



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Jessika Björnberg

Regleringen av prospekt

Särskilt om prospektansvaret i svensk och engelsk rätt

JURM02 Examensarbete

Examensarbete på juristprogrammet
30 högskolepoäng

Handledare: Per Samuelsson

Termin för examen: HT 2013

Innehåll

SUMMARY	1
SAMMANFATTNING	1
FÖRORD	3
FÖRKORTNINGAR	4
1 INLEDNING	5
1.1 Bakgrund	5
1.2 Syfte och frågeställningar	6
1.3 Metod och material	6
1.4 Avgränsningar	7
1.5 Disposition	8
2 DEN EU-RÄTTSLIGA REGLERINGEN BETRÄFFANDE PROSPEKT	10
2.1 Regelverken på området	10
2.1.1 Allmänt	10
2.1.2 Prospektdirektivet 2003/71/EG	10
2.1.3 Ändringsdirektivet 2010/73/EU	11
2.1.4 Direktiv 2010/78/EU	12
2.1.5 Prospektförordningen och förordning (EG) nr 211/2007	12
2.1.6 Kommissionens delegerade förordningar (EU) nr 486/2012 och (EU) nr 862/2012	13
2.2 Prospektskyldigheten och dess undantag	14
2.3 Prospektansvaret	14
2.3.1 Ansvarssubjekt	14
2.3.2 Harmoniseringsgraden	15
3 REGLERINGEN AV PROSPEKT I SVERIGE	17
3.1 Allmänt om värdepappersmarknaden	17
3.2 Bakgrund till prospektregleringen	18
3.3 Prospektskyldigheten	18
3.3.1 Regelverken	18
3.3.2 Överlåtbara värdepapper	18
3.3.3 Erbjudande till allmänheten	19
3.3.4 Handel på en reglerad marknad	20

3.3.5	Undantag från prospektskyldigheten	21
3.3.5.1	Allmänt	21
3.3.5.2	Relevanta undantag vid nyemission av aktier	22
3.4	Prospektansvaret	23
3.4.1	Allmänt	23
3.4.2	Ansvar för att ett prospekt upprättas	25
3.4.3	Organföreträdares ansvar	25
3.4.3.1	Skada	25
3.4.3.2	Culpa	27
3.4.3.3	Krav på orsakssamband	28
3.4.3.4	Avsaknad av friskrivningar	31
3.4.4	Bolagets ansvar	32
3.4.4.1	Ansvar på inomobligatorisk grund	32
3.4.4.2	Ansvar på utomobligatorisk grund	34
3.4.5	Övriga parthers ansvar	37
3.4.5.1	Allmänt	37
3.4.5.2	Värdepappersinstitut	38
3.4.5.3	Andra medverkande personer	39
3.4.6	En ny lagstiftning på området för prospekt?	41
4	REGLERINGEN AV PROSPEKT I ENGLAND	43
4.1	Allmänt om värdepappersmarknaden	43
4.2	Bakgrund till prospektregleringen	44
4.3	Prospektskyldigheten	44
4.3.1	Regleringen	44
4.3.1.1	Överlåtbara värdepapper	45
4.3.1.2	Erbjudande till allmänheten	45
4.3.1.3	Reglerad marknad	45
4.3.1.4	Ett godkänt prospekt	46
4.3.2	Undantag från prospektskyldigheten	46
4.4	Prospektansvaret	47
4.4.1	Allmänt	47
4.4.2	Ansvarssubjekt	48
4.4.3	Möjlighet till skadestånd enligt prospektreglerna	50
4.4.3.1	Rekvisit	50
4.4.3.2	Möjligheten att exculpera sig	51
4.4.4	Andra möjligheter till skadestånd	52
4.4.4.1	Tort of negligence	52
4.4.4.2	Tort of deceit	53
5	ANALYS	55
5.1	Sammanfattande slutsatser och jämförelser	55
5.2	Ett steg mot en engelsk lösning?	59
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	62
	RÄTTSFALLSFÖRTECKNING	65

Summary

Investing in shares on the securities market is increasingly common occurring resulting in an enlarged need of information for the market participants. The Prospectus Rules essentially seek to protect an investor from misinformation regarding an investment object. When a company offers transferable securities to the public or admission to trading on a regulated market, this company is namely obliged to provide information in terms of a prospectus containing information regarding the company and the offered securities. Since an investor mainly makes its decision on the basis of this, an erroneous or insufficient prospectus can give rise to a significant financial loss for the acquirer. The Prospectus Rules have been drawn up at EU-level and have been implemented in different ways in different Member States, with Sweden and England covered in the essay.

Concerning Swedish law, the conclusion of the essay is that legal certainty exists only regarding the accountability of corporate bodies' representatives, whose prospectus liability is specifically provided by law. As to the company, the Securities Institute and other participants, the legal situation is considered unclear. If no crime has been committed the possibility of holding the company responsible for the prospectus ought to be virtually nonexistent. Opportunities to hold the Securities Institute and other participants accountable exist in theory. Nevertheless, the conditions are numerous and legal uncertainty makes the success of a damages action seem relatively small.

The conclusion regarding English law is that greater legal certainty exists in respect of various parties responsible. Responsibility for several entities, including the company and other participants, is specifically provided by law and the conditions required for responsibility would not face the same complex issues existing in Swedish law.

The area of prospectus is dynamic and many changes have occurred in recent years and several legislative proposals have been presented both in Sweden and in EU law and England. In Sweden, a new legislation is proposed to take effect in July 2014, meaning that the legal situation for the essay topic could soon be changing. This proposal would involve substantial changes to the regulation today and would approach the solution in English law, for example in the sense that the responsibility for the company and other participants is specifically provided by law. In light of the facts that this essay presents, the overall assessment is that this legislative proposal is considered to be an appropriate solution to the problems and ambiguities that currently exist and despite previous proposals not yet has reached a solution.

Sammanfattning

Att investera i aktier på värdepappersmarknaden blir alltmer vanligt förekommande vilket resulterar i ett ökat behov av information för marknadens aktörer. Reglerna om prospekt syftar huvudsakligen till att skydda en investerare från felaktig information avseende ett investeringsobjekt. När ett bolag erbjuder överlåtbara värdepapper till allmänheten eller ansöker om upptagande till handel på en reglerad marknad står detta nämligen under en skyldighet att tillhandahålla information i form av ett prospekt med uppgifter avseende bolaget och de erbjudna värdepapperna. Eftersom en investerare huvudsakligen fattar sitt beslut på grundval av detta kan ett felaktigt eller bristande prospekt ge upphov till en väsentlig ekonomisk skada för denna investerare. Prospektreglerna har utarbetats på EU-rättslig nivå och har implementerats på olika sätt i olika medlemsstater, där Sverige och England behandlas i uppsatsen.

Beträffande svensk rätt är uppsatsens slutsats att ett klart rättsläge endast förekommer avseende ansvaret för bolagets organföreträdare, vilkas prospektansvar är särskilt stadgat i lag. För bolaget, värdepappersinstitutet och övriga medverkande får rättsläget anses oklart. Om inget brott har begåtts torde möjligheten att hålla själva bolaget ansvarigt för prospektet vara närmast obefintlig. Möjligheter att hålla värdepappersinstitutet och övriga medverkande parter ansvariga föreligger i teorin men förutsättningarna är många och ett oklart rättsläge gör att framgångarna med en skadeståndstalan synes relativt små.

Slutsatsen beträffande engelsk rätt är att ett tydligare rättsläge är för handen beträffande olika parter ansvar. Ansvaret för flera subjekt, däribland bolaget och medverkande personer, är särskilt stadgat i lag och förutsättningarna som krävs för ansvar torde inte möta lika komplexa frågeställningar som möts i den svenska rätten.

Området för prospekt är dynamiskt och många förändringar har skett de senaste åren och flera lagförslag har presenterats såväl i Sverige som inom EU-rätten och England. För svenskt vidkommande föreslås en ny lagstiftning träda i kraft i juli år 2014, vilket innebär att rättsläget för uppsatsämnet inom kort kan förändras. Detta förslag skulle innebära väsentliga förändringar till dagens reglering och skulle närma sig lösningen i engelsk rätt bland annat i betydelsen att ansvaret för bolaget och övriga medverkande är särskilt stadgat i lag. Med bakgrund i de fakta som uppsatsen presenterar är den sammanfattande bedömningen att detta lagförslag anses vara en passande lösning på den problematik och de oklarheter som i nuläget föreligger och som trots tidigare lagförslag ännu inte har nått en lösning.

Förord

Jag vill rikta ett särskilt tack till,

Mina underbara föräldrar, för att ni har gett mig förutsättningar och möjligheter att studera och för allt annat ni har gett mig, och

Min handledare Per Samuelsson, för hjälp, handledning och värdefulla synpunkter under skrivandets gång.

Fyra och ett halvt intressanta och intensiva år har kommit till ända. Nu börjar ett nytt kapitel i livet.

Helsingborg, januari 2014

Jessika Björnberg

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen (2005:551)
AIM	The Alternative Investment Market
AvtL	Lag (1915:218) om avtal och andra rättshandlingar på förmögenhetsrättens område
BrB	Brottsbalken (1962:700)
Ds	Departementsserien
ESMA	European Services and Markets Authority
FCA	The Financial Conduct Authority
FSA	The Financial Services Authority
FSMA	Financial Services and Markets Act 2000
HD	Högsta domstolen
HovR	Hovrätten
KöpL	Köplagen (1990:931)
LHF	Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument
LSE	London Stock Exchange
MmL	Lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument
NJA	Nytt juridiskt arkiv avdelning I
POS	Public Offers of Securities Regulation 1995
PR	The Prospectus Rules
PRA	The Prudential Regulation Authority
PSM	The Professional Securities Market
Prop.	Proposition
RB	Rättegångsbalken (1942:740)
SkL	Skadeståndslagen (1972:207)
SOU	Statens offentliga utredningar
VD	Verkställande direktör
VPC	Värdepapperscentralen
VPML	Lagen (2007:529) om värdepappersmarknaden

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Då aktier eller andra finansiella instrument erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad, exempelvis genom en nyemission, är det av största vikt för förvärvaren av sådana instrument att kunna göra en korrekt bedömning av de risker och möjligheter till avkastning som investeringen innebär. För att säkerställa att detta är möjligt föreligger under vissa förutsättningar en skyldighet för det bolag som erbjuder instrumentet att tillhandahålla ett prospekt, ett dokument innehållandes information dels om själva företaget och dess ekonomi, dels om det finansiella instrumentet som erbjuds.¹ Uppsatsen redogör som en del i vilka situationer ett bolag står under en skyldighet att upprätta ett sådant prospekt och i vilka situationer undantag därtill kan bli tillämpliga.

Att investera i aktier på primärmarknaden är något som traditionellt sett har ansetts positivt och något som ofta resulterat i en vinst för aktieförvärvaren. Dock kan situationen uppkomma att det föreligger felaktigheter eller brister i det prospekt som publiceras av bolaget, exempelvis genom att prospektet presenterar uppgifter som inte stämmer överens med faktiska förhållanden. Eftersom en förvärvare ofta grundar sitt beslut om investering på informationen i prospektet kan investeraren lida en väsentlig ekonomisk förlust exempelvis om kursen på aktierna som tecknats blivit påverkade av denna felaktiga information.² När en investerare lider en sådan förlust är det troligt att denna önskar rikta ett ersättningsanspråk mot någon aktör som varit delaktig i upprättandet av prospektet. En problematik och således en intressant diskussion ligger i vem som kan göras ansvarig för det felaktiga innehållet, något som i svensk rätt får anses oklart och som varit föremål för diskussioner och förslag om lagändringar de senaste åren. Uppsatsen analyserar vilka ansvarssubjekt som kan ifrågakomma och vilka rekvisit som måste vara uppfyllda för att ersättningsanspråk ska kunna beviljas en skadelidande placerare.

Den nuvarande prospektregleringen härstammar från rättsakter utarbetade på EU-nivå vilket gör det intressant att presentera hur denna reglering är uppbyggd. I vissa hänseenden är harmoniseringsgraden hög medan inom andra områden, såsom beträffande prospektansvaret, har medlemsstaterna stora möjligheter att själva utforma sin egen reglering. Av denna anledning

¹ Prop. 2004/58:158 Prospekt, s. 51

² Af Sandeberg, Catharina: *Prospektansvaret – Caveat emptor eller caveat venditor?* Stockholm 2001, s. 28

blir det intressant att göra en komparativ överblick över hur detta regleras i ett annat EU-land, nämligen England.

1.2 Syfte och frågeställningar

Uppsatsens syfte är att utreda och diskutera hur prospektregleringen är uppbyggd inom EU-rätten, Sverige och England med koncentration på svensk rätt. De frågeställningar som kommer behandlas inom ramen för detta är huvudsakligen två. För det första, under vilka förutsättningar uppstår en prospektskyldighet för ett bolag och vilka undantag kan bli tillämpliga från denna skyldighet? För det andra, mot vilka personer torde det vara framgångsrikt för en skadelidande placerare att rikta ett skadeståndsanspråk mot för felaktigheter eller brister i ett prospekt?

Eftersom såväl den svenska som den engelska prospektregleringen härstammar från EU:s rättsakter är det för att till fullo uppfylla syftet relevant att översiktligt redogöra för hur den EU-rättsliga regleringen inom detta område är uppbyggd. I svensk rätt saknas delvis uttryckliga regler om ansvaret för prospekt och ansvarets omfattning för vissa parter får anses oklart. Därmed är det för uppfyllandet av syftet relevant att jämföra den svenska regleringen med ett land där uttryckliga regler kring detta föreligger. Då så är fallet bland annat i England blir Sverige och England intressanta jämförelseobjekt. Genom att göra en utblick mot engelsk rätt ges en förståelse för hur problematiken har lösts utanför Sveriges gränser samt om detta är en lösning som kan vara intressant för Sveriges del.

