



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Jenny Nilsson

Prospektansvaret för Corporate
officers och directors enligt
Securities Act och Securities
Exchange Act

Examensarbete
20 poäng

Handledare : Torsten Sandström

Ämnesområde : Associationsrätt/ börsrätt

Termin : VT 2005

Innehåll

SAMMANFATTNING	1
FÖRORD	3
FÖRKORTNINGAR	4
1 INLEDNING	5
1.1 Syfte	5
1.2 Metod och Material	5
1.3 Avgränsningar	5
1.4 Disposition	6
2 SECURITIES ACTS- UPPKOMST OCH SYFTE	7
3 REGISTRERINGS & PROSPEKT KRAVEN I SA 1933	9
3.1 Pre- Filing Period	9
3.2 Waiting Period	10
3.3 Post Effective Period	11
4 PRIMÄRT ANSVAR	12
4.1 Vilseledande registration statements	12
4.1.1 Ansvarsbegränsande åtgärder	13
4.2 Vilseledande prospekt eller meddelande	15
4.2.1 Vem kan hållas ansvarig enligt section 12 ?	17
4.3 Underförstådd rätt till enskild talan	19
4.4 Rule 10 (b)- 5	20
4.4.1 Uppsåt standarden	21
4.4.2 Väsentlighet	23
4.4.2.1 Bespeak Caution Doctrine	23
4.4.3 Tillit	24
4.4.4 Kausalitet	26
4.5 SA 1933 Allmänna bedrägeri bestämmelse	27
4.5.1 Rätt till underförstådd enskild talan enligt sec. 17(a) ?	27

5	SEKUNDÄRT ANSVAR	30
5.1	Inledning	30
5.2	Controlling Person	30
5.2.1	Domstolarnas inställning	31
5.2.2	Definitionen av kontroll	32
5.2.3	Vilken standard skall tillämpas ?	33
5.3	Conspiracy	34
5.4	Aiding and Abetting	35
6	SLUTKOMMENTAR	38
	LITTERATURFÖRTECKNING	40
	RÄTTSFALLSFÖRTECKNING	42

Sammanfattning

De bestämmelser som anger ansvaret för corporate officers och directors vid vilseledande och bedrägliga prospekt i amerikansk federal rätt återfinns i Securities Acts. Securities Acts är samlingsnamnet för Securities Act och Securities Exchange Act, vilka är en del av lagstiftningen för värdepappershandeln. Securities Acts skapades för att skydda investerare mot vilseledande och bedräglig information i samband med värdepapperstransaktioner.

Ansvaret som utkrävs av de inblandade är både primärt och sekundärt. Förutom de ansvarsbestämmelser som lagstiftaren har skapat har domstolarna i USA även använt sig av ett antal doktriner hämtade från Common Law. I stort bygger det primära ansvaret på de grundläggande registreringskraven som ges i Securities Act och bland dessa återfinns även de bestämmelser som avgör huruvida de krav som ställs på prospekt är att se som uppfyllda.

Det primära ansvaret är uppdelat i två ”sektioner”. Den första är, de bestämmelser som ger rätt till en uttrycklig talan för den enskilde aktieägaren och som till sin utformning uppfattas att ge uttryck för ett strikt ansvar. Den andra är, de bedrägeribestämmelser vilka domstolarna har tolkat som att de tillåter en enskild rätt till talan (s.k. underförstådd talerätt). Dessa bestämmelser skulle i annat fall endast tillåta att SEC förde talan. Denna möjlighet till underförstådd enskild talan har alltmer begränsats av domstolarna på grund av att man i allt för stor grad har missbrukat denna rätt. Denna utveckling som domstolarna gett sig in på kommer troligen leda till att det blir allt svårare att få tillstånd en enskild underförstådd talan, dock med ett undantag, nämligen den främsta bedrägeribestämmelsen rule 10 (b)-5 vars existens är så accepterad bland domstolarna att den kommer att bibehålla sin betydelse för den underförstådda rätten. Till skillnad från de bestämmelser som tillåter en uttrycklig enskild rätt till talan, uppställer rule 10 (b)-5 ett större antal rekvisit för att tillåta en enskild talan, där ibland ett krav på uppsåt. Eftersom denna bestämmelse inte är uttrycklig har dessa rekvisit ej blivit tydligt definierade i lagtexten, något som har lett till att domstolarna själva fått ta ställning till hur dessa skall tolkas. Detta har gjort att domstolarna har tolkat rekvisiten olika. Trots att bestämmelserna som tillåter en uttrycklig talan mot en primär överträdare ger sken av att vara strikta i sitt ansvar har lagstiftaren och domstolarna försett ansvarssubjekten med ett visst skydd mot ansvar, s.k. försvar. Dessa försvar ger den ansvarige en möjlighet att undkomma ansvar, om han kan uppfylla de krav som uppställs.

Det sekundära ansvaret är, såsom det primära uppdelat på lagens bestämmelser och de doktriner, som domstolarna ansett lämpliga att använda för att komma åt överträdare. En av de främst använda bestämmelserna om sekundärt ansvar, som bygger på underförstådd talan är aiding and abetting. Denna bestämmelse har drabbats hårt av domstolarnas allt snävare tolkning av denna rätt. En annan bestämmelse om sekundärt ansvar som är lagstiftad och som inte bygger på en doktrin är ”controlling

person ”, vilken finns både i Securities Act och Securities Exchange Act i två något varierande versioner. Där den största skillnaden är att finna i försvaren till dessa två bestämmelser. Försvaret i Securities Act kan sägas bygga på en objektiv grund och den i Securities Exchange Act är möjligen att betrakta som subjektiv. Annars ligger själva grunden till ”controlling person ” i att personen i kontroll över andra personer utövar denna möjlighet till kontroll och ej utnyttjar den till att överträda bestämmelserna och eftersom passivitet är ansvarsgrundande, inte låter någon underordnad göra det.

Ett

annat sorts skydd som officers och directors har, är det faktum att domstolarna börjat använda sig av en relativt ny doktrin ”bespeak caution doctrine ” som ett sätt att sålla bort en talan som i domstolens ögon anses ogiltigt på grund av att felaktigheten eller utelämnandet i prospektet ej var att betrakta som väsentligt, därmed har käranden misslyckats med uppfylla det grundläggande rekvisitet vid en talan om överträdelse av Securities Acts. För att detta skall ske räcker det med att det i prospektet finns utsatt en varning om att risker existerar i samband med investeringen eller när ett uttalande inne i prospektet inte uppfattas av domstolen så optimistiskt som käranden utmålade det att vara.

Förord

Under tiden som jag har arbetat på denna uppsats har ett antal personer förtjänat min tacksamhet, för alla goda råd och den uppmuntran de har givit. Förhoppningsvis är de redan medvetna om detta faktum, om inte, så hoppas jag att de blir det i och med detta. Ett särskilt tack vill dock rikta till min handledare Torsten Sandström, för hans hjälp och tålamod.

Jenny Nilsson
Vinslöv 2006

Förkortningar

CEO	Chief Executive Officer
SA	Securities Act
SEA	Securities Exchange Act
SEC	Securities Exchange Commission
U.S.C.A	United States Code Annoited

1 Inledning

1.1 Syfte

Det existerar ingen direkt möjlighet (åtminstone inte för tillfället) för enskilda aktieägare att hålla aktiebolag ansvarig för bristfälliga och vilseledande börs och emissions prospekt enligt svensk lagstiftning. Dock har lagstiftaren gett den enskilde investeraren möjligheten att hålla organledamot ansvarig genom skadeståndstalan vid uppsåtligt eller culpöst handlande. Men hur regleras detta ansvar t.ex. i ett land som USA som är uppdelat i stater, som var och en har sin egen lagstiftning ? För att få ett enhetligt svar på denna fråga måste man först vända sig till den federala lagstiftningen, närmare bestämt Securities Acts, vilka går utöver den delstatliga lagstiftningen. I det ovanstående har syftet med denna uppsats redan delvis framkommit men skall främst fokusera på ansvaret som corporate officers och directors har vid vilseledande och bedrägliga prospekt enligt Securities Acts.¹

Drabbar ansvaret alla dessa inblandade lika hårt ?

Finns det några möjligheter att undvika ansvar och i så fall vad krävs ?

Vad krävs för att en rätt till enskild talan skall uppkomma och i lika delar gör en sådan talan ogiltig ?

Då USA är ett land vars rättsutveckling leds framåt av case law är det även av intresse att se varthän domstolarna har tagit denna utveckling gällande rätten till enskild talan.

1.2 Metod och Material

Case law är en intrikat del av den amerikanska rättskulturen.

Ansvarssystemet är bland annat uppbyggt på och av rättsfall från de amerikanska domstolarna. Detta är anledningen till att metoden jag valt att använda är den rättsdogmatiska. Förutom praxis har amerikansk doktrin inom detta område såsom amerikanska law journals varit till stor hjälp, då svensk litteratur på området är mycket liten.

1.3 Avgränsningar

Den amerikanska värdepapperslagstiftningen är mycket omfattande, då den inte bara är delstatlig utan även federal och har en stor räckvidd. En uttömmande skildring av detta system är därmed ej möjlig i detta arbete, jag kan därför inrikta mig på det ansvar som corporate officers och directors har enligt den federala lagstiftningen och de möjligheter en enskild aktieägare

¹ Corporate officers utses av styrelsen och tar hand om bolagets dagliga skötsel. CEO är att jämföras med en svensk verkställande direktör. En corporate director är styrelseledamot. Dessa kan delas upp i inside och outside directors, där inside director har en funktion inom bolaget, medan en outside director endast sitter med i styrelsen och har ingen vidare samhörighet med bolaget.

att föra talan mot dessa personer. Jag kommer inte ta upp de straffrättsliga bestämmelserna och ej heller de möjliga sanktionsåtgärder från SEC sida som kan drabba de som inte sköter sig.

1.4 Disposition

För att förstå vad som ligger till grund och vad lagstiftaren har syftat med Securities Acts så har jag ansett det befogat att i början av uppsatsen ge en mycket kortfattad insyn i vad Securities Acts står för och varför man skapade denna lagstiftning från början. Detta är särskilt viktigt då detta synsätt som låg bakom skapandet av Securities Acts fortfarande är levande bland domstolarna. Denna insyn ges i kapitel 2.

I kapitel 3 har jag ansett det betydelsefullt att få en inblick i den registreringsprocess som kan leda till att fråga om ansvar kan bli aktuell. Kapitel 4 handlar om det primära ansvaret och i kapitel 5 behandlas det sekundära ansvaret. Därefter kommer en slutkommentar i kapitel 6 i vilken jag diskuterar och kommenterar delar av det som framkommit i uppsatsen.

2 Securities Acts- Uppkomst och syfte

I slutet av 1800 talet blev det uppenbart för industrimän att en lukrativ marknad för värdepapper existerade i och med utvecklingen av den amerikanska fronten. Vid försäljning av dessa värdepapper användes ett antal tveksamma och tvivelsamma metoder och som en konsekvens där av uppstod ett behov att reglera försäljningen av bedrägligt värderade aktier. År 1911 antogs i Kansas den första delstatliga värdepapperslagstiftningen. Snabbt därefter följde de andra delstaterna, till slut hade alla delstaterna sina egna lagstiftningar. Dessa delstatliga lagstiftningar har blivit kända under namnet ” Blue sky laws ” eftersom de skulle förhindra att industrimän sålde en bit blå himmel till bönderna. De delstatliga lagstiftningarna fungerade ett tag och alla tankar på en federal lagstiftning slogs undan. Dock kunde inte de delstatliga lagstiftningarna följa med i utvecklingen, då de endast var anpassade till handel med värdepapper inom delstaten. I och med börskraschen 1929 ansågs en federal lagstiftning som det enda alternativet.

På kort tid steg den amerikanska kongressen in på den legislativa arenan med Securities Act of 1933. SA fokuserar till skillnad från de delstatliga lagstiftningarna på total insyn för investerarna och är främst riktad mot värdepappersdistributionen.² SA kräver generellt (frånsett vissa undantag) att registrering skall ske av alla värdepapper som presenteras för allmänheten för första gången. Teorin som ligger till grund för denna lagstiftning utgår ifrån att investerare är tillräckligt skyddade om alla relevanta aspekter om värdepapperna som marknadsförs blir till fullo och korrekt uppgivna. Denna insyn gör det därmed möjligt för en investerare att själv utvärdera och avgöra investeringens förtjänster. Att investerarna själva har en möjlighet att göra egna utvärderingar av tillgängliga investeringar är en grundläggande idé i federal securities regulation.

Securities Act of 1933 innehåller ett antal civilrättsliga gottgörelser för investerare som blir skadade genom överträdelser av denna Act. Vidare innehåller den en allmänbedrägeri bestämmelse som förbjuder väsentliga utelämnanden och vilseledanden i samband med erbjudande eller försäljning av värdepapper. Själva omfattningen av SA är begränsad på så sätt att dess bestämmelser om registrering och insyn endast täcker in distribution av värdepapper och investerarskyddet gäller endast för köpare inte försäljare. 1934 antog den amerikanska kongressen Securities Exchange Act of 1934, som är en mer omfattande reglering än Securities Act of 1933. I samband med att man antog SEA, skapade man även SEC eftersom det ansågs att den sittande federala kontroll byrån inte kunde hantera mer administrativt

² Den delstatliga lagstiftningen är baserad på att den skall vara så rättvis som möjligt mot investerarna och bygger på ett förtjänst system, där aktier som skall registreras måste kvalificera sig på en saklig grund.

ansvar.³ Securities Exchange Act reglerar alla aspekterna av den allmänna värdepappershandeln och fokuserar ej bara på värdepapper, emittent, köpare och säljare utan påför även hårda rapporteringskrav på bolag som är börsnoterade. Precis som SA bekämpar SEA bedrägligt beteende vid köp och försäljning av värdepapper och SEA innehåller även en allmänbedrägeri bestämmelse.

³ Hazen vol.1 s. 8.

3 Registrerings & prospekt kraven i SA 1933

Den bestämmelse som ligger utgör basen för registrerings och prospekt kraven är section 5 SA of 1933, vars grundläggande syfte är att se till att investerare har tillräcklig information för att kunna göra sitt investerings beslut.⁴

Section 5 förbjuder alla försök till försäljning innan registrering hos SEC har skett av registration statement. Detta registration statement består av två delar, den ena delen utgörs av prospektet, den andra delen arkiveras hos SEC men är fortfarande offentlig information för de investerare som som önskar få mer djupgående information. Processen som registreringen utgör är uppdelad i tre tidsperioder, för vilka kraven och förbuden i section 5 är genomgående.

