



**EKONOMI
HÖGSKOLAN**
Lunds universitet

10 januari 2003

Företagsekonomiska institutionen

FEK 581 Kandidatseminarium

Tema Finansiering

Ht 2002

Handledare: Tore Eriksson

Aktiebolagens prospekt under utveckling

– *En studie av prospektens och prospektreglernas utveckling,
med särskild vikt på frågan om ansvar för fel och brister.*

Jonas Larsson, 781014-3979

Kristofer Magnusson, 780421-3937

Innehållsförteckning

<i>Innehållsförteckning</i>	2
1 Inledning	4
1.1 Bakgrund	4
1.2 Problemställningar	6
1.3 Syfte	7
1.4 Avgränsningar	7
1.5 Målgrupp	7
1.6 Disposition	7
2 Metod	8
2.1 Allmänt om vald metod	8
2.2 Litteraturstudier och källanalys	8
2.3 Fallstudie	9
2.4 Analys och resultatvision	10
3 Allmänt om prospekt	12
3.1 Allmänt om skyldigheten att upprätta prospekt och reglernas syfte	12
3.2 Regelsystemet	13
3.3 Situationer då prospekt skall upprättas	22
3.4 Prospektets informationsinnehåll	26
3.5 Involverade aktörer och praktiskt tillvägagångssätt	39
4 Ansvar för fel och brister i prospekt	42
4.1 Allmänt om problematiken	42
4.2 Gällande regler och principer om ansvar för fel och brister i prospekt	43
4.3 Diskussion och lagförslag	49
5 Prospekt i praktiken	55
5.1 Presentation och motivering av undersökningsobjekten	55

5.2	Prospektens innehåll	58
5.3	Ansvarsfriskrivningar och riskfaktorer.....	67
5.4	Identifierade utvecklingstendenser med avseende på innehåll.....	72
5.5	Identifierade utvecklingstendenser med avseende på ansvarsfriskrivningar och riskfaktorer	73
6	<i>Avslutning och konklusioner</i>	75
6.1	Återknytning till uppsatsen syfte	75
6.2	Kopplingar mellan regelsystemets utveckling och prospektens utveckling i praktiken.....	76
6.3	Kopplingar mellan ansvarsprincipernas utveckling och prospektens utveckling i praktiken.....	77
6.4	Slutord.....	78
	<i>Käll- och litteraturförteckning</i>	79
	Offentligt tryck	79
	Rättsfall	79
	Litteratur.....	79
	Tidskriftsartiklar.....	80
	Affärspress	80
	Prospekt.....	80
	Rekommendationer m.m.	81
	Övrigt.....	81

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Alltsedan mars månad år 2000 har aktiemarknadens aktörer verkat i ett bistert klimat. Ett osäkert världspolitiskt läge, redovisningsskandaler, tvångsförsäljningar inom livbolagen och en fallande makroekonomisk utveckling är några av de orsaker som nämns då de senaste årens börsnedgång ska förklaras. De rådande förutsättningarna har fått till följd att riskkapitalet till synes blivit svårare att nå, samtidigt som marknaden hamnat i en förtroendekris.

I kölvattnet av utvecklingen på börsen har framförallt aktiemäklares ansvar för bristfällig rådgivning blivit föremål för diskussion. Även bolagens informationsskyldighet, grundad på associationsrättslig lagstiftning och gällande börsregler, har emellertid uppmärksammats. En väsentlig del av denna informationsskyldighet utgörs av skyldigheten att i vissa situationer upprätta s.k. prospekt med information till aktiemarknaden. Omfångsrika prospekt med omfattande informationsinnehåll upprättas i samband med börsintroduktioner, emissioner och offentliga erbjudanden.

Börsutvecklingen sätter fokus på frågan om prospektens vederhäftighet och tillförlitlighet. Vid en börsintroduktion grundar investerare sina investeringsbeslut på den information som tillhandahålls i prospektet. På motsvarande sätt är prospektet relevant då befintliga och presumtiva aktieägare avgör huruvida man skall teckna aktier i en erbjuden nyemission eller acceptera ett offentligt erbjudande i en strukturtransaktion. Det är härvid av vikt att prospektet innehåller fullständig och korrekt information. Om prospektet är vilseledande kan investerare genomföra affärer som man inte skulle genomfört om man varit fullständigt informerade, i vart fall inte på samma villkor. I synnerhet risken för att aktietecknare och aktieköpare betalar ett överpris för aktierna är härvid aktuell.

I de fall investerare i efterhand finner att man gjort en ofördelaktig affär och tillika finner att informationen i det prospekt som utgjorde underlag för investeringsbeslutet var missvisande, uppkommer frågan om investeraren kan göra gällande någon form av anspråk mot det eller de börsbolag, vilka står som huvudaktörer, samt övriga till prospektet medverkande parter, t.ex. investmentbanker, som varit involverade i prospektets framtagande.

Ett exempel på ett fall som för tankarna till sådana ansvarsfrågor utgör Telias börsintroduktion i juni 2000. Aktien har sedan introduktionen fallit kraftigt. Redan efter ett par månader stod det klart att den före introduktionen gjorda värderingen inte motsvarat verkligheten, vilket fått till följd att inblandade parter fått utstå hård kritik. Bl.a. har man i affärspressen kritiserat det faktum att prospektet saknat varning om att en s.k. UMTS-licens kunde utebli.¹

Ett annat exempel är de s.k. asbeststrättegångarna i USA, vilka diskuterades flitigt i affärspressen under hösten.² Alfa Laval, vars aktiekurs sjönk kraftigt vid tillkännagivandet av pågående asbestprocesser i USA, inkluderade inte uppgifter om asbeststrättegångarna i det prospekt som upprättades inför börsintroduktionen våren 2002. Detta har föranlett kritik från aktieägare som krävt en förklaring från de agerande investmentbankerna, i synnerhet Enskilda Securities. Affärspressen har diskuterat möjligheten av skadeståndskrav mot ledning och utsäljande aktieägare.³

De regler om s.k. grupptalan (class action) som trätt i kraft vid årsskiftet har föranlett ytterligare spekulationer i affärspressen om skadeståndsprocesser grundade på fel i prospekt.⁴ Den nya processlagstiftningen innebär att flera individers skadeståndsanspråk kan drivas i en gemensam talan. Man kan därmed driva fall i vilka den ekonomiska skadan för varje individ är begränsad, men den totala ekonomiska skadan är betydande eftersom ett stort antal människor är berörda. Spekulationerna i affärspressen rör just skadeståndsanspråk från en grupp aktieägare för fel i prospekt. En felaktig uppgift i ett prospekt kan ha drabbat tusentals aktieägare, som var och en för sig inte har realistiska möjligheter att driva talan, men vars kumulerade anspråk kan ge upphov till processer om stora belopp.

¹ Se t.ex. Nachemson-Ekwall, Sophie, "Ingen varning i statens Teliaprospekt om UMTS-fiasko", publicerad på Affärsvärldens hemsida den 18 december 2000 (www.affarsvarlden.se).

² Se t.ex. "Alfa Laval dras in i asbesthärvan", publicerad på Affärsvärldens hemsida den 31 oktober 2002 (www.affarsvarlden.se).

³ Se t.ex. Amcoff, Erik, "Alfa Lavals ledning hotas av stämning", publicerad på Affärsvärldens hemsida den 12 november 2002 (www.affarsvarlden.se).

⁴ Se t.ex. Ericson, Bengt, "JURIDIK: Varning för masstämmingar", publicerad på Veckans Affärers hemsida den 23 september 2002 (www.va.se).

1.2 Problemställningar

Framställningen i föregående delavsnitt visar att frågor relaterade till prospekt, prospektinnehåll och prospektansvar är av stort intresse. Inte minst den centrala frågan om prospektens tillförlitlighet och ansvaret för informationens vederhäftighet är synnerligen betydelsefulla från aktieägar- och investerarperspektiv

Det är således av vikt att de grundläggande frågorna om prospekt uppmärksammas och diskuteras. Intresset riktas härvid av naturliga skäl mot frågan hur skyldigheten att upprätta prospekt är utformad. Vilka bolag är skyldiga att upprätta prospekt? I vilka situationer måste prospekt upprättas? Vilken information skall prospekten innehålla? Av intresse, för att förstå reglernas utformning och tillämpning, är även de ändamålsöverväganden som ligger bakom reglerna om prospektskyldighet.

En central problemställning vid en studie av prospekt och prospektregleringen rör utformningen av ansvaret för fel och brister i prospekt. Denna problemställning innefattar i sin tur ett antal delfrågor. I vilken utsträckning föreligger ett rättsligt, och inte endast affärsetiskt, ansvar för information lämnad i prospekt? Vilka påföljder och rättsmedel aktualiseras vid fel eller brist i ett prospekt – skadeståndsanspråk, disciplinpåföljder från börserna, och måhända t.o.m. brottspåföljder? Vilka aktörer kan göras ansvariga?

Reglerna om prospekt har förändrats genom åren. En jämförelse mellan å ena sidan prospekt av idag och å andra sidan prospekt upprättade för 10-20 år sedan torde indikera åtskilliga skillnader. Utvecklingen av prospektreglerna pågår fortfarande, inte minst inom ramen för EU-samarbetet. Vidare är principerna för ansvar vid fel eller brist i prospekt föremål för diskussion och utvecklingen går mot ett strängare ansvar för prospektinnehållet. Utvecklingen av prospektreglerna, och i synnerhet dess samband med utvecklingen av ansvarsprinciperna, bör vara av centralt intresse vid undersökning av prospekt och prospektreglering.

För full förståelse av problematiken kring prospekt är det enligt vår mening viktigt att ett praktiskt och empiriskt perspektiv anläggs. Vilken utformning och vilket informationsinnehåll har prospekten i praktiken? I vilken utsträckning har prospektens utformning och innehåll förändrats som en följd av utvecklingen av prospektreglerna och ansvarsprinciperna?

1.3 Syfte

Förevarande uppsats har tre delsyften, mellan vilka finns ett inbördes samband. Uppsatsen har för det första till syfte att bena upp och beskriva svenska aktiebolags skyldighet att i vissa situationer upprätta prospekt. Uppsatsen syftar för det andra till att utreda utvecklingen av prospekten över det senaste kvartsseket. Slutligen har uppsatsen till syfte att diskutera förekomsten av samband och kopplingar mellan å ena sidan utvecklingen av regler och ansvarsprinciper och å andra sidan utvecklingen av prospekten i praktiken.

1.4 Avgränsningar

För att möjliggöra en genomgripande och detaljerad analys utifrån föreliggande material har vi ansett det nödvändigt att fokusera på den svenska marknaden. Ämnets internationella anknytningar, inte minst regelsystemets EG-rättsliga bakgrund, medför dock att vissa internationella utblickar blir nödvändiga.

För att begränsa uppsatsens omfång, snäva in problemkomplexet och få ett mera homogent underlag för vår fallstudie (se avsnitt 2.3) har vi valt att fokusera på prospekt som upprättas i samband med börsintroduktioner. Andra prospekttyper, t.ex. erbjudandeprospekt som upprättas i samband med företagsförvärv, erhåller en mera översiktlig behandling.

1.5 Målgrupp

Förevarande uppsats riktar sig primärt till företagsekonomistuderande på C-nivå, men dess innehåll bör vara av intresse även för andra ekonomistuderande, oavsett studienivå och studieinriktning. Även andra personer med intresse för finansierings- och börsrelaterade frågor torde ha utbyte av uppsatsen.

1.6 Disposition

I nästföljande avsnitt beskrivs den metod som använts vid arbetet med förevarande uppsats. Uppsatsens struktur har i övrigt utformats utifrån grundtanken att förståelse för det regelkomplex som finns såvitt gäller prospekt och prospektansvar är nödvändig för att läsaren skall kunna tillgodogöra sig de praktiska och empiriska aspekterna av problemställningarna. I enlighet härmed görs i avsnitt 3 en grundlig genomgång av det gällande regelkomplexet och dess utveckling. Härpå följer i avsnitt 4 en genomgång av de gällande principerna för ansvar

vid fel eller brist i prospekt, inkluderande en redogörelse för föreliggande ändringsförslag. Avsnitt 5 innehåller en praktisk utblick, där en genomförd studie av ett antal prospekt presenteras och identifierade utvecklingstendenser diskuteras. I avsnitt 6 återfinns slutligen författarnas konklusioner och avslutande synpunkter.

2 Metod

2.1 Allmänt om vald metod

För att uppnå det syfte som uppställts i avsnitt 1.3 har vi valt en forskningsmetodik av kvalitativ karaktär. Metoden kännetecknas bl.a. av att undersökningen går på djupet snarare än på bredden, att särskild fokus på sätts på sammanhang och strukturer samt att ”förståelse”, snarare än ”förklaring”, eftersträvas. Den kvalitativa ansatsen innebär även utrymme för flexibilitet, vilket gjort det möjligt för oss att göra förändringar i upplägget under arbetets gång. En sådan metodik är bäst anpassad till uppsatsens syfte och de aktuella problemställningarna, samtidigt som den är lämplig med beaktande av tid, utrymme och tillgängliga resurser.

Uppsatsen kännetecknas genomgående av vad som skulle kunna betecknas som ett ”utvecklingsperspektiv” – ett perspektiv som är såväl historiskt som framåtblickande. De nu gällande förhållandena jämförs med motsvarande förhållanden under den senaste tjugofemårsperioden. Vidare diskuteras den tänkbara utvecklingen i framtiden. Detta perspektiv intas beträffande vart och ett av uppsatsens i avsnitt 1.3 angivna delsyften, även den grundläggande undersökningen av bolagens skyldighet att upprätta prospekt. Denna undersökning inriktas således inte bara på de nu gällande reglerna, utan även på tidigare regler och tänkbara förändringar i reglerna.

2.2 Litteraturstudier och källanalys

Uppsatsen baseras primärt på litteraturstudier av ämnesrelevanta källor. En sådan metod är motiverad utifrån ämnets komplexitet och avhängighet av gällande regler och normer. Endast genom studier av regelkällorna och deras uttolkning i litteraturen kan grundlig förståelse för det komplicerade regelsystemets struktur och innehåll uppnås.

Den litteratur som kommer ifråga är av mångfacetterat slag. Det handlar till att börja med om verk och monografier vilka behandlar frågan om prospekt och informationsgivning. I det granskade källmaterialet ingår vidare gällande regler och rekommendationer om prospekt, vilket innefattar EG-rättsliga direktiv, svenska författningar, Finansinspektionens föreskrifter samt börsens och aktiemarknadens självreglering (noteringsavtalet, NBK:s rekommendationer och Aktiemarknadsnämndens praxis). Även de föreliggande statliga utredningarna och förslagen granskas. Slutligen används i viss mån artiklar från affärspresen.

Underlaget för litteraturstudier och källanalys kommer således att innehålla källor av såväl normativ som kognitiv karaktär. Enligt vår uppfattning är en kombination härav nödvändig för att på ett tillfredsställande sätt ta sig an de problemställningar och syften som uppsatsen behandlar. Vi är intresserade inte bara av nu, tidigare och i framtiden rådande förhållanden (kognitivt) utan även av avsikter, krav och riktlinjer (normativt).

Till den del källunderlaget utgörs av rättsregler tillämpas en traditionell juridisk metod av rättsvetenskaplig/rättsdogmatisk karaktär. Förefintliga rättskällor studeras och struktureras för att erhålla ett erforderligt underlag för ställningstaganden i fråga om gällande rätts innehåll. Det bör emellertid framhållas att uppsatsen är en uppsats i företagsekonomi, inte en uppsats i juridik. Med anledning härav har vi i vissa delar valt att presentera och diskutera rättsfrågor mera översiktlig och mindre djupgående än vad vi skulle ha gjort om uppsatsen varit av utpräglat rättsvetenskaplig karaktär.

2.3 Fallstudie

Utöver litteraturstudier kommer en form av fallstudie att genomföras. Fallstudien bygger på granskning av sju prospekt upprättade av svenska bolag i samband med börsintroduktioner (och i vissa fall emissioner) genomförda under det senaste halvseket. Tanken är att fallstudierna skall göra det möjligt för oss att göra jämförelser, identifiera utvecklingstendenser och överhuvudtaget få en bättre förståelse för den praktiska utformningen av prospekt. Genom att studera och analysera prospekt hämtade från verkligheten kan vi iaktta prospektreglernas och ansvarsprincipernas praktiska genomslag och påverkan.

I linje med det utvecklingsperspektiv som presenterats i avsnitt 2.1 kommer fallstudien att omfatta prospekt som sträcker sig över en längre tidsperiod. Det äldsta prospektet i studien offentliggjordes i samband med en emission år 1976, medan det prospekt i studien som är av senast datum offentliggjordes i samband med en börsintroduktion under år 2002. Vårt urval av prospekt ger oss möjlighet att jämföra prospekt från olika tidsperioder och dra slutsatser i fråga om utveckling och förändringar av prospektens utformning, struktur och innehåll.

Den närmare utformningen av fallstudien behandlas närmare i avsnitt 5. Det kan dock redan här konstateras att fallstudien är utpräglad kvalitativ. Prospekten studeras och jämförs, varvid hänsyn tas dels till prospektens allmänna prägel (omfattning, struktur, m.m.), dels till prospektens innehåll. Särskild fokus läggs på prospektens hantering och återgivning av risker, varvid förekomsten av ansvarsfriskrivningar och förbehåll blir av särskilt intresse.

Några statistiska modeller eller liknande kommer ej att användas. Anledningen härtill är svårigheten att, mot bakgrund av vårt syfte, identifiera faktorer som är syftesrelevanta samtidigt som de är lämpade för kvantitativ statistisk analys. Man kan visserligen tänka sig en kvantitativ studie av ett stort antal prospekt inriktad på faktorer såsom antal sidor, omfång av framtidsinriktad information, frekvensen av ansvarsfriskrivningar etc. Vi har emellertid gjort bedömning att en sådan studie inte på ett fullgott sätt skulle fånga de tendenser och samband uppsatsen syftar till att diskutera.

Vi inser att fallstudiens begränsning till ett fåtal undersökningsenheter gör generaliseringar tveksamma. Denna begränsning har emellertid varit nödvändig mot bakgrund av den tid som stått till vårt förfogande. Sammantaget med de litteraturstudier som genomförts (avsnitt 2.2) ger fallstudierna trots det begränsade antalet undersökningsobjekt ett gott underlag för kvalitativ analys utmynnande i förståelse för samband och utvecklingstendenser.

2.4 Analys och resultatvision

De litteraturstudier som behandlats i avsnitt 2.2 och de fallstudier som genomförts i enlighet med avsnitt 2.3, ligger till grund för beskrivning, analys och slutsatser.

Den valda metoden har gjort det möjligt för oss att få förståelse för, samt bena upp och beskriva, svenska aktiebolags skyldighet att i vissa situationer upprätta prospekt. Detta

inkluderar frågorna om i vilka situationer prospekt skall upprättas och vilken information prospekten skall innehålla. Uppsatsens första delsyfte är därmed uppnått.

Med stöd av fallstudierna kan vi, med reservation för osäkerhet i gjorda generaliseringar, identifiera tendenser och diskutera utvecklingen av prospekten under det senaste kvartsseket. Även uppsatsens andra delsyfte kan därmed uppnås.

Litteraturstudierna och fallstudierna har också möjliggjort diskussion av samband och kopplingar mellan regelsystemets utveckling och prospektens praktiska utvecklingen. I denna del är det svårare att utifrån den valda metoden nå några säkra slutsatser. Undersökningen ger dock vissa indikationer och möjliggör identifiering av vissa plausibla samband. Även uppsatsens tredje delsyfte kan således uppnås genom den valda metoden.

3 Allmänt om prospekt

3.1 Allmänt om skyldigheten att upprätta prospekt och reglernas syfte

Skyldigheten att upprätta prospekt aktualiseras vid börsintroduktioner, emissioner av aktier och andra fondpapper samt i olika fall av köp- eller försäljningserbjudanden riktade till kapitalmarknaden. Prospektet kan sägas vara ett slags försäljningsdokument – ett viktigt instrument för att tillhandahålla kapitalmarknaden information i de nyss diskuterade situationerna.⁵

Det huvudsakliga syftet med de gällande reglerna om prospekt är att tillgodose behovet av information på aktiemarknaden.⁶ Prospektreglerna kan således sägas vara uttryck för vad som kan benämnas informationsdoktrinen – tanken att investerarskydd bör åstadkommas genom krav på informationsgivning.⁷ Om varje bolag som vänder sig till allmänheten med ett erbjudande om aktieteckning eller aktieförvärv samtidigt åläggs en långtgående skyldighet att offentliggöra information, av betydelse för bedömningen av bolagets ställning i ekonomiskt hänseende, möjliggör detta för placerare att fatta väl underbyggda placeringsbeslut.⁸ Detta är i korthet tanken bakom informationsdoktrinen.

De associations- och börsrättsliga reglerna skall skapa de rättsliga ramarna för marknadens effektivitet, genomlysning och likviditet.⁹ För att priset på värdepapper skall bli ”rätt” måste all relevant information om bolagets tillgångar och ekonomiska ställning vara känd för aktörerna på värdepappersmarknaden. Om informationen är felaktig eller bristfällig finns dels risk för att aktörer kan komma att åsamkas ekonomisk skada, dels risk för att investerarnas förtroende för marknaden minskar.¹⁰ Ytterst torde motivet för regler om informationsgivning därför vara att upprätthålla allmänhetens förtroende för aktiemarknaden.¹¹

⁵ Jfr af Sandeberg, s. 30.

⁶ Se SOU 1997:22, s. 222; SOU 2001:1, s. 259.

⁷ Termen ”informationsdoktrinen” är hämtad från Samuelsson.

⁸ Se Samuelsson, s. 20.

⁹ Se af Sandeberg, s. 29 f.

¹⁰ Se *ibid.*, s. 30.

¹¹ Jfr Samuelsson, s. 54; af Sandeberg, s. 29.

Den informationsdoktrin som ligger bakom bl.a. reglerna om prospekt har blivit ifrågasatt.¹² Frågan om prospektens funktion skall emellertid ej utredas ytterligare i denna uppsats. Som framgått i avsnitt 1 ligger fokus istället på utformningen av och innehållet i prospekten samt utvecklingen av prospekten i dessa avseenden.

3.2 Regelsystemet

3.2.1 Framväxt och utveckling av regelsystemet

Den aktiebolagslag som tillkom år 1944, och gällde fram till tillkomsten av dagens aktiebolagslag år 1975, innehöll överhuvudtaget inga regler om skyldighet för bolagen att upprätta prospekt i samband med emissioner eller liknande situationer. Lagen innehöll dock regler om offentliggörande av information, vars primära syfte var att bereda den aktietecknande allmänheten skydd.¹³ Innan ett beslut om ökning av aktiekapitalet fattades, d.v.s. i samband med emission av nya aktier, skulle viss information om bolagets ställning presenteras i ett förslag till ökningsbeslut.¹⁴ Detta kan möjligen ses som en första föregångare till de prospektregler som senare kom att vinna inträde i svensk rätt. Det var dock först på 1970-talet som regler om prospekt av egentligt slag diskuterades i utredningar, förekom i lagförslag och blev föremål för lagstiftning. Detta sammanhänger med att den i avsnitt 3.1 berörda informationsdoktrinen slog igenom i Sverige först vid denna tidpunkt.¹⁵

I den utredning som föregick tillkomsten av den nya aktiebolagslagen 1975 insåg man behovet av skyddsregler vid bildande av bolag samt vid kapitalökningar.¹⁶ Man var emellertid mer angelägna om att förenkla bolagens kapitalanskaffning än att skapa ett ökat investerarskydd.¹⁷ Den speciella Fondbörsutredningen, som avgav sitt betänkande 1971, gav emellertid frågan om prospekt en relativt ingående behandling. Utredningen konstaterade att emissionsprospekt eller liknande ofta utgavs i praktiken.¹⁸ Någon enhetlig praxis beträffande utformning och innehåll hade emellertid vid denna tidpunkt ännu inte utbildats.¹⁹ Utredningen fann det önskvärt att kravet på utgivande av emissionsprospekt lagfästes.²⁰ Den nya

¹² Jfr Samuelsson, s. 21.