Det nuvarande rättsläget är i centrum för uppsatsen men presentationen syftar även till att ge en bakgrund till dagens reglering samt att i analysen till viss del blicka framåt med utgångspunkt i nyligen presenterade lagförslag.

1.3 Metod och material

För att besvara uppsatsens frågeställningar har huvudsakligen använts traditionell juridisk metod genom att studera lagstiftning, förarbeten, praxis och doktrin.

Avseende svensk rätt är tillgången till aktuell doktrin begränsad vilket till viss del kan bero på att flera lagändringar har skett inom detta område de senaste åren. Relevant och utförlig doktrin beträffande den tidigare prospektregleringen finns dock att tillgå och eftersom många principer inom området fortfarande är aktuella har doktrin av namnkunniga författare varit av stor vikt vid skrivandet. Området för prospektskyldighetens uppkomst är till största del lagreglerat vilket gör att denna presentation utgår från lagstiftning och förarbeten. Beträffande prospektansvaret är detta i mångt och

mycket inte lagreglerat vilket gör att uppsatsen i denna del huvudsakligen baseras på doktrin och relevant praxis.

Materialet till avsnittet om EU-rätten har främst hämtats från direktiv och förordningar, tillsammans med rättsfall från EU-domstolen och rapporter från främst European Securities and Markets Authority, ESMA.

Avsnitten om den engelska rätten är till stor del uppbyggd av lagstiftning tillsammans med välkända engelska rättsfall som är relevanta i sammanhanget. Vidare baseras denna del på viss svensk doktrin tillsammans med engelsk litteratur och engelska artiklar.

Beträffande materialet i sin helhet och forskningsläget på området är såväl prospektskyldigheten som prospektansvaret ämnen som varit föremål för diskussioner både nationellt och internationellt, särskilt frågan hur ansvaret för ett felaktigt eller bristande prospekt bör utformas. Även om det generellt finns mycket forskning gjord inom detta område tycks en sammanställning av uppdaterad information beträffande EU-rättslig reglering samt svensk och engelsk reglering inte vara tillgängligt i någon större mån, vilket gör att denna uppsats särskiljer sig i förhållande till det som redan presenterats inom området.

1.4 Avgränsningar

Prospektansvaret som begrepp innefattar såväl civilrättsligt ansvar som straffrättsligt och administrativt ansvar. Det är endast det civilrättsliga ansvaret som ligger i fokus för uppsatsen och således kommer varken straffrättsliga eller administrativa sanktioner att behandlas i vidare mån.

Syftet är inte att göra en fullständig komparation mellan Sverige och England utan att fokusera på svensk rätt och göra en utblick mot engelsk rätt i syfte att undersöka hur prospektregleringen där är utformad. Detta beror i viss mån på tillgång till material men främst på grund av ett större intresse och kännedom om den svenska rätten. Prospektansvaret står i centrum för uppsatsen och prospektskyldigheten är således inte en lika omfattande presentation, särskilt inte inom framställningen beträffande EU-rätten och England. Anledningen till detta är att harmoniseringsgraden beträffande prospektskyldigheten är relativt hög och att en upprepning i uppsatsen därför skulle bli oundviklig och icke önskvärd. Vidare är det inom området för prospektansvaret som medlemsstaterna i stort sett har fria tyglar att utforma sin egen reglering, vilket gör att detta område förefaller vara mer intressant att fokusera på. Regler beträffande prospektets form och innehåll lämnas utanför framställningen, främst av utrymmesskäl men också eftersom detta torde vara mindre intressant i sammanhanget.

Regelverket beträffande skadestånd är komplext och uppsatsen är inte avsedd att vara en uttömmande beskrivning av de olika fall då skadestånd kan träda in utan snarare en beskrivning av de allmänna skadeståndsrättsliga principer som kan bli aktuella beträffande prospektansvar.

Skyldigheten att upprätta prospekt uppkommer i en rad olika situationer och för att förenkla förståelsen för läsaren samt för att uppsatsen inte ska bli en alltför bred och komplex framställning fokuserar redogörelsen på prospektskyldigheten och prospektansvaret vid nyemission av aktier. Emellanåt är det dock ofrånkomligt men också önskvärt att komma in på andra områden för att förstå helheten.

1.5 Disposition

Uppsatsen består huvudsakligen av tre delar; EU-rätten, Sverige och England där koncentration som tidigare nämnts ligger på den svenska redogörelsen.

I andra kapitlet ges en översikt av den EU-rättsliga regleringen inom området för prospekt. Här presenteras och ges en kort beskrivning av direktiv och förordningar inom området följt av en beskrivning av hur prospektskyldigheten och prospektansvaret regleras. Syftet är här att ge en översiktsbild över hur den huvudsakliga regleringen är uppbyggd för att på så sätt förstå varifrån såväl den svenska som den engelska prospektregleringen härstammar ifrån.

I tredje kapitlet redogörs för prospektreglerna inom svensk rätt. Kapitlet inleds med en allmän redogörelse för värdepappersmarknaden och en bakgrund till dagens lagstiftning. Därefter följer en redogörelse av den nuvarande reglering av prospektskyldigheten följt av, vilket ligger i centrum för detta kapitel, en beskrivning av prospektansvaret med fokus på vem som kan hållas ansvarig för felaktigheter och brister i prospektet. Slutligen presenteras det lagförslag som föreslås träda i kraft år 2014 och som skulle innebära väsentliga förändringar till dagens prospektreglering.

Fjärde kapitlet består av en presentation av den engelska regleringen av prospekt. Kapitlet inleds, likt kapitlet om den svenska rätten, med en allmän presentation av värdepappersmarknaden följt av en bakgrund till dagens prospektreglering. Därefter redogörs kortfattat för prospektskyldighetens uppkomst och slutligen regleringen av prospektansvaret. Som förklarar i inledningen är detta kapitel medvetet inte lika fylligt som kapitlet om den svenska rätten.

Analys och sammanfattande slutsatser presenteras i femte och sista kapitlet. Den första delen av analysen fokuseras på att sammanfatta uppsatsens vikti-

gaste punkter och även att göra en översiktlig jämförelse mellan svensk och engelsk rätt med prospektansvaret som central jämförelsepunkt. Eftersom en möjlig lagändring i svensk rätt kan komma att ske under år 2014 som skulle innebära en förändring i riktning mot lösningen i England kommer analysens andra del att utgöras av en diskussion kring denna lagändring och varför en sådan lagändring kan anses passande.

2 Den EU-rättsliga regleringen beträffande prospekt

2.1 Regelverken på området

2.1.1 Allmänt

Den nuvarande EU-rättsliga regleringen beträffande prospekt består huvudsakligen av prospektdirektivet³ och prospektförordningen⁴, vilka trädde i kraft år 2003 respektive år 2004. Sedan ikraftträdandet har dessa rättsakter genomgått förändringar i form av nya utfärdade direktiv och förordningar och prospektregleringen är således uppbyggd såväl av direktiv som av förordningar.⁵ Beträffande de sistnämnda är dessa allmänna, bindande och direkt tillämpliga som lag i medlemsländerna.⁶ Till skillnad från förordningar är direktiven inte allmänna utan kan gälla såväl för alla medlemsländer som för endast ett eller flera. Vidare krävs för giltighet att direktiven införlivas med nationell rätt genom en rättsakt där direktivets mål anpassas till nationell lagstiftning. Syftet med direktiv är att harmonisera medlemsstaternas lagstiftning men det är upp till medlemsstaterna själva att bestämma hur direktivets mål ska uppnås.⁷

2.1.2 Prospektdirektivet 2003/71/EG

Innan prospektdirektivets ikraftträdande var prospektreglerna sammanställda i två olika direktiv. Det ena direktivet, börsdirektivet⁸, innehöll regleringar beträffande börsprospekt som bolag var skyldiga att upprätta då värdepapper

³ Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG av den 4 november 2003 om de prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och om ändring av direktiv 2001/34/EG

⁴ Kommissionens förordning (EG) nr 809/2004 av den 29 april 2004 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG i fråga om informationen i prospekt, dessas format, införlivande genom hänvisning samt offentliggörande av prospekt och annonsering

⁵ European Securities and Markets Authority, ESMA, *Questions & Answers, Prospectuses*, 19th updated version, 22 May 2013, ESMA/2013/594, s. 7, http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-1537_qa_prospectuses_-_20th_updated_version_0.pdf, 130925

⁶ Europeiska kommissionen, Tillämpning av EU-rätten, Vad är en förordning? http://ec.europa.eu/eu_law/introduction/what_regulation_sv.htm, 131031

⁷ Europeiska kommissionen, Tillämpning av EU-rätten, Vad är ett direktiv? http://ec.europa.eu/eu_law/introduction/what_directive_sv.htm, 131031

⁸ Rådets direktiv 80/390/EEG av den 17 mars 1980 om samordning av kraven på upprättande, granskning och spridning av prospekt som skall offentliggöras vid upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörs

noterades vid fondbörs och det andra direktivet, första prospektdirektivet⁹, reglerade upprättandet av emissionsprospekt vid andra erbjudande riktade till allmänheten.¹⁰

Med anledning av att kommissionen ansåg dels att dessa två direktiv borde förenas till en enda rättsakt, dels att direktiven var i behov av uppdatering och förstärkning utarbetades och antogs prospektdirektivet. Behovet av reform ansågs främst föreligga på grund av att de tidigare direktiven innebar ett komplicerat och ofullständigt system beträffande ömsesidigt erkännande av prospekt mellan medlemsländerna. En betydande reform i direktivet syftade därför till att skapa ett tydligare sådant genom reglerna om europapass för prospekt. Detta innebar att efter ett anmälningsförfarande ansågs ett prospekt som blivit godkänt i en medlemsstat äga giltighet även i övriga medlemsstater och myndigheterna i dessa ställdes under ett uttryckligt förbud att kräva komplettering av information i ett sådant godkänt prospekt.¹¹

Prospektdirektivets syfte var vidare att ytterligare förstärka skyddet för investerare och skapa gynnsammare förutsättningar för kapitalanskaffning över gränserna inom EU. Grunden för direktivets bestämmelser utgjordes av de regleringsstandarder som sedan tidigare antagits av internationella organisationer inom området.¹²

2.1.3 Ändringsdirektivet 2010/73/EU¹³

Fem år efter prospektdirektivets ikraftträdande skulle kommissionen utvärdera dess tillämpning och presentera förslag till granskning av detta direktiv.¹⁴ Vid utvärderingen ansåg kommissionen att vissa skyldigheter som stadgades i prospektdirektivet var i behov av reform då dessa ansågs för betungande för företag. Syftet var att de belastningar som åvilade företag inom unionen skulle reduceras till ett absolut minimum samtidigt som det poängterades att detta skulle ske utan att riskera investerarskyddet eller resultera i en negativ påverkan på värdepappersmarknadernas funktion inom gemenskapen.¹⁵ Denna utvärdering resulterade därför i en del ändringar som bland annat handlade om direktivets tillämpningsområde. Kommissionen ansåg att ändringarna var nödvändiga för att tillämpningen av direktivet

⁹ Rådets direktiv 89/298/EEG av den 17 april 1989 om samordning av kraven på upprättande, granskning och spridning av prospekt som skall offentliggöras när överlåtbara värdepapper erbjuds till allmänheten

¹⁰ Af Sandeberg: *Prospektansvaret – Caveat emptor eller caveat venditor?* s. 71

¹¹ Prop. 2011/12:129, Nya regler om prospekt, s. 32

¹² Prop. 2011/12:129, s. 32

¹³ Europaparlamentets och rådets direktiv 2010/73/EU av den 24 november 2010 om ändring av direktiv 2003/71/EG om de prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och av direktiv 2004/109/EG om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad

¹⁴ Direktiv 2010/73/EU, ingressen, skäl 4

¹⁵ Direktiv 2010/73/EU, ingressen, skäl 2 och 3

skulle kunna ske på ett enklare, bättre och effektivare sätt och därmed minska de överdrivet betungande administrativa belastningarna. Detta skulle i sin tur förbättra den internationella konkurrenskraften inom unionen. Ändringarna rörde exempelvis informationskrav, prospektets utformning, offentliggörande av prospekt och undantaget för erbjudanden till anställda och styrelseledamöter.¹⁶ Direktivet trädde i kraft år 2010 och medlemsstaternas implementering av detta direktiv skulle ske senast den 1 juli 2012.¹⁷

2.1.4 Direktiv 2010/78/EU¹⁸

Direktiv 2010/78/EU innebar ytterligare förändringar av såväl prospektdirektivet som ändringsdirektivet och trädde i kraft år 2011. Detta direktiv fokuserade på den finansiella tillsynen som visat sig innehålla väsentliga brister. Det ansågs föreligga en diskrepans mellan de nationellt baserade modellerna för tillsyn och den reella utvecklingen på finansmarknaderna i Europa och den finansiella globaliseringen. Direktivet var således ett steg mot att skapa en mer integrerad europeisk tillsyn, något som Europaparlamentet före skapandet av detta direktiv uppmanat till i flera resolutioner. Denna integrerade tillsyn skulle säkerställa att alla aktörer inom unionen hade lika förutsättningar samt avspegla finansmarknadernas ökade samordning i unionen.¹⁹ Förutom att förstärka den internationella integreringen av tillsynen var direktivets mål att skydda investerare och att garantera att regleringen och tillsynen inom unionen höll en effektiv, hög och uniform nivå för att på så sätt sammantaget bidra till att den inre marknadens funktion förbättrades.²⁰

2.1.5 Prospektförordningen och förordning (EG) nr 211/2007²¹

Detaljregleringen avseende prospekt återfinns i prospektförordningen vilken trädde i kraft den 29 april 2004. Bakgrunden till förordningen var att kommissionen ansåg att det förelåg ett behov av komplettering till de principer som enligt prospektdirektivet skulle beaktas vid upprättande av prospekt.