3.1 Pre- Filing Period

Pre- filing period är tiden innan slutförandet av registration statement. Under denna tid är det varken tillåtet att erbjuda köp eller att sälja några värdepapper. Detta gäller alla erbjudanden, oavsett skriftliga eller muntliga, samt köp eller försäljning.⁵ Naturligtvis innebär detta att ingen försäljning får ske under denna tid.⁶ Att en sådan regel existerar under denna period har man menat är naturligt då ingen offentlig information finns att tillgå angående erbjudandet, då varje förtida försäljningsaktivitet skulle kringgå syftet med registrerings och prospekt kraven i SA 1933.⁷ Under erbjudande om att sälja faller varje aktivitet, som skäligen är uträknad för att påverka eller söker att skapa ett intresse att köpa.⁸ Trots denna breda definition, som ser ut att försvåra varje försök att få ut information, har SEC öppnat upp en möjlighet att sprida intressant information om värdepapperna utan risk för att skapa ett köpar intresse innan korrekt information finns tillgänglig.⁹

⁴ 15 U.S.C.A. § 77e.

⁵ Section 5 (c), 15 U.S.C.A. § 77e (c).

⁶ Section 5 (a), 15 U.S.C.A. § 77e (a).

⁷ Hazen vol.1 s. 66.

⁸ Section 2(3), 15 U.S.C.A. § 77b (3).

⁹ C.F.R. § 230.135, rule 135 anger att följande information får ges : 1) the name of the issuer; 2) the title, amount, and basic terms of the offering; 3) in case of a rights offering to existing securities holders, the subscription ratio, record date and approximate date of the proposed offering as well as the subscription price; 4) where securities are exchanged for securities of another issuer, the nature and basis of the exchange; 5) in case of employees of the issuer or any affiliate. The class of employees and the amount proposed to be offered, including the offering price and 6) any statement required by state law or administrative authority.

3.2 Waiting Period

När registration statement har lämnats in för registrering hos SEC påbörjas det som kallas waiting period. Under denna tid är det fritt fram för var och en att komma med erbjudanden om köp av de värdepapper som håller på att registreras, då section 5 (c) inte längre är i kraft. Vidare är det tillåtet att komma med muntliga erbjudanden om att sälja värdepapper så länge ingen försäljning sker. Om detta blir fallet, överträds section 5 (a) vilken innehåller ett förbud mot försäljning innan registration statement har registrerats och trätt i kraft.¹⁰

Under waiting period spelar prospektkraven i SA 1933 en mycket stor roll, då section 5 (b)(1)¹¹ gör det olagligt att använda posten eller andra transportsätt inom den delstatliga handeln att överföra något prospekt hänförbart till ett värdepapper för vilken ett registration statement blivit registrerat som inte uppfyller kraven i section 10.¹² Inte heller tillåts leverans av värdepapper till salu om inte prospektet medföljer eller har skickats i förväg.¹³ Section 10(a) innehåller de krav som ställs på ett lagenligt prospekt.¹⁴ För att prospektet skall anses korrekt måste all relevant information angående emittenten vara inkluderad. Vidare gäller enligt section 10(b)(3) att prospektet som används mer än nio månader efter det att prospektet har trätt i kraft måste informationen uppdateras så att den blir korrekt inom en tid av 16 månader innan man använder sig av prospektet.¹⁵ Kravet i section 5(b)(2) understöds i hög grad av den breda definitionen av prospekt som återfinns i section 2(10). Denna definition innefattar alla skrivna erbjudanden att sälja värdepapper samt varje erbjudande om försäljning som vidare befordras genom TV eller radio.

Section 2(10) inkluderar inte bara reklamutskick och notiser, utan täcker även de meddelanden som bekräftar försäljningen av de värdepapper som registreras. Även om definitionen är bred och verkar täcka upp det mesta, så ger section 2(10) utrymme för att lämna ut information om värdepapperna.¹⁶ Utöver detta tillåter section 10(b) att SEC utfärdar regler som tillåter användandet av preliminära och summariska prospekt för att uppfylla de krav som ställs upp i section 5(b)(1), dock kvarstår förbudet mot leverans för försäljning.¹⁷

¹⁰ 15 U.S.C.A. § 77e (a).

¹¹ 15 U.S.C.A. § 77e (b)(1).

¹² 15 U.S.C.A. § 77j.

¹³ Section 5(b)(2), 15 U.S.C.A. § 77(b)(2).

¹⁴ 15 U.S.C.A. § 77aa.

¹⁵ 15 U.S.C.A. § 77(a)(3).

¹⁶ Då det i definitionen av prospekt endast talas om skrivna meddelanden, är det tillåtet med muntlig kommunikation. Section 2(10)(b) tillåter användandet av ”tombstone ads”, vilka endast i stort informerar om värdepappret till försäljning.

¹⁷ Rule 430 tillåter användningen av preliminary prospectus som innehåller ungefär samma information som section 10(a) prospektet, dock med vissa utelämnanden. Summary prospectus tillåts av rule 431.

3.3 Post Effective Period

Förutom bedrägeri bestämmelserna, är det enda förbud som kvarstår under denna period, den som går att finna i section 5(b) prospektkrav, eftersom registration statement har trätt i kraft vid denna tidpunkt. Användningen och betydelsen av section 5(b) är i stort sett den samma som vid waiting period. Undantaget är att vissa av metoderna vid tillåtna erbjudanden under waiting period inte längre är tillåtna, dvs de preliminära och summariska prospekten samt kravet i section 5(b)(2). En

annan viktig sak att hålla i minnet under denna period är den att även om registration statement inte behöver bli uppdaterad med de flesta förändringar som sker efter det registration statement träder i kraft, är det fortfarande nödvändigt att uppdatera prospektet med de ändringar som behövs för att det fortfarande skall vara korrekt.¹⁸ När ändringar skall göras, är det inte nödvändigt att utföra ändringarna i själva prospektet utan oftast använder man sig av ”stickers” som innehåller den uppdaterade och korrekta informationen. Om så inte sker aktualiseras inte bara allmänbedrägeri bestämmelserna utan det blir även aktuellt med att erbjuda alla som mottog det felaktiga prospektet återköp.¹⁹ Utöver detta har domstolen i fallet Manor menat att från och med den stund som ett prospekt anses väsentligt vilseledande, är den inte bara i strid med forskrifterna i section 10(a) då det ej föreligger något korrekt prospekt utan även användningen av detta dokument är i strid med section 5(b) vilket gör att varje försäljning baserad på detta dokument är i överträdelse av section 12(1). Detta ansvar kvarstår även om man försöker ”bota” det illegala erbjudandet genom en legal försäljning, där man använder sig av ett giltigt section 10(a) prospekt.²⁰

¹⁸ SEC v. Manor Nursing Center Inc., 458 F.2d 1082 (2d Cir. 1972).

¹⁹ Hazen vol.1 s. 79-80.

²⁰ Diskin v. Lomasney & Co, 452 F.2d 871, 876 (2d Cir.1971).

4 Primärt Ansvar

4.1 Vilseledande registration statements

SA innehåller ett antal bestämmelser som ger upphov till en uttrycklig rätt till talan, av vilka section 11 är en av de främsta.²¹ Denna bestämmelse ger köpare av värdepapper som kan härledas till ett registration statement en sådan möjlighet. För att en rätt till talan skall uppkomma måste registration statement innehålla felaktigheter eller utelämnanden av väsentlig betydelse. Bedömningen av om något är av väsentlig betydelse görs utifrån dagen då värdepapperna erbjöds. Alla efterföljande händelser som gör ett statement vilseledande kan inte grunda rätt till en talan enligt section 11. Om ett prospekt innehåller varnande ordalag, kan detta utesluta ansvar enligt bespeak caution doctrine.²² Talan

enligt section 11 kan föras av alla personer som har införskaffat värdepappret, om det ej kan visas att köparen vid tiden för köpet var medveten om felaktigheten eller utelämnandet.

Om värdepapperna blir köpta inom en 12 månaders period är det inte nödvändigt för köparen att bevisa tillit till den väsentliga felaktigheten eller utelämnandet för att framställa en talan. Denna tillitspresumtion som existerar inom denna period faller därefter bort. Trots detta blir det ej heller i fortsättningen tvunget för köparen att visa att denne faktiskt har läst registration statement, även om tillit måste visas.²³ Förutom kravet på att felaktigheten eller utelämnandet skall vara väsentligt, är det nödvändigt för den aktieägare som vill föra talan om ansvar enligt section 11 att visa att de köpta värdepapperna kan härledas till det erbjudande för vilken registration statement blev upprättat för. Detta krav har blivit strängt tolkat av domstolarna.²⁴

Enligt section 11 kan man väcka talan mot ett antal potentiella ansvarssubjekt inte bara officers och directors. Alla ansvarssubjekten listas upp i section 11(a), vilken är uttömmande.²⁵

- 1 Alla som enligt lag skall skriva under registration statement.²⁶
- 2 Varje director, person som uppehåller en liknande ställning eller partner vid tiden för inlämningen av registration statement.
- 3 Alla personer namngivna med deras samtycke i registration statement, som skall bli director eller ska uppehålla en liknande ställning.

Vidare kan alla dessa ovanstående enligt section 11(f) hållas solidariskt ansvariga, om inte en eller flera avaranden är skyldiga för bedrägligt

²¹ 15 U.S.C.A. §77k.

²² Bespeak caution doctrine diskuteras under rule 10(b)-5.

²³ Hazen s. 331.

²⁴ Hazen s. 331.

²⁵ 15 U.S.C.A. §77k(a).

²⁶ Section 6 anger alla som skall skriva under.

beteende och andra inte. I sådant fall blir de som i större grad gjort sig skyldiga till culpöst beteende solidariskt ansvariga.²⁷

4.1.1 Ansvarsbegränsande åtgärder

Även om ansvaret nästintill är strikt enligt section 11, finns det möjlighet att undkomma eller begränsa ansvaret. Lagstiftaren har försett de potentiella ansvarssubjekten med tre olika skydd s.k. försvar.²⁸ Dessa försvar är stadgade i section 11(b).²⁹ Det första av dessa försvar som ges i (b) riktar sig till den person som upptäcker ett väsentligt utelämnande eller vilseledande och sedan tar lämpliga steg för att förhindra en överträdelse från att ske. Vidare kan en person som i annat fall skall hållas ansvarig undgå ansvar om han före det att registration statementet blir gällande avgår (eller tar juridiska steg mot att avgå) från den ställningen eller upphör att agera i den kapaciteten som binder personen till registration statement. Därutöver måste personen lämna ett skriftligt meddelande både till emittenten och SEC om en sådan handling och därigenom avsäga sig allt ansvar för de delar av registration statement som ligger under hans ansvar. Om ett potentiellt ansvarssubjekt blir medveten om att ett registration statement blivit gällande utan dennes vetskap kan ansvar undvikas genom att denne tar tillämpliga steg mot att avgå samt meddelar SEC om detta. I tillägg till detta måste denne ge “ *reasonable public notice that such part of registration statement had become effective without his knowledge* ”³⁰ I section 11(b)(3) ges det mest använda försvaret. I denna anges det att varje person (förutom emittenten) som är ett potentiellt ansvarssubjekt är undantagen ansvar gällande varje del av registration statement som ej är gjord under insyn av en expert, förutsatt att svaranden “ *had, after reasonable investigation , reasonable ground to believe, at the time such part of the registration statement became effective, that the statements therein were true and that there was no omission to state a material fact* ”³¹ Delar av registration statement som är angivna att ha blivit framställda av statsanställd eller är kopior eller utdrag av ett statligt dokument eller från en expert kan inte ge upphov till ansvar för person, som har en skälig anledning att tro och verkligen tror att det ej finns något väsentligt vilseledande eller utelämnande.³²

När det gäller tillit till experter får den inte vara blind, utan man har allmänt menat att det tillämpliga kravet på experter kräver :

- 1 Fullt uppgivande av alla viktiga omständigheter, som personen som påstår sig ha tillit känner till.
- 2 God tro till den åsikten som har givits i de delar av registration statement, som blivit framställda av en expert.

²⁷ Hazen s.337.

²⁸ Emittenten har inte denna möjlighet, utan hålls strikt ansvarig för väsentliga vilseledanden och utelämnanden. Dock ej för sådan information denne ej kände till eller inte kunde ha känt till.

²⁹ 15 U.S.C.A. §77k(b).

³⁰ 15 U.S.C.A. §77k(b)(2).

³¹ 15 U.S.C.A. §77k(b)(3)(A).

³² 15 U.S.C.A. §77k(b)(3)(D).

De, som har skälig tillit till dessa expertutlåtanden, är befriade från sin plikt till reasonable investigation och due diligence.³³

Redan 1968 presenterades den främsta tolkningen av det försvar som ges i section 11(b)(3). Denna tolkning gjordes av domstolen i fallet Escott v. BarChris, där domstolen delade upp de olika klasserna av svaranden och behandlade dem separat.³⁴ Domstolen var noggrann med att skilja på inside directors och outside directors samt officers när man tittade på den tillämpliga omsorgsstandarden, d.v.s. om de hade använt sig av tillräcklig due diligence. Förutom detta tittade domstolen på vilken omfång försvaret ”tillit på expertutlåtande” har.

Grundprincipen som gäller när det kommer till officers och directors är, att ju mer insatt en officer eller director är, desto högre ansvar har denne.

Naturligtvis bedöms de som är mindre insatta med en mildare skala.