¹³ Se *ibid.*, s. 49.

¹⁴ Se *ibid.*

¹⁵ Se *ibid.*, s. 81.

¹⁶ Till det följande, se även Bilaga 1.

¹⁷ Se *ibid.*, s. 50.

¹⁸ Se SOU 1971:9, s. 65 f.

¹⁹ Se *ibid.*, s. 69.

²⁰ Se *ibid.*, s. 79 f.

aktiebolagslag som antogs år 1975 kom mot denna bakgrund att innehålla vissa allmänt hållna regler om skyldighet att upprätta prospekt bl.a. vid emission av nya aktier. Även allmänna krav på prospektens innehåll uppställdes. Någon detaljreglering av informationsinnehållet fanns dock fortfarande inte.

De prospektregler som tillkom 1975 genom nya aktiebolagslagen var en del av den generella aktiebolagsregleringen och således inte exklusivt inriktade på börsbolag. De uppgifter som bolag lämnade Stockholms fondbörs (numera Stockholmsbörsen) i samband med inregistrering var inte offentliga och det fordrades inget åtagande från bolagen att publicera t.ex. introduktionsprospekt i syfte att möjliggöra för marknaden att företa en självständig prövning av bolaget ur placeringssynpunkt.²¹ Detta ändrades genom reformer år 1979, då ny lagstiftning om Stockholms fondbörs infördes.²² Bolag som ansökte om inregistrering ålades nu att offentliggöra ett introduktionsprospekt om börsstyrelsen begärde det.²³ Ett sådant prospekt skulle ges samma innehåll som ett prospekt enligt aktiebolagslagen, om börsstyrelsen inte bestämde annat.²⁴

Vid slutet på 1970-talet fanns således regler om prospekt dels i den allmänna aktiebolagslagstiftningen, dels indirekt genom börslagstiftningen. Fortfarande saknades dock detaljregler om utformningen av prospektet. År 1986 gav Näringslivets Börskommitté ut sin rekommendation ”Utformning av prospekt”. Denna rekommendation var inte bindande för bolagen, men fungerade vägledande vid prospektutformningen. Rekommendationen innebar i första hand en väsentlig utökning av kraven på prospektens innehåll, jämfört med reglerna i ABL.²⁵ Behovet av detaljregler uppnåddes således genom självreglering.

Under början av 1990-talet antogs ny lagstiftning på börs- och värdepappershandelsområdet, huvudsakligen som ett led i anpassningen av den svenska lagstiftningen till EG:s krav.²⁶ År 1991 tillkom sålunda lagen om handel med finansiella instrument (1991:980), vars regler om prospekt sedermera ändrades år 1992. År 1992 tillkom även lagen om börs- och clearingverksamhet (1992:543). Dessa båda lagar, som gäller än idag, innehåller

²¹ Se Samuelsson, s. 53.

²² Lagen (1979:749) om Stockholms Fondbörs; förordningen (1979:996) om Stockholms fondbörs.

²³ Se Samuelsson, s. 53. Jfr Kleineman, s. 315.

²⁴ Jfr Samuelsson, s. 123.

²⁵ Jfr *ibid.*, s. 118.

²⁶ Se SOU 1997:22, s. 222.

grundläggande regler om skyldighet att upprätta prospekt i samband med börsintroduktioner, emissioner och vissa erbjudanden.

Varken lagen om börs- och clearingverksamhet eller lagen om handel med finansiella instrument innehåller någon detaljreglering avseende prospektens informationsinnehåll. Detaljregler, baserade på EG-lagstiftningen, infördes istället genom föreskrifter antagna av Finansinspektionen (se FFFS 1995:21). Härigenom hade vi vid mitten av 1990-talet även i Sverige fått en detaljreglering av prospektens innehåll genom bindande föreskrifter.

3.2.2 Dagens regelkomplex

Regler om aktiemarknadsrelaterade prospekt står således idag att finna i flera olika källor, innefattande EG-rättsliga direktiv, svenska författningar samt börsens eget regelverk. Det gällande regelsystemet är tämligen komplext. Ett bolag kan, beroende på omständigheterna, behöva beakta flera olika regelverk samtidigt vid utformning av prospekt i samband med t.ex. introduktion av bolagets aktier på börsen eller genomförande av en emission riktad till allmänheten. Normalt upprättas emellertid endast en prospekthandling, vilket delvis beror på att de krav som uppställs i de olika regelverken sammanfaller.²⁷

EG-rättsliga direktiv

Ett omfattande EG-rättsligt ramverk inom områdena bolagsrätt och börsrätt har växt fram sedan 1968, då det första s.k. bolagsdirektivet antogs. Regler om prospekt återfanns fram till nyligen i huvudsakligen två olika direktiv, dels EG:s andra börsdirektiv,²⁸ dels det s.k. prospektdirektivet.²⁹ Prospektreglerna i det andra börsdirektivet har nyligen sammanförts med övriga börsdirektivs regler och samlats i ett nytt börsdirektiv.³⁰ Börsdirektivet behandlar prospektkrav i samband med börsnotering medan prospektdirektivet avser prospektkrav vid andra erbjudande riktade till allmänheten. Det EG-rättsliga systemet är dock under utveckling och det kan förväntas att samtliga prospektregler inom kort kommer att samlas i ett allomfattande nytt direktiv (se avsnitt 3.2.3).

²⁷ Se af Sandeberg, s. 70.

²⁸ Rådets direktiv 80/390/EG av den 17 mars 1980 om samordning av kraven på upprättande, granskning och spridning av prospekt som skall offentliggöras vid upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörs.

²⁹ Rådets direktiv 89/298/EG av den 17 april 1989 om samordning av kraven på upprättande, granskning och spridning av prospekt som skall offentliggöras när överlåtbara värdepapper erbjuds till allmänheten.

³⁰ Europaparlamentets och Rådets direktiv 2001/34/EG av den 28 maj 2001 om upptagande av värdepapper till officiell notering och om uppgifter som skall offentliggöras beträffande sådana värdepapper.

Det EG-rättsliga ramverket har implementerats i svensk rätt genom lagstiftning och myndighetsföreskrifter. Av motiven till lagen om börs- och clearingverksamhet framgår sålunda att prospektbestämmelserna i denna lag innebär en anpassning till bestämmelserna i EG:s börsdirektiv (80/390/EEG).³¹ Motiven till prospektreglerna i lagen om handel med finansiella instrument uttrycker på motsvarande sätt att prospektreglerna i denna lag innebär en anpassning till EG:s prospektdirektiv. Inom ramen för dessa ramlagar har Finansinspektion utformat sina föreskrifter med hänsynstagande till EG-direktivens krav.³²

Aktiebolagslagen

Aktiebolagslagen (1975:1385) (nedan "ABL"), den huvudlagstiftning som gäller för alla svenska aktiebolag, innehåller regler om skyldighet att upprätta s.k. emissionsprospekt i vissa situationer. Dessa regler gäller för alla publika aktiebolag, d.v.s. aktiebolag som äger rätt att vända sig till en vidare krets, exempelvis till allmänheten, för kapitalanskaffning.³³

Skyldighet att upprätta prospekt enligt aktiebolagslagen inträder när ett publikt aktiebolag, eller en aktieägare i ett sådant bolag, till en vidare krets riktar inbjudan att förvärva aktier eller teckningsrätter i bolaget, 4 kap 18 § ABL. En förutsättning för att skyldighet att upprätta prospekt skall föreligga är emellertid att summan av de belopp som kan komma att betalas uppgår till minst 300 000 kronor. Enligt 5 kap 16 § ABL gäller motsvarande regler vid erbjudanden avseende konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning. Prospekt som upprättas enligt ABL benämns i lagtexten *emissionsprospekt*.

I praktiken är således publika aktiebolag alltid skyldiga att upprätta prospekt enligt aktiebolagslagen vid större kontantemissioner och vid försäljning av ett stort antal aktier på en gång, s.k. blockutförsäljningar (vilka ofta utförs av en aktieägare snarare än bolaget självt).³⁴ Kravet att erbjudandet riktas till en vidare krets innebär emellertid att s.k. private placements, där erbjudandet är riktat till ett fåtal investerare, inte föranleder plikt att upprätta prospekt.

³¹ Se SOU 1997:22, s. 222.

³² Detta framgår direkt av FFFS 1995:21.

³³ Jfr 1 kap. 2 §, 1 kap. 4 § ABL.

³⁴ Jfr af Sandeberg, s. 74.

Lagen om börs- och clearingverksamhet

Lagen om börs- och clearingverksamhet (nedan ”LBC”) innehåller övergripande reglering för börser och auktoriserade marknadsplatser och den verksamhet dessa marknadsplatser bedriver. I 5 kap. LBC ges regler om inregistrering vid börs.

Enligt 5 kap 5 § LBC skall utgivaren av fondpapperen, d.v.s. det bolag som vill inregistrera sina aktier, till ansökan om inregistrering vid börs foga ett s.k. *börsprospekt* – en särskild redogörelse för bolagets förhållanden. Börsprospektet skall, enligt 5 kap 5 a § LBC godkännas av börserna.

Den nyss nämnda regleringen aktualiseras då ett bolag ansöker om notering på Stockholmsbörsens A-lista. Bolaget måste då upprätta ett börsprospekt enligt LBC:s regler, vilket sedan skall godkännas av Stockholmsbörsen och därefter offentliggöras. Däremot är reglerna inte tillämpliga vid notering på O-listan, eftersom det då inte handlar om ”inregistrering vid börs” i lagens mening.³⁵

LBC innehåller ett allmänt hållet krav avseende börsprospektets innehåll, men reglerar inte i detalj vilken information börsprospekten skall innehålla. I detta avseende utfylls lagen genom Finansinspektionens föreskrifter (se nedan).

Lagen om handel med finansiella instrument

Lagen om handel med finansiella instrument reglerar handeln på värdepappersmarknaden och riktar sig till värdepappersmarknadens aktörer.³⁶ Lagen innehåller, i 2 kap., regler om prospekt.

Skyldighet att upprätta prospekt enligt LHF föreligger i två olika situationer. Till att börja med skall prospekt upprättas då ett bolag vars aktier inte är inregistrerade vid börs eller föremål för ansökan om inregistrering emitterar aktier eller andra fondpapper, 2 kap 2 § LHF. Man talar härvid om *emissionsprospekt*. Vidare skall prospekt upprättas då någon, t.ex. aktieägare, lämnar erbjudande om köp eller försäljning av finansiella instrument (t.ex. aktier i ett bolag som handlas på värdepappersmarknaden), 2 kap 3 § LHF. I dessa sammanhang förekommer termen *erbjudandeprospekt*. I båda fallen förutsätts att emissionen är riktad till

³⁵ Jfr *ibid.*, s. 82.

³⁶ Jfr SOU 1997:22, s. 151.

en öppen krets och att summan av de belopp som kan komma att inbetalas uppgår till minst 300 000 kronor, 2 kap 1 § LHF.

I praktiken innebär detta bl.a. att ett bolag vars aktier är noterade på Stockholmsbörsen O-lista normalt har att upprätta prospekt enligt LHF då bolaget emitterar aktier eller andra fondpapper, t.ex. konvertibla skuldebrev. Detsamma gäller bolag som är noterade på andra marknadsplatser, t.ex. Aktietorget eller Nya Marknaden. Rekvisitet att emissionen skall vara riktad till en öppen krets innebär emellertid att prospekt ej behöver upprättas vid emission riktad till en bestämd krets av investerare, d.v.s. huvudsakligen s.k. private placements.

Prospekt upprättade enligt LHF skall lämnas in till Finansinspektionen för registrering, 2 kap 4 § LHF. Emissionsprospekt skall dessutom bli föremål för Finansinspektionens godkännande innan registrering sker. Efter registrering skall prospektet offentliggöras, 2 kap 6 § LHF.

Inte heller LHF innehåller detaljregler rörande prospektens informationsinnehåll. Även denna lag utfylls i dessa avseenden genom Finansinspektionens föreskrifter.

Finansinspektionens föreskrifter

Finansinspektionen har med stöd av bemyndigande³⁷ utfärdat föreskrifter om prospekt, vilka återfinns i FFFS 1995:21, ändrad genom FFFS 1997:16. Finansinspektionens föreskrifter fyller ut och kompletterar LBC och LHF. Grunden för bolagens skyldighet att upprätta prospekt är LBC eller LHF, inte Finansinspektionens föreskrifter. Föreskrifterna innehåller istället detaljerad reglering av undantag från skyldigheten att upprätta prospekt, prospektens innehåll samt prospektens offentliggörande.

Föreskrifterna, som är relativt omfattande, skiljer konsekvent på olika typer av prospekt, vilka behandlas i separata kapitel. Till att börja med innehåller föreskrifterna regler för börsprospekt, d.v.s. prospekt upprättade enligt 5 kap 5 § LBC. I detta avseende skiljer föreskrifterna mellan börsprospekt avseende aktier (2-5 kap), börsprospekt avseende skuldebrev (6-10 kap) och börsprospekt avseende depåbevis (10-14 kap).

³⁷ 1 och 2 §§ förordningen (1992:561) om börs- och clearingverksamhet samt 1 och 2 §§ förordningen (1991:1007) om handel och tjänster på värdepappersmarknaden.

Vidare innehåller föreskrifterna regler för s.k. emissionsprospekt, d.v.s. prospekt som skall upprättas enligt 2 kap 2 § LHF. Dessa regler (15-19 kap) är också till viss del tillämpliga på s.k. erbjudandeprospekt, d.v.s. prospekt som skall upprättas enligt 2 kap 3 § LHF.

Börsens självreglering

Då ett bolags aktier noteras på Stockholmsbörsen ingås ett noteringsavtal³⁸ mellan å ena sida OM Stockholmsbörsen AB och å andra sidan bolaget vars aktier noteras. Detta gäller numera oavsett om aktierna noteras på A-listan eller O-listan. Noteringsavtalet är ett civilrättsligt bindande avtal. Bolaget har således en kontraktuell förpliktelse gentemot Stockholmsbörsen att följa noteringsavtalets föreskrifter.

Noteringsavtalet, som består av ett baskontrakt och två bilagor, föreskriver bl.a. långtgående informationskyldighet för det noterade bolaget. Underlåtenhet att iaktta avtalets bestämmelser, eller börsens regler i övrigt, kan medföra påföljder, beslutade av börsens disciplinnämnd. Varning, vite och, i de mest allvarliga fallen, avnotering kan härvid komma ifråga.

Noteringsavtalet innehåller endast ett fåtal bestämmelser som direkt tar sikte på prospekt. Noteringsavtalets bilaga 1, punkt 7 föreskriver att bl.a. prospekt skall lämnas till börsen senast samtidigt med att de görs tillgängliga för aktieägarna. Noteringsavtalets bilaga 1, punkt 27 föreskriver vidare att noterade bolag som förändrar sin verksamhet på ett så väsentligt sätt att bolaget framstår som ett nytt företag, är skyldiga att lämna information till aktiemarknaden i enlighet med vad som gäller för börsprospekt. I övrigt innehåller noteringsavtalet inte i sig några regler om prospekt.

Enligt noteringsavtalets bilaga 2 skall emellertid noterade bolag iaktta vissa i avtalet nämnda rekommendationer, antagna av Näringslivets börskommitté. Genom hänvisningen i noteringsavtalet till dessa rekommendationer blir noterade bolag juridiskt förpliktade att följa rekommendationerna. Såvitt avser prospekt är det härvid i huvudsak rekommendationen rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv som är av intresse.³⁹ Denna rekommendation avser situationen att någon (köparen) offentligt erbjuder aktieägare i ett svenskt noterat bolag (målbolaget) att på generellt angivna villkor överlåta sina aktier till köparen. Köparen är

³⁸ Noteringsavtal, 1 mars 2001. Kan rekvireras från OM Stockholmsbörsen, t.ex. på www.stockholmsborsen.se.

³⁹ Näringslivets börskommittés rekommendation i april 1999 rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv.

härvid enligt rekommendationen skyldig att upprätta ett prospekt. Detta skall, i den mån det är möjligt, ske efter samråd med styrelsen i målbolaget. Rekommendationen anger allmänna krav på prospektens innehåll, vilka preciseras i detalj i bilaga till rekommendationen.

De delar av börsens eget regelverk som hittills berörts är juridiskt bindande för de börsnoterade bolag till följd av noteringsavtalet. Det förekommer emellertid även börsregler rörande prospekt som saknar sådan bindande karaktär.

Näringslivets börskommitté har antagit en rekommendation rörande utformning av prospekt.⁴⁰ Denna rekommendation nämns inte i noteringsavtalet och är således inte bindande utan endast vägledande. Rekommendationen innehåller allmänna kommentarer avseende prospektutformningen samt specifikation av de uppgifter ett prospekt bör innehålla för att möta kapitalmarknadens önskemål. Specifikationen utgår i huvudsak från vad som följer av lag och föreskrifter (jfr ovan), men går i vissa avseenden utöver dessa krav.

Redan 1986 antog NBK en rekommendation om utformning av prospekt, som är föregångare till den nu gällande rekommendationen. Rekommendationens tillkomst var en följd av att kapitalmarknadens krav på prospektinnehållet var mer långtgående än vad som följde av då gällande regler om prospekt, d.v.s. reglerna i ABL. Sedan Finansinspektionens föreskrifter (se ovan) senare tillkommit är rekommendationens betydelse för kapitalmarknaden mindre.⁴¹

Slutligen bör i detta sammanhang den s.k. Nämnden för Aktiemarknadsfrågor (AMN) beröras. AMN är ett privat organ med uppgift att genom uttalanden samt rådgivning och information verka för god sed på den svenska aktiemarknaden.⁴² AMN har i flera uttalanden berört frågor som rör prospekt och således bidragit till klargörande av vad som utgör god sed på aktiemarknaden ifråga om upprättande av prospekt.

3.2.3 Ändringsförslag

Som framgått ovan kan aktiebolag, och aktieägare i sådana bolag, som avser att emittera eller sälja värdepapper, vara tvungna att samtidigt beakta regler i flera olika regelkomplex.

⁴⁰ Näringslivets börskommittés rekommendation om utformning av prospekt (1999).

⁴¹ Jfr af Sandeberg, s. 86.

⁴² Jfr *ibid.*, s. 87.

Aktiebolagskommittén⁴³ har konstaterat att detta förhållande är olyckligt.⁴⁴ Kommittén finner det därför önskvärt att bestämmelser om prospekt samlas på ett ställe. Kommittén har därför föreslagit att bestämmelserna om prospekt i aktiebolagslagen upphävs och ersätts av bestämmelser i LBC och LHF. Härvid bör dock, enligt kommitténs uppfattning, ABL:s rekvisiti ”vidare krets” ersätta det begrepp som idag används i LHF (”öppen krets”).

Genomförande av kommitténs förslag kommer, såvitt vi kan bedöma, inte att medföra några större förändringar vad gäller frågan i vilka situationer prospekt skall upprättas, vilket innehåll prospekten skall ha etc. Det kommer dock att förenkla för bolagen, då det tillämpliga regelkomplexet blir enklare att hantera. Kommitténs förslag har emellertid i denna del ännu inte resulterat i lagstiftning.

Av måhända mera omfattande betydelse är den pågående utvecklingen på gemenskapsnivå. I syfte att förbättra möjligheterna för investeringar och anskaffning av kapital inom hela EU har en fullständig översyn av de befintliga direktiven med prospektregler genomförts. Översynen har resulterat i ett förslag från Kommissionen till nytt direktiv.⁴⁵ Efter behandling i och synpunkter från Europaparlamentet samt Rådets expertgrupp om prospekt, har Kommissionen ersatt det ursprungliga förslaget med ett ändrat förslag till nytt direktiv.⁴⁶ Om förslaget genomförs samlas prospektreglerna således i ett direktiv och den tidigare upprätthållna distinktionen mellan börsprospekt och övriga prospekt försvinner.

Kommissionen konstaterar att prospektens innehåll och utformning samt annan praxis för närvarande varierar en hel del mellan medlemsstaterna, eftersom de hittills gällande direktiven tolkats olika till följd av skilda nationella traditioner.⁴⁷ Genom en harmonisering av informationskraven vill man uppnå ett likvärdigt skydd för investerare inom hela gemenskapen.⁴⁸

⁴³ Statlig utredning tillsatt för att genomföra en översyn av aktiebolagslagen.

⁴⁴ Till det följande, se SOU 1997:22, s. 225.

⁴⁵ Kommissionens förslag, KOM/2001/280, COD 2001/0117, till Europaparlamentets och Rådets direktiv om spridning av prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad.

⁴⁶ Kommissionens ändrade förslag, KOM/2002/460, COD 2001/0117, till Europaparlamentets och Rådets direktiv om de prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och om ändring av direktiv 2001/34/EG.

⁴⁷ Se Kommissionens ursprungliga förslag, s. 2 samt Kommissionens ändrade förslag, s. 3.

⁴⁸ Se Kommissionens ursprungliga förslag, s. 2 samt Kommissionens ändrade förslag, s. 3.

Det nya direktivet skall resultera i lämpligt utformade informationsstandarder som är likvärdiga i alla medlemsstater.⁴⁹ De nuvarande informationskraven anses inte räcka till för att uppfylla investerarnas behov på en modern, global finansmarknad, varför de måste ersättas med nya europeiska informationsstandarder.⁵⁰ Direktivförslaget föreskriver minimikrav på informationsinnehållet, medan detaljregler rörande prospektens informationsinnehåll enligt direktivförslaget skall tas fram av Kommissionen genom ett kommittéförfarande.⁵¹ Vidare införs genom direktivförslaget flera nya modeller för utformning av prospekten inom gemenskapen, och varje emittent kan fritt välja den modell han anser vara bäst lämpad.⁵²

Slutligen införs genom direktivet ett s.k. standardiserat EU-pass.⁵³ Innebörden härav är att ansvar i prospektfrågor läggs på behörig myndighet i bolagets hemstat. Om ett prospekt ingivits till denna myndighet och granskats och godkänts, måste prospektet accepteras också i andra EU-länder i vilka bolaget genomför introduktion, emission etc. Om t.ex. ett spanskt bolag upprättar ett prospekt som godkänns av de spanska myndigheterna, måste Finansinspektionen acceptera detta prospekt också vid en ansökan om introduktion på svensk börs som görs senast tre månader därefter. Finansinspektionen kommer inte att ha någon rätt att kräva ytterligare information och kan endast kräva att själva sammanfattningen översätts till svenska (förutsatt att prospektet är upprättat på det språk som normalt används i finansvärlden, d.v.s. i allmänhet engelska).

Om kommissionens förslag resulterar i att ett direktiv antas, kommer ändringar av svensk lagstiftning att bli nödvändiga. Det kan inte råda någon tvekan om att prospektens utformning och innehåll kommer att påverkas av de aviserade förändringarna.

3.3 Situationer då prospekt skall upprättas

På grundval av den genomgång av regelsystemet som gjorts i föregående avsnitt är det möjligt att identifiera och strukturera de praktiska situationer i vilka prospekt skall upprättas. Något förenklat handlar det om tre olika situationer – börsintroduktioner, emissioner och offentliga erbjudanden.