¹⁶ Prop. 2011/12:129, s. 35

¹⁷ ESMA, Q&A, s. 7

¹⁸ Europaparlamentets och rådets direktiv 2010/78/EU av den 24 november 2010 om ändring av direktiven 98/26/EG, 2002/87/EG, 2003/6/EG, 2003/41/EG, 2003/71/EG, 2004/39/EG, 2004/109/EG, 2005/60/EG, 2006/48/EG, 2006/49/EG och 2009/65/EG, vad gäller befogenheterna för Europeiska tillsynsmyndigheten (Europeiska bankmyndigheten), Europeiska tillsynsmyndigheten (Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten) och Europeiska tillsynsmyndigheten (Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten)

¹⁹ Direktiv 2010/78/EU, ingressen, skäl 1 och 2

²⁰ Direktiv 2010/78/EU, ingressen, skäl 37

²¹ Kommissionens förordning (EG) nr 211/2007 av den 27 februari 2007 om ändring av förordning (EG) nr 809/2004 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG i fråga om informationen i prospekt när emittenten har en komplex finansiell historia eller har ingått ett betydande finansiellt åtagande

Behovet av komplettering avsåg uppgifter och information som skulle lämnas då prospekt upprättades och regleringar beträffande vilken information som tilläts införlivas i ett prospekt genom hänvisning. Vidare avsåg kompletteringen offentliggörandets former och spridningen av annonser.²² Prospektförordningen äger i dess egenskap av förordning direkt tillämpning i alla medlemsstater. För övriga stater inom EES gäller att förordningen måste inkorporeras med den nationella rätten.²³

Tre år efter antagandet av prospektförordningen skedde vissa förändringar av denna reglering genom kommissionens förordning (EG) nr 211/2007. Förändringarna rörde främst detaljer beträffande prospektets information i de fall då emittenten, det vill säga utgivaren av de överlåtbara värdepapperna, hade ingått en väsentligt finansiell förpliktelse eller hade en komplicerad finansiell historia. I sådana fall ansågs det föreligga ett behov av att inkludera finansiell information även beträffande andra företag för att prospektdirektivets krav om att prospektet ska presentera all information som är nödvändig för att investeraren ska kunna göra en riktig bedömning av vikt för investeringen skulle anses uppfyllt. Denna förordning syftade således till att klargöra och reformera de informationskrav som uppställdes i prospektförordningen.²⁴

2.1.6 Kommissionens delegerade förordningar (EU) nr 486/2012²⁵ och (EU) nr 862/2012²⁶

Efter antagandet av ändringsdirektivet infördes som tidigare nämnts delvis nya prospektregler främst i syfte att minska de administrativa bördorna för företag inom unionens värdepappersmarknader, effektivisera prospektordningen samt för att förstärka investerarskyddet. Därmed uppstod ett behov av att uppdatera prospektförordningen i enlighet med detta direktiv och dess bestämmelser. Detta skedde genom kommissionens delegerade förordning (EU) nr 486/2012 genom ändringar beträffande bland annat hur de slutliga villkoren i prospektet och dess sammanfattning skulle utformas.²⁷ Denna förordning trädde tillsammans med ändringsdirektivet i kraft den 1 juli 2012.²⁸

²² Prospektförordningen, ingressen skäl 1

²³ Prop. 2011/12:129, s. 34

²⁴ Kommissionens förordning (EG) nr 211/2007, ingressen, skäl 2 och 3

²⁵ Kommissionens delegerade förordning (EU) nr 486/2012 av den 30 mars 2012 om ändring av förordning (EG) nr 809/2004 i fråga om format och innehåll i prospekt och grundprospekt, sammanfattningar och slutgiltiga villkor samt om upplysningskrav

²⁶ Kommissionens delegerade förordning (EU) nr 862/2012 av den 4 juni 2012 om ändring av förordning (EG) nr 809/2004 i fråga om information om samtycke till prospektets nyttjande, information om underliggande index och kravet på en rapport från revisorer eller oberoende redovisningsexperten

²⁷ Kommissionens delegerade förordning (EU) nr 486/2012, ingressen, skäl 4

²⁸ ESMA, Q&A, s. 7

Förändringar av prospektförordningen med anledning av ändringsdirektivet skedde vidare genom kommissionens delegerade förordning (EU) nr 862/2012 som trädde i kraft den 22 september 2012.²⁹ Förändringarna rörde dels godkännande från den ansvariga personen för prospektet till att finansiella mellanhänder tog del av prospektet, dels information bland annat beträffande resultatprognoser och resultatberäkningar i prospektet.³⁰

2.2 Prospektskyldigheten och dess undantag

Av artikel 3 i prospektdirektivet framgår att då ett erbjudande av värdepapper till allmänheten eller en ansökan om upptagande till handel på en reglerad marknad sker inom en medlemsstats territorier föreligger en skyldighet att offentliggöra ett prospekt. Från denna skyldighet uppställs vidare i artikel 3 samt i artikel 4 ett antal undantag. Prospektskyldighet föreligger inte då erbjudandet riktas enbart till kvalificerade investerare, då erbjudandet riktas till färre än hundra fysiska eller juridiska personer per medlemsstat, då erbjudandet rör värdepapper som har ett nominellt värde på minst 50 000 euro per enhet, då erbjudandet riktas till investerare som vardera förvärvar värdepapper på totalt 50 000 euro för varje enskilt erbjudande eller då värdepapperna har en totalsumma som understiger 100 000 euro.³¹ Vidare framgår av artikel 4 flera undantag som exempelvis rör aktier som ges i utbyte mot tidigare emitterade aktier av samma slag, värdepapper som erbjuds eller tilldelas i anknytning till en fusion eller värdepapper som erbjuds eller tilldelas till anställda eller styrelseledamöter.³²

2.3 Prospektansvaret

2.3.1 Ansvarssubjekt

Artikel 6 i prospektdirektivet reglerar prospektansvaret och föreskriver att det åligger medlemsstaterna själva att se till att åtminstone någon aktör som framgår av bestämmelsen kan åläggas ansvar för informationen i ett prospekt. En sådan aktör kan vara erbjudaren av prospektet, garanten, den person som ansöker om upptagande till handel på en reglerad marknad eller emittenten alternativt dess organ som handhar förvaltning, ledning eller kontroll. Av prospektet ska tydligt framgå vilka som är ansvariga för detta tillsammans med de ansvarigas garantier om prospektets rätta innehåll. Medlemsstaterna är vidare skyldiga att säkerställa att lagar och andra för-

²⁹ ESMA Q&A, s. 7

³⁰ Kommissionens delegerade förordning (EU) nr 862/2012, ingressen, skäl 2

³¹ Prospektdirektivet artikel 3.2

³² Se vidare prospektdirektivet artikel 4

fattningar som reglerar civilrättsligt ansvar också är tillämpliga på de personer som är ansvariga för den information som ges i prospektet. Kravet på att det ur prospektet ska framgå vilka personer som är ansvariga för informationen däri framgår dessutom av vissa av prospektförordningens bilagor.³³ Utöver dessa bestämmelser innehåller direktivet ingen vidare reglering beträffande det civilrättsliga ansvaret för prospektets innehåll.

2.3.2 Harmoniseringsgraden

Medlemsstaterna har därmed i stort sett fria händer att i mer detalj utarbeta den nationella regleringen av prospektansvaret. Under förutsättning att det för varje prospekt föreskrivs ett ansvar för i alla fall någon av de subjekt som anges i artikel 6 anses medlemsstaterna ha uppfyllt prospektdirektivets krav på detta område.³⁴

En harmoniserad begränsning finns dock i artikel 6.2 andra stycket i direktivet. Av bestämmelsen framgår att medlemsstaterna ska se till att inte enbart prospektets sammanfattning kan ge upphov till civilrättsligt ansvar under förutsättning att denna sammanfattning inte är oriktig, vilseledande eller stridande mot prospektets övriga delar. Den i övrigt låga harmoniseringsgraden mellan medlemsländerna observeras i skäl 12 till ändringsdirektivet. Här konstateras att det föreligger väsentliga skillnader mellan medlemsstaternas bestämmelser angående det civilrättsliga ansvaret för prospekt. Dessa skilda regleringar ansågs av kommissionen vara i ett behov av att sammanställas i en jämförande tabell för att på så sätt skapa en möjlighet att identifiera och bevaka medlemsstaternas olika system.³⁵ Med anledningen av detta bjöds i januari 2011 den Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten, European Securities and Markets Authority, ESMA, in till att assistera kommissionen vid framtagandet av denna jämförande tabell. Även information om ansvar i bland annat administrativt, civilrättsligt och straffrättsligt avseende efterfrågades av kommissionen.³⁶

I maj 2013 presenterade således ESMA rapporten *Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive*³⁷ för att möta kommissionens förfrågan om att tillhandahålla information om hur medlemsstaterna har utformat sina nationella system beträffande ansvar för prospekt. Rapporten presenterar likheter och skillnader mellan medlemssta-

³³ Se exempelvis punkt 1.1 i bilaga I och II i prospektförordningen

³⁴ DS 2013:16, *Prospektansvar*, s. 23

³⁵ Ändringsdirektivet, ingressen, skäl 12

³⁶ DS 2013:16, s. 24

³⁷ European Securities and Markets Authority, ESMA, *Report Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive*, 30 May 2013, ESMA/2013/619, http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-619_report_liability_regimes_under_the_prospectus_directive_published_on_website.pdf, 130925

ternas system för att på så sätt skapa en möjlighet att enklare kunna identifiera och övervaka de olika regimerna inom unionen.³⁸

³⁸ ESMA, *Report Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive*, s. 6

3 Regleringen av prospekt i Sverige

3.1 Allmänt om värdepappersmarknaden

Med anledning av att ett bolags utgivande av omsättningsbara värdepapper sker på värdepappersmarknaden kan en väsentlig del av bolags finansiering sägas äga rum just på denna marknad. Värdepappersmarknaden är en av de marknader som är tyngst reglerad i form av såväl lagar som förordningar vilka uppställer uttryckliga krav på aktörerna. Marknaden kännetecknas av ett omfattande offentligt inflytande dels genom att olika myndigheter bedriver reglerings- och kontrollverksamhet och därmed blir övervakande organ över aktörerna på marknaden, dels genom att exempelvis kommuner, institutioner och stats- och kommunalägda bolag utgör betydande deltagare på marknaden. Regelverken utgörs således av lagar, förordningar, regler utfärdade av marknadsplatserna och föreskrifter från myndigheter i kombination med självreglering. Bestämmelserna som styr värdepappersmarknaden riktar främst mot värdepappersbolagen, börsen, Värdepapperscentralen, VPC, och Finansinspektionen. Rättigheter och skyldigheter relaterade till aktörerna på marknaden, som exempelvis investeraren och emittenten, definieras till stor del i förhållande till myndigheterna och institutionerna.³⁹

Reglerna som idag styr värdepappersmarknaden i Sverige har sin grund i EU-rätten och kännetecknas av en omfattande harmonisering. Traditionellt sett har området för värdepappersmarknaden präglats av självreglering, vilket fortfarande är förekommande i viss mån även om utvecklingen har karaktäriserats av regler antagna på EU-nivå.⁴⁰

Vid redogörelser beträffande värdepappersmarknaden förekommer inte sällan begreppen primärmarknad och sekundärmarknad, och för fortsatt förståelse är det relevant att kort nudda vid dessa båda begrepp. Till primärmarknaden hänförs dels den första allmänna transaktionen i bolagets aktier, dels de därefter kommande emissionerna. Det bolag som ger ut aktierna är part i transaktionen och har rollen som säljare av aktierna. De transaktioner som sker efter dessa påföljande emissioner omfattas av sekundärmarknaden. Dessa transaktioner sker på en marknad som är anonym vilket gör att partsställningen vanligtvis är oklar.⁴¹

³⁹ Af Sandeberg: *Prospektansvaret – Caveat emptor eller caveat venditor?* s. 48

⁴⁰ Härkönen, Elif: *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning – särskilt om amerikansk och svensk reglering av selektiv information på sekundärmarknaden för värdepapper*, Stockholm, 2013, s. 68

⁴¹ Af Sandeberg: *Prospektansvaret – Caveat emptor eller caveat venditor?* s. 47

3.2 Bakgrund till prospektregleringen

Den 1 januari 2006 skedde omfattande lagändringar beträffande den svenska regleringen av prospekt. Då prospektdirektivet skulle införlivas i svensk rätt identifierades ett behov av översyn av den svenska regleringen vilket resulterade i 2006 års lagändringar. Före detta återfanns prospektregleringen i flertalet olika lagar och regelverk såsom Lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet och då gällande Aktiebolagslag (1975:1385) och Försäkringsrörelselag (1982:713).⁴²

Det ansågs föreligga ett behov av samordning mellan dessa svåröverskådliga regelverk vars bestämmelser skilde sig åt avseende innehåll och form, något som resulterade i tolkningsproblem och svårigheter vid upprättande av prospekt. Det ansågs lämpligt att prospektbestämmelserna därmed sammanställdes i en enda lag, Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument, LHF. Anledningen till denna lags lämplighet för reglering av prospekt berodde på att lagregler som riktar sig till aktörer på värdepappersmarknaden som målgrupp, vilket prospektreglerna gör, lämpligen bör finnas i LHF.⁴³ Prospektreglernas huvudsakliga målsättning kan sägas vara att skydda investerare från oriktig information beträffande ett investeringsobjekt.⁴⁴

3.3 Prospektskyldigheten

3.3.1 Regelverken

Prospektreglerna utgörs i svensk rätt i nuläget genom huvudsaklig reglering i 2 kap. LHF, där implementeringen av prospektdirektivet har skett, samt genom detaljreglering i prospektförordningen och i Finansinspektionens skrivelser.⁴⁵ Av 2 kap. 1 § LHF framgår att ett bolag är skyldigt att upprätta ett prospekt då överlåtbara värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad. Denna skyldighet kan undgås genom att ett uttryckligt undantag är för handen.