Domstolen ansåg till exempel att grundarna av bolaget var väldigt lite inblandade i bolagets skötsel och därutöver var män av begränsad utbildning. Domstolen menade därför att det var troligt att prospektet var mycket svår läsning, om de någonsin försökte sig på det.³⁵ Trots detta ansåg domstolen att deras begränsade fattningsförmåga var irrelevant, då ansvaret som en officer hade att skriva under var oberoende av om denne hade läst registration statement eller förstått det. Det som är väsentligt är huruvida en officer som skriver under handlar med due diligence under omständigheterna. Domstolen fann att grundarna hade brustit i due diligence när man skrivit under utan att ha läst eller förstått vad som sades i registration statement. Bland de officers som var mer insatta i bolagets affärer fanns en VD som också var en av dem som skrev under dokumentet. VD:n ansågs inte av domstolen kunna framställa ett due diligence försvar då han kände till allt om bolagets affärer och var den som kontrollerade alla faktorer.³⁶

När det gäller den andra kategorin inblandade, outside directors, fann domstolen att inte de heller hade uppfyllt due diligence kravet. Dessa outsiders var varken officers eller anställda men satt med i styrelsen och hade suttit med en månad. Trots faktumet att de aldrig såg det slutliga registration statement skrev de ändå under, då underskriften skulle ske på ett enskilt blad. Utöver detta verkade ingen av dem ha läst igenom registration statement ordentligt. Dock hade en av dem frågat en av inside directors om registration statement var korrekt, och fått ett jakande svar. Troligen Krävdes det för ett uppfyllande av due diligence kravet att de som var outside directors åtminstone hade gjort några undersökningar innan de skrev under dokumentet.³⁷ Domstolen påpekade även att en ordentlig man inte skulle handla i en viktig sak utan att ha någon sorts personlig kunskap om

³³ Hazen s. 342.

³⁴ Escott v. BarChris Construction Corp., 283 F.Supp.643 (S.D.N.Y.1968); BarChris var ett byggnads företag som blev insolvent efter att man givit ut värdepapper. Investerarna förde en grupptalan mot bolaget och dess 9 directors samt en officer som hade skrivit under registration statement. Vidare fördes talan mot en revisor. Domstolen fann ett antal väsentliga vilseledanden och utelämnanden.

³⁵ Escott v. BarChris Construction Corp., 283 F.Supp.643,684.

³⁶ Escott v. BarChris Construction Corp., 283 F.Supp.643,684.

³⁷ Escott v. BarChris Construction Corp., 283 F.Supp. 643,688.

de relevanta omständigheterna och inte bara lita på främmande personers uttalanden.

I BarChris togs även frågan upp om omfattningen av försvaret angående tillit till experter. Domstolen höll hårt på termen expert och menade att endast de delar som var skrivna av en expert inom det särskilda området, t.ex. en oberoende revisor kunde användas som skydd mot ansvar.³⁸

Det räcker alltså inte med att någon är kunnig inom ett särskilt område läser igenom materialet.

Slutligen, var är då den tillämpliga omsorgsstandarden ?

Den står att finna i section 11(c): ” *The standard of reasonableness shall be that required of a prudent man in the mangement of his own property.* ”³⁹

Hazen menar att denna standard sätter ribban mycket högre än vad som annars krävs av officers och directors inom common law, där man endast begär att de skall handla på ett sätt som är passande för en förnuftig officer eller director. Även verkar detta tyda på att officers och directors inte har skydd av business judgement rule.⁴⁰

4.2 Vilseledande prospekt eller meddelande

Utöver den rätt som section 11 stadgar, har varje enskild person möjlighet att hålla alla som erbjuder eller säljer värdepapper i överträdelser av section 5 ansvariga i ett civilrättsligt mål enligt section 12(1).⁴¹ Huruvida överträdelsen är en medveten handling eller om tillit finns är irrelevant enligt section 12.

Som köpare räknas inte bara de faktiska ägarna av värdepapperna, utan även de som köper för någon annans räkning. Precis som section 11 ger section 12(1) uttryck för ett strikt ansvar, dock med ett undantag, när käranden är att anse som lika skyldig. Detta är det så kallade In Pari Delicto försvaret. Det var i det ledande rättsfallet Pinter v. Dahl som domstolen ansåg att en svaranden i ett värdepappersmål enligt section 12(1) hade rätt att framföra ett In Pari Delicto försvar, om köparen var att anse som lika skyldig till överträdelsen.⁴² Ansvarsbedömningen utgår från sådana faktorer som t.ex. kärandens finansiella inblandning jämfört med tredje part, den ” tillfälliga aspekten ” av dennes befrämjande handlingar samt förmåner han fått mottaga för dessa handlingar och omfånget av hans engagemang i erbjudandets planerings stadier. För att en svarande framgångsrikt skall kunna påkalla ett In Pari Delicto försvar måste denne visa att kärandens illegala handlande inte bara skadade tredje man utan även honom. Då försvaret bygger på att undersöka fakta i målet samt att tillämpningen kan variera från fall till fall beroende på omständigheterna blir In Pari Delicto

³⁸ Escott v. BarChris Construction Corp., 283 F.Supp.643,683.

³⁹ 15 U.S.C.A. §77k(b)(3)(D).

⁴⁰ Hazen s. 339-340: Enligt business judgement rule är officers och directors skyddade mot ansvar ifall de har handlat i bolagets intresse och saknar ekonomisk motivation samt när åtgärden vidtogs ansåg han att den var motiverad och det var ett korrekt beslut. Se även Dotevall s. 149-156.

⁴¹ 15 U.S.C.A. §77l(1) section 12 är exklusiv i det att den är den enda bestämmelsen som ger rätt till skadestånd vid överträdelse av section 5.

⁴² Pinter v. Dahl, 108 S.ct. 2063 (1988).

försvaret omständigt att använda.⁴³ Utöver detta måste det bevisas att kändens handlande var mer likt en promotors agerande än en investerares. Detta är något som gör In Pari Delicto försvaret mycket smalt och man har ansett att på grund av detta kommer det inte användas i section 12(1) mål i någon större grad.⁴⁴

Förutom den uttryckliga rätten en köpare har till talan vid överträdelse av section 5, återfinns en bedrägeri bestämmelse i section 12(a)(2) som skapar rätt för bedragna köpare att föra talan vid väsentliga vilseledanden och utelämnanden i samband med försäljning eller erbjudande om köp av värdepapper.⁴⁵ Då section 12(a)(2) inte är baserad på SA 1933 registreringskrav, utgör denna bestämmelse ett komplement till section 11 och 12(1) som inte bara inkluderar skriftliga utan även muntliga kommunicéer och uttalanden.

När det gäller muntliga uttalanden tog Supreme Court 1995 i fallet Gustafson den ståndpunkten att ansvar endast kunde uppstå för de uttalanden som kunde härledas bak till ett underliggande prospekt.⁴⁶ I likhet med (1) innehåller (2) ett strikt närhetskrav, vilket innebär att endast köpare kan föra talan, även om domstol har tillåtit en person att föra talan som erbjudits att köpa värdepapper men som aldrig gjorde det.⁴⁷ Till skillnad från de andra bedrägeribestämmelserna krävs det inte tillit för att framställa ett yrkande enligt section 12(2), utan det har allmänt ansetts att då en kändens bevisat att ett väsentligt vilseledande existerar är tillit ej nödvändigt.⁴⁸ Dock är det ett absolut måste att ett vilseledande eller utelämnande är väsentligt för att ansvar skall kunna utkrävas enligt section 12(2). En domstol har tolkat väsentlighet som något som utgörs av den information, som en förnuftig investerare skulle anse viktig när denne tar ett beslut att investera.⁴⁹ Frågan huruvida vilseledanden eller utelämnanden är väsentliga är något som baseras på den totala mixen av tillgängligt material.⁵⁰ Under väsentligt faller troligen inte breda generella åsikter, åtminstone på så sätt att det är tillåtet att använda en viss grad av ”försköning”.⁵¹ Under många år ansåg man att section 12(2) var tillämplig på sekundär marknaden, men under 90-talet kom ett antal domslut i vilka man menade att section 12(2) endast kunde användas vid transaktioner på primärmarknaden.⁵² 1995 slöt sig Supreme Court sig till denna skara.⁵³ I

⁴³ Pinter v. Dahl, 108 S.Ct. 2063,2074.

⁴⁴ Hazen s. 324.

⁴⁵ 15 U.S.C.A. §771(2).

⁴⁶ Gustafson v. Alloyd Co., 513 U.S. 561 (1995).

⁴⁷ Doll v. James Martin Associates (Holdings) Ltd., 600 F.Supp. 510 (E.D. Mich. 1984).

⁴⁸ Wright v. National Warranty Co., 953 F.2d 256 (6th Cir. 1992).

⁴⁹ TSC Indus., Inc., v. Northway Inc., 426 U.S. 438,449 (1976).

⁵⁰ TSC Indus., Inc., v. Northway Inc., 426 U.S. 438,449 (1976).

⁵¹ Hazen s. 354.

⁵² Ballay v. Legg Mason Wood Walker, Inc., 925 F.2d 682 (3d Cir. 1991); Cox v. Eichler, 765 F.Supp. 601 (N.D. Cal.1990).

⁵³ Gustafson v. Alloyd Co., 513 U.S. 561 (1995). När jag använder ordet primär marknad har det inte samma innebörd som det skulle ha här i Sverige, där utgivningen sker från bolaget. Definitionen primärmarknad enligt Gustafson betyder endast att det är en första gångs försäljning till enskild aktieägare från en broker-dealer. Eftersom USA är ett mycket

likhet med section 11 har 12(2) ett lagstadgat försvar, som tillåter en svarande undgå ansvar om denne har handlat med reasonable care.⁵⁴ Reasonable care påför en vårdslöshets standard, vilket gör att det inte är nödvändigt för en kärende att bevisa uppsåt hos svaranden.⁵⁵ Reasonable care inte ett direkt ger uttryck för ett krav på att man skall utföra en undersökning, har det av domstolen i fallet Sanders ansetts att reasonable care innehåller en plikt att undersöka som är beroende på omständigheterna i fallet.⁵⁶

Det finns olika faktorer som har betydelse för domstolarna vid en bedömning huruvida reasonable care utövades.⁵⁷

- 1 Hur mycket beslut och hjälp som gavs, vid t.ex. uppförandet av avtalet, samt hur pass grav inblandningen var när det kom till att övertala potentiella köpare.
- 2 Tillgången till källmaterial mot vilken framställningarna kan prövas vara sanna eller falska.
- 3 Den relativa skickligheten att finna sanningen.
- 4 Det ekonomiska intresset i att transaktionen blir fullgjord.
- 5 Förekomsten av en förtroende relation mellan investeraren och svaranden.

4.2.1 Vem kan hållas ansvarig enligt section 12 ?

Visserligen ger lagtexten svar på denna fråga, då den anger ” *any person who offers or sells a security...* ” Problemet är inte dock inte vem som kan hållas ansvarig . Domstolarna är eniga om att det är säljaren, utan problemet kretsar kring frågan vem är att anses som säljare ? Själva lagtexten verkar begränsa ansvaret till den som mottog ekonomisk kompensation för att överföra värdepapperna till köparen.⁵⁸ Inom ett decennium efter det att SA 1933 antogs, kom dock ett domslut i fallet Cady v. Murphy som ledde till att man började utöka ansvaret till att omfatta andra personer, vilka ej hade del i försäljningen.⁵⁹ Runt 1960 talet fortsatte domstolarna att utvidga ansvaret i section 12, denna gång genom att pröva varje deltagares funktion i transaktionen.⁶⁰

I ett försök att förhindra att ansvaret skulle nå alla, som deltog i eller hade samröre med värdepapperstransaktionerna, introducerades teorin om närliggande orsak.⁶¹ I fallet Lennerth hölls en VD och en vice VD samt en annan anställd på det emitterande bolaget ansvariga, då transaktionerna ej

stort land är det ovanligt att med fullskaliga publika erbjudanden från själva emittenten utan kräver inblandning av ett broker-dealer network och försäljnings personal.

⁵⁴ 15 U.S.C.A. §771 (2): ”... And who shall sustain the burden of proof that he did not know, and in the exercise of reasonable care could not have known, of such untruth or omission, shall be liable to the person purchasing such security from him...”

⁵⁵ Hazen s. 353.

⁵⁶ Sanders v. John Nuveen & Co., 619 F.2d 1221,1228 (7th Cir. 1980).

⁵⁷ Davis v. Avco Financial Services, Inc., 739 F.2d 1057,1068 (6th Cir. 1984).

⁵⁸ Kitain s. 256.

⁵⁹ Cady v. Murphy, 113 F.2d 988(1st Cir. 1940).

⁶⁰ Kitain s. 256.

⁶¹ Lennerth v. Mendenhall, 234 F.Supp. 59 (N.D. Ohio 1964).

kunde ha uppstått utan deras handlingar.⁶² Denna teori om närliggande orsak användes något senare i fallet Lewis, som förädlade denna tillnärmning genom att kräva att en svarandens handling skulle vara en ”substantial factor” i att en kärande handlade.⁶³ Denna substantial factor test blev snabbt antagen av andra domstolar och förblev det dominerande provet på huruvida någon kunde hållas ansvarig som en section 12 säljare.⁶⁴ Det var denna utveckling från att hålla personer som säljer eller erbjuder värdepapper ansvariga, till att hålla personer ansvariga som endast är en väsentlig del i att få stånd en försäljning, som fick Supreme Court att ta upp denna fråga.⁶⁵

I Pinter v. Dahl förkastade Supreme Court användningen av substantial factor test som ett sätt att bestämma ansvar. Domstolen ansåg att det fanns allt för långt gående konsekvenser av att använda detta test och man menade att det aldrig var Kongressens önskan att påföra ansvar baserat på graden av någons inblandning i en transaktion.⁶⁶ Det man sökte undvika var att ansvaret lades på de som endast hade en mycket liten del i transaktionen, såsom advokater och revisorer. Dock bibehöll domstolen ståndpunkten att ansvaret inte bara kunde utkrävas av de som kunde titulera sig som säljare, utan även de som åtminstone till en del är motiverade av en önskan att tjäna sina egna ekonomiska intressen eller det ekonomiska intresset hos värdepappernas ursprungliga ägare. Enligt domstolen omfattades ekonomiska intressen inte bara av provision och arvode utan också av de möjliga framtida ekonomiska förtjänster som härrörde från affären.⁶⁷ Att man slutligen kom fram till detta beslut gällande omfattningen av säljare berodde på att definitionen i section 2(3) i SA 1933 även inkluderar frasen ”solicitation of an offer to buy”. Vidare påpekade domstolen att eftersom utbudande inte bara är en handling som endast kan tillskrivas en säljare, kan alla som bjuder ut värdepapper hållas ansvariga.⁶⁸ Därmed höll man kvar vid att ansvar kan utkrävas av värdepappernas mäklare, representanter och principaler då dessa är aktivt inblandade i utbudandet av värdepapperna till köpare.⁶⁹ Denna s.k solicitation test som domstolen framförde istället för substantial factor test fokuserar mer på hur väsentlig inblandning svaranden har i att utbjuda värdepapperna till försäljning.

