklingen. Den kritik som framfördes rörde främst det faktum att bolagets skadeståndsansvar ej begränsats till det fria egna kapitalet, utan det uppstår konkurrens mellan borgenärsskyddet och investerarskyddet.

I viss mån kan kritiken vara förståelig men vid en jämförelse med utländsk rätt finner vi att problemet ej skall överdramatiseras. Även om man både i USA och i Storbritannien såväl som i Tyskland har en lagstiftning där emittentbolaget uttryckligen kan ställas skadeståndsansvarigt i förhållande till de aktieägare som lidit skada, hålls bolaget, i praktiken, ytterst sällan

¹²⁴ Se NJA 1987 s 692, 1996 s. 3 och 2001 s. 878.

ansvarigt. I Storbritannien har man genom praxis begränsat möjligheten avsevärt till att kunna kräva bolaget med hänvisning till att bolaget inte kan ha en egen vilja och därmed ej drabbas av skadeståndsansvar. I Tyskland har man en litet mer nyanserad bild på bolagets skadeståndsansvar. Skälen till att bolagen ofta inte kan ställas ansvariga är att borgenärsintresset har givits företräde framför investerarskyddet i praxis. Denna ordning gäller på primärmarknaden. På sekundärmarknaden har tvärtom investerarskyddet givits visst företräde framför borgenärens. Likadant i USA är det ytterst ovanligt att bolaget hålls ansvarigt trots att det finns uttryckliga lagregler som medger detta. Även om bolaget har ett strikt ansvar infaller detta endast i praktiken vid de tillfällen man ej kunnat påvisa oaktsamhet eller uppsåt hos organledamöterna eller andra ansvarighetssubjekt. Således är bolagets ansvar i USA sekundärt men strikt.

Vad gäller värdepappersinstitutens ansvar har stark kritik framförts mot ett utvidgat ansvar. I detta framförs argument som innebär att kostnaderna skulle bli mycket högre för kapitalanskaffningen vilket skulle verka hämmande för den svenska värdepappersmarknaden i stort. Efter vad som diskuterats ovan kan det faktum att ansvaret införts i lag från att ha varit reglerat genom praxis innebära viss utvidgning i det att en lagregel skapar högre rättsäkerhet och minskar osäkerheten bland investerarna. I övrigt kan den kraftfulla kritiken i mångt och mycket anses vara överdriven.

Något som dock talar för att kritiken i viss mån är befogad är det faktum att värdepappersinstitutens ansvar i Storbritannien, Tyskland och USA är relativt omfattande. I samtliga länder åläggs instituten ett ansvar enligt lag. I Storbritannien resonerar man som så att värdepappersinstitutet måste skriva under prospektet och därmed ansvara för alla delar i prospektet. De kan således ej begränsa sitt ansvar till att omfatta endast de uppgifter de själva bidragit med utan kan ställas ansvariga oavsett vilken del av prospektet som felet eller bristen kan härledas till. I Tyskland är huvudregeln att endast de som undertecknat prospektet kan hållas ansvariga. I praxis har man dock utvidgat just värdepappersinstitutets ansvar till att gälla oavsett huruvida de undertecknat prospektet eller ej. Även i USA har värdepappersinstitutets ansvar utvidgats genom praxis till att bli hårdare än för andra deltagande. Detta genom att institut hållits ansvarigt för uppgifter lämnade av revisorn mot den grund att de ej tillräckligt noga undersökt de uppgifter som revisorn bidragit med innan dessa offentliggjordes.

Vad gäller det faktum att utredningen vill begränsa kretsen ersättningsberättigade genom en tvåårig preskriptionstid samt jämningsmöjligheter har framkommit svidande kritik mot att detta inte är tillräckligt för att på ett effektivt sätt kunna avgränsa kretsen av ersättningsberättigade. Förslag har framkommit på att endast de som handlar värdepapper på primärmarknaden skall kunna omfattas såsom ersättningsberättigade. Detta för att ersättningskrav ej skall kunna få alltför långtgående ekonomiska effekter för bolaget och dess verksamhet, med konkurs som en sista utväg.

Häri kan jämförelse göras med hur man sökt lösa denna typ av problematik i Storbritannien, Tyskland och USA. Huvudregeln i Storbritannien, såväl som i USA, är att även personer som handlat det aktuella finansiella instrumentet på andrahandsmarknaden kan ha rätt till skadestånd. Istället för att generellt godta att investerare på andrahandsmarknaden kan kräva skadestånd har man i Tyskland valt att ge alla som köper aktuellt värdepapper inom sex månader från primäremissionen rätt att kräva ersättning för skada. Detta kan vi tycka vara en rimlig kompromiss för att på ett bra sätt kunna begränsa kretsen ersättningsberättigade. Tilläggas kan göras att ingen av de jämförda rättsordningarna ställer krav på att de personer som kräver skadestånd behöver visa att de hyst tillit till de felaktiga uppgifterna, vilket är ett krav enligt svensk praxis¹²⁵, den allmänna skadeståndsrätten och de nya ansvarsreglerna, varpå svensk rätt helt klart kan anses ligga i linje med den vedertagna internationella uppfattningen, eller till och med kan uppfattas som emittentvänlig i förhållande till utländsk rättsordning.