3.3.2 Överlåtbara värdepapper

Det första rekvisitet för att en skyldighet att upprätta prospekt ska anses föreligga är att erbjudandet avser överlåtbara värdepapper. I 1 kap. 1 § LHF med hänvisning till 1 kap. 5 § 2 Lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden, VPML, stadgas att överlåtbara värdepapper är sådana värdepapper

⁴² DS 2013:16, s. 25

⁴³ Prop. 2004:58/158, s. 62

⁴⁴ Kågerman, Pontus, Lohmander, Cecilia, De Ridder, Adri: *Etik, Regler och värdering på kapitalmarknaden*, Vällingby 2008, s. 486

⁴⁵ Westermark, Dennis, Lagercrantz, Monica: *Om nyemission*, upplaga 1:1, Stockholm 2013, s. 58

utom betalningsmedel som kan bli föremål för handel på kapitalmarknaden. Denna definition gör att den kategori bolaget tillhör blir avgörande för bedömningen av huruvida en prospektskyldighet ska anses föreligga. Enligt 1 kap. 7-8 §§ Aktiebolagslagen (2005:551), ABL, är nämligen privata aktiebolag under ett förbud att sprida sina aktier till en vidare krets genom annonsering. Vidare får aktierna inte handlas på en reglerad marknad såsom börser eller annan organiserad marknadsplats.⁴⁶ Därmed faller aktier i privata bolag inte in under den definition som uppställs på överlåtbara värdepapper i VPML och det är således enbart publika aktiebolag som lyder under en prospektskyldighet.⁴⁷

3.3.3 Erbjudande till allmänheten

Vidare träder en skyldighet att upprätta prospekt in i situationen då bolaget riktar ett erbjudande till allmänheten, ett begrepp som visat sig svårt att definiera. I det nuvarande prospektdirektivet återfinns i artikel 2.1 d en vag definition av begreppet. Av artikeln framgår att ett erbjudande till allmänheten innebär:

”[...]ett meddelande till personer oavsett form och medium som innehåller tillräcklig information om villkoren för erbjudandet och de värdepapper som erbjuds för att en investerare skall ha förutsättningar att fatta beslut om att teckna eller förvärva dessa värdepapper [...]”.⁴⁸

En liknande definition återfinns inte i den svenska lagstiftningen främst av den anledningen att definitionen i direktivet ansågs för allmänt hållen för att införas i LHF. Dock kan direktivets definition tjäna som vägledning vid tolkningen av begreppet.⁴⁹

En nyemission anges i förarbetena till LHF som ett exempel på när ett erbjudande bör bedömas som ett erbjudande till allmänheten. En annan sådan situation kan vara då ett aktiebolags stiftare vänder sig till allmänheten via annonsering på en hemsida i syfte att hitta investerare som vill medverka vid bolagets bildande.⁵⁰

I doktrin är begreppets innebörd inte behandlat i någon större mån. En åsikt om dess definition synes innebära att ett erbjudande till allmänheten föreligger vid en nyemission som erbjuds till fler fysiska eller juridiska personer än 150 stycken, vilket är omfattningen av det undantag från prospektskyldigheten som stipuleras i 2 kap. 4 § 2 LHF, som uppsatsen senare återkommer till.

⁴⁶ Sandström, Torsten: *Svensk aktiebolagsrätt*, tredje upplagan, Vällingby 2010, s. 57

⁴⁷ Lagercrantz, Westermarck: *Om nyemission*, s. 59

⁴⁸ Prospektdirektivet artikel 2.1 d

⁴⁹ Prop. 2004/05:158, s. 63

⁵⁰ Prop. 2004/05:158, s. 63 f

Detta resonemang uttalades vid den tidpunkt då undantaget omfattade 100 personer vilket med dagens lagstiftning alltså skulle innebära 150 personer.⁵¹ I relation till detta ställs de författare som menar att begreppet är svårare än så att definiera. Det torde nämligen vara möjligt att situationer uppstår då ett erbjudande riktas till en krets med färre än 150 personer men trots detta bör bedömas som ett erbjudande till allmänheten, eller då erbjudandet riktas till en krets med fler än 149 personer men trots detta inte borde betraktas som ett erbjudande riktat till allmänheten. Sådana situationer torde kunna uppstå exempelvis då bolaget riktar erbjudandet till 155 namngivna företag eller personer eller om ett bolag med färre aktieägare än 150 stycken utför en företrädesemission.⁵²

Vid bedömningen av om ett erbjudande ska anses vara riktat till allmänheten eller inte ska hänsyn inte tas till vilka som faktiskt har tecknat sig för aktierna utan till vilka erbjudandet ursprungligen riktat sig till. Den omständigheten att det finns ett obestämt element i erbjudandet synes vara en avgörande faktor för huruvida ett erbjudande ska anses vara riktat till allmänheten eller inte. Exempelvis har en styrelse i ett publikt bolag inte med säkerhet vetskap om vilka som är aktieägare i bolaget vid varje given tidpunkt, på grund av principen om aktiers fria överlåtbarhet.⁵³

3.3.4 Handel på en reglerad marknad

Prospektskyldigheten uppstår enligt 2 kap. 1 § LHF även i det fall då nya aktier ska tas upp till handel på en reglerad marknad, oberoende av om ett erbjudande till allmänheten anses föreligger eller inte. Definitionen av reglerad marknad framgår av 1 kap. 5 § 20 VPML där det föreskrivs att en reglerad marknad är ett:

”[...] multilateralt system inom EES som förenar eller möjliggör ett sammanförande av ett flertal köp- och säljintressen i finansiella instrument från tredje man – regelmässigt, inom systemet och i enlighet med icke skönsrättsliga regler – så att detta leder till avslut [...]”⁵⁴

Aktier kan tas upp till handel på en reglerad marknad på två sätt. Den ena situationen uppkommer då nya aktier tillförs marknadsplatsen genom att ett bolag, vars aktier sedan tidigare är noterade på en reglerad marknad, genomför en nyemission av aktier av samma slag som de redan noterade aktierna. Den andra situationen uppstår då bolaget noteras på en reglerad marknad

⁵¹ Kågerman, Lohmander och De Ridder: *Etik, Regler och värdering på kapitalmarknaden*, s. 486

⁵² Lagercrantz, Westermark: *Om nyemission* s. 60

⁵³ Lagercrantz, Westermark: *Om nyemission*, s. 61

⁵⁴ 1 kap. 5 § 20 VPML

och dess aktier därmed inregistreras på denna reglerade marknad.⁵⁵ Bolaget står alltså som utgångspunkt under en prospektskyldighet vid varje nyemission av aktier, även om denna enbart riktas till en eller få investerare. Anledningen till denna regel är att även om aktierna inte erbjuds allmänheten, anses aktieägarna i aktiemarknadsbolag vara i behov av information om följderna vid nyemission av ett stort antal aktier.⁵⁶

NASDAQ QMX Stockholm AB, Nordic Growth Market NGM AB och Burgundy AB är de tre bolag i Sverige som i nuläget har tillstånd att driva en reglerad marknad i form av börs. Det är enbart de två förstnämnda som bedriver reglerade marknader för aktiehandel. NASDAQ QMX Stockholm, även kallad Stockholmsbörsen, bedrivs av NASDAQ QMX Stockholm AB och NGM Equity bedrivs av Nordic Growth Market NGM AB. Både beträffande marknadsvärde och avseende rollen som normgivare är det Stockholmsbörsen som innehar den ledande positionen på värdepappersmarknaden i Sverige.⁵⁷

3.3.5 Undantag från prospektskyldigheten

3.3.5.1 Allmänt

Undantagen från skyldigheten att upprätta prospekt framgår av 2 kap. 2-7 §§ LHF. Allmänna undantag återfinns i 2 kap. 2 och 3 §§, undantag relaterade till erbjudande till allmänheten framgår av 2 kap. 4 och 5 §§ och undantag relaterade till upptagande till handel på reglerad marknad framgår slutligen av 2 kap. 6 § och 7 §. Undantagen är många och eftersom nyemission av aktier används som exempel i uppsatsen är det endast relevanta undantag beträffande denna situation som kommer behandlas nedan.

Vid en nyemission är det möjligt att aktierna emitteras både i form av ett erbjudande till allmänheten och som upptagande till handel på en reglerad marknad. För att undgå prospektskyldigheten i sådana fall krävs att ett undantag som täcker båda dessa kategorier kan tillämpas. Det enklaste tillvägagångssättet i ett sådant fall torde vara att som första steg pröva om ett undantag relaterat till ett erbjudande till allmänheten är relevant. Om så inte är fallet måste ett prospekt upprättas oavsett ifall ett undantag beträffande upptagande till handel på en reglerad marknad skulle vara för handen. Även om ett undantag är tillämpligt vid erbjudande till allmänheten måste det alltså vidare prövas om ett undantag relaterat till upptagande till handel på en reglerad marknad finns och kan tillämpas för att en prospektskyldighet inte ska anses föreligga.⁵⁸

⁵⁵ Prop. 2004/05:158, s. 65

⁵⁶ Lagercrantz, Westermark: *Om nyemission*, s. 63

⁵⁷ Härkönen: *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning – särskilt om amerikansk och svensk reglering av selektiv information på sekundärmarknaden för värdepapper*, s. 74

⁵⁸ Lagercrantz, Westermark: *Om nyemission*, s. 64

3.3.5.2 Relevanta undantag vid nyemission av aktier

2 kap. 4 § LHF stadgar de undantag från prospektskyldigheten som kan bli aktuella vid ett erbjudande till allmänheten och presenterar fem situationer då ett krav på prospekt inte uppställs. Ett sådant fall är då nyemissionen endast riktas till kvalificerade investerare.⁵⁹ Definitionen av detta begrepp framgår av 1 kap. 1 § LHF med hänvisning till 8 kap. 16, 17 och 19 §§ VPML. Begreppet omfattar med viss förenkling bland annat enheter som har tillstånd att bedriva verksamhet på finansmarknaden, värdepappersinstitut, stora företag på bolagsnivå som uppfyller vissa uttryckliga krav, statliga myndigheter, centralbanker samt företag som har som sin huvudverksamhet att investera i finansiella instrument.⁶⁰ Om nyemissionen även riktar sig till någon person som inte är att se som en kvalificerad investerare blir undantaget inte tillämpligt eftersom det krävs att erbjudandet endast riktas till kvalificerade investerare.