Huruvida corporate officers och directors kan hållas ansvariga som säljare, har domstolarna haft olika åsikter om. Vissa har ansett att de kan hållas ansvariga,⁷⁰ och andra inte.⁷¹ Hazen menar att ett indirekt samband med

⁶² Lennerth v. Mendenhall, 234 F.Supp. 59,65.

⁶³ Lewis v. Waltson & Co., Inc., 487 F.2d 617,622 (5th Cir. 1973). Huruvida någon var en substantial factor berodde på om denne kunde anses påverka det faktum varför köparen inhandlade värdepapperna.

⁶⁴ Denna standard kan beskrivas som ganska formlös, blev aldrig riktigt definierad av domstolarna.

⁶⁵ Pinter v. Dahl, 108 S.ct. 2063 (1988).

⁶⁶ Pinter v. Dahl, 108 S.ct. 2063,2079-2080,2081.

⁶⁷ Pinter v. Dahl, 108 S.ct. 2063,2082.

⁶⁸ Pinter v. Dahl, 108 S.ct. 2063,2077.

⁶⁹ Pinter v. Dahl, 108 S.ct. 2063,2077-2078.

⁷⁰ Stone v. Fossil Oil & Gas, 657 F.Supp. 1449 (D.N.M. 1987); Lennerth v. Mendenhall, 234 F.Supp. 59 (N.D. Ohio 1964).

⁷¹ In re Fortune Systems Securities Litigation, 604 F.Supp. 150 (N.D. Cal. 1984).

försäljningsprocessen är inte tillräckligt för att etablera ansvar under section 12.⁷² Singh anser dock att ansvar troligen skulle kunna uppstå för corporate officers och directors för muntliga uttalanden som är väsentligt vilseledande eller utelämnar väsentliga fakta vid s.k. Road Shows.⁷³ Detta är möjligt enligt Singh av två anledningar. För det första stödjer domslutet i *Pinter v. Dahl* en sådan tolkning, då dessa muntliga uttalanden vid Road Shows faller inom den tolkning som gjordes i *Pinter v. Dahl* av erbjudande. Den grundläggande idén med Road Shows är att få stånd en försäljning och de muntliga uttalanden som görs är alltså att kategorisera som ”solicitation”. För det andra så tjänar corporate officers och directors ekonomiskt på att bolaget framgångsrikt kan sälja sina värdepapper, något som går att utläsa ur prospektet.⁷⁴ En domstol har ansett att alla som skriver under ett registration statement kan anses vara säljare enligt den definition som framfördes i *Pinter v. Dahl*.⁷⁵

4.3 Underförstådd rätt till enskild talan

Utöver de bestämmelser i Securities Acts som ger skadade investerare lagstadgad rätt till enskild talan, har Supreme Court menat att vissa bestämmelser i Securities Acts kan tolkas på så sätt att de ger en enskild rätt till talan mot primära överträdare av Securities Acts, en rätt som annars endast tillfaller SEC.⁷⁶ Denna underförstådda dvs, icke lagstadgade rätt till enskild talan har utvecklats till att bli ett av de främsta vapnen mot värdepappersbedrägerier.

Denna underförstådda rätt är dock omstridd, då denna rätt är en av de frågor som blivit hårdast analyserad av Supreme Court. Det man har tvistat om är huruvida det är lämpligt med en underförstådd rätt och om den verkligen kan anses existera. Supreme Court fastställde redan 1975 sin linje angående denna fråga i fallet *Cort v. Ash*.⁷⁷

I *Cort v. Ash* formulerade domstolen en test bestående av fyra kriterier som måste uppfyllas för att en federal lag skall tillåta underförstådd talan.

De fyra kriterierna är som följer :

- 1 Käranden måste tillhöra den grupp som lagstiftningen avsett att erbjuda särskilt skydd.
- 2 Lagstiftningen var menad att tillskapa en underförstådd rätt.
- 3 Den underförstådda talerätten måste vara konsistent med den aktuella regleringens generella målsättning.⁷⁸
- 4 Tvisten ej rör rättsfrågor av sådant slag som vanligtvis faller under delstatlig lagstiftning.

⁷² Hazen s. 326.

⁷³ Singh, watch your mouth : section 12(a)(2) liability for oral statements made at Road Shows. Vid Road Shows presenterar och diskuterar corporate officers och directors innehållet i det preliminära prospektet, (vilket är väsentligt den samma som det slutliga prospektet) med börsmäklare och analytiker, för att säkra intresset för bolagets värdepapper. Detta sker under waiting period då det ej är tillåtet att sälja värdepapperna.

⁷⁴ Singh s. 550.

⁷⁵ In re Deutsche Telekom AG Securities Litigation, 2002 WL 244594 (SDNY).

⁷⁶ Rätt till underförstådd enskild talan ges även vid talan mot sekundära överträdare.

⁷⁷ *Cort v. Ash*, 422 U.S. 66 (1975).

⁷⁸ *Cort v. Ash*, 422 U.S. 66,78.

Även om dessa fyra kriterier utgör grunden för vad domstolarna ska beakta när tillåtelse av en underförstådd enskild talan uppkommer, har domstolarna alltmer fokuserat på frågan huruvida en underförstådd talan är i enlighet med lagstiftningens syfte.⁷⁹ Därav har tolkningen tenderat att bli strikt legislativ.

Huruvida en underförstådd talan är i enlighet med vad Kongressen hade för syfte med regleringen, beaktade domstolarna före 1982 främst det som uttryckligen angavs i lagtexten och historien bakom lagstiftningen vid tiden för dess antagande.⁸⁰ Detta synsätt ledde ofta till att domstolarna kom fram till att någon underförstådd rätt inte existerade, då varken lagtexten eller den legislativa historien bakom lagen tog upp denna fråga.⁸¹ Året 1982 ändrades detta synsätt då Supreme Court fortsatte sin undersökning av den legislativa historien. Nu med den skillnaden att man tog i beaktande viktigare ändringar som gjorts i lagen i fråga sedan dess antagande och man tillät därmed underförstådd talan under de federala lagarna.⁸² Supreme Court har dock blivit alltmer restriktiv till att tillåta underförstådd enskild talan. I fallet Denver låg hela grunden för bedömningen av frågan om en underförstådd enskild talan på det faktum att denna rätt kunde utläsas ur lagtexten. Enligt domstolen i detta fallet kunde detta inte göras.⁸³ I och med den restriktiva trend som Supreme Court står för har frågan uppkommit om det är troligt att man i fortsättningen kommer erkänna underförstådd talan när det handlar om nya och oprövade lagar. Dock finns det några verkliga erkända och accepterade bestämmelser inom underförstådd talan vid överträdelse av Securities Acts.

4.4 Rule 10 (b)- 5

Den allmänna bedrägeri bestämmelsen i SEA 1934 återfinns i section 10(b). I denna bemyndigas SEC att utfärda viss reglering och på detta sätt kom rule 10(b)-5 till år 1942. Denna regel anses vara den främsta ”boten” mot bedrägeri och har blivit kallad en ”catch all” regel. Den skyddar mot en varierande uppslag av överträdelse som insider trading och väsentligen vilseledande information.

Rule 10 (b)-5 anger⁸⁴:

” It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails, or of any national security exchange,

- 1 To employ any device, scheme, or artifice to defraud,
- 2 To make any untrue statement of material fact or to omit to state a material fact in order to make the statement made, in the light of circumstances under they were made, not misleading, or

⁷⁹ Hazen vol.2 s. 55.

⁸⁰ Knepper s. 581.

⁸¹ Knepper s. 581.

⁸² Knepper s. 581 & Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. v. Curran, 465 U.S. 353,374 (1982).

⁸³ Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver, 511 U.S. 164 (1994).

⁸⁴ 17 C.F.R. §240.10(b)-5.

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

Redan 1946 erkändes den enskilda underförstådda talan enligt rule 10(b)-5 av en amerikansk domstol. Detta till trots tog det 24 år innan även Supreme Court erkände denna rätt.⁸⁵ Den underförstådda enskilda talan enligt rule 10(b)-5 ökar explosionsartat under 70-talet och det blir nödvändigt enligt Supreme Court att begränsa denna rätt till talan.⁸⁶

För att denna rätt till talan skall kunna åberopas måste ett antal förutsättningar vara för handen:

- 1 Käranden måste antingen vara köpare eller säljare av de aktuella värdepapperna.⁸⁷
- 2 Det är inte tillräckligt att visa att svaranden varit vårdslös (negligent conduct) utan uppsåt (scienter) måste styrkas.⁸⁸
- 3 Svarandens handlande måste vara bedrägligt (fraudulent/deceptive).⁸⁹

När det kommer till köpar / säljar kravet, har Supreme Court menat att käranden inte behöver vara den registrerade ägaren till värdepapperna, utan det räcker med att denne är i stånd att sluta avtal om köp av värdepapperna. Förutom att dessa förutsättningar måste uppfyllas, krävs det även av käranden att denne kan presentera de handlingar, som utgör bedrägeri med tillräcklig noggrannhet i samband med sitt yrkande. Misslyckande med detta leder till avslag.⁹⁰ Eftersom enskild talan vid rule 10(b)-5 inte är uttrycklig så är det upp till domstolarna att ta ställning till ett antal frågor, som annars skulle blivit besvarade av lagtexten. De viktigaste av dessa inkluderar hur man skall definiera väsentlighet, behovet av tillit och uppsåt standarden. Dessa rekvisit kommer nedan att diskuteras utförligare.

En annan viktig fråga som uppkommer i detta sammanhang är huruvida rule 10(b)-5 är kumulativ med andra bestämmelser. I fallet *Herman & MacLean v. Huddleston* ansåg Supreme Court att en talan om vilseledande information i registreringsmaterialet enligt rule 10(b)-5 ej utesluter en section 11 talan.⁹¹

4.4.1 Uppsåt standarden

Eftersom rule 10(b)-5 endast föreskriver hur man skall handla, har det varit upptill domstolarna att själva komma fram till vilket sorts sinneslag som skall krävas för att ansvar skall kunna uppstå. Denna fråga föranledde 20 år av motstridiga domslut, innan Supreme Court i fallet *Ernest & Ernest v. Hochfelder* beslöt att att en käranden måste visa uppsåt (scienter) hos svaranden för att en talan om överträdelse av rule 10(b)-5 skall

⁸⁵ *Kardon v. National Gypsum Co.*, 69 F. Supp. 512 (E.D.Pa. 1946) & *Superintendent of Insurance v. Bankers Life & Casualty Co.*, 404 U.S. 6 (1970).

⁸⁶ *Knepper* s. 535.

⁸⁷ *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723 (1975).

⁸⁸ *Ernest & Ernest v. Hochfelder*, 425 U.S. 185 (1975).

⁸⁹ *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*, 430 U.S. 462 (1976).

⁹⁰ *Hazen* vol. 2 s. 69.

⁹¹ *Herman & MacLean v. Huddleston*, 459 U.S. 375 (1983).

godkännas.⁹² Dock gick inte domstolen närmare in på hur denna term (scienter) skall utformas eller huruvida vårdslöshet även i fortsättningen kan i särskilda fall anses vara tillräckligt för att få en talan i ett rule 10(b)-5 mål.⁹³ Kravet på uppsåt uppehölls av domstolen i SEC v. Aaron, men återigen nöjde sig domstolen med att bara uppge detta krav i allmänna ordalag och utslöt inte att vårdslöst beteende kan uppfylla kravet på uppsåt.⁹⁴ Flera av de lägre domstolarna har ansett att vårdslöshet är tillräckligt för att uppfylla kravet på uppsåt, men är oense om hur vårdslöshet skall definieras i detta sammanhang. Vissa domstolar har antagit en mer liberal definition med den innebörden, att kravet är uppfyllt då en primär överträdare blivit uppmärksam på ett möjligt väsentligt vilseledande eller utelämnande och denne kunde utan några extraordinära åtgärder ha rättat till detta men valde att inte göra det.⁹⁵ Andra domstolar har anammat en mer strikt definition av vårdslöshet, d.v.s., en extrem avvikelse från vad som kan anses vara standard för ordinarie omsorg till den grad, att den bedrägliga handlingen antingen var känd för svaranden eller så uppenbar att svaranden måste ha varit medveten om den.⁹⁶ Denna definition av vårdslöshet är den som ligger närmast scienter. Åtminstone har man ansett att scienter kräver grov vårdslöshet, enbart oaktsamhet kan inte uppfylla kravet.

En domstol har menat att bristen på närvaro av en lojalitetsplikt gör att kravet på uppsåt ökar.⁹⁷

Dock har det inom common law sedan länge varit en regel att det åtminstone under vissa omständigheter, har vårdslöshet varit tillräckligt för att uppfylla kravet på uppsåt. Det gäller särskilt i fall där någon har visat vårdslöst åsidosättande av sanningen eller att någon utfärdat ett dokument utan att ha tilltro till dess innehåll, något som redan framgick i fallet Derry v. Peek.⁹⁸

Hazen menar att eftersom kravet på uppsåt är hämtat från common law och används i både Hochfelder och Aaron, bör definitionen av vårdslöshet som ges i common law även kunna användas i ett rule 10(b)-5 mål.⁹⁹ Det är svårt att definiera vad som krävs för att uppfylla det krav på scienter som har uppställts av domstolen, då inga klara definitioner ges. Troligen krävs det minst grov vårdslöshet och då Supreme Court har begränsat användningen av rule 10(b)-5 och underförstådd talan i allmänhet är det inte troligt att någon annan vårdslöshets standard än grov och uppsåt kommer att tillämpas i fortsättningen, vilket om möjligt ligger i linje med vad Supreme Court har önskat.

⁹² Ernest & Ernest v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1975). (Hur scienter skall definieras är oklart men troligen utgör den inte den högsta graden av uppsåt men innefattar antagligen någon sorts vilja att bedraga eller en viss vetskap om överträdelsen).

⁹³ Ernest & Ernest v. Hochfelder, 425 U.S. 185, 193-194 not 12.