⁴⁹ Se Kommissionens ursprungliga förslag, s. 3 samt Kommissionens ändrade förslag, s. 3.

⁵⁰ Se Kommissionens ursprungliga förslag, s. 4 f. samt Kommissionens ändrade förslag, s. 5.

⁵¹ Se Kommissionens ursprungliga förslag, s. 6 f., s. 10 f. samt Kommissionens ändrade förslag, s. 7 f., s. 14.

⁵² Till det följande, se Kommissionens ändrade förslag, s. 6 f.

⁵³ Till det följande, se Kommissionens ursprungliga förslag, s. 4, s. 13 samt Kommissionens ändrade förslag, s. 5, s. 17 f.

3.3.1 Börsintroduktioner

Då ett aktiebolag ansöker om notering av bolagets aktier vid Stockholmsbörsen har bolaget att upprätta prospekt. Beroende på om ansökan avser A-listan eller O-listan är de tillämpliga reglerna, liksom den terminologiska beteckningen på prospekten, olika. Som en sammanfattande term för prospekt som upprättas i samband med introduktion på börs eller marknadsplats används dock i denna framställning termen *introduktionsprospekt*.

Ett bolag som ansöker om notering på A-listan, d.v.s. inregistrering vid Stockholmsbörsen, har att upprätta *börsprospekt* enligt 5 kap 5 § LBC. Prospektet skall godkännas av Stockholmsbörsen. Den närmare utformningen av prospektet, liksom dess offentlighöörande, regleras av Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 1995:21). Vidare är NBK:s icke-bindande rekommendation om utformning av prospekt tillämplig.

Vad nyss sagts gäller oberoende av om bolaget i samband med noteringen genomför en nyemission eller ej. Ofta är börsintroduktioner emellertid förenade med emission av nya aktier, för att erhålla kapital och uppnå en större ägarspridning. I sådana fall kommer skyldighet att upprätta prospekt att följa även av 4 kap 18 § ABL. Börsprospektet måste då utformas på ett sätt som överensstämmer inte bara med LBC och Finansinspektionens föreskrifter, utan även ABL:s regler.

Ett bolag som ansöker om notering på O-listan omfattas inte i och för sig redan på denna grund av något lagstadgat krav på upprättande av prospekt. Den lagstadgade skyldigheten att upprätta börsprospekt gäller endast A-listan. Stockholmsbörsen kräver emellertid att bolag som vill noteras på O-listan upprättar ett prospekt som i huvudsak uppfyller kraven för ett börsprospekt.⁵⁴ Man talar härvid om ett s.k. *noteringsprospekt*. Eftersom noteringsprospektet skall i huvudsak uppfylla kraven för ett börsprospekt kan vägledning hämtas i Finansinspektionens föreskrifter, även om dessa egentligen inte är direkt tillämpliga. Vidare är NBK:s icke-bindande rekommendation om utformning av prospekt direkt tillämplig.

Om introduktionen på börsens O-lista är förenad med en emission av nya aktier kommer skyldighet att upprätta prospekt att föreligga även enligt 4 kap 18 § ABL. Vidare kommer skyldighet att upprätta s.k. emissionsprospekt enligt 2 kap LHF att inträda. Som konstaterats

⁵⁴ Se Börsregler 2001, s. 14.

tidigare upprättas visserligen i allmänhet endast ett dokument. Ett bolag som introduceras på O-listan och samtidigt genomför en nyemission måste emellertid tillse att detta dokument uppfyller kraven i flera olika regelsystem samtidigt – reglerna om börsprospekt i LBC och FFFS 1995:21 (eftersom Stockholmsbörsen kräver att noteringsprospektet i huvudsak uppfyller kraven för börsprospekt), reglerna om prospekt i ABL samt reglerna om emissionsprospekt i LHF och FFFS 1995:21.

3.3.2 Emissioner

När ett bolag vänder sig till aktiemarknaden för att genom nyemission tillföra bolaget kapital aktualiseras i många situationer en skyldighet att i samband med emissionen upprätta ett prospekt. Även i emissionsfallen kan bolagen ha att beakta föreskrifter i flera olika regelsystem samtidigt.

Om det bolag som emitterar aktier är noterat på Stockholmsbörsens A-lista föreligger skyldighet att upprätta *börsprospekt* enligt 5 kap 5 § LBC. Denna regel anses nämligen vara tillämplig inte enbart vid introduktion av bolaget på börsen utan även vid senare nyemissioner.⁵⁵ I vissa fall, t.ex. vid emissioner riktade till ett fåtal personer eller vid emissioner som är relativt små i förhållande till antalet utestående aktier, aktualiseras dock enligt FFFS 1995:21 undantag från skyldigheten att upprätta börsprospekt. Huvudregeln är dock att prospekt skall upprättas. Vid utformning av börsprospektet har bolaget att iaktta föreskrifterna i FFFS 1995:21.

Förutsatt att emissionen är riktad till en vidare krets föreligger skyldighet att upprätta prospekt även enligt ABL. Bolaget måste då iaktta såväl LBC och FFFS 1995:21 som ABL:s regler. Vidare fyller NBK:s rekommendation om utformning av prospekt en vägledande funktion.

Om det bolag som emitterar aktier är noterat på Stockholmsbörsens O-lista inträder skyldighet att upprätta *emissionsprospekt* enligt 2 kap LHF. Samma sak gäller bolaget som är noterade på andra marknadsplatser, t.ex. Aktietorget och Nya marknaden.

Förutsatt att emissionen är riktad till en vidare krets föreligger även för de nu diskuterade noterade bolagen skyldighet att upprätta prospekt också enligt ABL. Ett bolag som är skyldigt

⁵⁵ Se SOU 1997:22, s. 222; NBK:s rekommendation om utformning av prospekt (1999).

att upprätta prospekt såväl enligt LHF som ABL måste vid utformningen av prospektet iaktta reglerna i båda dessa regelkomplex, samt föreskrifterna i FFFS 1995:21. Slutligen fyller NBK:s rekommendation om utformning av prospekt även här en vägledande funktion.

Om det bolag som emitterar aktier är onoterat inträder sällan skyldighet att upprätta prospekt. Ofta handlar det i dessa fall om privata (till skillnad från publika) aktiebolag. ABL:s regler om prospekt är därmed inte tillämpliga. I de flesta fall är inte heller kriterierna för prospektskyldighet enligt LHF uppfyllda.

Oavsett om det emitterade bolaget är noterat på A-listan, noterat på O-listan, noterat på annan marknadsplats eller onoterat, inträder i allmänhet inte skyldighet att upprätta prospekt i fall då emissionen är riktad till några enstaka investerare, d.v.s. en s.k. private placement. Såvitt avser LHF resp. ABL följer detta av kravet på att emissionen skall vara riktad till en ”öppen krets” resp. en ”vidare krets”. Såvitt avser LBC följer det av de undantag som föreskrivs i FFFS 1995:21.

3.3.3 Offentliga erbjudanden

Offentliga erbjudanden om förvärv eller försäljning av aktier eller andra finansiella instrument kan i många situationer aktualisera skyldighet att upprätta prospekt. Denna typ av offentliga erbjudanden förekommer framförallt i samband med företagsförvärv. Man kan exempelvis tänka sig att ett börsnoterat bolag blir föremål för uppköp. Köparen avger då ett offentligt erbjudande om förvärv av aktier i målbolaget.

Om de aktier som är föremål för erbjudandet är avsedda för handel på värdepappersmarknaden, och således utgör s.k. finansiella instrument, inträder skyldighet att i samband med det offentliga erbjudandet upprätta prospekt enligt 2 kap LHF. Det är den som lämnar erbjudandet som har att upprätta prospektet (vilket kan vara problematiskt vid fientliga företagsförvärv). Vid upprättande av prospektet skall föreskrifterna i FFFS 1995:21 iakttas. Om erbjudandet avser ett mindre belopp eller är riktad till en sluten krets föreligger inte skyldighet att upprätta prospekt enligt LHF.

Om det är fråga om ett offentligt erbjudande om förvärv av aktier och målbolaget är ett noterat bolag föreligger skyldighet att upprätta prospekt enligt NBK:s rekommendation om

offentliga erbjudanden om aktieförvärv. Om det är fråga om en s.k. blockutförsäljning, d.v.s. utförsäljning av en större aktiepost, kan skyldighet att upprätta prospekt föreligga enligt ABL.

Det finns inte anledning att här fördjupa sig i detaljer avseende i vilka fall av offentliga erbjudanden prospekt skall upprättas, särskilt som denna uppsats framförallt är inriktad på prospekt som upprättas i samband med börsintroduktion. Det kan dock utifrån ovanstående rudimentära redogörelse konstateras att skyldighet att upprätta prospekt ofta föreligger i samband med offentliga erbjudande om förvärv eller försäljning av större aktieposter, förutsatt att erbjudandet riktas till en större krets. Beroende på omständigheterna kan flera olika regelkomplex härvid aktualiseras.

3.4 Prospektets informationsinnehåll

3.4.1 Generella krav

Av framställningen i avsnitt 3.2 har framgått att skyldighet att upprätta prospekt kan följa av flera olika regelsystem. Det har också framgått att den grundläggande lagstiftningen i fråga om skyldighet att upprätta prospekt, d.v.s. ABL, LBC och LHF, saknar detaljreglering avseende prospektens utformning och innehåll. Samtliga dessa regelkällor innehåller emellertid allmänt formulerade krav på prospekten.

Enligt 5 kap. 5 § LBC skall ett *börsprospekt* 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.

Ett emissionsprospekt eller erbjudandeprospekt enligt LHF skall enligt 2 kap. 1 § LHF innehålla de upplysningar som, med hänsyn till de finansiella instrument som emissionen eller erbjudandet avser, behövs för en välgrundad bedömning av emissionen eller erbjudandet.

ABL:s regler är något mera precisa. Enligt 4 kap. 20 § ABL skall ett emissionsprospekt upprättat enligt ABL i princip innehålla (koncern-)balansräkningar, (koncern-)resultaträkningar och sammandrag av de uppgifter som bolaget varit skyldigt att inta i förvaltningsberättelsen, allt för de senaste tre räkenskapsår för vilka årsredovisning avgivits. Härutöver skall, enligt 4 kap. 21 § ABL, upplysning lämnas om sådana förhållanden som hänför sig till tiden därefter och som är viktiga för bedömningen av bolagets

verksamhetsresultat och ställning. Detsamma gäller händelser i övrigt av väsentlig betydelse för bolaget vilka hänför sig till denna tid. Vidare uppräknas i 4 kap. 22 § ABL vissa uppgifter som skall förekomma i prospektet.

Reglerna i ABL, LBC och LHF ger i sig knappast tillräcklig vägledning vid upprättande av prospekt. Detaljregler står dock, såvitt avser börsprospekt enligt LBC samt emissionsprospekt enligt LHF, att finna i Finansinspektionens föreskrifter, FFFS 1995:21. Vidare är, oavsett vilken typ av prospekt det är fråga om, de icke-bindande reglerna i NBK:s rekommendation om utformning av prospekt samt AMN:s uttalanden vägledande. Vid offentliga erbjudanden kan dessutom reglerna i NBK:s rekommendation om dylika erbjudanden vara aktuell.

Det gällande regelsystemet gör att de uppgifter som lämnas i ett prospekt kan uppdelas i fyra kategorier:⁵⁶

- 1) Obligatoriska uppgifter enligt tvingande lag och andra författningar (ABL, LBC, LHF, FFFS 1995:21).
- 2) Obligatoriska uppgifter enligt bindande avtal (noteringsavtalet med hänvisning till rekommendationen om offentliga erbjudanden).
- 3) Uppgifter som lämnas p.g.a. ej bindande rekommendationer m.m. (NBK:s rekommendation om utformning av prospekt samt AMN:s praxis).
- 4) Uppgifter som lämnas helt frivilligt.

Den fortsatta framställningen tar sin utgångspunkt i utformningen av prospekt i samband med introduktion, d.v.s. *introduktionsprospekt*. Således diskuteras vad som gäller för *börsprospekt*, d.v.s. prospekt som upprättas i samband med introduktion på Stockholmsbörsens A-lista (eller i samband med nyemission genomförd av bolag som är noterat på denna lista). Eftersom Stockholmsbörsen kräver att *noteringsprospekt* i samband med introduktion på O-listan i huvudsak uppfyller kraven för ett börsprospekt, kommer motsvarande krav på innehåll att aktualiseras vid introduktion på O-listan. För att undvika att presentationen blir alltför voluminös och svårförståelig kommer således endast den del av FFFS 1995:21 som avser börsprospekt avseende aktier att läggas till grund för den fortsatta framställningen. Härutöver grundas framställningen på NBK:s rekommendation om utformning av prospekt.

⁵⁶ Se Lüning, s. 16 f.; af Sandeberg, s. 70 f.

3.4.2 Aktier och ägarförhållanden

Börsprospektet skall innehålla diverse uppgifter rörande bolagets aktier.⁵⁷ Beroende på omständigheterna i det enskilda fallet kan dessa uppgifter vara mer eller mindre omfattande.

Uppgift skall sålunda bl.a. lämnas om storleken av bolagets aktiekapital, totala antalet aktier i bolaget samt fördelning på olika aktieslag. Prospektet skall innehålla en kortfattad beskrivning av de rättigheter aktierna representerar, fördelat på aktieslag, särskilt såvitt avser rösträtt och andel i tillgångar och vinst. Vidare skall uppgift lämnas om huruvida aktierna är föremål för handel samt om huruvida särskilda villkor rörande överlåtbarheten föreligger.

Prospektet skall också innehålla en beskrivning av just de aktier som är föremål för ansökan om inregistrering (respektive notering), varvid skall anges antalet aktier, det nominella värdet per aktie samt, i förekommande fall, om kuponger medföljer aktierna. Även eventuella emissionskurser och försäljningskurser skall anges (se vidare avsnitt 3.4.8).

I prospektet måste också i vissa fall inkluderas relativt omfattande information om nyemissioner och försäljning av aktier som genomförts inom en tolv månadersperiod före notering. Vidare kan uppgift behöva lämnas om uppköpserbjudanden och andra liknande transaktioner genomförda innevarande eller senaste räkenskapsår.

Prospektet skall vidare innehålla uppgifter om bolagets egna kapital.⁵⁸ Om bolaget fattat beslut om emission av aktier eller aktierelaterade värdepapper (t.ex. konvertibla skuldebrev), eller bemyndigat styrelsen att fatta sådant beslut, skall upplysningar om beslutet, dess konsekvenser och dess villkor lämnas i prospektet. Prospektet skall också innehålla en redogörelse för förändringar i aktiekapitalet och förändringar av antal och slag av aktier som genomförts under den senaste treårsperioden.

Informationskraven rörande bolagets eget kapital innebär även att bolaget måste lämna viss information om bolagets ägare. Prospektet skall sålunda innehålla uppgift om de större aktieägarna och deras aktieinnehav. I den mån bolaget känner till aktieägaravtal eller liknande måste prospektet upplysa om avtalets förekomst.

⁵⁷ Till det följande, se FFFS 1995:21 3 kap. 8-23 §§.

⁵⁸ Till det följande, se FFFS 1995:21 3 kap. 29-37 §§.

Även NBK:s rekommendation ställer krav på lämnande av information rörande aktier och ägarförhållanden.⁵⁹ Dessa krav överensstämmer i stort sett med vad som följer av Finansinspektionens föreskrifter, även om vissa skillnader finns. Det kan t.ex. nämnas att rekommendationen kräver att prospektet vid nyintroduktion om möjligt ger upplysningar om långsiktigheten i större aktieägares innehav.

3.4.3 Bolaget och dess verksamhet

Uppgifter om bolaget och den verksamhet bolaget bedriver utgör en väsentlig del av börsprospektet. I många fall är bolaget moderbolag i en större koncern. Enligt Finansinspektionens föreskrifter skall de uppgifter som erfordras enligt föreskrifterna lämnas för såväl bolaget som för koncernen.⁶⁰ NBK:s rekommendation om utformning av prospekt anger att prospektet i huvudsak skall behandla koncernen. Nedan hänvisas för enkelhetens skull genomgående till ”bolaget”, även när koncernen i dess helhet avses.

Prospektet skall såvitt avser bolaget och dess verksamhet inledningsvis innehålla diverse formell information.⁶¹ Måhända viktigare för investerarnas bedömning är börsprospektets upplysningar om verksamheten i materiellt hänseende. Börsprospektet skall innehålla en beskrivning av bolagets huvudsakliga verksamhet, varvid även de viktigaste kategorierna av varor och tjänster skall anges.⁶² Om bolaget planerar utökning eller förändring av verksamheten eller varu- och tjänsteutbudet skall uppgift lämnas om detta. Beskrivningen av verksamheten skall även kompletteras med uppgift om omsättningen för de tre senaste räkenskapsåren, varvid det allt efter omständigheterna kan vara nödvändigt att redovisa omsättningen uppdelad på olika verksamhetsområden och/eller geografiska marknader.⁶³

Prospektet skall innehålla uppgift om bolagets mest betydelsefulla driftställen samt en kort redogörelse över bolagets innehav av fastigheter.⁶⁴ Om bolagets verksamhet är beroende av fyndigheter av olika slag (gruvdrift, oljeutvinning etc.) skall vissa uppgifter om de aktuella fyndigheterna och exploateringen därav lämnas.⁶⁵

⁵⁹ Se NBK:s rekommendation om utformning av prospekt (1999), punkten 8.

⁶⁰ Se FFFS 1995:21 3 kap. 61 §.

⁶¹ Se FFFS 1995:21 3 kap. 24-28 §§.

⁶² Se FFFS 1995:21 3 kap. 38 §.

⁶³ Se FFFS 1995:21 3 kap. 39 §.

⁶⁴ Se FFFS 1995:21 3 kap. 40 §.

⁶⁵ Se FFFS 1995:21 3 kap. 41 §.

Slutligen innehåller Finansinspektionens föreskrifter vissa relativt allmänt formulerade krav på lämnande av information om bolagets verksamhet.⁶⁶ Sålunda skall prospektet innehålla en kortfattad redogörelse för i vilken utsträckning bolaget är beroende av industriella, kommersiella eller finansiella avtal, patent, licenser, nya tillverkningsprocesser, samt för andra motsvarande förhållanden av väsentlig betydelse för bolagets verksamhet eller lönsamhet. Prospektet skall också innehålla uppgift om bolagets huvudsakliga inriktning i fråga om forskning och utveckling under de tre senaste räkenskapsåren. Vidare skall uppgift lämnas om rättsliga processer eller skiljeförfaranden som under senare tid haft eller som kan antas få icke oväsentlig betydelse för bolaget. Samma regler som för rättsliga processer gäller även för avbrott i bolagets verksamhet.

Gemensamt för de nyss nämnda informationskraven är att de innehåller någon form av väsentlighetsrekvisit, vilket ger utrymme för bedömningar vid upprättande av prospektet. Den som upprättar prospektet ställs här inför svåra överväganden rörande vad som kan utelämnas respektive vad som måste tas med. I detta sammanhang torde ansvarsregler och synen på riskexponering spela stor roll för prospektets slutliga utformning, vilket vi får anledning att återkomma till senare i uppsatsen.

Även NBK:s rekommendation om utformning av prospekt förutsätter att detaljerad information om bolagets och dess verksamhet lämnas. Sålunda rekommenderas att prospektet under huvudrubriken ”Kort presentation av bolaget” bl.a. återger bolagets affärsidé, huvudsakliga verksamhet samt organisatoriska uppbyggnad.⁶⁷ Vidare anges att prospektet under huvudrubriken ”Bolagets verksamhet”, som samordnas med den nyss nämnda korta presentationen, bör innehålla en utförlig redogörelse för bolagets verksamhet, uppdelad på affärsområden, divisioner eller motsvarande.⁶⁸ I samband med en börsintroduktion kan det även finnas anledning att särskilt utförligt redogöra för vissa delar av verksamheten.

NBK:s rekommendation innehåller detaljanvisningar som är fylligare och föreskriver något mera omfattande informationsplikt än motsvarande anvisningar i Finansinspektionens föreskrifter. Bl.a. bör enligt rekommendation viktigare kunder och leverantörer om möjligt anges samt i övrigt kund- och leverantörsstruktur kommenteras. Vidare bör beskrivning

⁶⁶ Till det följande, se FFFS 1995:21 3 kap. 42-46 §§.

⁶⁷ Se NBK:s rekommendation om utformning av prospekt (1999), punkten 3.

⁶⁸ Till det följande, se NBK:s rekommendation om utformning av prospekt (1999), punkten 5.

lämnas av viktigare miljöförhållanden. Anvisningarna anger även vilka typer av avtal som bör redovisas i prospektet.

Nära sammanhang med informationskraven rörande bolagets verksamhet har skyldigheten att informera om investeringar.⁶⁹ Prospektet skall enligt Finansinspektionens föreskrifter innehålla en beskrivning av de viktigast investeringarna, inklusive förvärv av aktier i andra företag, som bolaget genomfört under senaste tre avslutade räkenskapsåren samt därefter. Vidare skall uppgift lämnas om de viktigaste pågående investeringarna, dock med undantag för förvärv av aktier i andra företag. Om framtida investeringar, se avsnitt 3.4.6 nedan.

Att i detaljregler uttömmande ange alla förhållanden relaterade till bolagets verksamhet som behöver anges i prospektet har ej varit möjligt. Även Finansinspektionens föreskrifter har därför försetts med en generell bestämmelse enligt vilken de uppgifter som enligt ovan skall lämnas om bolagets verksamhet skall kompletteras med uppgift om varje annat förhållande som är av väsentlig betydelse för bolagets verksamhet.⁷⁰

3.4.4 Finansiella uppgifter

Som väntat kräver Finansinspektionens föreskrifter att detaljerade och omfattande finansiella uppgifter om bolaget lämnas.⁷¹

Balansräkningar och resultaträkningar, inklusive noter, samt finansieringsanalyser (d.v.s. kassaflödesanalyser) för de tre senaste räkenskapsåren skall ingå i prospektet. Detta krav överensstämmer i princip med det krav som uppställs i ABL (se avsnitt 3.4.1). Tillämpade redovisningsprinciper, samt eventuella ändringar i dessa som gjorts, skall anges. Om bolaget upprättar koncernredovisning är det i första hand denna redovisning som avses och såvitt gäller moderbolagets egen redovisning behöver, såvida inte väsentlig information därmed utelämnas, endast balans- och resultaträkningar för det senaste räkenskapsåret inkluderas. Framlägges børsprospektet senast än åtta månader efter utgången av senaste räkenskapsåret för vilket årsredovisning avgivits, skall även en delårsrapport avseende åtminstone innevarande räkenskapsårs sex första månader tas med i prospektet. Vidare skall uppgift lämnas om varje betydelsefull förändring eller händelse som inträffat därefter.

⁶⁹ Till det följande, se FFFS 1995:21 3 kap. 47-49 §§.

⁷⁰ Se FFFS 1995:21 3 kap. 50 §.

⁷¹ Till det följande, se FFFS 1995:21 3 kap. 51-62 §§.

Om bolaget har betydande ägarandelar i andra företag, d.v.s. en andel som kan förväntas ha väsentlig betydelse för bedömningen av bolagets tillgångar och skulder, resultat eller finansiella ställning i övrigt, måste prospektet normalt innehålla vissa uppgifter om det delägda företaget. Dessa uppgifter, vilka anges detaljerat i föreskrifterna, inkluderar dels formella uppgifter, dels finansiella uppgifter.