Vad gäller möjligheten, eller snarare frånvaron från möjligheten, för eventuella ansvarssubjekt att kunna använda ansvarsbegränsningar och friskrivningar har kritik framkommit med argumentation främst kring det faktum att Sverige är utsatt av en kraftig regelkonkurrens från utlandet. Effekterna skulle då bli att ett bolag av denna anledning skulle välja att emittera sina värdepapper i ett annat land där möjligheten till att friskriva sig från ansvar var större än i Sverige.

Vad vi har att anföra i denna fråga är att kritiken är fullständig nonsens. Detta kan vi hävda mot den bakgrund att ingen av de tre undersökta ländernas regelverk tillåter någon typ av ansvarsbegränsningar eller friskrivningar, och så vitt vi vet är det heller inget annat land av

¹²⁵ Jfr. NJA 1987 s. 692, NJA 1996 s. 3 samt NJA 2001 s. 878.

betydelse som tillämpar några sådana regler. Att någon typ av regelkonkurrens skulle uppstå är således ej ett hållbart argument. Tilläggas kan att förslaget som det ser ut ej innebär någon förändring från vad som har ansetts vara gällande rätt tidigare där ansvarsbegränsningar ej har tillmätts någon direkt juridisk betydelse men kan ha inverkat vid en eventuell tillitsbedömning.

9.4 Slutsatser

I detta avsnitt skall vi genom att använda oss av ovan analyser och slutsatser försöka ge ett svar på den i uppsatsen centrala frågeställningen om utredningens förslag till nya prospektansvarsregler för emittenter och andra medverkande personer kommer att innebära en förändring i ansvaret för dessa vid ett införande, samt att genom detta söka uppfylla syftet med uppsatsen.

Den ena delen av utredningens förslag gick ut på att i lag införa ett uttryckligt ansvar för emittentbolaget för fel eller brister i ett prospekt. Förslaget har av skäl som ovan redogjorts för kritiserats. Kritiken har riktat sig mot att bolaget får ett utvidgat ansvar. Vi delar inte den uppfattningen; bolagets ansvar utvidgas inte, utan ett uttryckligt ansvar införs för samtliga aktörer som är delaktiga i ett prospekt. Ansvaret för fel eller brister i ett prospekt är oförändrat, skillnaden ligger i att det bringas klarhet om ansvariga subjekt. Att bolaget uttryckligen skall kunna göras skadeståndsansvarigt har uppfattats som uppseendeväckande, vilket vi ställer oss oförstående till. För det första är bolaget ansvarigt subjekt i andra situationer, som exempelvis kontraktuella förhållanden och genom institutet företagsbot. Att ett subjekt kan göras ansvarigt betyder inte att antalet skadeståndskrav utan grund per se utökas. I det fall det finns grund för anspråken är inte bolaget ensamt ansvarigt – bolaget är endast ansvarigt i förhållande till sin egen vårdslöshet.

För det andra kan konstateras att oavsett om bolagets ansvar fastställs genom lag visar studierna i de utländska rättsordningarna klart och tydligt att ansvar sällan utkrävs. Detta talar tydligt för att även om ansvaret finns lagstadgat kommer det ej ske några drastiska förändringar, utan domstolarna kommer att vara restriktiva i sin bedömning. Därav saknas det anledning för kritikerna att ifrågasätta en utveckling som inte överensstämmer med den internationella. Härtill förtjänas att än en gång poängtera det faktum att utredningens avsikt med lagförslaget är att harmonisera den svenska rätten med utländsk, varför svenska

domstolar i sin bedömning skall lägga stor vikt vid hur domstolarna i andra länder valt att lösa liknande problematik. Mot bakgrund av ovan sagda ser vi att införandet av lagstadgat ansvar för bolaget fyller den osäkerhet som skapats och byggts upp alltsedan 1935 års fall.

Den andra delen av utredningens förslag gick ut på att utöka ansvaret vid upprättandet av ett prospekt för andra medverkande personer. I det här avseendet har förslaget väckt kritik i synnerhet beträffande värdepappersinstitutens medverkan. Anledningen till kritiken har att göra med den centrala roll värdepappersinstitutet har vid upprättandet och utgivningen av prospekt. Vår uppfattning är lik den nyssnämnda avseende bolagets ansvar. Skillnaden ligger i att ett uttryckligt ansvar införs. Möjligheten att utkräva medverkande personer skadeståndsansvar har tidigare, trots det oklara rättsläget, trots allt funnits. Därför torde inte rättsläget förändras i den grad som kritikerna befarar. Det oklara rättsläget klarnar, vilket möjligtvis innebär att inblandade parter tar ett större ansvar i sin informationsgivning än vad som tidigare varit fallet.