⁹⁴ SEC v. Aaron, 446 U.S. 680, 690, 691 (1980).

⁹⁵ Kiernan v. Homeland, Inc., 611 F.2d 785, 788 (9th Cir. 1980).

⁹⁶ Hackbart v. Holmes, 675 F.2d 1114, 1118 (10th Cir. 1982).

⁹⁷ Index Fund, Inc. v. Hagopian, 609 F.Supp. 499, 508 (S.D.N.Y. 1985).

⁹⁸ Derry v. Peek, 14 App.Cas.337 (House of Lords 1889).

⁹⁹ Hazen vol. 2 s. 83-84.

4.4.2 Väsentlighet

För att en rätt till talan under rule 10(b)-5 måste en investerare visa att den informationen som har utelämnats eller varit vilseledande även är väsentlig. Detta krav är något som rule 10(b)-5 har gemensamt med b.la. section 11 i SA 1933.

Precis som med uppsåt standarden föreligger det en svårighet med att korrekt definiera vad som ingår i själva termen.

I fallet TSC Industries, Inc., v. Northway Inc. menade Supreme Court att kravet på väsentlighet förutsätter en förändring av den totala mixen av tillgängligt material vid en viss tidpunkt. Vidare fastslog domstolen att väsentlighetsprövningen utgörs av vad en förnuftig investerare kan anses vara väsentligt när denne tar ett beslut att investera.¹⁰⁰ Detta var det samma som domstolen i List v. Fashion Park, Inc. redan hade kommit fram till 1965.¹⁰¹

Frågan angående väsentlighet kan sägas falla tillbaka på vad som ingår i plikten att uppge information till investerarna. I det som gäller rule 10(b)-5 angående denna fråga, är den generella synen att denna regel inte kan påföra en plikt att uppge information och att tystnad i sig kan inte leda till ansvar. Dock har denna regel ett undantag och det är när det gäller förhållningspunkter i ett dokument som skall registreras hos SEC eller på något annat sätt skall bli offentliggjort.¹⁰²

Något som har blivit mycket omdebatterat är frågan huruvida preliminära förvärvsförhandlingar eller andra kontroll relaterade transaktioner skall uppges.¹⁰³ Vissa domstolar har tagit den ståndpunkten att preliminära förvärvs förhandlingar inte behöver uppges förrän man i princip har kommit överens om transaktionens pris och struktur. Dock har SEC och andra domstolar tagit en motsatt ståndpunkt, då de menar, att tröskeln för väsentlighet är passerad när pris och struktur redan har satts. Supreme Court stödde denna ståndpunkt i fallet Basic Inc. v. Levinson, eftersom man ansåg detta var en fråga, som byggde på fakta och omständigheterna i fallet.¹⁰⁴ Eftersom väsentlighets undersökningen är baserad på omständigheterna i fallet, är det mycket svårt att förutsäga när gränsen för väsentlighet har uppnåtts.

4.4.2.1 Bespeak Caution Doctrine

Av betydelse för väsentlighetsbedömningen är frågan huruvida informationen i erbjudande materialet som påstås vara väsentligt vilseledande eller innehålla väsentliga utelämnanden, i själva verket innehåller varningar för riskerna med investeringen, vilket leder till att väsentlighetskravet inte kan uppfyllas. Denna bespeak caution doctrine är en relativ ny skapelse av domstolarna och har sin början i ett fall från 1986 i vilken domstolen uttalade ” *We are not inclined to impose liability on the*

¹⁰⁰ TSC Industries, Inc. v. Northway Inc., 426 U.S. 438 (1976).

¹⁰¹ List v. Fashion Park, Inc., 340 F.2d 457,462 (1965).

¹⁰² Hazen vol. 2 s. 89.

¹⁰³ Hazen vol. 2 s. 89.

¹⁰⁴ Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988).

basis of statements that bespeak caution."¹⁰⁵

Detta tankesätt har utvecklats till att bli en rättsprincip och fått ett starkt stöd bland amerikanska domstolar.¹⁰⁶ Bespeak caution doctrine förser en domstol med möjligheten att avslå ett yrkande om bedrägeri på grund av att materialet innehåller tillräckligt varnande text, eller uppgivande av risker associerat med investeringen för att skydda en potentiell svaranden mot yrkanden om bedrägeri.

Mest används bespeak caution doctrine i rule 10(b)-5 mål men man har även funnit användning för doktrinen under section 11 och 12(2) som har handlat om uppgivanden i erbjudande material under den primära offentliga erbjudande processen.¹⁰⁷ Det har handlat om soft information såsom projektioner och framtidsutsikter.

Bespeak caution har ibland aktiverats av att en käre totalt har misslyckats med att identifiera ett vilseledande stycke men även det faktum att informationen som gavs vars inte så optimistiskt eller så säker som käreanden har framfört.¹⁰⁸ Således är detta fallet om domstolen kommer fram till att det finns uttryckliga varningar om att risker finns, även om dessa inte står i anslutning till den text som förmedlade det optimistiska intrycket. Domstolen i Meyer ansåg att det helt enkelt inte var skäligt att endast läsa en del av prospektet isolerat.¹⁰⁹ Vidare har man menat att när felaktiga muntliga uppgifter har uppgetts men korrekta skriftliga uppgifter finns att tillgå i erbjudande materialet föreligger inget ansvar.¹¹⁰ Även andra domstolar har ansett att tyngdpunkten först och främst skall ligga på kontexten på så sätt att man skall ta hela materialet i beaktning när man läser det. Dock har man i dessa fall även ansett det viktigt att varningstexten gällande riskerna skall vara detaljerad och specifik, samt komma i anslutning till de framtidsutsikter o. dyl. som det handlar om.¹¹¹

Inte alla domstolar har accepterat bespeak caution doctrine och har påpekat att varningar inte hindrar en talan om bedrägeri i de fall där det finns så mycket brister i grunden att uttalandena aldrig har någon skälig möjlighet att gå i uppfyllelse. Det samma gäller för sådana uttalanden som inte kan anses återge deklarerandes ärliga uppfattning.

4.4.3 Tillit

Vid en talan om överträdelse av rule 10(b)-5 måste existensen av tillit kunna styrkas. För att tilliten skall accepteras av domstolen måste den tillit som käreanden påstår sig ha vara skälig, d.v.s. aktieägaren måste agera med due

¹⁰⁵ Luce v. Edelstein, 802 F.2d 49,56 (2d Cir. 1986). I målet betraktade domstolen ett klumpigt utfört yrkande, i vilket käreanden anklagade grundarna till et aktiebolag för att göra och framföra oersonligt optimistiska uttalanden i sitt erbjudande material. I den medföljande texten indikerades det dock att uttalandena var väldigt spekulativa och troligen aldrig skulle uppfyllas. Domstolen tog hänsyn till detta och avslag yrkandet.

¹⁰⁶ Langvoort s. 482.

¹⁰⁷ Langvoort s. 483.

¹⁰⁸ Meyer pincus & Associates v. Oppenheimer & Co., 936 F.2d 759 (2d Cir. 1991).

¹⁰⁹ Meyer Pincus & Associates v. Oppenheimer & Co., 936 F.2d 759, 762-763.

¹¹⁰ Feinman v. Schulman, Berlin & Davis, 677 F.Supp. 168, 170-171 (S.D.N.Y. 1988).

¹¹¹ In re Donald Trump Casino Sec. Litig., 7 F.3d 357 (3d Cir. 1993); Moorehead v. Merill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, 948 F.2d 243 (8th Cir. 1991).

diligence med hänsyn till transaktionen. Denna due diligence standard har varierat bland domstolarna, men kan uttryckas på så sätt att om uppsåt krävs för svarandens handlande, krävs det samma för käranden och kan på så vis balansera upp svarandens börda. Kravet på att tillit skall vara skälig har ansetts befogat då man menar att det inte är syftet med rule 10(b)-5 att skapa en försäkring åt investerarna.¹¹² Om erbjudande materialet innehåller varningar om riskerna med investeringen kommer tilliten anses oskälig.¹¹³ Dock kan inte generella varningar och avståndstaganden i erbjudande material göra tillit oskälig.

De 8 faktorerna som anses relevanta vid bedömning huruvida tilliten är skälig har tagits fram av domstolarna :

- 1 Hur sofistikerad käranden är angående värdepappers och finansiella frågor.
- 2 Existensen av en lång relation, affärsmässig eller personlig.
- 3 Tillgången till relevant information.
- 4 Existensen av en lojalitetsplikt.
- 5 Hemlighållandet av bedrägeriet.
- 6 Möjligheterna att upptäcka bedrägeriet.
- 7 Huruvida käranden påbörjade transaktionen eller sökte att påskynda den
- 8 Typen av vilseledande, är den generell eller specifik ?

Detta krav på tillit är särskilt svårt att uppfylla vid fall som gäller utelämnanden, då frågan blir hur skulle käranden ha agerat om den utelämnade informationen funnits med. I ett tidigt fall undersökte domstolen huruvida käranden skulle handlat annorlunda om uppgifterna hade blivit offentliggjorda.¹¹⁴ I fallet *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*, underlät svaranden att nämna väsentliga fakta och domstolen ansåg att i detta fallet kunde kärandens tillit presumeras från den underlåtenhet som var väsentlig.¹¹⁵ Den formulering som domstolen använde sig av i fallet för att definiera vad tillit utgörs av, går i stort hand i hand med den formulering som användes i TSC för att påpeka vad väsentlighet utgörs av. Det tycks som om Supreme Court anser att frågan om tillit kretsar runt frågan huruvida informationen som blivit utelämnade är att betrakta som väsentlig och om så är fallet, verkar även tillit vara för handen.

I likhet med väsentlighetskravet är frågorna gällande tillit högst beroende på omständigheterna i det särskilda fallet. Så som det tidigare påvisats, har domstolarna inte krävt att käranden kunnat visa verklig tillit, utan ansett det tillräckligt med en presumtion om tillit. Detta gäller särskilt när det kommer till verifierad falsk och vilseledande information. I fallet *Basic* antog Supreme Court en då redan väl använd tillitspresumtion ” fraud on the market ” vilken utgår ifrån att investerarna har tillit till marknadspriset i sitt beslut huruvida de skall handla eller ej.¹¹⁶ Tillitskravet är därmed uppfyllt genom att det påvisas att marknadspriset blir påverkat av vilseledandet.

¹¹² *List v. Fashion Park Inc.*, 340 F.2d 457,463 (2d Cir. 1965).

¹¹³ *Zobrist v. Coal-X Inc.*, 708 F.2d 1511 (10th Cir. 1983).

¹¹⁴ *List v. Fashion Park Inc.*, 340 F.2d 457 (2d Cir. 1965).

¹¹⁵ *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*, 406 U.S. 128 (1972).

¹¹⁶ *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988). Fraud on the market theory är till största delen hänförlig till sekundär marknaden och har på så sätt inte med denna uppsats att göra, men då den är välanvänd i rule 10(b)-5 mål var det på sin plats att redogöra för den.

Man menar att en sådan tillitspresumtion lättar upp bevisbördan för en kändaren i ett rule 10(b)-5 mål, något som annars hade blivit orealistiskt tung, vidare har man påpekat att presumtionen är i samklang med och stödjer SEA 1934 policy att kräva fullständig insyn och främja tilliten till marknaden.¹¹⁷

4.4.4 Kausalitet

Förutom uppsåt, väsentlighet och tillit måste kändaren visa att ett tillräckligt orsak samband föreligger mellan dennes skada och den skadebringande handlingen som utgör grunden för rule 10(b)-5 överträdelsen.

I rule 10(b)-5 mål angående värdepapper har domstolarna brutit ned kausalitet analysen till två kategorier.

1 Transaktionskausalitet :

Denna transaktionskausalitet innebär i stort, att om det inte vore för den skadebringande skulle inte transaktionen ha skett, åtminstone inte i den form den nu tog. Den kräver bara att överenskommelsen för transaktionen blir avsevärt påverkad av det väsentliga vilseledandet eller felaktigheten. Även om det ej är nödvändigt att visa på att transaktionen inte skulle ha skett om det inte vore för den påstådda rule 10(b)-5 överträdelsen och transaktionen som uppkommer därav.¹¹⁸

2 Förlustkausalitet :

Det är nödvändigt för en skadad aktieägare att visa att skadan som uppkommer är direkt hänförlig till både den skadebringande handlingen och på vilket sätt transaktionen sker. Förlustkausalitet tillför det nödvändiga sambandet mellan det skadliga handlandet och förlusten som aktieägaren lidit. Denna förlustkausalitet har tolkats både brett och snävt av domstolarna.

De domstolar som har tolkat förlustkausaliteten snävt, har menat att det är nödvändigt att peka ut den del av förlusten som kan härledas till det väsentliga vilseledandet eller utelämnandet.¹¹⁹

Denna snäva användning av förlustkausaliteten är lämplig enligt Hazen när en rule 10(b)-5 överträdelse påverkar transaktionen eller är en av flera faktorer på vilka den skadade aktieägaren förlitar sig på, vilket leder till att förlusten blir korrekt begränsad till värdet på vilseledandet. Detta förutsätter dock att transaktionen skulle komma att ske oavsett överträdelsen.¹²⁰

Det breda synsättet har man ansett lämpligt när en aktieägare har blivit lurad in i transaktionen genom vilseledandet eller utelämnandet eftersom det är själva vilseledandet i sig som leder till att transaktionen sker.¹²¹

¹¹⁷ Knepper s. 544.

¹¹⁸ Hazen vol. 2 s. 102.

¹¹⁹ Rankow v. First Chicago Corp., 870 F.2d 356, 367 (7th Cir. 1980).

¹²⁰ Hazen vol. 2 s. 105.

¹²¹ Hazen vol. 2 s. 103.

4.5 SA 1933 Allmänna bedrägeri bestämmelse

SA 1933 års bedrägeri bestämmelse finns i section 17(a).¹²² Den skall ses som ett supplement till section 5 och de uttryckliga bestämmelserna om rätt till enskild talan.

Ordagrant förbjuder section 17(a) bedrägeri vid oaktsamma väsentliga oriktigheter och utelämnanden av fakta i samband med försäljning av värdepapper.

Enligt section 17(a) förbjuds varje person som erbjuder eller säljer värdepapper att använda några transport sätt eller hjälpmedel eller kommunikationer i handeln mellan delstaterna eller genom att använda posten antingen direkt eller indirekt.