NBK:s rekommendation innehåller ungefärligen motsvarande krav på räkenskapsinformation.⁷² Rekommendationen kräver dock även att ett sammandrag återges av de obligatoriska uppgifter som ingått i förvaltningsberättelserna för de tre senaste räkenskapsåren. I rekommendationen noteras även att det förutsättes att bolagets redovisning upprättas i överensstämmelse med gällande lag och god redovisningssed för aktiemarknadsbolag. Detta innebär att vid börsintroduktion av bolag som tidigare inte varit publikt kan en komplettering av tidigare avgivna räkenskapshandlingar vara nödvändig.

Prospektet skall innehålla vissa framräknade uppgifter av betydelse för bedömningen av bolagets finansiella situation. Sålunda skall uppgift lämnas om resultatet per aktie efter skatt samt utdelning per aktie, allt avseende de tre senaste räkenskapsåren. Vidare skall vissa nyckeltal lämnas avseende en konjunkturcykel vilken omfattar minst en femårsperiod.⁷³ Nyckeltalen skall avse bolaget eller i förekommande fall koncernen och uppgift skall lämnas om de beräkningsgrunder som tillämpats vid framtagande av nyckeltalen. De nyckeltal som enligt föreskrifterna skall beräknas och anges inkluderar allmänt förekommande nyckeltal för resultat, lönsamhet, och soliditet m.m.

Ungefärligen motsvarande krav på angivelse av nyckeltal återfinns i NBK:s rekommendation.⁷⁴

3.4.5 Styrelse, ledande befattningshavare samt revisorer

Vilka personer som besitter ledande poster i bolaget kan vara av betydelse för en investerares bedömning av bolagets aktier. Mot denna bakgrund kräver Finansinspektionens föreskrifter att prospektet innehåller uppgifter i dessa avseenden.⁷⁵

⁷² Se NBK:s rekommendation om utformning av prospekt (1999), punkten 11.

⁷³ Se FFFS 1995:21 3 kap. 62 §.

⁷⁴ NBK:s rekommendation om utformning av prospekt (1999), punkten 4.

⁷⁵ Till det följande, se FFFS 1995:21 3 kap. 63-68 §§.

Sålunda skall prospektet innehålla namn och befattning avseende styrelseledamöter, ledande befattningshavare, revisorer, ledamöter av övervakande och kontrollerande organ samt, för relativt nybildade bolag (5 år), stiftare. Härvid skall anges vilka uppdrag respektive person har utanför bolaget, om dessa kan ha betydelse för bolagets verksamhet, samt hur många aktier eller aktieoptioner i bolaget personen i fråga innehar.

Summan av ersättningar och värdet av övriga förmåner som under det senast avslutade räkenskapsåret utgått till nyss nämnda befattningshavare (dock ej stiftare) skall anges. Beloppet preciseras för varje kategori av personer, men behöver ej preciseras för varje enskild person. Om ovanliga affärstransaktioner har genomförts av bolaget under föregående eller innevarande räkenskapsår skall uppgift om arten och omfattningen av det utbyte som nyss nämnda personer haft av transaktionerna lämnas. Prospektet skall även innehålla uppgift om summan av utestående lån respektive garantier eller borgensförbindelser som bolaget lämnat till förmån för de ledande befattningshavarna.

Motsvarande krav på information rörande styrelseledamöter, ledande befattningshavare och revisorer följer av NBK:s rekommendation om prospekt.⁷⁶

3.4.6 Framtidsinriktad information

En från ansvarssynpunkt särskilt känslig del av prospektets informationsinnehåll är den framtidsinriktade informationen. Här avses prospektets uttalanden om tendenser och förutsägelser om framtida utveckling. Sådan information kan vara av särskild vikt för aktiemarknaden i samband med noteringar och emissioner.⁷⁷ I dessa avseenden kan man tänka sig att bolagen är särskilt försiktiga. NBK:s rekommendation om utformning av prospekt anger uttryckligen att risker för skadeståndskrav från investerare i vissa länder kan motivera återhållsamhet i fråga om prognoser och framtidsinriktade resonemang.

I ett börsprospekt skall lämnas översiktlig information om utvecklingstendenserna för bolagets affärsverksamhet under innevarande räkenskapsår. Det handlar härvid särskilt om de viktigast aktuella utvecklingstendenserna vad gäller produktion, försäljning, lagerhållning och

⁷⁶ Se NKB:s rekommendation om utformning av prospekt (1999), punkten 9.

⁷⁷ Jfr NBK:s rekommendation om utformning av prospekt (1999).

orderläge samt de aktuella utvecklingstendenserna vad gäller kostnader och försäljningspriser.⁷⁸

Enligt Finansinspektionens föreskrifter FFFS 1995:21 (3 kap 70 §) skall uppgift också lämnas om bolagets bedömning av dess framtidsutsikter omfattande, i vart fall, det innevarande räkenskapsåret.⁷⁹ Vidare krävs att uppgift lämnas om bolagets viktigaste framtida investeringar, med undantag för företagsförvärv där slutlig överenskommelse ej ännu har träffats.⁸⁰ Härutöver ställer Finansinspektionens föreskrifter inga direkta krav på framtidsinriktad information. Några krav på kvantifierade prognoser ställs t.ex. inte. Man kan således konstatera att kraven i dessa avseenden dels är relativt modesta, dels är allmänt hållna och lämnar utrymme för överväganden av den som utformar prospektet.

NBK:s rekommendation om utformning av prospekt innehåller mer utförlig vägledning för framtidsinriktad information, även om utrymmet för överväganden från prospektutformarens sida fortfarande är stort.⁸¹ Av rekommendationen framgår att prospektet kan innehålla framtidsinriktad information av olika preciseringsgrad. Det talas om kvantifierad resultatprognos, intervall för resultatprognos, uppgifter om hur resultatet bedöms utvecklas i jämförelse med det senast avslutade verksamhetsåret, avkastningsnivåer och marginaler samt allmänna omdömen av icke-kvantitativ natur. I det senare avseendet skall sådana faktorer som bedöms få den största betydelse för de framtida resultaten anges och kommenteras. Dessa faktorer bör tas med även om även mera preciserade prognoser lämnas.

Enligt rekommendationen skall de förutsättningar som prognoser och andra uttalanden om framtiden bygger på anges. Det framhålls även att känslighetsanalyser är av stort värde. Rekommendationen erkänner att framtidsbedömningar är förenade med osäkerhet och att osäkerheten ibland kan vara så stor att meningsfulla prognoser ej kan genomföras. Trots detta bör framtidsinriktade resonemang alltid föras i prospektet. Rekommendationen framhåller dock att det är viktigt att prospektet inte innehåller mer långtgående uttalanden än vad det finns täckning för.

⁷⁸ Se FFFS 1995:21 3 kap. 69 §.

⁷⁹ Se FFFS 1995:21 3 kap. 70 §.

⁸⁰ Se FFFS 1995:21 3 kap. 49 §.

⁸¹ Till det följande, se NBK:s rekommendation om utformning av prospekt (1999), avsnittet om framtidsinriktad information.

Enligt rekommendationen⁸² bör, som underlag för den framtidsinriktade diskussionen, bolagets finansiella mål presenteras. Vidare skall styrelsens bedömningar vad gäller såväl det kortsiktiga ekonomiska utfallet som förutsättningarna för bolagets långsiktiga utveckling redovisas. Det är härvid viktigt att förutsättningarna för bedömningarna redovisas, särskilt när förhållanden utanför bolagets rådighet kan få stor inverkan på resultatet. De långsiktiga bedömningarna kan enligt rekommendationens anvisningar redovisas som dels möjligheter, dels hot och risker. Sådan redovisning är enligt rekommendationen av väsentlig betydelse. Om riskmomenten är särskilt stora bör detta anges på framträdande plats i prospektet.

3.4.7 Inbjudan

Som tidigare angivits fokuseras i dessa avsnitt på prospekt som upprättas i samband med börsintroduktioner, d.v.s. börsprospekt och noteringsprospekt. I samband med en sådan introduktion görs normalt ett erbjudande om att teckna eller förvärva aktier i bolaget. Ett vanligt förekommande alternativ är att bolaget genomför en nyemission i samband med introduktionen. Ett annat alternativ är att en större aktieägare säljer ut delar av sitt aktieinnehav till allmänheten i samband med noteringen. En viktig del av prospektet, som ofta återfinns först i detsamma, är den inbjudan som blir följd av sådana emissioner eller erbjudanden.

Finansinspektionens föreskrifter ger inga detaljerade direktiv om utformningen av prospektet i detta avseenden. Det anges dock att om emission eller försäljning av aktier sker till en öppen krets eller för enskild placering (private placement), så skall transaktionen kortfattat beskrivas samt uppgift lämnas om det antal aktier som transaktionen avser.⁸³

NBK:s rekommendation om utformning av prospekt innehåller mer detaljerade anvisningar.⁸⁴ Enligt rekommendationen skall i inbjudan anges vem som fattat beslut om erbjudandet. I förekommande fall anges hur bolagets aktiekapital kommer att påverkas. Oavsett om det handlar om emission eller försäljning skall villkoren för erbjudandet, inklusive försäljningspris, anges klart och entydigt. Det skall även ges tydlig information om vilka som erbjuds att teckna eller förvärva aktier. Det skall anges hur teckningsberättigad person skall

⁸² Till det följande, se NBK:s rekommendation om utformning av prospekt (1999), punkten 7.

⁸³ Se FFFS 1995:21 3 kap. 23 §.

⁸⁴ Se NBK:s rekommendation om utformning av prospekt (1999), punkten 1.

förfara för att teckna aktier eller anmäla intresse för erbjudandet, eventuell handel med teckningsrätter skall beröras och principer för tilldelning vid överteckning skall förklaras.

För det fall erbjudandet innefattar försäljning av befintliga aktier skall rekommendationen anges vem som utbjuder aktierna till försäljning. Denna skall också skriva under inbjudan.

Vidare skall enligt rekommendation uppgift lämnas om den eller de börser eller motsvarande där inregistrering eller notering äger rum eller avses äga rum. För det fall bolaget t.ex. ansöker om notering på Stockholmsbörsens O-lista skall detta således direkt framgå av prospektet. Härvid anges även bl.a. vilka aktieslag som noteras, förslag till noteringspost och beräknad tidpunkt för påbörjandet av handel med aktierna.

Som framgår av avsnitt 3.5 förekommer ofta s.k. underwriters (sv. ”garanter”), d.v.s. investmentbanker som garanterar emissionen respektive försäljningen. Dessa aktörer skall anges i inbjudan.

Enligt NBK:s rekommendation skall prospektet även innehålla en redovisning av bakgrunden till noteringen och erbjudandet samt en redovisning av motiven härför.⁸⁵ Härvid skall redogörelse också lämnas för konsekvenserna för bolaget av erbjudandet, såväl ur ett finansiellt perspektiv som i andra avseenden.

3.4.8 Övrigt

Även vissa andra förhållanden skall eller bör behöva behandlas i ett introduktionsprospekt. Skattefrågor är ett exempel på sådana förhållanden.

Enligt NBK:s rekommendation om utformning av prospekt skall prospektet innehålla en redovisning av investerarens skatteförhållanden i Sverige vad beträffar förvärv, innehav och avyttring av de finansiella instrument som föranleder prospektutgivandet.⁸⁶ Finansinspektionens föreskrifter innehåller inget motsvarande generellt krav på skatteinformation. Föreskrifterna anger dock att uppgift skall lämnas om arten och storleken

⁸⁵ Se NBK:s rekommendation om utformning av prospekt (1999), punkten 2.

⁸⁶ Se NBK:s rekommendation om utformning av prospekt (1999), punkten 10.

av eventuellt skatteavdrag på utdelning av aktier som görs i det land där bolaget har sitt säte (för svenska bolag således Sverige).⁸⁷

Det bör nämnas att de uppgifter som enligt de föregående avsnitten skall lämnas i börsprospektet ej alltid behöver tas med. I de fall uppgifterna inte är tillämpliga med hänsyn till arten av bolagets verksamhet skall i stället andra likvärdiga uppgifter lämnas.⁸⁸ Vidare har börsen möjlighet att ge medgivande till att uppgifter utelämnas i börsprospekt dels i fall då informationen är av endast mindre betydelse, dels då röjandet av information skulle stå i strid med allmänhetens intresse eller skulle kunna allvarligt skada bolaget.⁸⁹

3.4.9 Försäkran om riktighet, revisorernas granskningsberättelse

Ett börsprospekt skall alltid innehålla en försäkran rörande prospektets riktighet, avgiven av de personer som är ansvariga för hela eller delar av börsprospektet. Dessa personer försäkrar att, såvitt de känner till, uppgifterna i börsprospektet överensstämmer med de faktiska förhållandena och att ingenting av väsentlig betydelse är utelämnat som skulle kunna påverka den bild av bolaget som skapas av prospektet.⁹⁰

Prospektet skall vidare innehålla en förklaring från de revisorer som granskat årsredovisningen för de tre senaste räkenskapsåren, att årsredovisningarna blivit föremål för revision och att förekommande uppgifter ur årsredovisningarna blivit korrekt återgivna i prospektet. Om andra delar av börsprospektet granskats av revisorerna skall uppgift härom lämnas. Revisorerna skall även avge en berättelse över sin granskning som intas i prospektet.⁹¹

Reglerna om försäkran om riktighet och revisorernas förklaring och granskningsberättelse ger investerare och andra en viss säkerhet för att uppgifterna i prospektet är korrekta. I allmänhet förekommer i prospekten dock även olika ansvarsbegränsningar och förbehåll, vilket kommer att framgå av den följande framställningen. Nyss nämnda regler om försäkran måste emellertid iakttas, varför det finns begränsningar för i vad mån ansvarsfriskrivningar kan

⁸⁷ Se FFFS 1995:21 3 kap. 12 §.

⁸⁸ Se FFFS 1995:21 3 kap. 3 §.

⁸⁹ Se FFFS 1995:21 3 kap. 4 §.

⁹⁰ Se FFFS 1995:21 3 kap. 6 §.

⁹¹ Se FFFS 1995:21 3 kap. 7 §.

inkluderas. Friskrivningar och reservationer måste hållas inom den ram som ges av ovanstående.

I sammanhanget bör också noteras att börsprospekten skall innehålla uppgift om att det godkännande som givits av börserna inte innebär någon garanti för att sakuppgifterna är riktiga eller fullständiga.⁹²

3.4.10 Prospektets disposition

De föregående avsnitten har behandlat vilken information prospektet skall innehålla. En annan, men anslutande, fråga är hur informationen bör struktureras. I detta avseende synes Finansinspektionens föreskrifter lämna utrymme för stor frihet vid upprättande av prospektet. Även NBK:s rekommendation om utformning av prospekt lämnar ytterst till den som upprättar prospektet att finna en lämplig struktur för prospektet. Rekommendationen innehåller dock förslag till punkter, benämnda huvudrubriker, som, om det finnes lämpligt, kan tas med i nämnd ordning.

Ett prospekt utformat enligt NBK:s huvudrubriker får följande struktur.

1. Inbjudan, villkor och anvisningar för deltagande
2. Bakgrund och motiv
3. Kort presentation av bolaget
4. Finansiell utveckling i sammandrag
5. Bolagets verksamhet
6. Kommentarer till utvecklingen
7. Finansiella mål och framtidsutsikter
8. Aktier och ägarförhållanden
9. Styrelse, ledande befattningshavare, revisorer
10. Skattefrågor
11. Räkenskaper
12. Revisorernas granskningsberättelse
13. Tillkommande information om utländska aktier
14. Eventuella prospektbilagor

⁹² Se FFFS 1995:21 3 kap. 71 §.

3.5 Involverade aktörer och praktiskt tillvägagångssätt

Skyldigheten att upprätta prospekt enligt 5 kap. 5 § LBC åvilar, enligt bestämmelsens ordalydelse, ”utgivaren av fondpapperen”. På motsvarande sätt framgår av 2 kap. 2 § LHF att skyldigheten att upprätta emissionsprospekt enligt detta lagrum åvilar ”utgivaren”.⁹³ Det är således den juridiska personen självt, aktiebolaget, som ansvarar för att prospekt upprättas. Skyldigheten att upprätta prospekt enligt 4 kap. 18 § ABL åvilar å andra sidan bolagets styrelse, inte bolaget som sådant. I praktiken är det förhållandet att lagarnas utformning i detta avseende avviker från varandra av ringa betydelse. Styrelsen är det bolagsorgan som i andra angelägenheter än den löpande förvaltning företräder bolaget, varför även ett för aktiebolagets räkning framtaget prospekt enligt LBC eller LHF i allmänhet upprättas av styrelsen även utan särskild lagföreskrift därom.⁹⁴ I regel sköts dock det praktiska arbetet i stor utsträckning av anlidade externa aktörer.

Börsintroduktioner och större emissioner riktade till en öppen krets av investerare kan teoretiskt sett ombesörjas av bolaget på egen hand. I praktiken medverkar dock alltid ett eller flera s.k. *emissionsinstitut*, d.v.s. banker eller värdepappersbolag som fungerar som en ”lots” vid introduktionen eller emissionen.⁹⁵ Yrkesmässig garantigivning eller annan medverkan vid emissioner av fondpapper eller erbjudanden om köp eller försäljning av finansiella instrument som är riktade till en öppen krets är att kvalificera som en form av värdepappersrörelse. För att verka som emissionsinstitut krävs därför tillstånd av Finansinspektionen. Enligt Finansinspektionens egna uppgifter har idag cirka 130 bankaktiebolag och värdepappersbolag tillstånd att driva värdepappersrörelse.⁹⁶ Endast en del av dessa har emellertid tillstånd att verka som just emissionsinstitut. Vidare är ett stort antal utländska värdepappersbolag verksamma i Sverige, bl.a. som emissionsinstitut.⁹⁷

Ett bolag som planerar en börsintroduktion eller en större nyemission ingår således normalt redan på ett tidigt stadium ett avtal med en eller flera banker och/eller fondkommissionärer, enligt vilket banken/fondkommissionären skall agera som emissionsinstitut. Vilka uppgifter

⁹³ Erbjudandeprospekt enligt 2 kap. 3 § LHF skall å andra sidan upprättas av den som lämnar erbjudandet, vilket ofta är en större aktieägare.

⁹⁴ Jfr SOU 1997:22, s. 228.

⁹⁵ Se af Sandeberg, s. 65.

⁹⁶ Se Finansinspektionens hemsida, 29 december 2002 (www.fi.se).

⁹⁷ Bortåt 1000 utländska värdepappersbolag, vilka endast delvis står under Finansinspektionens tillsyn, är verksamma i Sverige, se *ibid*.

som läggs på emissionsinstitutet varierar från fall till fall. Det kan tänkas att emissionsinstitutets praktiska ansvar begränsas till att tillhandahålla och emotta anmälningssedlar om teckning av aktie, passivt förmedla teckningsorder samt i övrigt förmedla själva handeln i aktien.⁹⁸ I regel är emellertid emissionsinstitutets uppgifter, såsom dessa preciserats i det mellan bolaget och institutet ingångna avtalet, mera långtgående. Emissionsinstitutet står således i stor utsträckning för den praktiska hanteringen av introduktionen/emissionen.⁹⁹ Här kan ingå t.ex. utformning av den metod som skall användas för emissionen, prissättning av emitterade aktier, försäljning av aktierna samt hantering av betalningen.¹⁰⁰ Vidare tillhandahåller emissionsinstitutet oftast rådgivning i såväl ekonomiska som juridiska frågor i anslutning till introduktionen/emissionen.¹⁰¹

I emissionsinstitutets ansvar för den praktiska hanteringen ingår ofta ett praktiskt ansvar för upprättande av prospektet. Emissionsinstitutet och emittentbolaget samarbetar om insamling av uppgifter och material.¹⁰² Emissionsinstitutet ombesörjer sammanställningen av informationen och upprättar prospekthandlingen.¹⁰³ I denna process anlitar emellertid såväl bolaget som emissionsinstitutet även externa konsulter. Sålunda anlitas advokatbyråer för legal genomgång av bolaget samt för verifikation av uppgifter i prospektet.¹⁰⁴ Även om lagtexten således talar om att bolaget eller bolagets styrelse svarar för upprättande av prospektet, är det således i praktiken ofta det medverkande emissionsinstitutet som, under biträde av bl.a. juridisk kompetens, står för framtagande av prospektet.

Man kan beträffande emissionsinstitutets roll och ansvar för emissionen skilja mellan några olika grundvarianter. Eftersom emissionsinstitutets ansvar för fel eller brister i prospektet varierar beroende på vilken grundvariant som valts (se avsnitt 4.2.3) skall dessa grundvarianter uppmärksammas här. Den första grundvarianten innebär att avtalet mellan bolaget och emissionsinstitutet är ett s.k. *best efforts* eller *placersavtal*.¹⁰⁵ Emissionsinstitutet tecknar då inte aktierna själv utan agerar endast som mellanhand. Institutet

⁹⁸ Jfr af Sandeberg, s. 338 f., s. 351.

⁹⁹ Jfr *ibid.*, s. 339.

¹⁰⁰ Jfr Ross, Westerfield & Jaffe, s. 537; af Sandeberg, s. 339.

¹⁰¹ Jfr af Sandeberg, s. 65, s. 339.

¹⁰² Jfr *ibid.*, s. 352.

¹⁰³ Jfr *ibid.*, s. 339, s. 340, s. 353. Jfr även Dotevall, s. 335.

¹⁰⁴ Jfr af Sandeberg, s. 352 f.

¹⁰⁵ Se härom, af Sandeberg, s. 65; Ross, Westerfield & Jaffe, s. 538 f. Om emissionsinstitutet i ett sådant avtal även åtar sig att, för det fall tillräckligt många aktier inte tecknas av fristående investerare, själv gå in och teckna det antal aktier som krävs för att genomföra emissionen, talas om *stand by underwriting*. Se härom, af Sandeberg, s. 346 f.; Ross, Westerfield & Jaffe, s. 551.

åtar sig att verka för att få till stånd teckning av aktierna och får ersättning genom provision. Den andra grundvarianten innebär att emissionsinstitutet genom avtalet med emittentbolaget åtar sig rollen av *underwriter* och säljer aktierna i fast räkning. Man talar härvid om *firm commitment underwriting*.¹⁰⁶ I detta fall förvärvar emissionsinstitutet aktierna från bolaget genom teckning och säljer dem sedan själv till intresserade investerare. Emissionsinstitutet står härmed risken för att emissionen kan genomföras till fastställd kurs.

Vid större emissioner, särskilt vid *firm commitment underwriting*, medverkar ofta flera emissionsinstitut.¹⁰⁷ Emissionsinstituten formerar *underwriting-grupper* i syfte att dela riskerna och underlätta genomförande av emissionen. Oftast är härvid ett eller ett par emissionsinstitut s.k. *lead manager*. Det emissionsinstitut som är *lead manager* ansvarar typiskt sett för alla aspekter av introduktionen eller emissionen, medan övriga emissionsinstitut huvudsakligen har att verka för försäljning av aktierna.

¹⁰⁶ Se härom, af Sandeberg, s. 65 f.; Ross, Westerfield & Jaffe, s. 538 f.

¹⁰⁷ Till det följande, se af Sandeberg, s. 66; Ross, Westerfield & Jaffe, s. 538.