Vidare träder undantagsbestämmelsen in i det fallet då nyemissionen riktar sig till högst 149 icke-kvalificerade fysiska eller juridiska personer i en stat inom EES.⁶¹ Det är antalet personer som erbjudandet riktar sig till som är avgörande vid bedömningen och inte hur många som faktiskt tecknar sig för aktierna. Däremot ska de kvalificerade investerare som eventuellt mottager erbjudande om nyemission räknas bort från denna krets.⁶² Vidare räknas varje stat inom EES för sig vid bedömningen.⁶³ Om erbjudandet om att teckna aktier sker via ett värdepappersinstitut eller en annan mellanhand är undantaget inte tillämpligt, såvida inte detta erbjudande har en begränsning på högst 149 personer.⁶⁴ Ett prospekt krävs vidare inte då köpet av aktierna uppgår till minst 100 000 euro för varje investerare eller att var och en av aktierna har ett nominellt värde på minst 100 000 euro.⁶⁵ Undantag från prospektskyldigheten föreligger även då den summa som totalt inom EES ska betalas av investerarna inom loppet av tolv månader uppgår till högst 2,5 miljoner euro.⁶⁶

Om situationen rör ett erbjudande till allmänheten finns ytterligare två relevanta undantag av de totalt fem undantag som framkommer av 2 kap. 5 § LHF. Ett krav på upprättande av prospekt uppställs inte då erbjudandet rör aktier som emitterats i utbyte mot aktier av samma typ, under förutsättning att detta inte leder till att bolagets aktiekapital ökar.⁶⁷ Detta undantag rör dock inte en typisk nyemission utan riktar in sig på situationer då aktiebo-

⁵⁹ 2 kap. 4 § 1 LHF

⁶⁰ Se vidare 8 kap. 16, 17 och 19 §§ VPML

⁶¹ 2 kap. 4 § 2 LHF

⁶² Lagercrantz, Westermark: *Om nyemission*, s. 66

⁶³ Prop. 2004/05:158 s. 77 f och s. 171

⁶⁴ Prop. 2004/05:158 s. 171

⁶⁵ 2 kap. 4 § 3-4 LHF

⁶⁶ 2 kap. 4 § 5 LHF

⁶⁷ 2 kap. 5 § 1 LHF

lagsrättsliga handlingar ger upphov till en ökning av bolagets aktieantal.⁶⁸ Slutligen rör det sista relevanta undantaget beträffande erbjudande till allmänheten situationen då nyemissionen riktas till bolagets nuvarande eller tidigare anställda eller styrelseledamöter. Detta kräver att företaget ligger inom EES samt att ett annat dokument innehållandes information om aktierna och andra detaljer finns tillgängligt.⁶⁹

Vid upptagande till handel på en reglerad marknad stadgas fyra relevanta undantag i 2 kap. 6 § LHF. Ett krav på upprättande av prospekt föreligger inte om det totala antalet aktier som har nyemitterats under en period på 12 månader motsvarar mindre än 10 procent av det antal aktier av samma slag som fanns upptagna till handel på samma reglerade marknad vid början av denna period.⁷⁰ Vidare gäller samma undantag här som det undantag som gäller enligt 2 kap. 5 § 1 och 6 LHF, nämligen undantagen beträffande aktier som emitterats i utbyte mot aktier av samma typ och nyemission som riktas till anställda eller styrelseledamöter i bolaget.⁷¹ Slutligen gäller beträffande upptagande till handel på en reglerad marknad att ett undantag från prospektskyldigheten inträder då aktier som uppstått genom konvertering, utbyte av överlåtbara värdepapper eller genom teckningsoptioner tas upp till handel på en reglerad marknad, i de fall sådana aktier är av samma typ som aktier som sedan tidigare är föremål för handel på samma reglerade marknad.⁷² När bolaget tar upp nya aktier till handel på den reglerade marknaden leder detta till samma resultat som en nyemission för med sig, vilket gör att detta undantag blir aktuellt i sammanhanget trots att det inte är direkt tillämpligt vid en nyemission.⁷³

3.4 Prospektansvaret

3.4.1 Allmänt

Utformningen av prospektansvaret har varit föremål för överväganden vid flera tidpunkter, senast i ett lagförslag som presenterades under år 2013.⁷⁴ Frågan om prospektansvaret har tidigare behandlats såväl av Aktiebolagskommittén i delbetänkandet *Aktiebolagets kapital*⁷⁵ och i slutbetänkandet *Ny aktiebolagslag*⁷⁶ som av Prospektutredningen i dess slutbetänkande *Prospektansvar*.⁷⁷

⁶⁸ Lagercrantz, Westermark: *Om nyemission*, s. 74

⁶⁹ 2 kap. 5 § 6 LHF

⁷⁰ 2 kap. 6 § 1 LHF

⁷¹ 2 kap. 6 § 2 och 6 LHF

⁷² 2 kap. 7 § 8 LHF

⁷³ Lagercrantz, Westermark: *Om nyemission*, s. 78

⁷⁴ DS 2013:16

⁷⁵ SOU 1997:22, *Aktiebolagets kapital*, s. 226 ff

⁷⁶ SOU 2001:1, *Ny aktiebolagslag*, s. 259 ff

⁷⁷ SOU 2005:18, *Prospektansvar*

Den 1 januari 2006 skedde som tidigare nämnts en del lagändringar inom området. Enligt en dåvarande bestämmelse i ABL kunde en styrelseledamot, verkställande direktör eller stiftare bli ersättningsskyldig för skada som uppsåtlig eller oaktsamt tillfogats en aktieägare eller annan genom överträdelse av lagen. Även revisorer hade ett liknande ansvar. Dessa regler medförde därmed att organföreträdare i bolaget kunde åläggas ett personligt ansvar för skador uppkomna på grund av ett felaktigt eller bristande prospekt om bestämmelser i lagen hade överträtts.⁷⁸

De associationsrättsliga bestämmelserna om skadestånd ändrades i samband med att prospektreglerna sammanfördes i LHF från och med den 1 januari 2006. Det förelåg därmed inte längre en möjlighet att i den nya aktiebolagslagen göra en hänvisning till ”överträdelse av denna lag” beträffande det personliga ansvaret för organföreträdarna. Därför infördes ett nytt andra stycke i 29 kap. 1 § ABL vilket stadgar att ansvar för organföreträdare också inträder då bestämmelser om prospekt och prospektliknande handlingar i 2, 2 a, 2 b och 2 c kap. LHF eller bestämmelser i prospektförordningen har överträtts. Även revisorer står under ett jämförligt ansvar enligt 29 kap. 2 § ABL.⁷⁹ Vidare återfinns en bestämmelse beträffande begränsningen av ansvaret för prospektets sammanfattning i 2 kap. 15 § LHF.

Förutom de ovan nämnda reglerna om organföreträdarnas personliga ansvar och bestämmelsen om begränsningen av ansvaret för prospektets sammanfattning saknas bestämmelser om prospektansvar. Det finns i nuläget inga särskilda bestämmelser för andra fysiska eller juridiska personer, vilket gör att dessas ansvar får prövas enligt allmänna skadeståndsrättsliga regler.⁸⁰

Vid redogörelser och diskussioner beträffande prospektansvaret används varianter av begreppet fel eller brister i prospekt och för fortsatt förståelse krävs en kort förklaring av detta begrepp. Fel kan i ett prospekt sägas uppstå då prospektet innehåller en uppgift som antingen är missvisande eller felaktig. Felet kan bestå såväl i att direkt felaktig information föreligger som att någon har underlåtit att lämna all information av betydelse. Brist i ett prospekt innebär att en uppgift som lagen kräver att prospektet innehåller överhuvudtaget inte finns med i detta. De fel och brister som kan uppträda i ett prospekt kan exempelvis bestå i att prognoser inte ger en korrekt bild av verkligheten eller att sakuppgifter är felaktiga.⁸¹

⁷⁸ DS 2013:16, s. 28

⁷⁹ DS 2013:16, s. 28

⁸⁰ DS 2013:16, s. 29

⁸¹ Deuschl, Carl-Johan: *Bolagets ansvar vid fel eller brist i prospekt*, Juridisk tidskrift vid Stockholms universitet, 1999/00:2, s. 269-297, s. 280

3.4.2 Ansvar för att ett prospekt upprättas

Av 2 kap. 9 och 10 §§ LHF framgår vem som bär ansvaret för att ett prospekt upprättas. Vid ett erbjudande till allmänheten i form av en emission av överlåtbara värdepapper ligger ansvaret för prospektets upprättande på emitenten. Detta gäller även vid ett erbjudande till allmänheten angående köp av aktier, teckningsoptioner, teckningsrätter eller konvertibler som lämnas av någon som innehar sådana överlåtbara värdepapper. Det är alltså det aktiebolag som har utgivit värdepapperna som har ansvaret för att prospektet upprättas. Då det rör sig om andra erbjudanden till allmänheten än de ovan nämnda ligger ansvaret på den som lämnar erbjudandet. I situationen då en ansökan görs om att överlåtbara värdepapper ska tas upp till handel på en reglerad marknad är det den person som gör ansökan som också har ansvaret för att upprätta prospektet.⁸²

3.4.3 Organföreträdares ansvar

Uttryckliga regler om ansvar för felaktig eller bristande information i prospektet finns alltså enbart beträffande organföreträdarna i bolaget.⁸³ För denna personkategori föreskrivs i 29 kap. 1 § ABL att då ett bolag har upprättat ett prospekt och en VD, styrelseledamot eller stiftare har undgått att följa regleringen i LHF eller prospektförordningen, ska dessa ersätta skada som en aktieägare eller någon annan har lidit genom denna överträdelse. Fallet då prospektet innehåller brister eller felaktigheter torde vara den mest troliga situationen då detta ansvar uppkommer men regleringen kan också bli tillämplig då bolaget står under en prospektskyldighet men trots detta försummar att upprätta ett prospekt.⁸⁴

För att ersättning ska utgå för en skadelidande placerare i samband med fel eller brister i prospekt krävs att vissa förutsättningar är uppfyllda, bland dessa de allmänna förutsättningar som generellt krävs för att skadestånd ska utgå. Den skadelidande måste visa att skada har inträffat och att denna skada uppgår till det belopp som yrkas. Vidare måste både ett oaktsamt handlande kunna konstateras hos den ansvarige och en adekvat kausalitet mellan detta handlande och skadan som uppstått. Ibland krävs dessutom att skadan har drabbat något av de intressen som den försummade bestämmelsen har för avsikt att skydda samt att inga ansvarsfriskrivningar förekommer i prospektet.⁸⁵

3.4.3.1 Skada

Vid skador på grund av fel eller brister i prospekt är det skadetyperen ren förmögenhetsskada som kan drabba den skadelidande och som således är rele-

⁸² DS 2013:16, s. 28

⁸³ SOU 2005:18, s. 23

⁸⁴ Lagercrantz, Westermark: *Om nyemission*, s. 91

⁸⁵ Af Sandeberg: *Prospektansvaret - Caveat emptor eller caveat venditor*, s. 103

vant i sammanhanget.⁸⁶ Definitionen av ren förmögenhetsskada återfinns inte i ABL men framgår av 1 kap. 2 § Skadeståndslagen (1972:207), SKL. Där definieras ren förmögenhetsskada som en ekonomisk skada som uppstår utan ett samband med att någon lider person- eller sakskada.

Varken av 29 kap. 1 § ABL eller av SKL framgår hur själva skadeståndet eller skadan ska beräknas. Utgångspunkten för skadeståndets beräkning är att detta bör ske i enlighet med den allmänna skadeståndsrättsliga princip om att den skadelidande ska försättas i samma position som om kontraktet eller i detta fall prospektet hade varit riktigt.⁸⁷

Beträffande själva skadan som uppstår kan denna beskrivas som den förlust i förmögenhet som aktietecknaren lider med anledning av det felaktiga eller bristande prospektet.⁸⁸ Vid beräkningen av denna förlust ligger det nära till hands att använda differensmetoden vilken innebär att den skadelidande visar på vilket sätt riktiga uppgifter i prospektet skulle lett till att en aktie-teckning inte hade genomförts eller att aktierna hade varit mer värda.⁸⁹

Skadan som uppstår måste uppnå en viss grad av väsentlighet för att ansvar ska kunna utdömas, skadan får således inte vara obetydlig. I motiven till insiderlagstiftningen ansågs att om en viss offentliggjord information påverkade kursutvecklingen med minst 10 % var detta att anse som väsentligt.⁹⁰ Dock kan detta väsentlighetsrekvisit inte längre anses relevant då det uttalades i förarbetena till Lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument att bedömningen huruvida väsentlighet föreligger inte ska ta sin utgångspunkt i en fast procentsats.⁹¹ Istället är det relevant att ta hänsyn till andra parametrar såsom exempelvis allmänna tendenser på marknaden, hur kursen för den aktuella aktien normalt varierar samt andra specifika omständigheterna som är aktuella för varje aktie.⁹² Vad som ska betraktas som en väsentlig påverkan kan dessutom skilja sig åt mellan olika marknader.⁹³ Då det handlar om situationer som är svåra att bedöma torde det finnas en möjlighet för domstolen att använda sig av 35 kap. 5 § rättegångsbalken, RB, och göra en uppskattning av skadans storlek.⁹⁴

⁸⁶ Deuschl: *Bolagets ansvar vid fel eller brister i prospekt*, s. 273

⁸⁷ Hellner, Jan, Hager, Richard, Persson, Annina: *Speciell avtalsrätt II, Kontaktsrätt*, Fjärde upplagan, andra häftet, Allmänna ämnen, Vällingby 2009, s. 219

⁸⁸ Deuschl: *Bolagets ansvar vid fel eller brister i prospekt*, s. 281

⁸⁹ Lagercrantz, Westermark: *Om nyemission*, s. 93

⁹⁰ Prop. 1990/91:42, *Om insiderhandel*, s. 83.

⁹¹ Prop. 2004/05:142 *Marknadsmissbruk*, s. 56

⁹² Prop. 1995/96:215, *Otillbörlig kurspåverkan och vissa insiderfrågor*, s. 36.

⁹³ Prop. 2004/05:142, s. 56

⁹⁴ Lagercrantz, Westermark: *Om nyemission*, s. 93

3.4.3.2 Culpa

Förutom en uppkommen skada krävs enligt både ABL och enligt allmänna bestämmelser inom skadeståndsrätten att culpa föreligger, vilket som begrepp omfattar såväl uppsåt som oaktsamhet. Ett avsteg från ett beteende som anses aktsamt stipulerar oaktsamhet.⁹⁵ Varken SKL eller ABL innehåller dock någon definition av detta begrepp. Generellt sett sker oaktsamhetsbedömningen i det konkreta fallet utifrån de regler som finns inom det aktuella rättsområdet tillsammans med relevant praxis. Vidare beaktas sedvanan och den grad av aktsamhet som vanligtvis förväntas inom området. Om dessa tillvägagångssätt inte ger något resultat torde domstolen även vid denna bedömning kunna använda sig av möjligheten att göra en fri bedömning i enlighet med 35 kap. 5 § RB.⁹⁶

Vid oaktsamhetsbedömningen beträffande prospektansvar sker således bedömningen som utgångspunkt utifrån huruvida en överträdelse har skett av reglerna i LHF eller prospektförordningen. Om en sådan överträdelse har skett och en skadelidande kan visa detta torde den organföreträdare gentemot vilken skadeståndsanspråket riktas stå under en skyldighet att exculpera sig och därmed visa att oaktsamhet inte föreligger.⁹⁷ Aktieägaren möter troligtvis svårigheter i att säkra bevis beträffande de interna förhållandena inom styrelsen och bolaget som kan vara av relevans vid bedömningen av oaktsamhet. Detta förhållande talar vidare för att en skyldighet att exculpera sig för organföreträdarna föreligger då överträdelse av regler inom de ovan nämnda regelverken har skett.⁹⁸

Vanligtvis är det generellt inte tillräckligt för ansvar att en person försummar att handla utan en faktisk handling ska ha ägt rum för att oaktsamhet ska kunna vara för handen. Så är dock inte fallet i situationer där ett krav på handlande uttryckligen framgår av lag. Just beträffande nyemission av aktier och upprättande av prospekt finns bestämmelser som kräver handling vilket resulterar i att oaktsamhet och ansvar för underlåtenheten träder in då någon försummar att handla enligt dessa bestämmelser. Exempel på en sådan situation kan vara att en prospektskyldighet föreligger men bolaget trots detta underlåter att upprätta ett prospekt eller att bolaget försummar att presentera obligatoriska uppgifter.⁹⁹

⁹⁵ Deuschl: *Bolagets ansvar vid fel eller brister i prospekt*, s. 282

⁹⁶ Hellner, Jan, Radetzki, Magnus: *Skadeståndsrätt*, åttonde upplagan, Stockholm 2010, s. 131.