- 1 Att bruka någon sorts hjälpmedel, plan eller metod för att bedraga eller
- 2 Att mottaga medel eller egendom genom att utnyttja något osant uttalande av väsentlig betydelse eller utelämnande av fakta nödvändig för att göra de gjorda uttalandena, i ljuset av de omständigheter i vilka de gjordes ej vilseledande, eller
- 3 Att delta i varje transaktion eller affärssuppgörelse som fungerar eller skulle fungera som bedrägeri eller svindel mot en köpare.

Det har dock ansetts att uppsåt krävs i section 17(a)(1) men ej i (2) och (3), då dessa inriktar sig på själva effekten av handlandet gällande personer av den investerande allmänheten än på den ansvariga personens skuld.¹²³ Dock har vissa domstolar menat att uppsåt ej är ett krav vid enskild talan.¹²⁴

Section 17(a) är den bestämmelse som section 10(b) har modellerats efter, men är den minst använda av de två. Troligen är anledningen den, att section 17(a) riktar sig enbart till köpare och de som erbjudits att köpa medan section 10(b) eller närmare bestämt rule 10(b)-5 gäller för både köpare och säljare.

4.5.1 Rätt till underförstådd enskild talan enligt sec. 17(a) ?

Precis som section 10(b) SEA 1934 förbjuder section 17(a) bara ett visst handlande och ger inte någon rätt till talan eller möjlighet till skadestånd för skadade investerare. Uttryckligen är det endast SEC som har rätt att föra talan enligt denna bestämmelse.

Frågan huruvida en underförstådd rätt till talan finns, uppkommer så tidigt som 1949, men i och med att den allmänna bedrägeri bestämmelsen i SEA 1934 får en dominerande ställning bland bedrägerifallen redan från början var det inte förrän mitten av 70-talet som section 17(a) gör sig hörd igen. Det var i fallet Ernest & Ernest v. Hochfelder som Supreme Court lade fram ett domslut som gör section 17(a) mer attraktivt för skadade investerare, då domstolen menade att det endast krävs vårdslöshet ej uppsåt som i ett rule 10(b)-5 mål.¹²⁵ Efter detta fall sker en explosionsartad ökning av section 17(a) yrkanden. Den delning som finns bland domstolarna angående frågan

¹²² 15 U.S.C.A. §77q.

¹²³ SEC v. Aaron, 446 U.S. 680 (1980).

¹²⁴ Hazen vol. 2 s. 186, not 38.

¹²⁵ Ernest & Ernest v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1975).

huruvida rätt till enskild talan vidgas.¹²⁶ Denna talan baserat på vårdslöshet blockeras senare av Supreme Court, åtminstone för section 17(a)(1).¹²⁷ Naturligtvis hör frågan huruvida en underförstådd rätt till enskild talan existerar enligt section 17(a) ihop med frågan om den underförstådda talans existens i allmänhet.

Det är de fyra kriterierna som gavs i fallet *Cort v. Ash* som avgör huruvida denna rätt existerar, som leder till att domstolarna ställer sig tvekan till att tillåta en underförstådd talan enligt section 17(a). Problemet som föreligger är att section 17(a) inte kan uppfylla de erforderliga kriterierna. Detta gäller dock inte alla kriterierna, utan det första och det tredje kriteriet kan mötas, då section 17(a) antogs för att skydda investerare från bedrägliga beteenden, samt det faktum att SA 1933 skapades för att skydda investerare från vilseledande och bedräglig information.

Det är när man kommer till det andra och fjärde kriteriet som problemen uppstår. Dessa kriterier belyser även några av de skillnader som finns mellan section 17(a) och rule 10(b)-5, vilka har betydelse om domstolarna skall tillåta en underförstådd talan eller ej. Detta gäller särskilt det andra kriteriet, vilken domstolarna lägger mycket stor vikt vid, huruvida lagstiftningen var menad att skapa en underförstådd rätt. Härvid beaktar domstolarna strikt lagens legislativa bakgrund, samt om Kongressen önskade att skapa en sådan rätt. När det gäller section 17(a) finns det inget som tyder på något sådant, eller ens att Kongressen begrundat denna ide. Detta leder till att domstolarna är obenägna att acceptera en underförstådd rätt till talan enligt section 17(a). Att domstolarna har valt att tillåta en sådan rätt till talan enligt rule 10(b)-5, har sin förklaring i att denna bestämmelse har haft ett sådant långvarigt erkännande av Supreme Court, att det ej går att bortse från detta faktum. Vidare har det fjärde Cort kriteriet en betydelsefull roll huruvida en underförstådd talan skall tillåtas eller ej i detta sammanhang, då det sista kriteriet anger att en rättstvist inte får falla under delstatlig lagstiftning. Detta ger upphov till problem, då section 17(a) till skillnad från rule 10(b)-5 ger skadade investerare möjligheten att välja var denne vill föra sin talan, antingen i delstatlig eller i federal domstol. Förutom detta föreligger det troligen ett problem inneslutet i det faktum att section 17(a) inte kräver uppsåt vid enskild talan, åtminstone enligt vissa lägre domstolar.¹²⁸ Eftersom möjligen är detta något som ytterligare leder till en försiktighet hos domstolarna att tillåta enskild talan enligt section 17(a), då man försöker stoppa upp det överdrivna processandet. Dock har vissa författare menat att det inte finns någon orsak att inte tillåta en kumulativ talan enligt section 17(a) och section 11 eller 12, eller t.om. rule 10(b)-5, då Supreme Court har i fallet *Herman & MacLean v. Huddleston* ansåg att rule 10(b)-5 och section 11 inte uteslöt varandra.¹²⁹ Inte minst är fallet så när man i fallet framhävde vikten av att man i tidigare fall accepterat att securities Laws dom bekämpar bedrägeri inte skall tolkas

¹²⁶ Ryan s. 623.

¹²⁷ *SEC v. Aaron*, 446 U.S. 680 (1980). Section 17(a)(2) & (a)(3) kräver forfarande bara vårdslöshet.

¹²⁸ Hazen vol. 2 s. 186.

¹²⁹ *Herman & MacLean v. Huddleston*, 459 U.S. 375 (1983); Hazen vol. 2 s. 182.

restriktivt utan flexibelt för att understryka dess botgörande syfte.
Men med tanke på Supreme Courts alltmer restriktiva tolkning, är det inte troligt att så kommer att ske.

5 Sekundärt Ansvar

5.1 Inledning

När en överträdelse har skett av Securities Acts, ställer det ej till alltför mycket problem att utröna vem som är primärt ansvarig. Svårare kan det vara att besluta vem som kan hållas ansvarig, av de personer som var mindre inblandade i överträdelsen och som ej kan hållas primärt ansvarig, då denna ej överträdde någon bestämmelse. För att leta upp dessa sekundära överträdare, använder domstolarna i USA ett antal olika doktriner och bestämmelser, som tillåter att skadade investerare stämmer ytterligare personer vid talan om överträdelser av en primär art, (ex.vis. vid en rule 10(b)-5 överträdelse).

Dessa bestämmelser och doktriner är , controlling person, conspiracy och aiding and abetting. Med undantag för controlling person, står de andra inte att finna i Securities Acts.

Conspiracy och aiding and abetting är common law doktriner som har blivit allmänt erkända och godkända av domstolarna som en del av de ” botemedel” som ges av Securities Acts.

Dock har vissa författare och domstolar ifrågasatt om dessa common law doktriner kan grunda någon bas för sekundärt ansvar under Securities Acts.¹³⁰

5.2 Controlling Person

Både SA 1933 och SEA 1934 innehåller bestämmelser som håller part ansvarig, då en person under deras kontroll har utfört en primär överträdelse av en federal lag. Dessa två bestämmelser fanns inte med från början i Securities Acts, utan skapades av den amerikanska Kongressen såg att bedrägeriet på värdepappersmarknaden fortsatte frodas, trots antagandet av Securities Act och Securities Exchange Act. De bestämmelser som Kongressen valde att lägga till var, section 15 SA 1933 och section 20(a) SEA 1934.

Efter antagandet av förslaget till section 15 ansågs det alltför drastiskt och vagt, då man tyckte att en ”controlling person” kunde hållas sekundärt ansvarig endast av den anledningen att denne hade möjlighet att utöva kontroll eller påverkan. Exakt samma formulering angavs vid antagandet av den andra bestämmelsen, section 20(a). Detta ledde till att man försåg bestämmelserna med var sitt försvar till förmån för den påstådde ”Controlling person”.

Anledningen till att något försvar ej fanns med från början var att bestämmelserna i SA och SEA byggde på de inkorporerade ” dummy ” bestämmelserna. Dessa dummy bestämmelser var ett sätt att hindra

¹³⁰ Fitzpatrick & Carman . Respondeat superior and the federal securities laws- a round peg in a square hole.

corporate directors från att undfly ansvar för falska eller vilseledande registration statements.¹³¹

Eftersom section 20 (a) bygger på section 15 är de snarlika varandra, dock skiljer sig försvaren markant åt.

Det har ansetts att försvaret i section 15 ursäktar en ”controlling person” som handlade skäligen under omständigheterna, medan försvaret i section 20(a) inte påför ansvar även om vårdslöst handlande är bevistat så länge ”controlling person” handlade i god tro och ej föranledde bedrägeriet.¹³²

När det gäller dessa försvar kommer en utförligare diskussion angående dem och deras betydelse ges i följande kapitel.

5.2.1 Domstolarnas inställning

Då domstolarna skall besluta om sekundärt ansvar för ”controlling person”, tillämpas vanligtvis ett två delat prov. Den första delen av detta prov kräver att käranden visar att svaranden besatt en kontrollposition, den andra delen kräver någon sorts inblandning i den kontrollerade personens bedrägliga handling. Domstolarna tolkar den första delen av detta prov brett.

Även om domstolarna har enats över denna första del, har de misslyckats med att utveckla en enhetlig standard för den andra delen av provet. Här har domstolarna delat upp sig i två läger. Den ena sidan anser att en käranden måste kunna bevisa att ”controlling person” medvetet deltog i överträdelsen.¹³³

Detta deltagande kan ta formen av direkt eller indirekt delaktighet i bedrägeriet, oavsett form måste en ”controlling person” hjälpa till eller främja planen. Under termen indirekt faller naturligtvis även passivitet.¹³⁴

De domstolar som kräver medvetet deltagande, har menat att om inte ett medvetet deltagande var ett krav, skulle ansvar kunna utkrävas av den anledningen att ”controlling person” hade makten att utöva kontroll och möjligheten att påverka. Detta utan hänsyn till hur ”controlling person” faktiskt agerade.¹³⁵

Man har vidare menat att Supreme Court har godkänt denna tolkning, när den i Ernest & Ernest v. Hochfelder antydde att Kongressen hade menat att section 20(a) krävde något mer än vårdslöshet.¹³⁶

Det andra lägret har istället valt att tolka section 15 och 20(a) såsom att endast kräva vårdslös inblandning.

I fallet G.A. Thompson tolkade domstolen controlling person bestämmelserna brett och höll en director ansvarig, då denne kunde ha förhindrat bedrägeriet.¹³⁷ Enligt denna tolkning skall ”controlling person”

¹³¹ Staudt s. 937 ; Directors utsåg en stafflage director att skriva under dokumentet, då denne ej kunde kopplas till bolaget. (Angående dummy bestämmelsen så har man ansett att den riktiga dummy bestämmelsen är sec. 20 (b) inte som det är nu 20(a). Se Fitzpatrick & Carman s. 26).

¹³² Staudt s. 939.

¹³³ Rochez Bros v. Rhoades, 524 F.2d 880 (3d Cir. 1975), Lanza v. Drexel & Co., 479 F.2d 1277 (2d Cir. 1973), Orloff v. Allman, 819 F.2d 904 (9th Cir. 1987).

¹³⁴ Rochez Bros v. Rhoades, 524 F.2d 880,890.

¹³⁵ Rochez Bros v. Rhoades, 524 F.2d 880, 885. Se även Staudt s. 944 not 66.

¹³⁶ Ernest & Ernest v. Hochfelder, 425 U.S. 185,209 (1976).

¹³⁷ G.A. Thompson & Co v. Patridge, 636 F.2d 945, 959-960 (5th Cir. 1981).

efter det att kändaren bevisat att denne varit i en ställning att påverka, kunna framställa det lagstadgade försvaret som ges section 15 och 20(a).¹³⁸ Vilket skulle vara omöjligt vid en användning av den standarden som kräver medveten inblandning.¹³⁹ Även om de domstolar som eftersträvar en standard baserad på vårdslöshet har hållit med om att Kongressen ej önskade att utkräva strikt ansvar av en ”controlling person”, har man hävdad att Kongressen grundade sekundärt ansvar på något som liknade vårdslöshet.¹⁴⁰

5.2.2 Definitionen av kontroll

När Kongressen antog section 15 och 20(a) ansåg man det inte vara önskvärt att definiera termen kontroll utan lämnade det till domstolarna att göra de lämpliga avgränsningarna. Man ansåg det önskvärt att termen skulle tolkas brett så att bestämmelserna skulle få effekt oavsett när kontroll utövades och då omständigheterna förelåg.¹⁴¹

Denna vaghet ledde till att domstolarna nästan universalt har antagit den definition som har framtagits av SEC. ” *The possession direct or indirect of the powers to direct or cause the direction of the management and policies of a person whether through the ownership of voting securities, by contract or otherwise.* ”¹⁴²

Denna definition har gjort att domstolarna tolkar kontroll definitionen mycket brett och kan hålla en mängd olika personer ansvariga, trots ringa inblandning i bedrägeriet.¹⁴³

Domstol har hållit en director sekundärt ansvarig, endast av den anledningen att denne innehade denna ställning.¹⁴⁴

Troligen önskade Kongressen att ansvaret skulle baseras på någon form av faktiskt kontroll.¹⁴⁵ Ett antal domstolar har också utkrävt ansvar då någon form av verklig kontroll eller direkt inblandning i bedrägeriet har skett.

Corporate officers som verkligen övervakar ett bolags aktiviteter, presumeras vanligen ha denna typ av kontroll och hålls därmed ansvariga som ”controlling person”.¹⁴⁶

Vidare har man ansett att när det gäller prospekt, måste vetskapen och ansvaret påföras alla corporate officers som framställer det, då prospekt arbetet är något som utförs i grupp.¹⁴⁷ Med tanke på att corporate officers enligt lag är skyldiga att skriva under registration statements, skulle det vara

¹³⁸ G.A. Thompson & Co v. Patridge, 636 F.2d 945,958 (5th Cir. 1981).