4 Ansvar för fel och brister i prospekt

4.1 Allmänt om problematiken

I de föregående avsnitten har klargjorts i vilka situationer prospekt skall upprättas och vilket informationsinnehåll prospektet skall ha. Däremot har frågan om påföljder och konsekvenser då reglerna åsidosatts ännu ej behandlats. Skadeståndsskyldighet eller annat ansvar aktualiseras praktiskt sett i två olika situationer. Det handlar dels om fall då ett bolag helt underlåter att upprätta prospekt trots att prospektskyldighet föreligger, dels om fall då ett upprättat prospekt är behäftat med någon felaktighet eller brist.¹⁰⁸ Den förstnämnda situationen torde vara mycket sällsynt, medan den andra situationen kan tänkas vara mera frekvent förekommande. I detta avsnitt kommer därför, i likhet med andra framställningar på området, intresset att fokuseras på frågan om fel och brist i prospekt.

Flera olika aktörer är involverade i framtagandet av det prospekt som sedermera tillhandahålls aktiemarknaden (se avsnitt 3.5). Därmed föreligger också möjligheten att ansvar kan göras gällande mot flera olika ansvarssubjekt. Den följande framställningen inriktas på de tre kategorier av aktörer som i första hand kommer ifråga, d.v.s. bolaget självt, bolagets styrelseledamöter samt medverkande emissionsinstitut.

Den primära frågan, såväl i denna framställning som i praktiken, rör i vad mån skadestånd, d.v.s. monetär kompensation, kan utkrävas av den ansvariga aktören. Typfallet är att någon på grund av felaktiga uppgifter i ett prospekt tecknar eller köper aktier till överpris och därigenom lider en ekonomisk skada.¹⁰⁹ I denna situation är investeraren primärt intresserad av att erhålla ekonomisk kompensation för den lidna skadan. Det är emellertid i sammanhanget viktigt att uppmärksamma att även andra typer av ansvar kan komma ifråga. Således kan straffrättsligt ansvar i de mest allvarliga fallen vara aktuellt. Vidare kan olika påföljder av närmast administrativ natur, t.ex. påföljder bestämda av Stockholmsbörsens disciplinnämnd, aktualiseras.

Den följande framställningen kommer att visa att rättsläget i fråga om ansvar för fel och brister i prospekt ingalunda är helt klart. Det kommer vidare att framgå att regleringen för

¹⁰⁸ Se SOU 1997:22, s. 227.

¹⁰⁹ Se *ibid.*, s. 227.

närvarande är under utveckling. Det förefaller rimligt att anta att denna oklarhet och den utveckling som kan skönjas påverkar hur prospektet i praktiken utformas. Denna koppling mellan å ena sidan gällande regler och principer och å andra sidan prospektens utformning i praktiken är central för denna uppsats.

4.2 Gällande regler och principer om ansvar för fel och brister i prospekt

4.2.1 Bolagets ansvar

Skyldigheten att upprätta prospekt enligt 5 kap 5 § LBC respektive 2 kap LHF åvilar, som konstaterats i avsnitt 3.5, utgivaren av värdepappren, d.v.s. bolaget självt. Det förefaller därför naturligt att i första hand rikta ett skadeståndsanspråk p.g.a. fel eller brist i prospektet mot bolaget som sådant. Möjligheterna att under gällande rätt erhålla skadestånd från bolaget i dessa situationer är emellertid små, måhända obefintliga.

De skador som kan komma ifråga i de nu diskuterade situationerna är s.k. rena förmögenhetsskador, d.v.s. ekonomiska skador utan samband med person- eller sakskada.¹¹⁰ Svensk rätt gör beträffande sådana skador en grundläggande åtskillnad mellan å ena sidan kontraktuella förhållanden, där avtal föreligger mellan skadegörande och skadelidande part, och å andra sidan utomobligatoriska förhållanden, d.v.s. fall i vilka skadegörande och skadelidande part ej står i kontraktsförhållande till varandra.¹¹¹ Grundregeln är att skadeståndsskyldighet för ren förmögenhetsskada i utomobligatoriska förhållanden förutsätter att skadegörande part gjort sig skyldig till brottslig gärning. Motsvarande krav finns inte i kontraktsförhållanden.

Mot denna bakgrund är ett första problem hur rättsförhållandet mellan å ena sidan bolaget och å andra sidan den investerare som vid emission tecknar aktier i bolaget skall klassificeras. Det handlar här om ett förhållande i gränslandet mellan det inom- och utomkontraktuella. Något köp i juridisk mening är det vid nyteckning ej tal om.¹¹² Den rådande uppfattning i den svenska doktrinen, vilken enligt författarna till denna uppsats är välgrundad, är emellertid att förhållandet mellan bolaget och aktietecknaren är kontraktuellt eller åtminstone

¹¹⁰ Se 1 kap. 2 § skadeståndslagen (1972:207).

¹¹¹ Till det följande, jfr 2 kap. 2 § skadeståndslagen (tidigare 2 kap. 4 § skadeståndslagen, ibland kallad ”spärregeln”); prop. 1972:5, s. 568; Hellner, s. 67 ff.

¹¹² Jfr prop 1983/84:48, s. 15; Deuschl, s. 270 f.; Lüning, s. 27; af Sandeberg, s. 264.

kvasikontraktuellt.¹¹³ Mycket talar således för att frågan om skadeståndsansvar för bolaget för fel eller brister i prospekt bör bedömas enligt gällande principer för inomkontraktuellt skadestånd, inte enligt principerna för utomboligatoriskt skadestånd, varför rätt till ersättning ej förutsätter att brott begåtts.

Det vore mot denna bakgrund naturligt att anta att skadeståndanspråk kunde göras gällande mot bolaget i fall då bolaget av oaktsamhet lämnat felaktiga uppgifter i prospektet eller utelämnat vissa uppgifter i detsamma. Rättspraxis och doktrin indikerar emellertid att ett aktiebolag inte kan bli skadeståndsskyldigt mot sina aktieägare eller den som i väsentlig mån är att likställa med aktieägare, när dessa personers anspråk hänför sig till teckning eller förvärv av aktier som utgivits av bolaget.¹¹⁴ Detta avsteg från allmänna skadeståndsrättsliga grundsatsar härleds från rättsfallet NJA 1935 s. 270, vilket rättsfall tillkom i kölvattnet av Kreuger-kraschen. Skälet för att utesluta eller begränsa aktieägares rätt till skadestånd från bolaget är upprätthållande av skyddet för aktiebolagets aktiekapital och upprätthållande av principen att utbetalning till aktieägare endast får ske enligt aktiebolagslagens regler om vinstutdelning, nedsättning av aktiekapital samt utskiftning vid likvidation.¹¹⁵

De skadeståndanspråk som kan aktualiseras vid fel eller brist i prospekt hänför sig just till teckning eller förvärv av aktier i bolaget. Den dominerande uppfattning är således att, enligt gällande svensk rätt, något skadeståndsansvar för bolaget självt vid fel eller brist i prospekt inte kan komma ifråga.

Det har emellertid i viss doktrin diskuterats om den princip som kommit till uttryck verkligen helt utesluter möjligheten av skadeståndskrav mot bolaget.¹¹⁶ De skäl som anförts till stöd för att skadestånd ej bör utgå motiverar måhända endast att skadestånd ej får inkräkta på bolagets aktiekapital. Om fritt eget kapital finns att tillgå skulle möjligen ett skadeståndsanspråk kunna vinna framgång.¹¹⁷

¹¹³ Se SOU 1997:22, s. 227; SOU 2001:1, s. 261; af Sandeberg, s. 263 ff.; Samuelsson, s. 268. Jfr Deuschl, s. 270 ff.; Lüning, s. 24 ff.

¹¹⁴ Se SOU 1997:22, s. 227; SOU 2001:1, s. 261; Lüning, s. 38 ff.; af Sandeberg, s. 268 ff., Karlgren, s. 187 ff.

¹¹⁵ Se SOU 1997:22, s. 227; SOU 2001:1, s. 261; af Sandeberg, s. 268.

¹¹⁶ Jfr Lüning, s. 40 f.; Karlgren, s. 202; Deuschl, s. 290 f.

¹¹⁷ Aktiebolagskommittén anser det visserligen vara tydligt att svensk rätt för närvarande inte ger möjlighet att "... ålägga aktiebolag obegränsad inomobligatorisk skadeståndsskyldighet mot aktieägare eller aktietecknare ...", se SOU 1997:22, s. 227 f. Detta uttalande utesluter dock inte i sig att någon form av begränsad skadeståndsskyldighet kan komma ifråga. Jfr Deuschl, s. 290 f.

Ett bolag som inte iakttar prospektreglerna riskerar också påföljder av administrativ karaktär. Finansinspektionen fungerar som tillsynsmyndighet beträffande reglerna på värdepappersområdet, däribland LBC, LHF och FFFS 1995:21. Detta innebär bl.a. att Finansinspektionen kan vidta åtgärder för det fall ett bolag inte följer prospektreglerna.¹¹⁸ Tillgängliga åtgärder innefattar erinran, varning och föreläggande om rättelse. Vidare kan Stockholmsbörsens disciplinkommitté, med stöd av noteringsavtalet (jfr avsnitt 3.2.2), besluta om påföljder vid överträdelse av noteringsavtalet eller författning. Vid åsidosättande av prospektreglerna, t.ex. genom lämnande av felaktig eller bristfällig information, riskerar bolaget således varning, vite eller, i de mest allvarliga fallen, avnotering.

4.2.2 Styrelseledamöternas ansvar

Enligt 4 kap 18 § ABL åvilar skyldigheten att upprätta prospekt enligt denna lag bolagets styrelse, inte bolaget som sådant. Enligt LBC och LHF åvilar skyldigheten å andra sidan bolaget som sådant. Som anförts i avsnitt 3.4 upprättas emellertid ett för aktiebolagets räkning framtaget prospekt enligt LBC eller LHF i allmänhet av styrelsen även utan särskild lagföreskrift därom. Med tanke på svårigheterna att göra gällande skadeståndsanspråk mot bolaget som sådant ligger det mot denna bakgrund nära till hands att, i situationer då aktietecknare lidit skada p.g.a. fel eller brist i prospekt, anspråk istället framställs mot styrelseledamöterna personligen.

Styrelseledamöters skadeståndsansvar mot aktieägare i bolaget (s.k. externt ansvar) regleras i första hand i 15 kap 1 §, andra meningen ABL. Den styrelseledamot som uppsåtligt eller av oaktsamhet, genom överträdelse av aktiebolagslagen, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen, vållar aktieägare eller annan person skada, blir skadeståndsskyldig enligt detta lagrum. Denna reglering kan bl.a. grunda skadeståndsansvar för styrelseledamöterna i vissa fall av fel eller brist i prospekt. Om styrelsen vid upprättande av prospektet åsidosätter prospektreglerna i ABL, t.ex. genom att inte tillse att prospektet får det innehålla denna lag kräver, kan aktieägare som lidit skada till följd härav med framgång göra gällande skadeståndskrav mot styrelseledamöterna, förutsatt att dessa agerat uppsåtligt eller åtminstone varit oaktsamma.¹¹⁹

¹¹⁸ Se af Sandeberg, s. 298 f.

¹¹⁹ Jfr SOU 1997:22, s. 228; SOU 2001:1, s. 260; Kleineman, s. 314 f.; af Sandeberg, s. 302; Samuelsson, s. 254 f.

Som framgått i tidigare avsnitt återfinns centrala regler rörande prospekt utanför ABL, bl.a. de allmänna reglerna i LBC och LHF. Frågan om prospektets informationsinnehåll regleras, som framgått i avsnitt 3.4, primärt genom FFFS 1995:21 och NBK:s rekommendation om utformning av prospekt. I många fall av fel eller brist i prospekt föreligger därför ingen överträdelse av ABL, men väl ett åsidosättande av andra prospektregler. I dessa fall kan ansvar ej göras gällande med stöd av 15 kap. 1 §, andra meningen ABL, eftersom detta lagrum förutsätter en överträdelse av ABL. Istället får skadeståndsfrågan i dessa fall avgöras med tillämpning av allmänna skadeståndsrättsliga grundsatser.¹²⁰

Det föreligger inte något kontrakts- eller kontraktsliknande förhållande mellan styrelseledamöterna å ena sidan och aktietecknare å den andra. Frågan om skadestånd i fall då någon överträdelse av ABL ej kan läggas styrelseledamöterna till last måste därför bedömas enligt utomobligatoriska skadeståndsprinciper.¹²¹ Enligt huvudregeln om skadeståndsskyldighet för ren förmögenhetsskada utanför kontraktsförhållande (se avsnitt 4.2.1) utgår skadestånd om styrelseledamoten gjort sig skyldig till en brottslig gärning vid upprättande av prospektet.¹²² Om styrelseledamoten medverkat till att ge prospektet en felaktig utformning utan att hans agerande kan bedömas som brottsligt är det mera tveksamt om skadeståndsskyldighet för styrelseledamoten kan aktualiseras. Visserligen framhölls vid tillkomsten av 2 kap. 4 § skadeståndslagen (numera 2 kap. 2 § skadeståndslagen) att bestämmelsen ej skulle hindra en rättsutveckling genom praxis.¹²³ Senare rättspraxis har även visat att det finns ett visst utrymme för skadeståndsansvar för ren förmögenhetsskada utanför kontraktsförhållanden även i avsaknad av brottslig gärning.¹²⁴ Det har också i doktrinen gjort gällande att om prospektreglerna anses ha till syfte att ge direkt skydd åt investerare, bör ett oaktsamt åsidosättande av reglerna kunna medföra skadeståndsskyldighet för medverkande styrelseledamöter, även om dessa ej begått brottslig handling.¹²⁵ Man kan således tänka sig att rättspraxis utvecklar sig i riktning mot ett ansvar för fel eller brist i prospekt även utanför kontraktsförhållanden. Det finns emellertid idag ingen rättspraxis som direkt påvisar en sådan tillämpning av skadeståndsprinciperna i fall av fel eller brist i prospekt. Slutsatsen blir därför att det får anses osäkert om ett skadeståndsanspråk kan göras gällande mot en styrelseledamot

¹²⁰ Jfr Deuschl, s. 273; Kleineman, s. 311; af Sandeberg, s. 302; Samuelsson, s. 257.

¹²¹ Jfr SOU 1997:22, s. 228; SOU 2001:1, s. 260; af Sandeberg, s. 302.

¹²² Om brott, se närmare nedan.

¹²³ Se prop. 1972:5, s. 568.

¹²⁴ Se framförallt NJA 1987 s. 692.

¹²⁵ Se Kleineman, s. 316.

som oaktsamt medverkat till att ge prospektet ett felaktig innehåll, om styrelseledamoten varken överträtt ABL eller gjort sig skyldig till brottslig gärning.¹²⁶

Det brott som i första hand kan komma ifråga är svindleri enligt 9 kap. 9 § brottsbalken.¹²⁷ Ansvar för svindleri inträder då någon uppsåtligen offentliggör vilseledande uppgift i avsikt att påverka priset på t.ex. värdepapper. Vidare inträder ansvar för svindleri då personer som på grund av sin ställning bör äga särskild kännedom om ett företag, uppsåtligen eller av grov oaktsamhet offentliggör eller bland företagets intressenter sprider vilseledande uppgift ägnad att påverka bedömandet av företaget i ekonomiskt hänseende och därigenom medföra skada. Om ett bolag styrelse t.ex. förser ett prospekt med uppgifter som man vet är felaktiga och som är ägnade att påverka aktietecknarens bedömning av bolaget och ägnade att leda till att aktier tecknas till överkurs, torde styrelseledamöterna sålunda göra sig skyldig till brottslig gärning.

I vissa fall kan straffbestämmelsen rörande bedrägeri, 9 kap. 1 § brottsbalken, aktualiseras.¹²⁸ Ansvar för bedrägeri inträder om någon medelst vilseledande förmår någon annan till handling som innebär förmögenhetsöverföring från den vilseledda till gärningsmannen (eller någon annan som gärningsmannen avsiktligen bereder vinning, se 23 kap 7 § brottsbalken). Om styrelsen t.ex. avsiktligen förser ett prospekt med felaktig information och härigenom förmår aktieägare att teckna aktier i bolaget, kan bedrägeri vara för handen.

Det handlar i de diskuterade fallen om överträdelser av allvarlig karaktär, huvudsakligen fall av uppsåtligt agerande. I många fall av fel eller brister i prospekt torde felaktigheten eller bristen inte vara uppsåtlig. I vart fall kan för ansvar erforderligt uppsåt (eller, såvitt avser svindleri, grov oaktsamhet) vara svårt att bevisa. Man kan således anta att det framförallt är i de allra mest flagranta fallen av felaktigheter och brister som straffrättsligt ansvar med framgång kan göras gällande. Betydelsen av att brott konstateras vara för handen är tvåfaldig. Dels drabbas styrelseledamöterna av brottspåföljd, dels står det klart att grund för skadeståndskrav mot styrelseledamöterna föreligger (se ovan).

¹²⁶ Jfr SOU 1997:22, s. 229.

¹²⁷ Jfr Lüning, s. 31 ff.; af Sandeberg, s. 415 ff, Samuelsson, s. 197 ff.

¹²⁸ Jfr Lüning, s. 28 ff.; af Sandeberg, s. 420 f.

4.2.3 Emissionsinstitutens ansvar

Som framgått i avsnitt 3.5 medverkar i allmänhet ett eller flera emissionsinstitut, d.v.s. normalt banker eller fondkommissionärer, vid noteringar, emissioner och erbjudanden. Vilket ansvar emissionsinstitutet har för fel eller brist i prospekt beror på de funktioner emissionsinstitutet fyller och de åtaganden emissionsinstitutet gjort i det enskilda fallet.

Man kan teoretiskt sett tänka sig fall i vilka emissionsinstitutet endast förmedlar handeln i aktien, d.v.s. tillhandahåller och emottar anmälningssedlar och passivt förmedlar teckningsorder. Emissionsinstitutet har i detta fall ingenting med framtagande och distribution av prospektet att göra och något skadeståndsansvar för emissionsinstitutet för fel eller brist i prospektet torde därför ej komma ifråga.¹²⁹

Det normala är emellertid, som förklarats i avsnitt 3.5, att emissionsinstitutet och emittentbolaget samarbetar avseende insamlingen av uppgifter och material och att emissionsinstitutet ansvarar för sammanställning och tryckning av prospektet, allt under medverkan av externa konsulter. I sådana fall ligger det närmare till hands att hålla emissionsinstitutet skadeståndsansvarigt för fel eller brister i prospektet.

Om emissionsinstitutet endast har rollen av mellanhand, såsom vid s.k. *best effort* eller placeringsavtal, föreligger inget avtalsförhållande mellan å ena sidan emissionsinstitutet och å andra sidan den som tecknar aktier i bolaget.¹³⁰ Emissionserbjudandet lämnas av bolaget självt och utnyttjas av aktietecknaren, medan emissionsinstitutet endast spelar en förmedlande roll. Denna slutsats gäller även i fall då emissionsinstitutet tillhandahåller s.k. *stand by underwriting*, d.v.s. garanterar att själv träda in och köpa det antal aktier som krävs för emissionens genomförande om tillräckligt många aktier inte tecknas av fristående investorer.¹³¹ Även då en sådan garanti föreligger fungerar emissionsinstitutet, i förhållande till aktietecknarna, endast som mellanhand. Att något kontraktsförhållande inte är för handen mellan emissionsinstitutet och aktietecknaren gör att den tidigare berörda huvudregeln, enligt vilken skadeståndsansvar för ren förmögenhetsskada utanför kontraktsförhållande normalt förutsätter brottslig gärning, aktualiseras.

¹²⁹ Jfr *ibid.*, s. 351.

¹³⁰ Jfr *ibid.*, s. 341.

¹³¹ Jfr *ibid.*, s. 346. Om *stand by underwriting*, se även Ross, Westerfield & Jaffe, s. 551.

Möjligen skulle man kunna argumentera för att ett kontraktliknande förhållande mellan emissionsinstitutet och aktietecknaren skapas genom att emissionsinstitutet står bakom prospektet. Ett skadeståndsansvar för fel eller brist i prospektet skulle då kunna göras gällande av aktietecknare om emissionsinstitutet varit oaktsamt vid framtagande av prospektet, även om något brott ej begåtts. Till stöd för samma slutsats kan anföras att, som anförts i avsnitt 4.2.2, regeln i 2 kap. 2 § skadeståndslagen ej varit ämnad att hindra rättsutveckling genom praxis. Den svenska rättsutvecklingen kan sägas ha nått dithän att ansvar i vissa fall kan bli aktuellt för vilseledande information i icke-kontraktuella förhållanden, särskilt om det föreligger en viss närhet till den skadelidande och denne haft befogad anledning att fästa tillit till den information som lämnats.¹³² I avsaknad av direkt tillämplig rättspraxis får det dock för närvarande anses oklart i vad man skadeståndsansvar för förmedlande emissionsinstitut inträder i avsaknad av brottslig gärning.

Om emissionsinstitutet genom s.k. *firm commitment underwriting* ikläder sig rollen av underwriter och säljer aktierna i fast räkning, är rättsläget klarare. Emissionsinstitutet förvärvar här aktierna genom teckning, varefter emissionsinstitutet själv säljer aktierna till investörerna. Emissionsinstitutet har därmed en köprättslig kontraktsrelation med var och en av aktieförvärvarna. Detta köprättsliga avtalsförhållande bör vara underkastat reglerna i köplagen (1990:931).¹³³ Skulle det visa sig att det prospekt som framtagits av emissionsinstitutet, och på vilket investerarna förlitat sig, är behäftat med fel eller brister som inverkat på köpet, kan investeraren i många fall åberopa att köpeobjektet, d.v.s. aktierna, är behäftat med fel i köplagens mening (se framförallt 18 § köplagen).¹³⁴ Investeraren kan således göra gällande köplagens felpåföljder, vilket bl.a. innebär att skadeståndskrav, under vissa förutsättningar, kan framställas.

4.3 Diskussion och lagförslag

Framställningen i avsnitt 4.2 visar att rättsläget i fråga om skadeståndsansvar vid fel eller brist i prospekt dels är oklart, dels får anses mindre fördelaktigt för de skadelidande aktietecknarna. Under framförallt senare år har det beskrivna rättsläget blivit föremål för diskussion och kritik. Fokus har härvid legat på frågan om inte bolaget självt bör kunna göras skadeståndsansvarigt vid fel eller brist i prospekt.

¹³² Jfr Dotevall, s. 335.

¹³³ Se Hultmark, s. 79 ff.

¹³⁴ Jfr *ibid.*, s. 130 ff., ssk s. 150.

I Catarina af Sandebergs avhandling från 2001 om prospektansvaret kritiseras den ordning som för närvarande råder avseende ansvar för fel och brister i prospekt.¹³⁵ Enligt af Sandeberg krävs, för att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden skall upprätthållas, att klara ansvarsregler gäller för den information på vilken investerarna har att grunda sina köp- och säljbeslut.¹³⁶ Det är, menar af Sandeberg, viktigt att den överseende attityd mot oegentligheter som hittills varit allmän på värdepappersmarknaden bryts.¹³⁷

Även Aktiebolagskommittén har ägnat frågan om ansvar för fel och brister i prospekt betydande uppmärksamhet. Kommittén har härvid behandlat inte bara bolagets eget ansvar utan även ansvar för bolagets styrelseledamöter.

Kommittén föreslår att en särskild bestämmelse om styrelsens ansvar för prospekt införs.¹³⁸ Styrelsens skyldighet att upprätta prospekt bör enligt kommittén sanktioneras med skadeståndsskyldighet vid uppsåtlig eller oaktsam överträdelse av prospektskyldigheten. Lagtekniskt uppnås detta enligt kommitténs förslag genom att 15 kap. 1 § ABL kompletteras med hänvisning till LBC och LHF. Om kommitténs förslag i denna del resulterar i lagstiftning kommer rättsläget beträffande styrelseledamöters ansvar att klarläggas. I många fall av fel eller brist i prospekt får reglerna i LBC och LHF anses ha överträtts, varför skadelidande aktietecknare kan framföra skadeståndskrav mot styrelseledamöter, förutsatt att dessa agerat åtminstone oaktsamt.