⁹⁷ Svernlöv, Carl: *Styrelse- och VD-ansvar i aktiebolaget – en introduktion*, andra upplagan, Vällingby 2012, s. 59 f

⁹⁸ Lagercrantz, Westermark: *Om nyemission*, s. 95

⁹⁹ Deuschl: *Bolagets ansvar vid fel eller brister i prospekt*, s. 283

3.4.3.3 Krav på orsakssamband

För skadestånd krävs vidare att det föreligger ett adekvat orsakssamband mellan den oriktiga informationen i prospektet och skadan som inträffat. Ett sådant samband anses föreligga om det kan antas att den som lidit skada skulle ha agerat på ett annat sätt om riktiga uppgifter lämnades. Vidare måste den felaktiga informationen ha haft betydelse för beslutet som fattades av den skadelidande och denna information måste ha varit känd för vederbörande.¹⁰⁰ Det uppställs därutöver ett krav på adekvans vilket innebär att den effekt som uppstår ska ses som en typisk påräknelig följd av den oaktsamma handlingen. Beträffande just prospekt innebär kravet på adekvans att aktietecknarens ekonomiska förlust i form av en för hög aktieteckningskurs kan anses som en påräknelig och normal konsekvens av felaktigheter eller brister i prospekt.¹⁰¹ Adekvansbedömningen kan därmed sägas ha som målsättning att eliminera följder som är opåräkneliga och slumpartade.¹⁰²

Ett problem som kan uppstå i och med kravet på orsakssamband är att fastställa vilken information som legat till grund för en investerares beslut att förvärva aktier i bolaget. Det kan vara svårt att avgöra huruvida enbart det felaktiga eller bristfälliga prospektet legat till grund för beslutet eller om exempelvis bolagsinformation på internet, uppgifter från tidningarnas börskommentarer eller andra informationskällor har haft en utslagsgivande betydelse för förvärvarens beslut.¹⁰³

I de fall då oriktiga uppgifter om bolagsförhållande har mottagits av tredje man kan konkurrerande skadeorsaker uppstå vid prövningen av ansvaret för organföreträdaren. I många fall har den ekonomiska information som återfinns på internet och i massmedia baserats på prospekt, årsredovisningar eller delårsrapporter. Frågeställningen som uppstår vid skadekonkurrens är huruvida ansvaret att utge ersättning ska baseras enbart på skadans huvudorsak eller om ansvaret ska delas upp på de konkurrerande grunderna efter i vilken mån de kan betraktas som orsaker till skadan.¹⁰⁴

Vidare ligger ett problem i huruvida det räcker att visa att ett bolag har gett ut ett felaktigt prospekt eller om det också måste prövas om den skadelidande har tagit del av prospektet eller haft tillgång till detta. I doktrin har presenterats att huvudorsaksläran kan användas i ett sådant fall, vilken kortfattat innebär att ett orsakssamband föreligger om vållandet kan anses vara huvudorsaken till skadan som uppkommer. Då denna lära används krävs ett starkare samband mellan den oriktiga informationen i prospektet och den

¹⁰⁰ Svernlöv: *Styrelse- och VD-ansvar i aktiebolaget – en introduktion*, s. 241

¹⁰¹ Deuschl: *Bolags ansvar vid fel eller brister i prospekt*, s. 282

¹⁰² Härkönen: *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning – särskilt om amerikansk och svensk reglering av selektiv information på sekundärmarknaden för värdepapper*, s. 292

¹⁰³ Svernlöv: *Styrelse- och VD-ansvar i aktiebolaget – en introduktion*, s. 241

¹⁰⁴ Svernlöv: *Styrelse- och VD-ansvar i aktiebolaget – en introduktion*, s. 242

skada som aktieägaren lidit på grund av detta och vid tillämpningen torde det därmed krävas att den skadelidande faktiskt tagit del av prospektet. Dock framgår av doktrin även att en tillämpning av huvudorsaksläran som en allmän princip beträffande information från bolag knappast är något som låter sig göras.¹⁰⁵

Vidare kan det diskuteras huruvida en sedvanlig adekvansbedömning kan tillämpas vid bedömningen av prospektansvaret eller om detta medför att prospektansvaret riskerar att bli alltför svårkontrollerbart och omfattande. Den krets av personer som kan lida skada i samband med felaktig informationsgivning kan vara mycket omfattande i bolag med ett spritt aktieägarande. Den ersättningsberättigade kretsen måste därför kunna avgränsas på ett rimligt sätt och det föreligger därför ett behov av att använda en metod som gör detta möjligt.¹⁰⁶ Ett tillvägagångssätt är att tillämpa normskyddsläran som ett komplement till adekvansbedömningen genom att ta ställning till ifall överträdelse har skett av en regel som syftar till att direkt skydda det ekonomiska intresset hos tredje man, om den överträdelsen verkligen riktar in sig på den skadetyp som är aktuell samt om den som lidit skadan ingår i skyddskretsen.¹⁰⁷

Normskyddsläran kan vidare kompletteras med tillitsprincipen vilken innebär att enbart den skadelidande som har haft anledning att förlita sig på informationen lämnad av bolaget är ersättningsberättigad. Den som lidit skada måste göra klart att grunden för beslutet att exempelvis köpa aktier var information från bolaget som var av den typ att den framkallade tillit hos investeraren. Endast de personer som kan visa att underlaget för beslutet att förvärva aktier var sådan information, som exempelvis ett prospekt, är i praktiken berättigade till ersättning. Av det skälet är det vanligt att tillitsteorin i sin tur tillämpas i kombination med ett närhetskrav där problemet ligger i vilken grad av närhet som krävs mellan den som lidit skada och den som vållat skada.¹⁰⁸ Denna fråga är inte helt klar. Det är dock självklart att information såsom prospekt, delårsrapporter och årsredovisningar, det vill säga information som härstammar direkt från bolaget, måste skapa en tillit för adressaten som är väsentligt starkare än information som finns i media eller i diskussionsfora på internet. Om alltför stark betoning läggs på kravet på närhet kan detta leda till dels att skadeståndsansvarets omfattning i hög grad skulle bestämmas av slumpen, dels att lekmän som sätter tilltro till information i media presenterad av analytiker och placeringsrådgivare möter en nackdel medan professionella placerare möter en fördel.¹⁰⁹

¹⁰⁵ Svernlöv: *Styrelse- och VD-ansvar i aktiebolaget – en introduktion*, s. 242

¹⁰⁶ Svernlöv: *Styrelse- och VD-ansvar i aktiebolaget – en introduktion*, s. 241

¹⁰⁷ Lagercrantz, Westermark: *Om nyemission*, s. 97

¹⁰⁸ Svernlöv: *Styrelse- och VD-ansvar i aktiebolaget – en introduktion*, s. 243

¹⁰⁹ Svernlöv: *Styrelse- och VD-ansvar i aktiebolaget – en introduktion*, s. 243

Ett sådant närhetskrav synes vid nyemission få till följd att tredje män som handlat aktier på sekundärmarknaden inte skulle vara berättigade till ersättning vid fel eller brister i ett prospekt, utan enbart aktietecknarna.¹¹⁰ Dock finns i dagens samhälle ingen tydlig åtskillnad mellan uppgifter från bolaget och uppgifter som framkommer i media och därmed är det osäkert om det i praktiken är möjligt att göra en uppdelning mellan sådana olika typer av källor. I doktrin har som tidigare nämnts den åsikt presenterats vilken innebär att exempelvis årsredovisningar skapar en tillit för adressaten som är betydligt starkare än information i exempelvis media. Dock finns bland annat årsredovisningar att tillgå på bolagets hemsidor och därmed kan tillgången till sådan information vara svår att begränsa, oberoende om den härstammar från en sekundär källa eller direkt från själva bolaget.¹¹¹

Vid bedömningen huruvida kausalitet föreligger är det tänkbart att en möjlighet finns att använda sig av den amerikanska *fraud on the market*-teorin. Med denna teori uppställs ett antal presumtioner. Till att börja med presumeras dels att den felaktiga informationen avspeglas i priset på de aktier som är föremål för handel på en likvid marknad, dels att de som handlar aktier på en sådan marknad vanligtvis sätter tilltro till att priset på aktien avspeglar värdet på denna. Detta leder således till att adekvat kausalitet anses vara för handen då en investerare som drabbats av en ren förmögenhetskada med anledning av oriktig information kan visa att aktieförvärvet skett inom den tidsram då bolaget felaktigt offentliggjorde informationen eller lämnade oriktiga uppgifter. Investeraren behöver inte visa att denna faktiskt förlitat sig på den information som lämnats. Bolaget har dock en möjlighet att bryta denna presumtion. En sådan motbevisning kan exempelvis bestå i att bolaget visar att oavsett om den skadelidande hade fått riktig information hade denna ändå förvärvat aktierna till samma pris.¹¹² Det finns författare som menar att denna teori bör anammas även i den svenska rätten.¹¹³ Motiveringen till detta är att det utan tvivel är mycket svårt för en skadelidande att bevisa att han satt sin tilltro till den felaktiga eller vilseledande information som bolaget presenterat samt att det torde vara riktigt att förutsätta att om en person hade erhållit uppgifter som var fullständiga och riktiga hade denna person agerat förnuftigt.¹¹⁴

¹¹⁰ Lagercrantz, Westermark: *Om nyemission*, s. 98

¹¹¹ Härkönen: *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning – särskilt om amerikansk och svensk reglering av selektiv information på sekundärmarknaden för värdepapper*, s. 315

¹¹² Lagercrantz, Westermark: *Om nyemission*, s. 96

¹¹³ Samuelsson, Per: *Information och ansvar – Om börsbolagens ansvar för bristfällig informationsgivning på aktiemarknaden*, Göteborg 1991, s. 311 och Härkönen: *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning – särskilt om amerikansk och svensk reglering av selektiv information på sekundärmarknaden för värdepapper*, s. 294

¹¹⁴ Härkönen, *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning – särskilt om amerikansk och svensk reglering av selektiv information på sekundärmarknaden för värdepapper*, s. 294

3.4.3.4 Avsaknad av friskrivningar

För att ersättning vidare ska utgå vid ett felaktigt eller bristande prospekt är det möjligt att ett rekvisit uppställs att inga ansvarsfriskrivningar får förekomma i prospektet. I NJA 1987 s. 692, som uppsatsen senare behandlar, gjorde nämligen HD ett uttalande om att en värderingsmans skadeståndsansvar skulle täcka även tredje mans skada under förutsättning att en ansvarsfriskrivning inte hade gjorts i värderingsmannens utlåtande. Detta uttalande gällde friskrivningar i ett värderingsintyg och torde tolkas som om att det är möjligt att göra en ansvarsfriskrivning mot tredje man i sådana situationer.¹¹⁵

Eftersom rättsfallet rörde just värderingsintyg är det inte klart huruvida uttalandet kan anses gälla även prospekt och huruvida ansvarsfriskrivningar är möjligt i sådana situationer. Möjligheten till ansvarsfriskrivningar är i klart utomkontraktuella förhållande enligt huvudregeln obegränsad. Dock gäller vid inomkontraktuella förhållande att vissa lagregler är tvingande vilket gör att möjligheterna att friskriva sig från ansvar ofta är begränsade. Allmänt anses det inte finnas någon möjlighet att friskriva sig från ansvar beträffande en skada som orsakats genom uppsåt eller grov vårdslöshet, med stöd både i 36 § Lag (1915:218) om avtal och andra rättshandlingar på förmögenhetsrätts område, AvtL, och i de principer som gällde före denna paragraf trädde i kraft. Om den som lider skadan är i en annan position än direkt medkontrahent kan friskrivningen gälla om denna person kan anses ha godtagit denna antingen direkt eller underförstått. Tolkningen av HD:s uttalande har varit att värderingsintygets friskrivning anses bindande för andra än de som intyget direkt riktar sig till. Genom användningen av värderingsintyget anses personen i fråga nämligen ha godtagit friskrivningen.¹¹⁶