¹³⁹ Staudt s. 947 & Kuehnle s. 363.

¹⁴⁰ Paul F. Newton & Co v. Texas Commerce Bank, 630 F.2d 1111,1115 (5th Cir. 1980) & Staudt s. 946.

¹⁴¹ Staudt s. 937-939.

¹⁴² C.F.R. § 230.405(f).

¹⁴³ Kuehnle s. 356.

¹⁴⁴ In re Storage Technology Corp., Sec.Litig., 630 F.Supp. 1072,1079 (D.Colo. 1986), American Gen. Ins. Co. v. Equitable Gen. Corp., 493 F.Supp. 721,752 (E.D. Va. 1980).

¹⁴⁵ Kuehnle s. 357.

¹⁴⁶ Wool v. Tandem Computers Inc., 818 F.2d 1433,1441 (9th Cir. 1987).

¹⁴⁷ Wool v. Tandem Computers Inc., 818 F.2d 1433,1492.

sällsynt att ifall de skulle undkomma ansvar, med tanke på att dessa har kontroll över situationen.¹⁴⁸

Directors anses också ha den föreskrivna kontrollen, när denne har haft någon sorts aktiv inblandning i bolagets affärer eller haft andra tillförda egenskaper.¹⁴⁹

Domstolen i ett mål gällande ansvar för controlling person måste fastställa en länk mellan kontroll och överträdelse. För att detta skall kunna göras måste en kändare visa svaranden som ”controlling person” deltagit i bolagets verksamhet i allmänhet. Därefter är det nödvändigt att visa att svaranden ägde förmågan att kontrollera den specifika transaktionen eller aktiviteten på vilken den primära överträdelsen är baserad.¹⁵⁰ Domstolen i 10th Circuit har dock påpekat att bristen på vetskap om den specifika transaktion ej utesluter ansvar.¹⁵¹ Vidare behöver inte kändaren visa att kontrollen faktiskt utövades, utan det räcker med att påvisa ett sådant inflytande.¹⁵²

Dock skall inte bara möjligheten att kunna utöva inflytande över någon annan vara tillräckligt för att domstolarna skall kunna utkräva ansvar.¹⁵³

5.2.3 Vilken standard skall tillämpas ?

När domstolarna väljer att ställning, är det antingen för en vårdslöshet standard eller en uppsåt standard och då använder domstolarna dessa för både section 15 och section 20(a). Vissa författare har menat att detta kan leda till att det blir orättvist betungande för en svarande respektive kändaren om endast en och samma standard tillämpas på båda bestämmelserna. I stället bör olika standard tillämpas på section 15 och section 20(a).¹⁵⁴

Försvaret som ges i section 15 bygger på en objektiv standard i vilken en controlling person som ”*had no knowledge of or reasonable ground to believe in the existens of the facts by reason of which the liability of the controlled person is alleged to exist.*”¹⁵⁵

Enligt denna standard skall en ”controlling person” handla som en förnuftig person i liknande situation skulle ha handlat för att motverka, upptäcka och hindra bedrägliga handlingar av den kontrollerade personen.¹⁵⁶ Section 15 är enligt ordalagen i bestämmelsen tillämplig på både section 11 och 12 SA

¹⁴⁸ Mixer s. 976.

¹⁴⁹ Herm v. Stafford, 663 F.2d 669,684 (6th Cir. 1981), San Francisco- Oklahoma Petroleum Exploration Corp. v. Carstan Oil Co., 765 F.2d 962, 964-965 (10th Cir. 1985); Far till grundaren ansågs vara controlling person, då han var director, ensam aktieägare och firmatecknare, trots att han endast var sonens frontfigur.

¹⁵⁰ Metge v. Baehler, 762 F.2d 621,631 (8th Cir. 1985).

¹⁵¹ San Francisco- Oklahoma Petroleum Exploration Corp. v. Carstan Oil Co., 765 F.2d 962 (10th Cir. 1985).

¹⁵² Metge v. Baehler, 762 F.2d 621,631 (8th Cir.1985).

¹⁵³ Hazen s. 894.

¹⁵⁴ Staudt. ”Controlling” Securities Fraud : Proposed Liability Standards for Controlling persons Under ths 1933 and 1934 Acts; Kuehnle. Secondary Liability Under the Federal Securities Laws.

¹⁵⁵ 15 U.S.C.A. §77o.

¹⁵⁶ Staudt. S. 954.

1933, vilka båda påför en vårdslöshet standard. Kuehnle menar att det bara vore naturligt om section 15 också omfattades av samma standard.¹⁵⁷ Vidare har man ansett att en vårdslöshet standard skulle ge ”controlling person” en större drivfjäder att övervaka alla anställda för att upptäcka och snabbt stoppa upp varje bedrägligt handlande.¹⁵⁸

Vid användning av en vårdslöshet standard har domstol ansett att ett fungerande övervaknings system som kan identifiera bedrägligt beteende är ett måste för en påstådd ”controlling person” som vill undvika att hållas ansvarig.¹⁵⁹

Till skillnad från section 15 vars försvar är objektivt, är det försvar som ges i section 20(a) subjektivt och bygger på en god tro standard.¹⁶⁰ Detta är något som enligt vissa författare gör att vårdslöshet standarden som väl passade in på section 15 som var byggd på objektivitet och förnuftighet, inte fungerar på section 20(a).¹⁶¹ Försvaret i section 20(a) kräver att en person handlar i god tro, vilket leder till att ond tro blir ett krav för att ansvar skall kunna utkrävas. Ond tro innebär i sig att en person har handlat med uppsåt eller åtminstone med grov vårdslöshet.

Detta kräver att det finns en flexibel måttstock som kan skilja på ond och god tro och kan utvärdera en ”controlling person” handlade i vart fall.¹⁶²

Särskilt en sak gör det befogat med olika standarder, är vad de olika bestämmelserna omfattar, medan section 15 endast omfattar section 11 och 12 men inte SA1933 bedrägeri bestämmelse, så skall section 20(a) omfatta SEA 1934 alla bedrägeri bestämmelser. Därutöver skulle det vara omöjligt för en ”controlling person” att kontrollera alla de transaktioner som sker dagligen, vilka regleras genom SEA1934.¹⁶³

5.3 Conspiracy

Conspiracy är en av de mindre utnyttjade bestämmelserna om sekundärt ansvar.

En av anledningarna till detta skulle möjligen vara orsakad av att i en civil conspiracy måste en käranden bevisa följande :

- 1 En överenskommelse mellan 2 eller fler personer.
- 2 Deltagande i en olovlig handling eller en laglig handling på ett olovligt sätt.
- 3 En skada åstadkommen genom olaglig handling av en av parterna i överenskommelsen, vilken var utförd i enlighet med och för att främja den gemensamma planen.¹⁶⁴

Kravet som finns på en överenskommelse vid enskild talan är den, att överenskommelsen skall utföras på ett sätt som ger upphov till skadestånd i

¹⁵⁷ Kuehnle s. 362.

¹⁵⁸ Staudt s. 954.

¹⁵⁹ Paul F. Newton & Co. v. Texas Commerce Bank, 630 F.2d 1111,1119 (5th Cir. 1980).

¹⁶⁰ 15 U.S.C.A. §78t(a) håller person ansvarig om ej ” the controlling person acted in good faith and did not directly or indirectly induce the act or acts constituting the violation”.

¹⁶¹ Staudt s. 956.

¹⁶² Staudt s. 956.

¹⁶³ Staudt s. 961.

¹⁶⁴ Knepper & Bailey s. 578.

ett federal law sammanhang, d.v.s. ger upphov till en överträdelse. Då det är svårt att komma upp med bevis på en uttrycklig överenskommelse, har man istället ansett det tillräckligt att man kan påvisa en sådan genom omständigheterna.¹⁶⁵

Kravet på överenskommelse innehåller ett krav på vetskap hos konspiratörerna. Hur stor vetskap som krävs vid conspiracy har inte uttryckligen tagits upp av domstol. Dock har man ansett att den lämpliga standarden skulle vara den samma som vid en talan om aiding and abetting vid en rule 10(b)-5 överträdelse.¹⁶⁶ Denna standard bör tillämpas enhetligt och ej varieras beroende på den underliggande bestämmelsen, då standarden är satt efter kravet på överenskommelse som oavsett underliggande bestämmelse är den samma.¹⁶⁷

Den andra grunddelen i conspiracy är handlingen att främja överenskommelsen. Handlingen måste leda till att skada uppstår. Ansvar uppkommer för medkonspiratör endast om denne utförde handlingen för att främja den olagliga överenskommelsen. Det behöver inte vara tillräckligt att bara en av medkonspiratörerna utför en olovlig handling, utan det krävs att den sekundärt ansvarige även utför en skadeståndsbringande handling, även om denna handling i sig inte behöver vara orsaken till skadan.¹⁶⁸

Dock kan en medkonspiratör hållas ansvarig för handling som skedde innan denne tog del i överenskommelsen. Det samma gäller för skador som uppstod på grund av dessa handlingar.¹⁶⁹

5.4 Aiding and Abetting

Aiding and abetting var en av de mest använda bestämmelserna om sekundärt ansvar, under en lång tid. Detta till trots att Supreme Court kategoriskt vägrade uttala sig om dess legitimitet, men de lägre domstolarna bortsåg från detta och godkände de yrkanden om aiding and abetting som fördes fram.

För att ett yrkande om aiding and abetting skulle accepteras måste 3 krav uppfyllas.

- 1 Existensen av en överträdelseutförd av den primärt ansvarige.
- 2 Vetskap hos aider and abettor.

Hur kravet på vetskap hos aider and abettor skulle tolkas varierade kraftigt bland domstolarna. Vissa domstolar ansåg det endast krävdes att aider and abettor haft en allmän vetskap om att dennes roll var en del av en större aktivitet som var oriktig, detta skulle kombineras med bevis på att aider and abettor med vetskap och väsentligen assisterade överträdelsen.¹⁷⁰ Andra domstolar har påpekat att kravet på vetskap kan vara mindre strikt än den faktiska vetskapen om överträdelsen, om en aider and abettor mottager förmåner från brottet.¹⁷¹ Dock har de flesta

¹⁶⁵ Kuehnle s. 346, Knepper & Bailey s. 579.

¹⁶⁶ Kuehnle s. 346; se följande kapitel om uppsåt standard vid aiding and abetting.

¹⁶⁷ Kuehnle s. 346.

¹⁶⁸ Ferguson v. OmniMedia, Inc., 469 F.2d 194 (1st Cir. 1972).

¹⁶⁹ Knepper & Bailey s. 579.

¹⁷⁰ SEC v. Coffey, 493 F.2d 1304,1316 (6th Cir. 1974).

¹⁷¹ Walck v. American Stock Exchange, Inc., 687 F.2d 778,791 (3d Cir. 1982).

andra domstolar ansett att faktiskt vetskap eller uppsåt varit nödvändigt.¹⁷² Denna uppsåt standard tolkades snävare av domstolarna vid talan om sekundärt ansvar än vid talan om primär överträdelse. Vid aiding and abetting begärde domstolarna en högre grad av culpa.

- 3 Väsentlig medverkan av aider and abettors i utförandet av den primära överträdelsen.

Aider and abettors medverkan måste ha varit en närliggande orsak för kärandens skada.

Tre punkter har ansetts viktiga vid att utröna huruvida en aider and abettor varit en närliggande orsak.

- 1 Hur stor medverkan som givits av svaranden.
- 2 Dennes närvaro eller bortavaro vid tidpunkten för överträdelsen.
- 3 Dennes sinnestillstånd.

Det har observerats att punkten 2 och 3 skall bedömas tillsammans.¹⁷³

Diskussioner förekom gällande passivitet och tystnad, huruvida detta kunde uppfylla kravet på väsentlig medverkan. Enligt domstolen i Walck kunde ej enbart passivitet leda till ansvar, utan då krävdes även andra omständigheter.¹⁷⁴

Som det innan har påpekats, undvek Supreme Court att ta upp frågan huruvida en enskild talan om aiding and abetting var tillåten vid en rule 10(b)-5 överträdelse. Dock fanns det tillförsikt att när det väl skedde skulle Supreme Court tillåta detta och godkänna aiding and abetting.¹⁷⁵ Ett steg i denna riktning kom när Supreme Court erkände att rätt till talan fanns mot de som medverkade vid en överträdelse.¹⁷⁶ Denna tillförsikt blev dock kortvarig, då Supreme Court 1994 slog fast i ett 5-4 domslut att någon rätt till enskild talan vid en rule 10(b)-5 överträdelse för aiding and abetting fanns inte.¹⁷⁷

Domstolen ansåg att någon sådan rätt inte kunde etableras, eftersom aiding and abetting ej ger en uttrycklig rätt till enskild talan. Därutöver kunde inte någon slutsats dras att Kongressen någonsin syftade till att förse bestämmelsen med någon sådan.¹⁷⁸ Inte heller gav lagtexten något stöd för detta.¹⁷⁹ Vidare påpekade domstolen att då lagen antogs var ansvar för aiding and abetting inte väletablerad, varken i straffrätten eller i skadeståndsrätten, vilket ytterligare talade för att något underförstått syfte hos Kongressen inte kunde påföras. Kongressen har även inte antagit någon allmän aiding and abetting bestämmelse som ger upphov till civilrättsligt

¹⁷² Moore v. Fenex Inc., 809 F.2d 297,307 (6th Cir. 1987), Orloff v. Allman, 819 F.2d 904,908 (9th Cir. 1987).

¹⁷³ Hazen vol. 2 s. 209.

¹⁷⁴ Walck v. American Stock Exchange Inc., 687 F.2d 778,791 (3d Cir. 1982)(För att passivitet skall leda till ansvar krävs det att en existerande plikt fanns mellan svaranden och käranden eller att aider and abettors önskade att främja överträdelsen genom sin passivitet.).

¹⁷⁵ Hazen s. 904, Kuehnle s. 343.

¹⁷⁶ Musick, Peeler and Garrett v. Employers Insurance of Wausau, 508 U.S. 286 (1993).