Vid en jämförelse med utländsk rätt måste vi dock backa något av de steg vi tagit framåt då vi pläderat för att ett lagstadgat ansvar för bl. a. värdepappersinstitut ej kommer att innebära några nämnvärda förändringar i ansvarshänseende. Den utvecklingen som går att skönja i de jämförda länderna är att värdepappersinstitutens ansvar har utvidgats genom praxis i förhållande till rådande lagstiftning. I detta ligger framförallt att värdepappersinstitutet anses ha ett övergripande ansvar för samtliga uppgifter som lämnas genom ett prospekt. Detta har inneburit att de ej endast står ansvariga för egen information utan även sådan information som tillhandahålls från andra experter som annars hade kunnat ställas ansvariga.

För Sveriges del är osäkert att bedöma huruvida utvecklingen kommer att ligga i linje med rättsläget i de jämförda länderna eller om den kommer att se annorlunda ut. Det som talar för en sådan utveckling är för det första värdepappersinstitutets centrala roll i upprättandet av prospekt, vilket i många avseenden liknar bolagets roll i en sådan process. För det andra är risken stor att ett bolag som krävs många gånger kommer att stå i randen till konkurs, vilket därför kommer att göra det attraktivt att kräva värdepappersinstitutet först många gånger. Det faktum att det i teorin funnits en möjlighet att kräva värdepappersinstitutet idag talar dock mot en utveckling med ökade skadeståndsanspråk mot värdepappersinstitutet.

Avslutningsvis skall något kort nämnas om konsulter och andra medverkande experter. Vår slutsats är att ansvaret för dessa inte kommer att förändras betydande. Att det uttryckligen införs en ansvarsbestämmelse skapar möjligtvis incitament att även kräva dessa personer på skadestånd vid fel eller brister i ett prospekt. Mot detta talar det faktum att kraven för att kunna kräva ansvar vid den här typen av situationer är desamma. Att kräva ansvar av anlidade konsulter och andra medverkande experter kräver fortfarande att de sedvanliga skadeståndsrättsliga kraven uppfylls.

10 Källförteckning

10.1 Litteratur

af Sandeberg Catarina, *Prospektansvaret; caveat emptor eller caveat venditor*, Iustus Förlag, Stockholm 2001.

Bengtsson Bertil, *Skadeståndslagen; en kommentar*, Norstedts Juridik, Stockholm 2006.

Bogdan Michael, *Komparativ rättskunskap*, Norstedts Juridik, Stockholm 2003.

Dotevall Rolf, *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, Norstedts Juridik, Stockholm 2006.

Hultmark Christina, *Kontraktsbrott vid köp av aktier; särskilt om fel*, Juristförlaget, Stockholm 1992.

Kleineman Jan, *Ren Förmögenhetsskada; särskilt vi vilseledande av annan än kontraktspart*, Juristförlaget, Stockholm 1987.

Kleineman Jan, *Rådgivares informationsansvar, Festskrift till Jan Ramberg, Redaktör Ulf Bernitz*, Stockholm 1996.

10.2 Tidskrifter

Deuschl Carl-Johan, JT 1999/00, s. 283 ff.

10.3 Offentligt tryck

Prop. 1991/92:113

Prop. 2004/05:158

SOU 2005:18, *Prospektansvar*

SOU 2001:1

SOU 1971:9

Direktiv 93/22/EEG

Direktiv 2003/71/EG

10.4 Remissyttranden till SOU 2005:18

Aktiespararna

Bankföreningen

Finansinspektionen

Fondhandlareföreningen

Juridiska fakulteten vid Lunds universitet

10.5 Rättsfall

10.5.1 Svenska

RH 1995:57

NJA 2001 s. 878

NJA 1996 s. 3

NJA 1987 s. 692

NJA 1935 s. 270

10.5.2 Utländska

Central Bank of Denver V First Interstate Bank of Denver

Ernst & Ernst V Hochfelder

Bily V Arthur Young & Co

John Nuveen & Co. V Sanders

BGH 1.07.1998

Hedley Byrne & Co. Ltd. V Heller & Partners Ltd ([1964] AC 465)

Caparo v. Dickman ([1990] 2 AC 605)

Royal Bank of Scotland plc v. Bannerman Johnstone Maclay ([2003] PNLR 6)

Possfund Custodian Trustee Ltd v Diamond ([1996] 2 All ER 774)

10.6 Självregering

Näringslivets Börskommittés rekommendation rörande prospekt (1999)

Finansinspektionen, Prospekt – en vägledning