Vidare har detta i fråga om prospektansvar tolkats som att i och med att det enligt rättsfallet föreligger en möjlighet att göra en ansvarsfriskrivning gentemot andra än de avsedda mottagarna torde även möjligheten finnas att göra en sådan friskrivning mot aktietecknarna eftersom dessa är de åsyftade mottagarna. Accepten av friskrivningen skulle i så fall bestå i att aktietecknaren tecknar aktier på villkoren i prospektet. Dock poängteras att möjligheterna att göra giltiga ansvarsfriskrivningar i fråga om prospektansvar inte kan vara helt säkert. Det är dessutom möjligt att en alltför radikal eller allmän ansvarsfriskrivning skulle kunna helt bortses från eller jämkas med grund i 36 § AvtL.¹¹⁷

¹¹⁵ Deuschl: *Bolagets ansvar för fel eller brister i prospekt*, s. 284

¹¹⁶ Deuschl: *Bolagets ansvar för fel eller brister i prospekt*, s. 284

¹¹⁷ Deuschl: *Bolagets ansvar för fel eller brister i prospekt*, s. 284f

3.4.4 Bolagets ansvar

Eftersom det för andra personer än organföreträdarna i nuläget inte förekommer någon särskild reglering beträffande ansvaret för prospekt måste ansvaret för sådana personer, exempelvis för bolaget som utger aktierna, prövas enligt allmänna skadeståndsrättsliga principer. En skada som uppstår på grund av ett felaktigt eller bristande prospekt är som tidigare nämnts att se som en ren förmögenhetsskada. I detta sammanhang blir det intressant att utreda huruvida förhållandet mellan bolaget och aktietecknaren är att anse som utom- eller inomobligatoriskt. Vid utomobligatoriska förhållande är huvudregeln att ren förmögenhetsskada ersätts om skadan har vållats genom brott.¹¹⁸ Rör det sig istället om ett kontraktsförhållande är utgångspunkten att skadan ersätts oavsett om den har vållats genom brott eller inte, under förutsättning att allmänna skadeståndsrättsliga rekvisit är uppfyllda.¹¹⁹ Möjligheten att erhålla skadestånd från bolaget för ett felaktigt prospekt är alltså väsentligen större om ett kontraktsförhållande anses föreligga.¹²⁰ Visserligen finns ett relativt tydligt lagstadgad ansvar för organföreträdarna i bolaget men dessa torde inte ha lika stora ekonomiska förutsättningar som själva bolaget till att ersätta den skadelidandes förlust. Därför synes möjligheten att göra bolaget ansvarigt för felaktigheter eller brister i ett prospekt vara av större betydelse än ansvaret för organföreträdarna.¹²¹

3.4.4.1 Ansvar på inomobligatorisk grund

Huruvida ett kontraktsliknande rättsförhållande kan anses uppstå mellan ett bolag och en tecknare i samband med aktieteckning vid en nyemission får anses något oklart. Ett sådant avtalsrättsligt betraktelsesätt på aktieteckningen kan motiveras med att det sker ett slags anbuds- och acceptförfarande i de rättshandlingar som föregår aktieteckningen. Inbjudan att teckna aktier genom offentliggörande eller spridande av prospekt skulle kunna ses som ett anbud och aktietecknarens undertecknande av teckningslistan som accept. Likheter mellan försäljning och nyemission visar sig också i det faktum att Köplagen (1990:931), KöpL, är tillämplig vid försäljning av befintliga aktier och eftersom nyemission i viss mån påminner om en sådan situation skulle detta kunna tyda på att ett avtalsförhållande uppstår mellan bolaget och aktietecknaren.¹²² Appliceras detta resonemang är det tänkbart att ett bolag har ett skadeståndsansvar på kontraktuell grund gentemot en aktietecknare för en ren förmögenhetsskada som uppstår på grund av ett felaktigt prospekt.¹²³ Dock får denna inställning inte anses rådande enligt varken doktrin eller praxis.

¹¹⁸ 2 kap. 2 § Skadeståndslagen

¹¹⁹ Hellner: *Speciell avtalsrätt II, Kontaktsrätt*, s. 199

¹²⁰ Lagercrantz, Westermark: *Om nyemission*, s. 84

¹²¹ Samuelsson: *Information och ansvar*, s. 248

¹²² Lagercrantz, Westermark: *Om nyemission*, s. 84

¹²³ DS 2013:16, s. 29

Ur de prejudikat som finns från Högsta Domstolen inom detta område kan urholkas ståndpunkten att bolaget inte kan bli ansvarigt på avtalsrättslig grund gentemot aktieägarna för ett felaktigt eller bristande prospekt. Några prejudikat som tyder på motsatsen, nämligen att ett avtalsförhållande faktiskt uppstår mellan bolaget och aktietecknaren, finns dessutom inte.¹²⁴

NJA 1935 s. 270 anses som det dominerande rättsfallet för prövningen av ett bolags ansvar för prospekt i aktuell situation och är även relevant för bestämmandet av relationen mellan bolaget och aktietecknaren. Ett bolag hade i fallet utgivit ett aktieliknande instrument, *participating debentures*, som kan liknas vid ett slags kapitalandelslån. Efter utgivandet uppdagades att bolagets balansräkning och andra offentliga handlingar var oriktiga vilket var anledningen till att tre förvärvare av dessa instrument krävde skadestånd av bolaget eftersom de förlitat sig på dessa felaktiga uppgifter och därmed lidit skada. Enligt HD hade de tre förvärvarna ingen möjlighet att erhålla skadestånd från bolaget på grund av den oriktiga informationen som givits. Anledningen till detta var att HD menade att en innehavare av *participating debentures* kunde jämföras med en aktieägare och att en sådan möjlighet därmed inte fanns. Rättsfallet behandlar främst situationen vid förvärv på sekundärmarknaden och det vore därför möjligt att det inte är helt uteslutet att bolaget kan ha ett informationsansvar vid en nyemission gentemot aktietecknare. Dock har tolkningen av vissa synts vara att oavsett om aktieägarna har förvärvat aktierna på sekundärmarknaden eller är aktietecknare så har bolaget inte under några omständigheter något prospektansvar gentemot dessa.¹²⁵

NJA 1918 s. 398 handlade inte om just prospektansvar utan om ogiltigförklaring av aktieteckning på grund av vilseledande, men rättsfallet är ändå aktuellt i sammanhanget. I samband med en bolagsbildning hade ett bolag felaktigt uppgivit att de förfogade över vissa patent som hade utgått eller förfallit. Aktietecknaren framställde en begäran om att domstolen skulle ogiltigförklara denna teckning eftersom aktietecknaren ansåg sig ha blivit svikligen förledd av bolaget i och med de osanna uppgifterna. HD uttalade att aktietecknaren var förpliktad att stå fast vid sin teckning och därmed fullfölja sina skyldigheter gentemot bolaget, även om han blivit förledd av falska uppgifter. Även om fallet inte rör just prospektansvar tyder utgången på att HD inte ansåg att ett avtalsförhållande mellan bolaget och aktietecknaren uppstår i samband med aktieteckningen. Slutsatsen torde därmed bli att eftersom en aktieteckning inte kan förklaras ogiltig på grund av företrädarnas

¹²⁴ Lagercrantz, Westermark: *Om nyemission*, s. 86

¹²⁵ Lagercrantz, Westermark: *Om nyemission*, s. 87 och Kleineman, Jan: *Det skadeståndsrättsliga informationsansvaret särart och frågan om behovet av hanterbart ansvarssystem*. I: Festskrift till Peter Seipel, red. Magnusson Sjöberg, Cecilia, Wahlgren Peter, s. 279-305, Stockholm 2006, s. 283

svikliga beteende bör det vara svårt för aktietecknaren att ha en rätt till ersättning för ett sådant beteende.¹²⁶ Tolkningen av detta rättsfall har i doktrin varit att bestämmelserna om rättshandlingars ogiltighet i AvtL inte omfattar aktieteckning och att ett kontraktsförhållande mellan bolaget och aktietecknaren således inte uppstår vid en aktieteckning.¹²⁷

I doktrin synes den härskande uppfattningen vara att nyemission inte ger upphov till ett avtalsförhållande mellan bolaget och aktietecknaren.¹²⁸ Visserligen medges att aktieteckning är likt ett avtalsförhållande i många aspekter men att kvalificera förhållandet mellan bolaget och aktietecknaren som obligationsrättsligt har inte fått stöd i doktrinen. Argumentationen för denna ståndpunkt är exempelvis att försäljning och nyemission inte kan ses som två jämställda förvärv och att ett avtalsförhållande således inte uppstår.¹²⁹ Beträffande att tillämpa KöpL på aktieteckning har i doktrin framförts att lagen inte är tillämplig i ett sådant fall. Anledningen till detta motiveras med att lagen endast omfattar en rättighetsöverlåtelse och då det vid aktieteckning snarare förekommer en tillkomst av en rättighet än en överlåtelse av en rättighet torde aktieteckning inte kunna jämföras med köp.¹³⁰

Av det ovan presenterade kan den sammanfattande bedömningen av både praxis och doktrin sägas vara att en aktietecknare i praktiken har en obefintlig möjlighet att föra en framgångsrik talan mot bolaget på avtalsrättslig grund beträffande fel eller brister i ett prospekt.

3.4.4.2 Ansvar på utomobligatorisk grund

Ansvar för rena förmögenhetsskador i ett utomobligatoriskt förhållande ersätts om denna skada har vållats genom brott vilket framgår av 2 kap. 2 § SKL. Något som kan ge upphov till diskussion är huruvida denna bestämmelse ska tolkas motsatsvis och därmed innebära att rena förmögenhetsskador i ett utomobligatoriskt förhållande endast erkänns om skadan har vållats genom brott. Traditionellt sett har inställningen till ansvar för rena förmögenhetsskador varit mycket konservativ i svensk rätt och syftet med bestämmelsen i SKL anses vara att begränsa ansvaret för sådana typer av skador. Anledningen till detta kan sägas vara att det inom skadeståndsrätten identifieras ett behov av att ställa olika typer av spärrar till förfogande som hindrar ett ansvar som är alltför svårt att kontrollera. En sådan spärr skulle kunna sägas vara just regeln om ren förmögenhetsskada i 2 kap. 2 § SKL. Denna orsakar nämligen i praktiken att reglerna både i Brottsbalken (1962:700), BrB, och i den specialrättsliga lagstiftningen blir en samman-

¹²⁶ Lagercrantz, Westermark: *Om nyemission*, s. 87

¹²⁷ Deuschl: *Bolagets ansvar vid fel eller brister i prospekt*, s. 270

¹²⁸ Se bl.a. Lagercrantz, Westermark: *Om nyemission*, s. 85, Af Sandeberg: *Prospektansvaret – Caveat emptor eller caveat venditor?* s. 280, Af Sandeberg, Catharina, Sevenius, Robert: *Börsrätt*, upplaga 2, Lund 2008, s. 242

¹²⁹ Af Sandeberg, Sevenius: *Börsrätt*, s. 242

¹³⁰ Deuschl: *Bolagets ansvar vid fel eller brister i prospekt*, s. 270

ställning av gärningar som fastställer då ansvar för ren förmögenhetsskada kan uppkomma.¹³¹ Det poängterades i förarbetena till SKL att gällande rätt var av den principiella åsikten att ren förmögenhetsskada i utomobligatoriska förhållanden endast ger upphov till skadestånd om skadan orsakats genom brott eller om skyldigheten att utge ersättning är särskilt stadgat i lag. Dock betonades att den nya lagstiftningen inte avsåg att ändra gällande rätt men inte heller medföra några svårigheter för en rättsutveckling genom praxis som skulle kunna innebära ett utökat ansvar för ren förmögenhetsskada. Dessutom påpekades att 2 kap. 2 § SkL inte fick läggas till grund för ett motsatsslut.¹³² Att en sådan motsatstolkning inte ska ske har också motiverats med att SKL är en ramlag och därmed inte bör tolkas på det sättet.¹³³

Trots att bestämmelsen i 2 kap. 2 § SkL inte var att betrakta som en spärregel enligt förarbetena utan rättsutvecklingen i hög grad skulle kunna ske analogivis med 2 kap. 2 § SkL har bestämmelsen mött en mycket restriktiv tolkning i praxis vilket har uppmärksammats i doktrinen.¹³⁴ På grund av mycket kritik i litteraturen är benägenheten att göra ett motsatsslut på 2 kap. 2 § SkL nu möjligen något försvagad men anknytningen till straffrätten är fortfarande väl förankrad. Då en ren förmögenhetsskada inträffar i ett utomobligatoriskt förhållande som inte orsakats genom brott anses det följaktligen i vanliga fall krävas att rätten till ersättning är särskilt stadgat i lag för att en skyldighet att utge ersättning ska inträda.¹³⁵

De brott som främst torde bli aktuella vid felaktigheter eller brister i perspektiv är svindleri i 9 kap. 9 § BrB, och otillbörligt marknadspåverkan i 8 § Lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument, MmL, men även bestämmelserna om bedrägeri i 9 kap. 1 § BrB och om osant intygande i 15 kap. 10-11 §§ BrB är aktuella i sammanhanget.¹³⁶ Dessa brott företas visserligen av anställda inom bolaget men enligt regeln om principalansvar i 3 kap. 1 § första stycket 2 SkL och den icke lagfästa organteorin är ett bolag ersättningsskyldigt för skador som företrädare för bolaget åsamkar andra. Ett bolag är beroende av att företrädare handlar å bolagets vägar och är därmed också bunden av de handlingar företrädarna företar inom ramen för sin anställning.¹³⁷ Undantag görs dock från denna regel då bolagets aktieägare har lidit skada på grund av vilseledande information. Bolaget kan alltså inte bli skyldigt att utge ersättning till aktie-