¹⁷⁷ Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver, 511 U.S. 164 (1994).

¹⁷⁸ Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver, 511 U.S. 164, 176.

¹⁷⁹ Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver, 511 U.S. 164,176.

ansvar, något som Kongressen gjort i andra lagar.¹⁸⁰ Supreme Court framhävde också att Kongressen faktiskt försåg ” Acts ” med sekundärt ansvar, något som indikerade att utelämnandet av bestämmelser om aiding and abetting var en medveten handling från deras sida.¹⁸¹

När domstolen berörde policy argumenten som fanns till stöd för en aiding and abetting talan, hävdade domstolen att policy frågor borde komma i andra hand, d.v.s. efter lagtexten, när det kommer till att tolka SEA1934.¹⁸²

Utöver detta menade domstolen att en sådan policy inte helt var för ett påförande av ansvar vid aiding and abetting, då det kunde skapa alltför mycket osäkerhet i en situation där förutsägbarheten är önskvärd och det då i slutändan skulle komma att drabba investerarna, då rättegångskostnaderna skulle öka.¹⁸³ Inte heller stod det klart för domstolen om ett ansvar för aiding and abetting verkligen skulle främja syftet med SEA 1934.¹⁸⁴

Detta domslut har inte oväntat fått mycket kritik, inte minst av den anledningen att man oroas över den väg som Supreme Court slagit in på, i vilken man i fråga sätter all underförstådd rätt till enskild talan. Man har även undrat över hur länge andra common law doktriner om sekundärt ansvar, kommer få lov att existera i mål som handlar om överträdelser av Securities Acts.¹⁸⁵

¹⁸⁰ Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver, 511 U.S. 164,182(Rätt till enskild talan vid aiding and abetting ges i Commodity Exchange Act, Internal Revenue Code.

¹⁸¹ Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver, 511 U.S. 164,184.

¹⁸² Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver, 511 U.S. 164,188 (Policy argumenten är SEC` s argument för att hindra sekundära överträdare från att delta och främja bedrägliga handlingar, samt se till att bedragna investerare blir gottgjorda.).

¹⁸³ Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver, 511 U.S. 164,189.

¹⁸⁴ Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver, 511 U.S. 164,189-190.

¹⁸⁵ O`Leary s. 1071.

6 Slutkommentar

Ansvar för vilseledande och bedrägliga prospekt är genomgripande och vittomfattande, det är inte bara möjligt för en officer eller director att hållas primärt ansvarig, utan även sekundärt.

Den amerikanska lagstiftningen inom detta område har gett enskilda investerare goda möjligheter att hålla personer som är inblandade i skapandet av prospekt ansvariga. Denna möjlighet har inte bara uppkommit genom lagstiftarens arbete utan även genom ingripande från domstolarnas sida som har tillåtit enskild talan där den egentligen inte existerade.

Det primära ansvaret som corporate officers och directors kan hållas ansvariga under, borde kategoriseras som strikt, men lagstiftaren och även domstolarna har tillåtit ansvarssubjekten en möjlighet att skydda sig från ansvar, genom att förse dem med försvar.

En del av dessa försvar kan tyckas vara problematiska att använda, medan andra är så självklara och borde tas som självskrivna. För att ta ett exempel, section 11(b) kräver att man skall avgå och meddela SEC om felaktigheterna, detta är kanske inte det självklarast alternativet för någon som hamnar i den positionen. Åtminstone inte om personen tänkt att fortsätta inom sitt gebit. Bredvid denna står försvaret In Pari Delicto som en logisk motvikt. Ansvarssubjektet skall naturligtvis inte bära hela bördan själv, då även investeraren / kändanden har varit delaktig. Tyvärr leder försvarets upplägg till att den blir alltför snäv för att verkligen kunna användas.

Bland de lagstagnade bestämmelserna om rätt till talan mot primära överträdare, har det uppstått problem i section 12 att verkligen utröna vem det egentligen som skall kunna hållas ansvarig. Detta har lett till Supreme Court har försökt att begränsa denna möjlighet genom att byta taktik och pröva något nytt (substantial factor test till solicitation test). Dock har denna taktik inte egentligen ändrat något, ur min synpunkt, för de corporate officers och directors som är inblandade, då de från början hölls ansvariga genom att de var inblandade i själva processen, medan nu kan de hållas ansvariga för att de tjänar ekonomiskt på transaktionen.

Den underförstådda enskilda rätten till talan är mycket omdebatterad och är upphovet till mången kritik. Dock är en av dessa bestämmelser som ger rätt till en underförstådd talan, rule 10(b)-5, så accepterad att högst troligen förblir en välanvänd bestämmelse. Det samma kan inte sägas om section 17(a) som är en av de bestämmelser som antagligen inte kommer att tillämpas i fortsättningen, men vem vet Supreme Court har ändrat sig förr. Möjligen hade rollerna varit ombytta om section 17(a) varit den bestämmelse som hade varit mera använd från början, då en av de främsta anledningarna till att enskild talan enligt rule 10(b)-5 är att den har haft ett långtida erkännande av Supreme Court.

Rule 10(b)-5 ger dock upphov till vissa problem, när domstolarna skall tolka denna bestämmelse, där problemet ligger i hur de rekvisit som uppställs i rule 10(b)-5 skall tolkas, varvid en osäkerhet har uppkommit bland

domstolarna, där målets utgång ibland har att göra med vilken domstol fallet har tagits upp i. Detta leder i mitt tycke till en rättsosäkerhet.

Genom systemet med det sekundära ansvaret ges lurade investerare en större möjlighet att komma åt de som har ett ansvar att se till att inga felaktigheter finns i prospektet, eller har utnyttjat sin ställning för att möjliggöra en överträdelse.

Dock uppstår samma problem här som vid den underförstådda rätten till talan, nämligen bristen på uniformitet och även dess motsats, existensen av en allt för uniform tolkning av två separata bestämmelser.

Den största bristen i mitt tycke (därmed i consensus med författarna) är, att domstolarna använder en och samma standard på bestämmelserna i section 15 SA1933 och section 20(a) SEA1934, varav den ena endast bör kunna kräva vårdslöshet, då bestämmelsen i sig är tillämplig på de bestämmelser, som ger upphov till ett nästintill strikt ansvar. Den andra är tillämplig på hela SEA och därmed även rule 10(b)-5, vilken i sig innehåller ett krav på uppsåt. Därmed kan det inte vara lämpligt med en och samma standard.

Domslutet i fallet Denver, markerar troligen slutet för en av de främst använda doktrinerna om sekundärt ansvar, aiding and abetting, vid enskild talan enligt rule 10(b)-5.¹⁸⁶ Även om domstolens uttalande är i linje med vad Supreme Court innan har lutat sig emot, så är det nästan på gränsen att de i sin iver att begränsa den underförstådda rätten till enskild talan, förkastar syftet med Securities Acts och stirrar sig blinda på vad lagstiftaren möjligen hade önskat.

Dock visar detta fall att den underförstådda talerätten, kommer att fortsätta begränsas och om möjligen får en del av skulden läggas på de som missbrukade denna rätt från början, vilket ledde till Supreme Court slog in på denna väg. Dock anser jag att den underförstådda talerätten egentligen inte är nödvändig för att komma åt de ansvariga, men de utgör goda påtryckningsmedel för att förhindra överträdelser av Securities Acts.

¹⁸⁶ Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver, 511 U.S. 164 (1994).

Litteraturförteckning

- Dotevall, Rolf Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör, ak avh, Stockholm 1998.
- Hazen, Thomas Lee Treatise of the law of Securities regulation vol. 1+2, 2:nd ed. St. Paul.Minn. 1990.
- Hazen, Thomas Lee The Law of Securities regulation 3:d ed. St. Paul. Minn. 1996.
- Knepper, William & Bailey, Dan Liability of Corporate officers and director vol.1, 5:ed. Virginia 1993.

ARTIKLAR

- Fitzpatrick, William &Carman, Ronald. T. Respondeat superior and the federal securities laws- A round peg in a square hole 12 Hofstra L. Rev. 1 1983-1984.
- Kitain, Barry Securities regulation – Seller liability under section 12(1) of the Securities Act of 1933 - Substantial factor analysis replaced by a new solicitation test, Pinter v. Dahl 21 Rutgers L.J. 251 1989-1990.
- Kuehnle, William Secondary Liability under the Federal Securities laws – Aiding and abetting, Conspiracy, Controlling person and agency : Common law principles and the statutory scheme 14 J. Corp. L. 313 1988-1989.
- Langevoort, Donald Disclosures that ” Bespeak Caution ” 49 Bus. Law. 481 1993-1994.
- Mixer, Christian.J. Individual Civil Liability Under the Federal Securities Laws for Misstatements in Corporate SEC Filings 56 Bus. Law. 967 2001.
- O` Leary, JoErin Securities regulation – Securities and Exchange Act of 1934- Section 10(b)- Secondary Liability - Aiding and abetting 33 Duq. L. Rev. 1053 1994-1995.
- Ryan, Mark. A. Note : What did Congress Really want ? An implied private right of action under section 17(a) of the 1933 Securities Act 63 Ind. L. J. 623 1987-1988. Singh, Jaikaran
- Watch your mouth : Section 12(a)(2) liability for oral statements made at Road Shows 23 J. Corp. L. 541 1998. Staudt, Nancy C.
- ”Controlling” Securities fraud: Proposed Liability Standards for Controlling persons under the 1933 and 1934 Securities Acts

72 Minn. L. Rev. 930 1987-1988.

Rättsfallsförteckning

- Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States, 406 U.S. 128 (1972).
American Gen. Ins. Co. v. Equitable Gen. Corp., 439 F. Supp. 721 (E.D. Va. 1980).
Ballay v. Legg Mason Wood Walker, Inc., 825 F.2d 682 (3d Cir. 1991).
Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988).
Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723 (1975).
Cady v. Murphy, 113 F.2d 988 (1st Cir. 1940).
Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver, 511 U.S. 164 (1994).
Cort v. Ash, 422 U.S. 66 (1975).
Cox v. Eichler, 765 F.Supp. 601 (N.D. Cal. 1990).
Davis v. Avco Financial Services, Inc., 739 F.2d 1057 (6th Cir. 1984).
Diskin v. Lomasney & Co., 452 F.2d 871 (2d Cir. 1971).
Doll v. James Martin Associates (Holdings) Ltd., 600 F.Supp. 510 (E.D.Mich. 1984).
Ernest & Ernest v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1975).
Escott v. BarChris Construction Corp., 283 F.Supp. 643 (S.D.N.Y. 1968).
Feinman v. Shulman, Berlin & Davis, 677 F.Supp. 168 (S.D.N.Y. 1988).
Ferguson v. OmniMedia, Inc., 469 F.2d (1st Cir. 1972).
G.A. Thompson & Co v. Patridge, 636 F.2d 945 (5th Cir. 1981).
Gustafson v. Alloyd Co., 513 U.S. 561 (1995).
Hackbart v. Holmes, 675 F.2d 1114 (10th Cir. 1982).
Herman & MacLean v. Huddleston, 459 U.S. 462 (1976).
Herm v. Stafford, 663 F.2d 669 (6th Cir. 1981).
Index Fund Inc. v. Hagopian, 609 F.Supp. 499 (S.D.N.Y. 1985).
In re Deutsche Telekom AG Securities Litig., 2002 WL 294594 (S.D.N.Y.).
In re Donald J.Trump Casino Securities Litig., 7 F.3d 357 (3d Cir. 1993).
In re Fortune Systems Securities Litig., 604 F.Supp. 150 (N.D. Cal. 1984).
In re Storage Technology Corp.Securities Litig., 630 F.Supp. 1072 (D.Colo. 1986).
Kardon v. National Gypsum Co., 69 F.Supp. 512 (1946).
Kiernan v. Homeland Inc., 611 F.2d 785 (9th Cir. 1980).
Lanza v. Drexel & Co., 479 F.2d 1277 (2d Cir. 1973).
Lennerth v. Mendenhall, 234 F.Supp. 1449 (N.D. Ohio 1964).
Lewis v. Waltson Co Inc., 487 F.2d 617 (5th Cir. 1973).
List v. Fashion Park Inc., 340 F.2d 457 (2d Cir. 1965).
Luce v. Edelstein, 802 F.2d 49 (2d Cir. 1986).
Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc. v. Curran, 465 U.S. 353 (1982).
Meyer Pincus & Associates v. Oppenheimer & Co., 936 F.2d 759 (2d Cir. 1991).
Moore v. Fenex Inc., 809 F.2d 297 (6th Cir. 1987).
Moorehead v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, 948 F.2d 243 (8th Cir. 1991).
- Musick, Peeler and Garret v. Employers Insurance of Wausau, 508 U.S. 286

(1993)

Orloff v. Allman, 819 F.2d 904 (9th Cir. 1987).

Paul F. Newton & Co. v. Texas Commerce Bank, 630 F.2d 1111 (5th Cir. 1980).

Pinter v. Dahl, 108 S.ct. 2063 (1988).

Rankow v. First Chicago Corp., 870 F.2d 356 (7th Cir. 1989).

Rochez Bros v. Rhoades, 524 F.2d 880 (3d Cir. 1975)

Sanders v. John Nuveen & Co., 619 F.2d 1221 (7th Cir. 1980).

San Francisco- Oklahoma Petroleum- Exploration Corp. v. Carstan Oil Co., 765 F.2d 962 (10th Cir. 1985).

Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U.S. 462 (1976).

SEC v. Aaron, 446 U.S. 680 (1980).

SEC v. Coffey, 493 F.2d 1304 (6th Cir. 1974).

Stone v. Fossil Oil & Gas, 657 F.Supp. 1449 (D.N.M. 1987).

Superintendent of Insurance v. Bankers Life & Casualty Co., 404 U.S. 6 (1970).

TSC Industries Inc. v. Northway Inc., 426 U.S. 438 (1976).

Walck v. American Stock Exchange Inc., 687 F.2d 778 (3d Cir, 1982).

Wool v. Tandem Computers Inc., 818 F.2d 1433 (9th Cir. 1987).

Wright v. National Warranty Co., 953 F.2d 256 (6th Cir. 1992).

Zobrist v. Coal- X Inc., 708 F.2d 1511 (10th Cir. 1983).

RÄTTSFALL FRÅN ENGLAND

Derry v. Peek, 14 App. Cas. 337 (House of Lords 1889).