Kommittén har även i sitt delbetänkande 1997 konstaterat att det får anses tveksamt om den rådande uppfattningen beträffande bolags ansvar för fel eller brist i prospekt motsvarar en modern syn på prospektansvaret.¹³⁹ I sitt slutbetänkande, avgivet 2001, återkommer kommittén till frågeställningen.

Kommittén konstaterar att det framstår som högst otillfredsställande att bolaget självt, som med hjälp av ett missvisande prospekt dragit in kanske hundratals miljoner kronor i en nyemission, i praktiken ofta är fredat från skadeståndsanspråk från de vilseledda

¹³⁵ Se af Sandeberg, ssk kapitel 22.

¹³⁶ Se ibid., s. 456.

¹³⁷ Se ibid. Deuschl, ssk s. 296, menar likaledes att dagens ekonomiska och rättsliga verklighet får anses ställa krav på ett utvidgat prospektansvar för bolaget.

¹³⁸ Till det följande, se SOU 1997:22, s. 229 f.

¹³⁹ Se ibid., s. 227 f.

aktietecknarna.¹⁴⁰ Kommittén anför även att skyddet för bolagets bundna kapital i och för sig inte kan motivera ett totalförbud mot utbetalning av ersättning från bolaget till skadelidande aktietecknare. Det skulle från kapitalskyddssynpunkt vara tillfyllest att bolagets bundna kapital även efter en sådan utbetalning var täckt.¹⁴¹ Kommittén finner även att den svenska ordning avviker från den internationella bilden, och att den svenska ordningen dels kan påverka förtroendet för den svenska aktiemarknaden på ett negativt sätt, dels kan fördyra kapitalanskaffningen för svenska bolag.¹⁴²

Kommittén menar därför att den nuvarande principen, att ett aktiebolag inte kan bli skadeståndsskyldigt mot sina aktieägare när dessa personers anspråk hänförs till teckning eller förvärv av aktier i bolaget, måste överges. Det bör vara möjligt att få skadestånd av bolaget p.g.a. fel eller brister i prospekt och detta utan några begränsningar till fritt eget kapital.¹⁴³ Att skadeståndsansvaret inte begränsas till bolaget fria egna kapital motiveras bl.a. med att en sådan lösning skulle avvika från vad som i övrigt gäller för skadeståndsanspråk mot ett bolag samt innebära betydande olägenheter med risk för nya processer efter hand som bolaget upparbetar nytt fritt eget kapital.¹⁴⁴ Den ersättningsgilla skadan bör enligt kommittén avse skillnaden mellan å ena sidan det belopp som den skadelidande med utgångspunkt i prospektet erlagt för aktien och å andra sidan det belopp som han skulle ha erlagt om uppgifterna i prospektet varit korrekta.¹⁴⁵

Kommittén föreslår således en ny bestämmelse i LHF rörande bolagets ansvar för fel och brister i prospekt.¹⁴⁶ Om ett bolag upprättar börsprospekt, emissionsprospekt eller erbjudandeprospekt och prospektet på grund av uppsåt eller vårdslöshet från bolagets sidan är felaktigt eller bristfälligt, svarar bolaget för skada som därigenom vållas den som tecknat eller köpt fondpapper av bolaget, av den aktieägare som gjort erbjudandet eller av det värdepappersinstitut som bolaget eller aktieägaren anlitat för att placera fondpapperen på kapitalmarknaden..

¹⁴⁰ Se SOU 2001:1, s. 263 f.

¹⁴¹ Se *ibid.*, s. 264. Jfr Karlgren, s. 202.

¹⁴² Se SOU 2001:1, s. 264 ff.

¹⁴³ Se *ibid.*, s. 266.

¹⁴⁴ Se *ibid.*, s. 269.

¹⁴⁵ Se *ibid.*, s. 268.

¹⁴⁶ Se *ibid.*, s. 196 f.

Aktiebolagskommitténs förslag övervägs för närvarande inom justitiedepartementet. Om förslaget resulterar i lagstiftning kommer rättsläget i fråga om ansvar för fel och brist i prospekt att klarläggas och aktietecknare kommer att erhålla en betydligt mera förmånlig ställning än vad som är fallet idag. Ansvarsprinciperna för såväl bolaget självt som bolagets styrelseledamöter fastslås med önskvärd tydlighet. Däremot kvarstår fortfarande osäkerhet rörande medverkande emissionsinstituts ansvar.

I detta sammanhang bör även den lag om grupprättegång (2002:599) som trätt i kraft den 1 januari 2003 uppmärksammas. Denna lag möjliggör att en person, om vissa förutsättningar är för handen, väcker och utför talan i domstol som företrädare för en grupp av personer, med rättsverkningar för dem, trots att de inte är parter i målet. Sådan grupptalan förutsätter bl.a. att talan grundas på omständigheter som är gemensamma eller likartade för gruppmedlemmarnas anspråk. Talan kan väckas av en fysisk eller juridisk person som tillhör gruppen ifråga (s.k. enskild grupptalan), av en ideell förening som i enlighet med sina stadgar tillvaratar konsument- eller löntagarintressen (s.k. organisationstalan), eller av en myndighet som med hänsyn till vad tvisten rör är lämpad att företräda gruppmedlemmarna (s.k. offentlig grupptalan).

Varje enskild aktietecknares anspråk vid fel eller brist i prospekt kan röra ett mindre belopp, som inte i sig motiverar en omfattande skadeståndsprocess med risk för rättegångskostnadsansvar. Möjligheten att genomföra en grupprättegång innebär emellertid att anspråken kan kumuleras till en skadeståndstalan, vilken kan komma att avse ett ansevärt belopp. Om Aktiebolagskommitténs förslag om ansvar för bolag genomförs kan man således tänkas sig att vi i framtiden får se omfattande rättsprocesser, där en aktietecknare, eller kanske Aktiespararnas riksförbund, såsom företrädare för en grupp bestående av ett stort antal aktietecknare för skadeståndstalan mot ett bolag för fel eller brist i ett av bolagets utgivna prospekt. Sådana processer kan f.ö. tänkas även om Aktiebolagskommitténs förslag inte genomförs. Den mest plausibla svaranden är då, mot bakgrund av nu rådande rättsläge, inte bolaget självt utan snarare de emissionsinstitut som medverkat vid noteringen, emissionen eller erbjudandet.

Slutligen måste den pågående utvecklingen inom EU (se avsnitt 3.2.3) framhållas. De nu föreliggande förslagen torde få inverkan även på frågan om ansvar för fel och brister.

Enligt artikel 25 i kommissionens förslag till direktiv¹⁴⁷ skall medlemsstaterna fastställa regler om påföljder, bl.a. (men tydligen inte uteslutande) administrativa påföljder, som är tillämpliga vid överträdelser av de nationella bestämmelser som antagits för att implementera direktivet. Påföljderna skall enligt direktivet vara effektiva, proportionerliga och avskräckande.

I kommissionens ändrade förslag till direktiv har vidare införts en särskild artikel, artikel 6, om ansvar för prospektet. Medlemsstaterna skall enligt förslaget säkerställa att ansvaret för den information som ges i ett prospekt åvilar förvaltnings-, lednings- och kontrollorganen hos emittenten, eller den som lämnar ett erbjudande, den person som ansöker om upptagande till handel på en reglerad marknad eller emissionsgaranten, allt utifrån vad som är tillämpligt i det aktuella fallet. De personer som är ansvariga skall klart anges i prospektet tillsammans med förklaringar av dem om informationens vederhäftighet. Vidare anges i förslaget att medlemsstaterna skall säkerställa att deras lagar och andra författningar på ansvarområdet är tillämpliga på de personer som är ansvariga för den information som ges i prospektet. Uttrycket ”författningar på ansvarområdet” är oklart, vilket väl får förklaras med en olycklig översättning av dokumentet. Av den engelska versionen, som talar om ”civil liability”, framgår att det är de civilrättsliga skadeståndsreglerna som avses.

Artikel 6 är inte alldeles lättolkad och dess konsekvenser är inte klara. Artikeln föreskriver endast att skadeståndsförfattningarna skall vara tillämpliga, inte vad dessa skall föreskriva. I sin motivering anför dock kommissionen att artikel 6 ”fastställ[er] principen om emittentens ansvar för innehållet i prospektet och medlemsstaternas skyldighet att se till att emittenten i tillämpliga fall kan ställas till ansvar”.¹⁴⁸ Syftet synes således vara att tillse att skadeståndsansvar kan göras gällande. Det kan mot denna bakgrund inte råda något tvivel om att artikel 6, för det fall Kommissionens förslag leder till antagande av ett direktiv, kommer att utgöra ett argument för utvidgning av skadeståndsansvaret vid fel eller brist i prospekt. Kommissionens förslag ligger således i linje med den svenska diskussionen och Aktiebolagskommitténs förslag.

¹⁴⁷ Kommissionens ändrade förslag, KOM/2002/460, COD 2001/0117, till Europaparlamentets och Rådets direktiv om de prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och om ändring av direktiv 2001/34/EG. Bestämmelsen fanns med redan i det ursprungliga förslaget, då i artikel 23. Se Kommissionens förslag, KOM/2001/280, COD 2001/0117, till Europaparlamentets och Rådets direktiv om spridning av prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad.

¹⁴⁸ Kommissionens ändrade förslag, s. 9.

Framställningen i detta och föregående avsnitt visar att principerna för ansvar för fel eller brist i prospekt enligt svensk rätt är delvis oklara och föremål för en pågående utveckling. Denna utveckling är skönjbar med avseende på ansvaret för samtliga aktörer involverade i framtagande av prospekt. *Bolaget* självt torde för närvarande inte kunna åläggas skadeståndsansvar för fel eller brist i prospekt, men detta förhållande är föremål för kritik och kan inom kort ändras genom lagstiftning i enlighet med Aktiebolagskommitténs förslag. *Styrelseledamöter* är redan idag skadeståndsskyldiga vid oaktsamma överträdelser av ABL:s prospektregler eller brottslig gärning vid framtagande av prospektet. Viss doktrin förespråkar emellertid ansvar även vid överträdelser av andra regler och en sådan utveckling har måhända visst stöd i den allmänna utvecklingen i svensk rätt av synen på skadeståndsansvar för ren förmögenhetsskada. Det föreligger slutligen även ett lagförslag som klargör att styrelseledamöter kan bli skadeståndsskyldiga även vid oaktsam överträdelse av LBC och LHF. *Emissionsinstitut* svarar vid *firm commitment underwriting* enligt köprättsliga regler för fel och brister i prospektet. I andra fall är läget osäkert, men även här stödjer den allmänna utvecklingen av ansvaret för ren förmögenhetsskada utom kontraktsförhållanden att möjlighet att utkräva skadeståndsansvar för emissionsinstitutet kan finnas i vissa fall, även i avsaknad av brottslig gärning. Utvecklingen av ansvarsprinciperna för de involverade aktörerna kännetecknas således genomgående av att möjligheterna att göra gällande skadeståndskrav ökar. Man kan tala om ett stärkt skydd för investerarna.

5 Prospekt i praktiken

5.1 Presentation och motivering av undersökningsobjekten

Den grundläggande tanken med förevarande fallstudie har varit att jämföra prospekt från bolag utställda i nära anslutning till de årtal, då nya regelverk, och annan för prospektens upprättande väsentlig information, kommit marknadens aktörer tillhanda. Således tar vår studie avstamp i 1975 års aktiebolagslag och sträcker sig, i enlighet med kapitel 3, fram till det idag liggande förslaget till ny lagstiftning.¹⁴⁹

Med ovanstående i åtanke har det fallit sig naturligt att utgå från den av regelkomplexet skapade kronologin för att passa in lämpliga prospekt i studien. De prospekt, vilka till sist nyttjats i studien är de som vid våra efterforskningar befunnits tillgängliga inom rimlig tid. Således har urvalet delvis styrts av tillgänglighet samt det eventuella extraordinära intresse, exempelvis massmedial uppmärksamhet, som i vissa fall figurerat kring ett visst prospekt. I föreliggande studie kan ett sådant intresse påvisas i de två prospekt som är av senast datum.

Bolagen, vars utvalda prospekt studerats, är sju till antalet och beskrivs, tillsammans med en förklaring till prospektförfarandets aktualitet, översiktligt i det följande.

Trelleborgs Gummifabriks AB – emissionsprospekt år 1976

Studiens första undersökningsobjekt är ett emissionsprospekt över en nyemission företagen år 1976 av Trelleborgs Gummifabriks AB (hädanefter benämnt Trelleborg) vilken syftade till att tillföra bolaget högst cirka 34 miljoner kronor. Vid tiden för prospektets utfärdande var Trelleborg Nordens största företag i sin bransch, vilken utgjordes av tillverkning och försäljning av industrigummiprodukter, däck och produkter i plast. En förbättrad soliditet och därav ökade upplåningsmöjligheter utomlands nämns som de främsta skälen till nyemissionen, då bolaget vid tiden ämnade förverkliga ett investeringsprogram, vilket överstigit självfinansieringen.¹⁵⁰

¹⁴⁹ Se även Bilaga 1.

¹⁵⁰ Prospekt över 1976 års nyemission, Trelleborg AB, 1976.

Svenskt Stål AB – noteringsprospekt år 1989

Svenskt Stål AB (hädanefter benämnt SSAB) utfärdade 1989 ett prospekt i och med bolagets inbjudan till förvärv av aktier, vilka ställdes till förfogande av de dåvarande ägarna, däribland svenska staten, 4:e AP-fonden och Skandia. Inbjudan gällde cirka 23 % av aktiekapitalet och bolagets avsikt var att notera aktien på Stockholms Fondbörs O-lista tills det att ansökan om notering på A-listan behandlats. Bolaget hade under åren som föregick introduktionen genomgått flera omstruktureringsprogram av varierande storlek och koncentrerat sin verksamhet till att omfatta tillverkning och förädling av tunnplåt i därtill hörande anläggningar. Omstruktureringarna föll väl ut med förbättrat kassaflöde som följd, vilket föranledde styrelsens beslut att bolaget var redo för en börsintroduktion.¹⁵¹

Fristads AB – noteringsprospekt år 1994

Trelleborgs expansiva förvärvspolicy ändrades markant i kölvattnet efter krisen under 90-talets början och bolaget återgick till att värna om sina kärnverksamheter i gummibranschen. Ett av de tidigare förvärvade företagen, Fristads AB, vars verksamhet bestod av tillverkning av arbetskläder, upplevde en kraftig resultatnedgång nämnda period, vilket föranledde rationalisering. När marknadsförutsättningarna förbättrades och företaget åter befanns lönsamt beslutade Trelleborg att sälja ut motsvarande hela aktiekapitalet i Fristads och i samband med denna affär även ansöka om notering på Stockholms Fondbörs O-lista i väntan på att förutsättningar för notering på A-listan skulle vara förhanden.¹⁵²

Biacore AB – noteringsprospekt år 1996

Under 1996 bjöds allmänheten in till förvärv av aktier i det av Pharmacia & Upjohn helägda bolaget Biacore International AB (hädanefter benämnt Biacore). Pharmacia & Upjohn ämnade vid tillfället inrikta sig på utveckling av läkemedel varvid Biacore, vars huvudsakliga verksamhet låg inom utveckling, tillverkning och marknadsföring av vetenskapliga instrument nyttjade i bioteknikbranschen, ej längre ansågs passa in i koncernen Pharmacia & Upjohn. Erbjudandet och det utställda prospektet riktade sig till främst svenska och amerikanska investerare, då Biacore i samband med Pharmacia & Upjohns utförsäljning av cirka 59 % av aktiekapitalet och rösterna även ansökt om notering på Stockholms Fondbörs O-lista och vid NASDAQ i USA.¹⁵³

¹⁵¹ Inbjudan till förvärv av aktier i SSAB Svenskt Stål AB, 1989.

¹⁵² Inbjudan till förvärv av aktier i Fristads AB, 1994.

¹⁵³ Inbjudan till förvärv av aktier i Biacore International AB, 1996.

BioPhausia AB – noteringsprospekt år 1998

Det inom bioteknikbaserade läkemedel verksamma bolaget BioPhausia utfärdade 1998 ett prospekt gällande en nyemission av aktier i huvudsakligt syfte att öka det egna kapitalet med cirka 57 miljoner kronor före avdrag av emissionskostnader. I samband med nyemissionen avsåg även bolagets styrelse att notera BioPhausia vis Stockholms Fondbörs O-lista. Motiven, bortsett från att stärka den finansiella ställningen, till nämnda förfarande uppgavs vara att säkra kvalitet och framåtgående i de vid tillfället pågående projekten samt att ges möjlighet att etablera samarbete med andra företag i liknande branscher.¹⁵⁴

Telia AB – börsprospekt år 2000

En introduktion som rönt stor uppmärksamhet var den år 2000 genomförda utförsäljningen av Telia AB, då svenska staten fattat beslut om att minska sitt innehav till lägst 51 % av samtliga aktier i bolaget, vilket motsvarade ett kapitaltillskott om cirka 10 miljarder kronor efter emissionskostnader.¹⁵⁵ Telia var vid tillfället Sveriges ledande telekommunikationsbolag med verksamheter inom mobil och fast telefoni samt Internet. De motiv som framhölls vid utförsäljningen och ansökan om introduktion på Stockholmsbörsens A-lista var bland andra att bereda bolaget samma förutsättningar efter vilka konkurrenterna verkade genom att tillföra bolaget finansiella resurser samt att, vilket senare kom att kritiseras, introducera aktiesparandet till en bredare massa.¹⁵⁶

Alfa Laval AB – noteringsprospekt år 2002

Det sista prospektet som varit föremål för granskning är det utgivet av Alfa Laval AB år 2002. De tidigare majoritetsägarna, Industri Kapital 2000 och Tetra Laval BV ansåg det vid tillfället lämpligt att introducera bolaget på Stockholmsbörsens O-lista genom en kombinerad nyemission och försäljning av aktier, vilket skulle tillföra bolaget runt 3 miljarder kronor. Alfa Laval genomgick under 90-talet omfattande omstruktureringar, där verksamheten koncentrerades kring tre huvudsakliga nischer, värmeöverföring, centrifugalseparering och sanitär flödeshantering. Bolagets motiv med processen var att stärka den finansiella ställningen och ge bolaget tillträde till den svenska och internationella kapitalmarknaden.¹⁵⁷

¹⁵⁴ Inbjudan till teckning av aktier i BioPhausia AB, 1998.

¹⁵⁵ Enligt prospektet kvarstår staten som ägare till 79 % av samtliga aktier efter försäljningen.

¹⁵⁶ Inbjudan till förvärf av aktier i Telia AB, 2000.

¹⁵⁷ Alfa Laval AB – 56,515,022 Ordinary Shares, 2002

5.2 Prospektens innehåll

Vid en redogörelse för de i studien ingående prospekten med avseende på innehåll, omfång och stil, har vi funnit det passande att utgå från de av NBK föreslagna rubrikerna, vilka tidigare redovisats i avsnitt 3.4.11.¹⁵⁸ Det som faller utanför denna uppställning och ej kan hänföras till någon del av densamma behandlas till sist såsom varandes övrigt. Vidare kommer prospekten avhandlas i kronologisk ordning, där annat ej anges. De delar där det ansetts befogat kommenteras slutligen sammanfattningsvis.¹⁵⁹

5.2.1 Inbjudan, villkor och anvisningar för deltagande

Prospektets utformning vad gäller den formella inbjudan, villkor och anvisningar beror till stora delar på vilken typ av erbjudande som ställs ut samt vilka motiv som ligger bakom detsamma. Erbjudandena som studerats befanns vara olika i ett eller flera avseenden, vilket gav att nedanstående varianter kunde identifieras.

- nyemission med primär företrädesrätt för befintliga aktieägare enligt tilldelade teckningsrätter (Trelleborg)
- nyemission med primär företrädesrätt för befintliga aktieägare enligt tilldelade teckningsrätter med därefter följande subsidiär företrädesrätt (BioPhausia)
- nyemission utan företrädesrätt, där majoritetsägaren garanterar viss försäljning vid överteckning (Biacore)
- nyemission utan företrädesrätt, där majoritetsägarna ställer befintliga aktier till försäljning samt garanterar viss ytterligare försäljning vid överteckning (Alfa Laval)
- befintlig ägares försäljning av hela aktiekapitalet (Fristads)
- befintlig ägares försäljning av del av aktiekapitalet (SSAB)
- befintlig ägares försäljning av del av aktiekapitalet, där majoritetsägaren garanterar viss ytterligare försäljning vid överteckning (Telia)

Gemensamt för samtliga prospekt är dock att den inledande inbjudan innehåller uppgifter om det tidigare aktiekapitalets storlek, det högst möjliga antalet nyemitterade aktier alternativt antalet aktier som ställs till förfogande vid försäljning samt vem eller vilka som ställer

¹⁵⁸ Ordningsföljden förefaller dock inte vara densamma i något av de studerade prospekten.

¹⁵⁹ Till det följande, se de i studien innefattade prospekten.

aktierna till förfogande. I de fall då vidare försäljning garanteras vid eventuell överteckning stipuleras även det högsta antal aktier som kan ingå i en sådan lösning samt vem eller vilka som ställer dessa till förfogande. I samtliga prospekts villkor och anvisningar anges även den vid erbjudandets skapande avsedda emissionskursen alternativt prisintervall vid försäljning samt nyemitterade aktiers nominella värde.¹⁶⁰ Vidare anges riktlinjer för anmälan avseende anmälningstid och noteringspost, tilldelningsprinciper, likvid och besked om tilldelning, registrering hos VPC samt, i förekommande fall, även datum för marknadsnotering samt villkor därför.

Sammanfattning

Flertalet av upptagna punkterna är lika, bortsett från de som ger information om erbjudandets särart. Prospekten skiljer sig således i många avseenden åt bara vad gäller omfattning. Klart är att de aktuella avsnitten ökat i omfattning, där Telia och Alfa Laval uppvisar de längsta och mest utförliga texterna kring villkor och anvisningar. Något som förvisso kan härröras till att dessa erbjudanden också varit de, där flest antal ställts till marknadens förfogande, vilka även varit flera till antalet.

5.2.2 Bakgrund och motiv

De bakom prospekten liggande motiven har beskrivits i tidigare avsnitt och därför kommer förevarande avsnitt endast att behandla hur bakgrund och motiv presenterats i de studerade prospekten.

Trelleborgs prospekt innehåller inget särskilt avsnitt om bakgrund och motiv, information som istället framgår av bolagets beskrivning av den bedrivna verksamhetens utveckling. Tyngdpunkten ligger där på tidigare nämnda orsaker som sedermera lett till beslutet att bland annat stärka soliditeten. SSAB bjuder däremot en utförlig beskrivning av den konjunktur stålindustrin verkade i vid tillfället samt hur bolaget utvecklats under en föregående tioårsperiod, varvid bolagets mognad för en introduktion konstateras. Även Fristad anlägger en verksamhetsbeskrivande ton i sitt avsnitt om bakgrund och motiv. Förevarande situation med den tidigare ägaren Trelleborgs innehavsstrategi gör att beskrivningen i mycket färgas av

¹⁶⁰ Aktiekapitalet efter nyemissionen anges som antal nyemitterade aktier multiplicerat med försäljningspriset, motsvarande mittpunkten i intervallet, minus resulterande emissionskostnader.

Trelleborgs utsikter för framtiden. Vidare ges en positiv bild av därefter följande år, varefter det slutligen kort fastställs att Trelleborg avser att avyttra hela sitt innehav.

Biacores prospekt tar inte upp frågan om bakgrund och motiv. Det enda som anges är den av Pharmacia & Upjohn antagna verksamhetsfokusering samt Biacores kapitaltillskott, vilket återfinns i ett kortare stycke av själva inbjudan. BioPhausia listar däremot sina motiv och återger viss bakgrund i ett därför avsett avsnitt, vari även tidigare återgiven information, såsom antal emitterade aktier med mera, upprepas. Den i Telias prospekt förekommande delen om bakgrund och motiv vilar i många avseenden på det av regeringen begärda bemyndigandet att avyttra aktier samt börsintroducera bolaget, men är förhållandevis utförlig. Vidare innefattas Telias position på telekommunikationsmarknaden, varefter tidigare nämnda motiv beskrivs. Alfa Laval å andra sidan nöjer sig i sitt avsnitt med att i korthet återge majoritetsägarnas motiv med erbjudandets utfärdande samt att konstatera att förfarandet avser att stärka bolagets finansiella ställning.

Sammanfattningsvis

Med ovanstående i åtanke kan det således konstateras att, bortsett från Trelleborg och Biacore vilka utelämnat avsnittet, inte skett några större förändringar kring avsnitten om bakgrund och motiv. Ej heller omfattningen har ändrats nämnvärt. Bolagen väljer helt enkelt att belysa för dem betydande händelsekedjor och förhoppningar, vilka lett fram till beslutet att emittera eller försälja aktier samt, i förekommande fall, även börsintroducera bolaget.

5.2.3 Kort presentation av bolaget

Från och med Biacores prospekt återfinns ett sammandrag av fakta kring bolaget, vilken tjänar som en första ingång till bolaget och dess verksamhet. Således tar Biacore, BioPhausia, Telia och Alfa Laval upp vissa nyckelaspekter kring bolaget redan tidigt i prospektet. Strukturerna är likartade i samtliga, vilket i stort ger följande innehåll.

Sammandraget inleds med en redogörelse för bolaget produktportfölj och marknadsposition följt av en kort beskrivning av de viktigaste teknologierna och statusen på dessa. Till detta kan läggas att Telia och Alfa Laval kring produkterna även inbegriper sina respektive konkurrensfördelar. Vidare återger bolagen inledda och väntade strategier vad gäller bolagets utveckling. BioPhausia och Telia berör slutligen även ägarförhållandena.

Sammanfattningsvis

De tre första prospekten har följaktligen inte med någon kortare presentation av bolaget, vilket är den klaraste utvecklingstendensen. Övriga väljer sedermera att ta upp det som de själva anser vara specifikt för bolaget. Vidare återges konkurrensfördelar och strategier först i de två prospekten som är av senast datum.

5.2.4 Finansiell utveckling i sammandrag

Den i prospekten givna informationen kring bolagens finansiella utveckling i kortfattade ordalag skiljer sig vitt åt på en del punkter.

Trelleborg, SSAB, BioPhausia, Telia och Alfa Laval upptar i sina prospekt endast förenklade balans- och resultaträkningar eller motsvarande för de fem (BioPhausia fyra) föregående åren. Beroende på i vilket kvartal erbjudandet offentliggjort återfinns även prognoser alternativt kvartalsrapporter för innevarande år. I prospekten återfinns vissa aktierelaterade nyckeltal samt i fallet Trelleborg även en finansieringsanalys. Bortsett från nödvändiga noter saknas således saknas förklarande text med avseende på bolagens finansiella ställning.

De övriga prospekten har däremot valt att utforma sammandraget på annat sätt. Fristads kopplar den finansiella utvecklingen till hela koncernens utveckling och väljer att i detta sammanhang motivera de rationaliseringsprogram som sattes under 90-talets början. Därefter återges enligt ovan förenklade räkningar för de fem föregående åren. I Biacores prospekt får den sökta informationen extraheras ur ett i vår redogörelse senare avsnitt, nämligen det om bolagets kommentarer till utvecklingen. Prospektavsnittet innehåller dock vissa data från de fem senaste resultaträkningarna.

Sammanfattningsvis

I det aktuella avsnittet ses ett par exempel på olikheter, främst vad gäller utformning och omfattning, där Fristads och Biacore delvis har valt att presentera informationen i löpande text, medan övriga tagit med förenklade, och i stort sett okommenterade, räkningar för de fem (BioPhausia fyra) senaste åren.

5.2.5 Bolagets verksamhet

Verksamheten beskrivs tämligen utförligt i samtliga prospekt, dels i korthet (enligt avsnitt 5.2.3), dels utförligare i därför avsett avsnitt. Redogörelsen återger bolagets syn på de i koncernen ingående verksamheterna samt därtill hörande anläggningar, teknologier, konkurrenter, FoU, råmateriel och produkter samt avdelningar av särskild betydelse. Ett exempel på nyss nämnda är SSAB med en utpräglad linjeproduktion vid flertalet egenägda anläggningar. Vidare visar samtliga prospekt på en uppdelning i affärsområden alternativt produkter.

5.2.6 Kommentarer till utvecklingen

Det förefaller naturligt att efter kortfattade beskrivningar av den finansiella utvecklingen och verksamhet även kommentera vad som återgivits i tabellform alternativt flödesscheman. Sådana reflektioner kan inte ses hos varken Trelleborg eller SSAB, vilka förvisso presenterar mycket utförliga beskrivningar av verksamheten och däri innefattar mycket av kommentarer till vilka beslut som fattats samt vilket genomslag dessa fått.

Från och med Fristads anslås en annan ton i prospektet. Fristads redovisar i därför avsett avsnitt poster upptagna i resultat- och balansräkningarna samt beskriver de investeringar och avtal som föregått erbjudandet. Biacore sammanfattar utvecklingen genom att jämföra nyckelposter för de senaste åren i form av år ställt mot föregående år. Redogörelsen avser de intäkter och kostnader, vilka normalt tas upp i en resultaträkning, varefter årets resultat kommenteras. Slutligen gör bolaget en bedömning av valutarisker, likviditeten, den finansiella ställningen samt inflationens inverkan på Biacores verksamhet.

I fallet BioPhausia kretsar kommentarerna i mångt och mycket kring forsknings- och utvecklingskostnader och finansieringen av desamma, då bolagets verksamhet får anses vara forskningsintensiv. Vidare tas motiven bakom ett ratat läkemedelsprojekt och förluster kopplade till valutakurssvängningar upp.

Telia och Alfa Laval står för de mest omfattande avsnitten rörande kommentarer till den finansiella utvecklingen, vilka upptar runt 30 sidor av respektive prospekt. Bolagen behandlar på likartat vis i en inledande översikt marknad, konkurrens, tillväxt, koncernstruktur och särskilda åtgärder, varefter poster i resultaträkningen nogsamt redovisas. Resultaten

kommenteras även per affärsområde. Vidare tas bolagens respektive likviditet, investeringar och finansiering upp samt hur de ämnar hantera frågor av ekonomisk, politisk och bolagsjuridisk karaktär, såsom redovisningsprinciper, ränterisker och EMU-relaterade frågor, de närmast följande åren.

Sammanfattningsvis

Trelleborg och SSAB, vilka tidigare konstaterats vara verksamhetsinriktade i sina prospekt förmedlar inga kommentarer till utvecklingen i speciellt avsnitt. Övriga däremot presenterar utförliga kommentarer och analyser av de senaste årens utveckling vad gäller verksamhet och finansiell ställning, där Telia och Alfa Laval står för de mest omfattande utläggningarna.

5.2.7 Finansiella mål och framtidsutsikter

Likt en beskrivning av verksamheten är bolagens finansiella mål och framtidsutsikter betydelsefull för investeraren vid beslut om eventuell accept. Frågorna behandlas olika i de studerade prospekten, främst vad gäller upplägget.

Trelleborg innefattar utsikter gällande den närmsta framtiden i sin verksamhetsbeskrivning och de kopplas därigenom till lagda omstruktureringsprogram inom koncernen, vilka drivits fram i samband med den dåvarande konjunkturen. Även SSAB fokuserar i ett särskilt avsnitt på konjunkturen och rationaliseringar i nära anslutning till marknaden inom EG och USA. Bolaget prognostiserar även innevarande år, vilket avslutas med en känslighetsanalys med avseende på stålpriser. Även Fristads ger en prognos för innevarande år och kopplar denna till de genomförda omstruktureringarna med tyngdpunkten lagd på förväntad försäljning.

Biacores framtidsutsikter återfinns i ett avsnitt om bolagets tillväxtstrategier, vilka är av visionärt slag. Bolaget pekar dock i riktning mot tänkbara nya marknader och eventuella förvärv vad gäller försäljningskanaler. En mer restriktiv ton kan skönjas i de av BioPhausia framlagda utsikterna, där bolaget väljer att beskriva risker och kostnader förenliga med läkemedelprojekt och kliniska prövningar.

Liksom i bolagens kommentarer till utvecklingen identifierades stora likheter i prospekten från Telia och Alfa Laval. Framtidsutsikterna får anses ingå i nämnda avsnitt, vilka konstaterats vara mycket utförliga. Till skillnad från övriga bolag skiljer dessa bolag ut de

förväntade målen med respektive aktieförsäljning och redovisar kortfattat till vad kapitalet kommer användas; något som förvisso anges även i övriga prospekt, men då på annan plats.

Sammanfattningsvis

Samtliga bolag tar på ett eller annat sätt upp sina respektive framtidsutsikter och detta görs med varierande mått av försiktighet. Konjunkturer och framtida försäljning dyker upp hos samtliga samt andra branschrelaterade överväganden. Även i detta avseende står Telia och Alfa Laval för de mest omfattande avsnitten.

5.2.8 Aktier och ägarförhållanden

Information rörde bolagens aktiekapital och utestående aktier före och, med reservation för över- och underteckning, efter emission respektive försäljning framgår enligt tidigare redan i erbjudandenas inbjudan, men är även upptaget i ett särskilt avsnitt.

Trelleborg återger endast sin ägarstruktur översiktligt och förutspår vidare densamma efter emissionen. Bolaget redovisar vidare aktiens kursutveckling de tio föregående åren. Detsamma, bortsett från kursutvecklingen, ses i SSAB:s prospekt, där förvisso ägarestrukturen före försäljningen finns med, som också tar upp ett till LKAB utställt konvertibelt förlagslån. Fristads, helägt av Trelleborg AB och satt till försäljning utan företrädesrätter, ägde därav inte vetskap om framtida ägarstruktur, vilket gör avsnittet ytterst kortfattat.

Biacores prospekt innehåller förutom en beskrivning av aktiekapitalet och ägarförhållanden före och efter erbjudandet även en översiktlig beskrivning av Pharmacia & Upjohns rekapisering och kapitaltillskott, då Biacore skiljdes från det tidigare moderbolaget. BioPhausia saknar förutspådd ägarstruktur efter nyemissionen, men bolaget återger aktiekapitalets och aktiens utveckling fyra respektive ett år tillbaka från prospektdatumet. Telias, som före utförsäljningen var helägt av svenska staten, lägger fokus vid aktiekapitalets utveckling och detta sex år tillbaka. Alfa Laval presenterar utförligt sin ägarstruktur bestående och nämner som enda bolag även vilka fysiska personer, företrädesvis ledande befattningshavare, som var ägare redan före försäljningen. Information om aktiekapitalet får anses vara avgiven i andra delar av prospektet.

Sammanfattningsvis

De skillnader som finns i de respektive erbjudandenas natur samt hur ägandet sett ut dessförinnan återspeglas i avsnittet. Klart är dock att Alfa Laval framlägger den mest utförliga och omfattande presentationen av aktier och ägarförhållanden.

5.2.9 Styrelse, ledande befattningshavare, revisorer

En förteckning över bolagets styrelse, ledande befattningshavare och anlitade revisorer står att finna i samtliga prospekt, Trelleborg undantaget, där enbart styrelseledamöternas och revisorerens namn (dock saknas revisionsfirmans namn) anges.

I de övriga prospekten ges en kortare redogörelse för personernas ålder, historia inom bolaget och tidigare alternativt övriga uppdrag. Biacore och Alfa Laval nämner även de, i förekommande fall, respektive persons erhållna examen. Fristads tillsammans med Alfa Laval (enligt föregående avsnitt) uppger tillika omfattningen på det aktieinnehav personen har i det egna bolaget.

Vidare uppger bolagen från och med Biacore de ersättningar som utgår till styrelse, ledning och anlitade revisionsfirmor. Biacore och Telia är ensamma om att ange summor per person, medan BioPhausia och Alfa Laval ger den totala summan av utbetalda ersättningar och övriga förmåner såsom pensionsförsäkringar.

5.2.10 Skattefrågor

Skattefrågor enligt vid tillfället gällande svensk lagstiftning står inte att finna i de två tidigaste prospekten och således först observeras i Fristads prospekt. Skatteinformationen avser där, i likhet med därefter följande prospekt, beskattning av kapitalinkomster, förmögenhetsbeskattning samt arvs- och gåvobeskattning för fysiska personer. Även aktiebolags innehav och därav uppkomna inkomster i inkomstlaget näringsverksamhet avhandlas. Vidare återges generella regler för den kupongskatt som utkrävs, då innehavaren är skriven i utlandet. BioPhausias förfarande med företrädesrätt med utställda teckningsrätter ger att prospektet återger regler för beskattning av sådana, vilket träder i kraft vid försäljning av desamma.

5.2 11 Räkenskaper

Ett område som tidigare berörts i och med avsnittet om den finansiella utvecklingen återkommer i vidare och mer utförlig mening då bolagen tar upp sina respektive räkenskaper. I prospekten är räkenskaperna, i vilka resultat- och balansräkningar samt finansieringsanalyser (vari kassaflödesanalyser här innefattas) ingår, tillsammans med därtill hörande noter vad som tar mest utrymme.

Trelleborg redovisar ej mer än vad som tidigare angivits. Prospekten från SSAB, Fristads och Biophausia rymmer både koncernens och moderbolagets räkenskaper för de tre föregående åren utan att för den delen utveckla dessa i någon vidare mening. Biacore särskiljer sig, då de förutom årsredovisningar för de tre föregående åren även tagit med proformaräkenskaper för dessa år samt för de tre föregående kvartalen.

Telia redovisar i sitt prospekt koncernens räkenskaper för de tre föregående åren samt moderbolagets årsredovisning för det föregående året. Alfa Laval å andra sidan nyttjar ett mönster där, likt Biacore, tre typer av räkenskaper förekommer. Perioderna för vilka information gäller varierar dock, då det i vissa fall rör sig om två års räkenskaper.

Sammanfattningsvis

Räkenskaperna är det avsnitt som ges mest utrymme i de senare prospekten, där olika sätt att presentera materialet nyttjas. Omfattningen ökas successivt från och med Biacore och likt tidigare står Telia och Alfa Laval för de mest omfattande avsnitten.

5.2.12 Revisorernas granskningsberättelse

I nära eller direkt anslutning till samtliga bolags räkenskaper, Trelleborg undantaget, följer revisorernas granskningsberättelse. I detta avseende har inga nämnvärda skillnader eller utmärkande omständigheter observerats.

5.2.13 Tillkommande information om utländska aktier

Information gällande utländska aktier blir aktuellt då ett bolag avser att utfärda aktier eller depåbevis avsedda för annan marknad än Sverige. Endast Biacores erbjudande omfattar introduktion vid en utländsk marknadsplats, men ingen information gällande förfarandet ges i

det studerade prospektet. En del av resterande bolag, såsom exempelvis Telia och Alfa Laval, har även riktat sig mot utländska investerare, men då i andra och därför anpassade prospekt.

5.2.14 Övrigt

Bortsett från vissa av bolagens verksamhets specifika avsnitt såsom forskning- och utveckling, patentstrategier, råvarumarknad med mera samt riskfaktorer (se avsnitt 5.3) återstår endast ett avsnitt, som observerats i samtliga prospekt utom de från Trelleborg och Alfa Laval. Informationen som avses är fakta ur respektive bolagsordning, vilket inte finns upptaget i den av NBK rekommenderade innehållsförteckningen.

5.3 Ansvarsfriskrivningar och riskfaktorer

Ansvarsfriskrivningar och andra uppmaningar av juridisk karaktär återfinns på vitt skilda platser i de studerade prospekten och ett avsnitt tingat för riskfaktorer eller liknande har bara påträffats från och med Biacore. I det följande återges därav ett koncentrat av påträffad information som verkar i eftertänksamhetens tecken samt information given i syfte att i möjligaste mån friställa bolagen från ansvar vid sådana aktualiteter.¹⁶¹

Trelleborgs Gummifabrik AB

Prospektet innehåller såvitt vi kan se inga ansvarsfriskrivningar och ej heller inbegrips ett avsnitt om riskfaktorer. Bolaget tar däremot, enligt vad som tidigare nämnts (se avsnitt 5.2.4), upp vissa konjunktureffekter och de omstruktureringsprogram som följt i dess spår och även väntas belasta resultat det år erbjudandet ställdes ut. Bolaget flaggar vidare för att maskinparken i vissa avseenden kan komma att behöva uppgraderas för att lönsamhet ska kunna nås. Trelleborg hade vid tiden för erbjudandet även förvärvat ett verkstadsföretag, vilket bedöms behöva ett par år på sig för att visa positiva resultat.

Svenskt Stål AB

Erbjudandet liknar till stora delar ovanstående i de aktuella avseendena. Inga ansvarsfriskrivningar kan skönjas och en diskussion kring riskerna förs med utgångspunkt i konjunkturen och rationaliseringar. SSAB redovisar som bekant en känslighetsanalys

¹⁶¹ Till det följande, se de i studien innefattade prospekten.

avseende till nyckelkostnader, vilka kan kopplas till konjunktur och inflation, såsom stålpris, löner och elenergi med flera.

Fristads AB

I Fristads prospekt förmedlas redan i inledningen en uppmaning om eventuella tvisters hemvist, vilket torde vara ett uttryck för bolagens rädsla att falla under utländsk lagstiftning utifrån vilken prospektet ej är skrivet.¹⁶² Det tidigare beskrivna avsnittet om skattefrågor är här behäftad med information gällande dess giltighet och omfattning.¹⁶³ Fristads ger även information i skattehänseende, då de meddelar att vissa förändringar kan komma att ske vad gäller skattelagstiftningen och att dessa ändringar i vissa fall kan komma att bli tillämpliga på innehavda Fristadsaktier. Det av styrelsen undertecknade avsnittet om erbjudandets bakgrund och motiv innehåller även det en form av ansvarsfriskrivning, där styrelsen förvisso försäkrar den givna uppgifternas korrekthet, men samtidigt aviserar de att det sker till den gräns, där deras kännedom kring eventuella felaktigheter slutar.¹⁶⁴ Utöver de tidigare framställda riskerna kring konjunktursvängningar tar Fristads upp hoten från lågprisimport av liknande produkter och nämner i tämligen starka ordalag att bolaget diskrimineras, då Sverige vid tiden för erbjudandet ännu inte gått med i EU.

Biacore AB

Biacores prospekt innehåller en rad ansvarsfriskrivningar och de tre som återgivits från Fristads är representerade i nära nog samma ordalag. Utöver dessa tar bolaget upp det faktum att tre prospekt upprättats (se avsnitt 5.1) och att de i huvudsak motsvarar varandra i informationshänseende. En utveckling av det tidigare återgivna konstaterandet att eventuella tvister ska avgöras enligt svensk lag är de två närvarande förbuden att distribuera prospekten i USA/Kanada eller annat land där erbjudandet i korthet skulle strida mot gällande lag.¹⁶⁵

¹⁶² ”Tvist rörande erbjudandet enligt detta prospekt skall avgöras enligt svensk lag och av svensk domstol exklusivt.”

¹⁶³ ”Nedanstående sammanfattning av vissa skattekonsekvenser med anledning av erbjudandet är baserad på nu gällande lagstiftning. Sammanfattningen är endast avsedd som generell information och tar inte sikte på värdepapper som innehas av som omsättningstillgång i näringslivsverksamhet eller i handelsbolag. Den skattemässiga behandlingen av varje enskild aktieägare beror också på dennes speciella situation. Särskilda skattekonsekvenser som ej finns beskrivna nedan kan bli tillämpliga för vissa kategorier av skattskyldiga. Varje aktieägare bör rådfråga skatterådgivare om de speciella skattekonsekvenser som erbjudandet kan medföra.”

¹⁶⁴ ”Styrelsen är ansvarig för innehållet i prospektet. Härmed försäkras, att såvitt styrelsen känner till, uppgifterna i prospektet överensstämmer med faktiska förhållanden och att ingenting av väsentlig betydelse är utelämnat som skulle kunna påverka den bild av Fristads som förmedlas av detta prospekt.”

¹⁶⁵ ” De aktier som omfattas av erbjudandet enligt detta prospekt har inte registrerats och kommer inte att registreras i enlighet med United States Security Act från 1933 eller någon provinslag i Kanada och får inte utbudas eller försäljas inom Amerikas Förenta Stater eller i Kanada eller till personer med hemvist där.

Bolaget anger även inledningsvis att prospektet registrerats hos Finansinspektionen, vilket naturligtvis borgar för den i erbjudandet givna informationens kvalitet, men uttalandet följs sedermera av en friskrivning.¹⁶⁶ Vidare tar prospektet upp det faktum att bolaget vid tiden för erbjudandet inte är part i, och har kännedom om, rättsliga tvister, vilka skulle kunna påverka verksamheten.

Vad gäller riskåtergivningen beskriver Biacore bland annat hur verksamheten, bedriven på en konkurrensutsatt marknad, kan komma att utvecklas enligt olika förhoppningar och mer tillbakadragna bedömningar. Konkurrenssituationen och möjliga begränsningar av förväntad tillväxt återkommer i ett avsnitt vikt åt riskfaktorer, där en rad faktorer tas upp. Bolaget nämner rekrytering med påföljande beroende av nyckelpersoner, säsongsbetingade variationer i rörelseresultat med avseende på tidpunkter för exempelvis produktintroduktioner, beroendet av erforderliga tillverkningsanläggningar och vissa betydelsefulla leverantörer samt osäkerheter och komplexitet kring patent och teknologier. Efter dessa verksamhetsbaserade risker följer riskfaktorer gällande bolagets förvärv, vid tillfället obestämda mål för erbjudandets kapitaltillskott, ett framtida beroende av utökat finansiellt stöd, den enskilde aktieägarens svårigheter att påverka bolagets beslut samt beroendet av Pharmacia & Upjohn och det inflytande detta bolag kan tänkas ha. Vidare berörs risker som kan komma av bolagets och den enskildes verkan på den finansiella marknaden, såsom valutarisker, potentiell aktiekursvolatilitet vid avsaknad av aktiv handel i aktien, spekulationer kring framtida utbud av aktier samt avslutningsvis den efter erbjudandet väntade utspädningen av det egna kapitalet per aktie.

BioPhausia AB

BioPhausia skiljer sig inte åt på några punkter vad gäller de tidigare redovisade ansvarsfriskrivningarna (sex till antalet). En ytterligare sådan återfinns emellertid som inledning till avsnittet om riskfaktorer, där det står att läsa att en investering i bolagets aktier är förknippad med hög risk samt att de givna riskfaktorerna noggrant bör övervägas när bolaget och dess verksamhet ska utvärderas.

Prospektet får inte distribueras i något land där distributionen eller erbjudandet kräver åtgärd [...] eller strider mot regler i sådant land.”

¹⁶⁶ ”Prospektet har godkänts av och registrerats vid Finansinspektionen i enlighet med bestämmelserna i 2 kap. 4§ lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument. Godkännandet och registreringen innebär inte att Finansinspektionen garanterar att sakuppgifterna i prospektet är riktiga eller fullständiga.”

Risikfaktorerna sedan kretsar i förstone kring det faktum att BioPhausia vid tillfället befann sig i ett tidigt utvecklingsskede och att de projekt som gått in i kliniska prövningar varvid avsedda verkningar och resultat på inget sätt kan garanteras. Därefter går bolaget in på beroendet av framtida kapital, nyckelpersoner samt samarbetspartners genom hela projekt- och produktlinjen. Med läkemedelsprojekten följer även behov av en väl skyddad patent- och rättighetsportfölj, vilket tillför riskmoment på en konkurrensutsatt marknad. De projekt som sedermera går vidare till färdiga produkter behäftas med ytterligare risker, då det medföljande produktansvaret kan ställa bolaget i situationer där höga försäkringspremier kan utkrävas. Vidare beror produkternas fortlevnad på eventuella framtida myndighetskrav om vilka ingen vetenskap kunde finnas vid tillfället. Slutligen tar prospektet upp de risker av marknadskaraktär som rör den enskilde investeraren.

Telia AB

Liksom föregående bolag innefattar även Telias prospekt likartade ansvarsfriskrivningar, med undantaget att prospektet godkänts av OM Stockholmsbörsen enligt 5 kap. 5 a § lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet, då det var fråga om ett börsprospekt. Liksom Biacore anger även Telia att erbjudandet upprättats i fler än en version beroende på marknad, även i detta fall tre.

Prospekts avsnitt om riskfaktorer, i Telias fall särskilda överväganden inför aktieförvärv, inleds med risker hänförliga till verksamheten, där konkurrens på olika marknader och i olika segment, beroende av nödvändiga förvärv och joint ventures samt lönsamt utnyttjande av dessa. Till risker förenliga med bolaget kommer även oförutsedda kostnader för nätbyggnad, minskad tillväxt och lönsamhet som följd av avmattning på marknaden och eventuella värdeminskningar på investeringar, då politiska, ekonomiska och juridiska lägen förändras samt beroende av nyckelpersoner.

Bolaget fortsätter med risker hänförliga till den anslagna affärsmodellen och vald teknisk infrastruktur, vilka rör organisationsstrukturer och strategier, behovet av snabba investeringar för att verka i rådande marknadsklimat. Slutligen tar prospektet upp risker av juridisk karaktär, problematik kring staten som ägare, den enskildes möjligheter att påverka samt kurssvängningar. Avsnittet avslutas med en typ av friskrivning där bolaget och dess framtidsutsikter sägs vara baserade på nu rådande förhållanden, för vilka inga garantier kan lämnas.

Alfa Laval AB

Även Alfa Lavalns prospekt innefattar de ovan beskrivna förbehållen. Vidare meddelar bolaget att de inte gett någon i uppdrag att förmedla annan information än den återgiven i prospektet. De nämner även att prospektet ej är att ses som rådgivande i rättsligt, skattemässigt eller investeringshänseende. Ett avsnitt om risker inryms också, vari riskfaktorerna koncentrerats som komplement till den i övrigt förekommande informationen rörande konjunkturen och konkurrens med mera.

Likt Telia avgränsar bolaget riskerna från varandra med avseende på var de återfinns. Riskerna kopplade till Alfa Lavalns verksamhet innehåller uttalanden om eventuella misräkningar av prognostiserade intäkter och resultat på grund av ekonomiska fluktuationer och minskad efterfrågan, hur konkurrens kan slå mot bolagets produkter samt risker i det fall bolaget misslyckas med att implementera omstruktureringar. Vidare tar prospektet upp att bolaget är utsatt för förändringar av politisk, ekonomisk och marknadsrelaterad natur, vari tillgång på råvaror och pris på dessa samt eventuella valutakursändringar kan inbegripas.

Uttalanden om att bolaget inte är part i någon rättslig tvist, som tidigare setts i tidigare prospekt, förekommer inte i Alfa Lavalns fall, då bolaget istället redovisar att de kan vara föremål för stämningar i Gulfkrigetets efterspel samt att bolaget kan möta motstånd gällande defekta produkter, misstänkta miljöbrott och motsvarande. Beroendet av samarbetspartners och det avbräck strandade förhandlingar med sådana skulle innebära, bristande skydd i patentfrågor och risker med eventuella misslyckade produktutvecklingsarbete är andra exempel som tas upp.

Risker med bolagets finansiella status och säkrandet därav samt lånevillkor med finansiella restriktioner som kan skada bolagets framtida intentioner, faktiska förändringar gällande avskrivningstider och goodwill samt majoritetsägarens och den huvudsakliga kundens inflytande innefattas även i prospektet.

Avsnittet om riskfaktorer avslutas sedermera med risker för den enskilde aktieägaren med avseende på accept och då i termer av bristande marknadsförutsättningar för bolagets aktier.

5.4 Identifierade utvecklingstendenser med avseende på innehåll

Vid en revision av de genomgångna prospektens innehåll har vi, med vissa undantag, ur flertalet aspekter befunnit dem vara likartade med avseende på saklighet, utformning och språk. Möjliga förklaringar därtill utelämnas i enlighet med syftet. Skillnaderna däremot blir aktuella för att med stöd i kronologin, och i sin förlängning regelkomplexets utveckling, se de områden där förändringar fört prospektens innehåll i endera riktningen. Områdena där vi identifierat klara skillnader i prospektens innehåll är som nedan.

- Informationsmängd (omfattning) och val av förmedlad information och data
- Grad av försiktighet
- Anlagt fokus

Informationsmängd (omfattning) och val av förmedlad information och data

I flertalet av prospektens avsnitt har variationer kring omfattning konstaterats, främst då i fråga om data och kommentarer kring bolagens finanser, räkenskaper samt villkor och anvisningar. Trelleborg har ofta befunnits ha det minst omfattande prospektet och i klassen däröver följer SSAB och Fristads. I och med Biacores erbjudande kan en tydlig gräns dras mot föregående, vari även BioPhausia kan inkluderas, trots att bolaget inte presenterar till närmelsevis lika mycket information kring räkenskaperna.¹⁶⁷ Det har tidigare nämnts att de återstående bolagen, Telia och Alfa Laval, givit de mest omfattande prospekten, vilket även förklarats med att de satt flest aktier till olika marknadens förfogande. De var även vid tiden för respektive erbjudandes avgivande de till omsättning sett största bolagen, vilket kan förklara de utförliga noterna till räkenskaperna, men bortom detta ses även ett försiktigare, till viss omständigare, sätt att förmedla informationen på. Känslan infinner sig att inget lämnas osagt i de avsedda avsnitten från och med Biacores prospekt.

Grad av försiktighet

Bortsett från de urskilda ansvarsfriskrivningarna och riskfaktorerna samt vad som ansetts vara likartat i form av konjunktursbeskrivningar med mera ses en klart försiktigare ton i prospekten

¹⁶⁷ Det faktum att Trelleborgs prospekt enbart gäller en emission kan till viss del ha haft betydelse, då val av upptagen information gjorts. Vi bedömer dock att så inte är fallet efter att ha gått igenom andra, i studien utelämnade, emissionsprospekt av senare datum från Trelleborg med flera bolag.

av senare datum, såsom Biacore och framöver. Avsnitten som särskilt belastas är de som kommenterar utvecklingen, de finansiella målen och framtidsutsikterna.

Anlagt fokus

Bolagens fokus ligger naturligt på den egna branschen, men inom vissa marknadsmässiga avseenden har andra fokus påträffats. Kortfattat drar vi slutsatsen att prospektet gått från att tala om verksamhet och rationaliseringar (Trelleborg, SSAB och Fristads) till operativa marknader (Fristads) och vidare till kunskap och teknologier (Biacore och BioPhausia) samt konkurrensfördelar och produkter (Telia och Alfa Laval). Bolagens fokus ses tydligast i det, i de flesta fall, medtagna sammandraget av bolaget, där de på begränsat utrymme vill förmedla en känsla för värdena i bolaget.

5.5 Identifierade utvecklingstendenser med avseende på ansvarsfriskrivningar och riskfaktorer

Ansvarsfriskrivningarna får en framträdande roll först i och med prospektet från Fristads, varefter tillägg till den observerade friskrivningsportföljen görs av därpå följande bolag. Omfattningen växer med andra ord och i det senaste prospektet ges dessa med flera stort utrymme redan i erbjudandets inledande avsnitt. Många av friskrivningarna handlar om bolagets roll gentemot den enskilde investeraren om denne tar myndigheter eller rättsinstanser till stöd, medan Telia och huvudsakligen Alfa Laval går direkt på investerarens beslut att acceptera erbjudandet.

Som tidigare nämnts blir prospektens huvudmän försiktigare efterhand, men detta blir som tydligast framförallt i riskåtergivningen. Trelleborg återger inga risker i interaktionen bolag och marknad utan håller sig till omvärlden samt det som skett internt, vilket även ses hos SSAB och Fristads. Med Biacore kommer de utförliga avsnitten vad gäller riskfaktorer, vilka avser både omvärldens tillstånd och mer bolagsrelaterade scenarion. Mönstret för riskåtergivningens upplägg är sedan nära nog detsamma, men omfattningen ökar efterhand. En intressant betraktelse är dock sättet med vilket resonemanget kring riskerna förs. Biacore och BioPhausia återger potentiella risker i löpande i löpande och deskriptiv text, medan Telia och Alfa Laval nyttjar korta påståenden, vilka sedan kommenteras utförligt.

Följaktligen har både ansvarsfriskrivningarna och riskåtergivningen, på därför avsedd plats och i övrigt innehåll, ökat i omfång och fått en mer framträdande roll i prospekten under 90-talet fram till idag, vilket, till den grad vi senare beskriver, kan härledas till det med tiden utökade regelkomplexet; något som utreds vidare i efterföljande kapitel.

6 Avslutning och konklusioner

6.1 Återknytning till uppsatsen syfte

Som förklarats i avsnitt 1.3 har denna uppsats tre delsyften, mellan vilka finns ett inbördes samband. Vi har funnit det lämpligt att i förevarande kapitel avsluta uppsatsen genom att återknytta till dessa syften och diskutera i vad mån dessa uppfyllts.

Uppsatsen har för det första syftat till att belysa och beskriva svenska aktiebolags skyldighet att i vissa situationer upprätta prospekt. Detta syfte har uppnåtts genom framställningen i avsnitt 3. Vi har härvid kunnat konstatera att regelkomplexet är svåröverskådligt, omfattande och under pågående utveckling. Vi har även kunnat klargöra att skyldigheten att upprätta prospekt inträder i flera olika situationer, inte bara vid börsintroduktioner utan även vid större emissioner och köp- respektive säljerbjudanden. Vi har slutligen kunnat konstatera att reglerna om prospektens innehåll numera är detaljrika och omfattande, något som också framgått av vår genomgång av de gällande kraven på innehåll i introduktionsprospekt.

Uppsatsen har för det andra syftat till att utreda utvecklingen av prospekten över det senaste kvartsseklet. Detta syfte har uppnåtts delvis genom framställningen i avsnitt 3 om regelkomplexets utveckling, men huvudsakligen genom den fallstudie som genomförts och presenterats i avsnitt 5. Vi har härvid funnit ett antal utvecklingstendenser. Det har konstaterats att prospekten blir alltmer detaljerade och ökar i omfång. Det har vidare noterats att senare prospekt anlägger en mera försiktig inställning och ton. Vidare märks över åren en förändring i fokus från verksamhet och rationaliseringar till operativa marknader och vidare till kunskap och teknologier samt konkurrensfördelar och produkter. Slutligen har vi funnit att riksåtergivning och ansvarsfriskrivningar ökat i omfattning och fått en mera framträdande roll.

Det återstår nu att behandla uppsatsen sista delsyfte, d.v.s. diskutera förekomsten av samband och kopplingar mellan å ena sidan utvecklingen av regler och ansvarsprinciper och å andra sidan utvecklingen av prospekten i praktiken. Denna diskussion görs i de nästföljande delavsnitten.

6.2 Kopplingar mellan regelsystemets utveckling och prospektens utveckling i praktiken

Det kan enligt vår mening inte råda någon tvekan om att det finns ett samband mellan å ena sidan utvecklingen av regelkomplexet genom åren och å andra sidan den utveckling mot mera omfattningsrika och detaljerade prospekt som identifierats i avsnitt 5. Vid tillkomsten av prospektreglerna i ABL år 1975 fanns, som förklarats i avsnitt 3.1, inga detaljregler rörande prospektens informationsinnehåll. Sådana tillkom först genom NBK:s rekommendation om utformning av prospekt av år 1986. Bindande regler om prospektens innehåll dröjde ytterligare, och infördes först på 1990-talet genom Finansinspektionens föreskrifter. Utvecklingen av regelkomplexet har således gått från generellt hållna krav mot detaljerade krav i bindande föreskrifter.

Bolagen är i den mån reglerna är bindande, vilket gäller exempelvis Finansinspektionens föreskrifter, skyldiga att iaktta dem. I den mån reglerna endast är vägledande finns visserligen ingen skyldighet att följa dem, men i praktiken ligger det nära till hands för företagen att följa dem, dels eftersom annan vägledning saknas, dels eftersom underlåtenhet att iaktta dem knappast mottas väl av aktiemarknaden. När utvecklingen av regelkomplexet går i riktning mot detaljerade och omfattande krav bör således prospekten i praktiken bli mera omfattande och detaljerade. Detta stämmer med den utvecklingstendens som identifierats i avsnitt 5. Vi anser mot denna bakgrund kunna sluta oss till att det finns en klar koppling mellan å ena sidan de identifierade förändringarna i regelkomplexet och å andra sidan den identifierade utvecklingen av prospekten vad gäller omfång, omfattning och detaljrikedom.

Vissa kopplingar finns även mellan å ena sidan regelkomplexets utveckling och å andra sidan prospektens utveckling mot en högre grad av försiktighet. Att prospektens innehåll styrs av reglerna och rekommendationerna innebär att i den mån reglerna kräver att risker redovisas och betonas kommer detta att få direkt återverkan på prospekten i praktiken. Som ett exempel på detta kan nämnas att NBK:s rekommendation anger att långsiktiga bedömningar kan redovisas som dels möjligheter, dels hot och risker samt att i fall då riskmomenten är särskilt stora bör detta anges på framträdande plats i prospektet (se avsnitt 3.4.6). Det får anses sannolikt att införandet av anvisningar av detta slag i rekommendationer och föreskrifter är en faktor (av många) bakom utvecklingen av prospekten mot större försiktighet.

Däremot är det svårare att identifiera plausibla kopplingar mellan å ena sidan regelkomplexets utveckling och å andra sidan den identifierade förändringen över åren vad gäller prospektens fokus. Vi har inte funnit att fokusskiftet följer av förändringar i regelsystemet. Varken någon direkt eller indirekt koppling kan identifieras. Här får man anta att det är andra faktorer, utom ramarna för undersökningen i denna uppsats, som ligger bakom förändringen.

6.3 Kopplingar mellan ansvarsprincipernas utveckling och prospektens utveckling i praktiken

I avsnitt 4 har vi nått slutsatsen att principerna för ansvar för fel eller brist i prospekt enligt svensk rätt är delvis oklara och föremål för en pågående utveckling. Vi har också funnit att den pågående utvecklingen genomgående går mot ett strängare ansvar. Det är enligt vår uppfattning sannolikt att denna utveckling är en faktor bakom de tendenser som identifierats i vår fallstudie av prospekt i praktiken.

Om bolaget och andra involverade aktörer riskerar skadeståndskrav vid brister i det upprättade prospekt blir det av största vikt att informationen i prospektet är fullständig. Om prospektet utelämnar väsentlig information kan detta, vid ansvarsprinciper som är generösa för de skadelidande, leda till att betydande skadeståndsbelopp måste utges. Det förefaller därför naturligt att man vid upprättande av prospektet i sådana fall lägger stor vikt vid att få med alla förhållanden som kan antas vara av betydelse. Detta leder till att prospekten blir mera omfattande. Om skadeståndsansvaret är strängt mot bolaget och andra aktörer blir det vidare av betydande intresse för dessa att, i den mån det är möjligt, begränsa sitt ansvar genom friskrivningar och förbehåll. Även detta medverkar till prospektens ökning i omfång.

Vi finner det mot denna bakgrund antagligt att det finns en koppling mellan å ena sidan ansvarsprincipernas utveckling och å andra sidan den identifierade utvecklingen mot alltmer omfångsrika prospekt. Utvecklingen mot ökade möjligheter till skadestånd vid fel och brister är sannolikt en faktor bakom tendenser mot alltmer omfattande prospekt.

På motsvarande sätt förefaller det uppenbart att det finns en koppling mellan ansvarsprincipernas utveckling och prospektens grad av försiktighet samt frekvensen av ansvarsfriskrivningar och förbehåll. Skadeståndssanktionen tjänar som ett påtryckningsmedel

mot bolagen och fungerar som en återhållande kraft. Om bolagen och andra involverade aktörer inte riskerade något skadeståndsansvar, eller sådant ansvar i vart fall endast aktualiserades i mera extrema fall, skulle man kunna tänka sig att bolag, för att underlätta kapitalanskaffningen, var optimistiska i sina prognoser och mindre noggranna vad gäller riktigheten i lämnade uppgifter. Förekomsten av ett strängt skadeståndsansvar innebär emellertid att bolagen, för att undvika skadeståndsanspråk, tvingas att vara återhållsamma i sina uttalanden och väldigt noga med att verifiera att lämnade uppgifter är korrekta. Vidare innebär förekomsten av en reell risk för skadestånd att det blir aktuellt att i den mån det är möjligt göra ansvarsfriskrivningar.

Man kan således anta att en utveckling mot ökade möjligheter till skadestånd för aktietecknare bör leda till större försiktighet och mera frekventa och omfattande ansvarsfriskrivningar. Detta stämmer med resultatet av den genomförda fallstudien.

Vår uppfattning är således att det finns kopplingar mellan å ena sidan utvecklingen vad gäller ansvarsfrågan och å andra sidan prospektens utveckling vad gäller omfång, försiktighet och ansvarsfriskrivningar. Däremot har, såvitt vi kan se, den identifierade fokusförändringen i prospekten inget med ansvarsprincipernas utveckling och diskussion att göra.

6.4 Slutord

Som redan framgått på flera håll i uppsatsen är regelsystemet vad gäller skyldighet att upprätta prospekt föremål för kontinuerlig och pågående utveckling. Även principerna om ansvar är för närvarande under intensiv diskussion. Hur regelsystemet och ansvarsprinciperna kommer att se ut om några år är därför ingalunda klart. Om vår uppfattning om kopplingar och samband är riktig kommer emellertid utvecklingen i dessa avseenden att få en direkt inverkan på hur prospekten utformas i praktiken.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

Prop. 1972:5 med förslag till skadeståndslag m.m.

Prop. 1983/84:48 om ändring i beskattningen av realisationsvinster på börsaktier, m.m.

SOU 1971:9, Större företags offentliga redovisning.

SOU 1997:22, Aktiebolags kapital. Delbetänkande av Aktiebolagskommittén.

SOU 2001:1, Ny aktiebolagslag. Slutbetänkande av Aktiebolagskommittén.

Rättsfall

NJA 1935 s. 270.

NJA 1987 s. 692.

Litteratur

Böcker och monografier

Börsregler 2001.Handledning till noteringsavtal och listningskrav, OM Stockholmsbörsen AB, 2001 (citrat: Börsregler 2001).

Hellner, Jan, *Skadeståndsrätt*, 5:e uppl., Stockholm, Juristförlaget, 1996 (citrat: Hellner).

Hultmark, Christina, *Kontraktsbrott vid köp av aktie. Särskilt om fel*, Stockholm, Juristförlaget, 1992 (citrat: Hultmark).

Kleineman, Jan, *Ren förmögenhetsskada. Särskilt vid vilseledande av annan än kontraktspart*, Stockholm, Juristförlaget, 1987 (citrat: Kleineman).

Lüning, Wilhelm, *Prospektansvaret – en probleminventering*, Stockholm, B&B Företagsjuridik, 1986 (citrat: Lüning).

Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W., & Jaffe, Jeffrey F., *Corporate Finance*, 6:e uppl. (int. ed.), McGraw-Hill, 2002 (citrat: Ross, Westerfield & Jaffe).

Samuelsson, Per, *Information och ansvar. Om börsbolagens ansvar för bristfällig informationsgivning på aktiemarknaden*, Stockholm, Norstedts Juridikförlag, 1991 (citat: Samuelsson).

af Sandeberg, Catarina, *Prospektansvaret. Caveat emptor eller caveat venditor*, Uppsala, Iustus Förlag, 2001 (citat: af Sandeberg).

Tidskriftsartiklar

Deuschl, Carl-Johan, "Bolagets ansvar vid fel eller brist i prospekt", i *Juridisk Tidskrift* 1999/2000, s. 269 ff. (citat: Deuschl).

Dotevall, Rolf, "Några frågor som rör prospektansvar", i *Nordisk Tidskrift för selskabsret*, 2000:3/4, s. 330 ff. (citat: Dotevall).

Karlgren, Hjalmar, "Några aktierättsliga anteckningar i anledning av ett par rättsfall", i *Svensk Juristtidning* 1938, s. 187 ff. (citat: Karlgren).

Affärspress

"Alfa Laval dras in i asbesthärvan", publicerad på Affärsvärldens hemsida den 31 oktober 2002 (www.affarsvarlden.se).

Amcoff, Erik, "Alfa Lavalas ledning hotas av stämning", publicerad på Affärsvärldens hemsida den 12 november 2002 (www.affarsvarlden.se).

Ericson, Bengt, "JURIDIK: Varning för masstämmingar", publicerad på Veckans Affärers hemsida den 23 september 2002 (www.va.se).

Nachemson-Ekwall, Sophie, "Ingen varning i statens Teliaprospekt om UMTS-fiasko", publicerad på Affärsvärldens hemsida den 18 december 2000 (www.affarsvarlden.se).

Prospekt

Trelleborgs Gummifabriks AB, "Prospekt över 1976 års nyemission", Trelleborg, 1976

Svenskt Stål AB, ”Inbjudan till förvärv av aktier i SSAB Svenskt Stål AB”, Stockholm, 1989

Fristads AB, ”Inbjudan till förvärv av aktier i Fristads AB”, Trelleborg, 1994

Biacore International AB, ”Inbjudan till förvärv av aktier i Biacore International AB”, Stockholm och Uppsala, 1996

BioPhausia AB, ”Inbjudan till teckning av aktier i BioPhausia AB”, Uppsala, 1998

Telia AB, ”Inbjudan till förvärv av aktier i Telia AB”, Stockholm, 2000

Alfa Laval AB, ”Alfa Laval AB – 56,515,022 Ordinary Shares”, Lund, 2002

Rekommendationer m.m.

(Lagar och andra författningar ej inkluderade)

NBK:s rekommendation om utformning av prospekt (1999).

Noteringsavtal av den 1 mars 2001. Kan rekvireras från OM Stockholmsbörsen, t.ex. på www.stockholmsborsen.se.

Kommissionens förslag, KOM/2001/280, COD 2001/0117, till Europaparlamentets och Rådets direktiv om spridning av prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad.

Kommissionens ändrade förslag, KOM/2002/460, COD 2001/0117, till Europaparlamentets och Rådets direktiv om de prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och om ändring av direktiv 2001/34/EG.

Övrigt

Finansinspektionens hemsida (www.fi.se), aktualitetsdatum 29 december 2002.