¹³¹ Lagercrantz, Westermark: *Om nyemission*, s. 88

¹³² Prop. 1972:5 *Kungl. Maj:ts proposition med förslag till skadeståndslag m.m.*, s. 568

¹³³ Samuelsson: *Information och ansvar*, s. 267

¹³⁴ Se bl.a. Hellner, Radetzki: *Skadeståndsrätt*, s. 88 och Dotevall, Rolf: *Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör – en aktiebolagsrättslig studie i komparativ belysning*, Stockholm, 1989, s. 444

¹³⁵ Svernlöv: *Styrelse- och VD-ansvar i aktiebolaget – en introduktion*, s. 38

¹³⁶ Af Sandeberg, Catharina: *Aktiebolagsrätten*, upplaga 2:1, Lund 2007, s. 241

¹³⁷ Hellner Radetzki: *Skadeståndsrätt*, s. 70 och s. 157

ägare i de fall då aktieägarnas aktier förlorat i värde på grund av att vilseledande information har offentliggjorts av företrädarna i bolaget.¹³⁸

Vidare täcks endast de personer som i civilrättslig mening är att anse som arbetstagare av principalansvaret i 3 kap. 1 § SkL. Den verkställande direktören omfattas normalt av detta begrepp, däremot inte en styrelseledamot. Det är dock möjligt att den person som vållar skada både är en person i organställning och arbetstagare, exempelvis en verkställande direktör eller en arbetande styrelseledamot. I en sådan situation bli bedömningen av ansvaret något mer komplicerad. Om skadan har vållats inom ramen för personens position som arbetstagare ska bedömningen av dennas ansvar bedömas enligt SKL. Om skadan däremot vållats vid utövande av VD-skapet och ABL:s regler inte har följts på rätt sätt, ska ABL:s regler istället tillämpas vid bedömningen av ansvaret.¹³⁹

Vidare är det i sammanhanget aktuellt att separera handlingar och beslut som är nödvändiga för bevara bolaget som en juridisk person och styra ägandet, s.k. bolagskonstitutionella åtgärder, och sådana handlingar och beslut som styrelseledamöter och andra anställda begår och fattar inom ramen för bolagets verksamhet utåt, s.k. verksamhetsfrågor. Att identifiera styrelsen med bolaget är inte lika naturligt vid bolagskonstitutionella handlingar, som exempelvis en nyemission, som det är vid verksamhetsfrågor. Eftersom bolagskonstitutionella handlingar inte rör bolagets verksamhet och endast företas för att bolaget är en juridisk person pekar det mesta därmed på sådana bolagskonstitutionella handlingarna företagna av styrelseledamöter och anställda inte ger upphov till ett ansvar för bolaget.¹⁴⁰

Sammantaget tycks rättsläget vara att ett bolag inte kan bli ansvarigt att utge skadestånd gentemot en investerare för skador på grund av ett felaktigt eller bristande prospekt även om kravet grundar sig på utomobligatoriska skadeståndsregler. Tilläggas kan beträffande bolagets skadeståndsansvar att det vidare anförs som skäl för att skadeståndsskyldighet för bolaget inte föreligger att utbetalning till aktieägarna endast ska kunna ske enligt ABL:s regler om vinstutdelning, utskiftning vid likvidation eller nedsättning av aktiekapitalet och reservfonden, med anledning av hänsyn till skydd för bolagets kapital och dess borgenärer. Argumentet tycks vara att reglerna om vinstutdelning inte ska kunna kringgåas genom att det finns en möjlighet för bolaget att betala ut ersättning till aktieägarna på grund av deras aktieteckning. Borgenärernas intresse anses därmed väga tyngre än den enskilda investerarens intresse.¹⁴¹

¹³⁸ Af Sandeberg: *Aktiebolagsrätten*, s. 243

¹³⁹ Af Sandeberg, Catharina: *Bolagets ansvar gentemot skadelidande aktieägare*, Ny Juridik 2:01, s 65

¹⁴⁰ Lagercrantz, Westermark: *Om nyemission*, s. 89

¹⁴¹ SOU 2005:18 s. 58

3.4.5 Övriga parTERS ansvar

3.4.5.1 Allmänt

I allmänhet är ett antal ytterligare personer medverkande vid prospektets upprättande än de ovan nämnda och likaså de kan bidra till att ett oriktigt eller felaktigt prospekt presenteras. Medverkande personer är främst värdepappersinstitut men också konsulter såsom revisionsbyråer och advokater, personer som avger uttalanden eller värderingsutlåtanden eller anställda personer hos den som innehar skyldigheten att upprätta prospektet. Dessa personers medverkan till fel eller brister kan bestå exempelvis i att försumma att uppge väsentliga uppgifter, att lämna felaktig information beträffande en omständighet som tas in i prospektet eller att göra en felaktig granskning av vissa uppgifter. Med anledning av detta är det möjligt att en aktietecknare som lider skada på grund av ett felaktigt eller bristande prospekt vill kräva skadestånd även av en sådan medverkande person.¹⁴²

Ett avtalsförhållande mellan aktieförvärvare och medverkande personer med grund i prospektets innehåll kan vanligtvis inte anses föreligga. Däremot ingås normalt ett uppdragsavtal mellan den som upprättat prospektet och den som medverkar vid upprättandet. I och med att ett avtalsförhållande inte föreligger mellan en medverkande och en aktietecknare, kan den sistnämnda i regel inte väcka en skadeståndstalan mot den föregående på kontrakträttslig grund. I 29 kap. 2 § ABL återfinns ett lagstadgat ansvar för revisorer för det fall en överträdelse av LHF eller prospektförordningen har skett men utöver detta förekommer ingen speciallagstiftning som stadgar ett specifikt ansvar för medverkande personer. Bedömningen av prospektansvaret ska därmed ske i enlighet med allmänna skadeståndsrättsliga bestämmelser beträffande ren förmögenhetsskada, där huvudregeln enligt 2 kap. 2 § SkL som tidigare nämnts är att ren förmögenhetsskada ersätts i utomobligatoriska förhållanden om denna orsakats genom brott.¹⁴³ Beträffande bestämmelsen är diskussionen som tidigare förts angående regelns räckvidd intressant även i detta fall. Inom detta område har Högsta Domstolen i några fall tillerkänt skadelidande ersättning i utomobligatoriska förhållanden utan att något brott har skett och därmed utvidgad ansvaret för rena förmögenhetsskador i sådana förhållanden.¹⁴⁴

I NJA 1987 s. 692 hade en värderingsman fått i uppdrag av en fastighetsägare att avge ett intyg beträffande värdet av dennes fastighet men hade av oaktsamhet begått ett väsentligt fel vid utfärdandet. Detta resulterade i att utlåtandet presenterade ett oriktigt värde på fastigheten vilket i sin tur innebar att ett företag som beviljade lån med pantsäkerhet i fastigheten led skada på grund av innehållet i det lämnade uttalandet. HD gjorde i domen ett utta-

¹⁴² SOU 2005:18, s. 85

¹⁴³ SOU 2005:18, s. 86

¹⁴⁴ Lagercrantz, Westermark: *Om nyemission*, s. 104

lande om att övervägande skäl talade för att en person som med fog satt sin tillit till ett intyg om värdering inte skulle bära konsekvenserna av skador som ytterst hade sin grund i att den som avgett intyget hade agerat vårdslöst. Vidare uttalades att den som inom ramen för sitt yrke åtar sig värdering av fastigheter står under ett ersättningsansvar som bör täcka även skada hos tredje man och inte endast uppdragsgivarens skada. Värderingsmannen ansågs med bakgrund i detta skyldig att utge skadestånd mot tredje man, det vill säga till bolaget som beviljat lån. Att ett ansvar för professionella yrkesutövare kan finnas även i utomobligatoriska relationer tycks ha godtagits av HD som inte rubricerade relationen mellan värderingsmannen och den skadelidande i form av kontraktstermer.

Samma princip som framkom ur NJA 1987 s. 692 tillämpades även i ett senare rättsfall, NJA 2001 s. 878, dock med motsatt utgång. Anledningen till detta var att värderingsmannen inskränkte sitt ansvar genom att ange att ändamålet med uttalandet var att bruka detta i en tvist. Därmed ansågs det inte motiverat för tredje man att utan vidare sätta tilltro till intyget och värderingsmannen ansågs följaktligen inte skadeståndsskyldig gentemot den skadelidande.¹⁴⁵

3.4.5.2 Värdepappersinstitut

Vid upprättande av prospekt fyller normalt sett värdepappersinstitutet en viktig roll och är generellt involverat och ansvarigt för att samla in material från olika källor och sammanställa och upprätta prospektet i enlighet med detta. Vidare kan det åligga värdepappersinstitutet att dels verifiera informationen som presenteras i prospektet, dels granska bolaget som utfärdar prospektet. Eftersom värdepappersinstitutets logga och firma i regel framgår av prospektet är det befogat för aktietecknare att utgå från att institutet garanterar att prospektet innehåller riktiga uppgifter och att den undersökning har gjorts som krävs för att säkerställa att prospektet uppfyller alla ställda krav.¹⁴⁶

Vad gäller värdepappersinstitutets ansvar är det något oklart vilken betydelse rättsfallen från 1987 och 2001 har eftersom dessa enbart rör en värderingsmans ansvar. Beträffande fallet från 1987 poängterade HD att det inte fanns en möjlighet att ens uttala sig allmänt om omfattningen av värderingsmäns skadeståndsansvar och det kan därmed tyda på att prejudikatvärdet i fallet enbart torde omfatta värderingsintyg.¹⁴⁷ I praxis har domstolarna nämligen varit varsamma med att föreskriva ett prospektansvar för ett värdepappersinstitut om inget brott har utförts.¹⁴⁸

¹⁴⁵ Lagercrantz, Westermark: *Om nyemission*, s. 105

¹⁴⁶ SOU 2005:18, s. 92 f

¹⁴⁷ Samuelsson: *Information och ansvar*, s. 269

¹⁴⁸ Lagercrantz, Westermark: *Om nyemission*, s. 105

I NJA 1996 s. 3 fastställde HD att en bank inte hade ett ansvar beträffande ett prospekts innehåll eller beträffande den ekonomiska ställningen i bolaget. Situationen i fallet var sådan att ett bolag hade upprättat och skickat ut ett prospekt utan bidrag av den bank som var ansvarig för att hantera ärendet och banken hade heller inte företagit någon rådgivning beträffande innehållet i prospektet. Det gjordes dock inget yttrande av domstolen med innebörden att man allmänt skulle ha ställt sig nekande till att det finns en möjlighet att föreskriva ett ansvar för ett värdepappersinstitut eller annan medverkande för ett oriktigt innehåll i prospektet.

Ett fall från Hovrätten¹⁴⁹ rörde en banks prospektansvar och dess skyldighet att utge skadestånd till två tecknare som lidit skada på grund av ett felaktigt prospekt. Aktietecknarna menade att banken hade försummat att kontrollera riktigheten i uppgifterna som lämnades av banken i dess roll som medverkande vid prospektets upprättande och att de förlitat sig på informationen och riktigheten i prospektet. I motiveringen hänvisade aktietecknarna till NJA 1987 s. 692 och NJA 2001 s. 878 och menade att en värderingsmans och en banks ansvar gentemot tredje man kunde jämnställas. Detta fick dock inte medhåll av Hovrätten som inte ansåg att en sådan likställelse tilläts sig göras eftersom banken inte var ansvarig för upprättandet av prospektet och varken hade verifierat eller granskat informationen om bolaget. Principerna som hade fastslagits i de tidigare fallen kunde enligt Hovrätten alltså inte appliceras i detta fall.

Som utgångspunkt kan därmed sägas att då ett felaktigt eller bristande prospekt har gett upphov till skada hos en aktietecknare torde det medverkande värdepappersinstitutet ha ett ansvar som är ytterst begränsat. För det fall att institutet har gjort ett åtagande att kontrollera och intyga uppgifterna i prospektet och även publicerat sin logga och firma däri föreligger emellertid förhållanden som pekar på att värdepappersinstitutet kan åläggas ett prospektansvar, ifall detta har förfarit vårdslöst. Rättsläget i fråga om prospektansvaret för medverkande värdepappersinstitut får dock sägas vara oklart.¹⁵⁰

3.4.5.3 Andra medverkande personer

Som tidigare nämnts deltar även andra personer än värdepappersinstitutet då ett prospekt upprättas, som exempelvis anställda i det bolag som har ansvaret att upprätta prospektet, experter och övriga konsulter. Deras roll kan utgöras av att bistå vid prospektets utformning, genomföra en *due diligence* undersökning av det emitterande bolaget eller upplysa om de bestämmelser som ska följas vid prospektets upprättande.¹⁵¹ Den rapportering som konsulterna lämnar utgör en bas för informationen i prospektet men till skillnad

¹⁴⁹ Hovrätten över Skåne och Blekinge i mål nr T 532-99

¹⁵⁰ Lagercrantz, Westermark: *Om nyemission*, s. 106

¹⁵¹ SOU 2005:18, s. 89

från värdepappersinstitutet är inte konsulterna under samma tillståndsplikt som detta. Plikten omfattar företag som gentemot allmänheten garanterar att deras riktade erbjudande har utarbetats enligt gällande bestämmelser. Advokaters och revisorers verksamhet i form av rådgivning och granskning är vanligtvis av en annan art. Dessa personer får rollen av konsulter på det bolags sida som upprättar prospektet och inte som en neutral mellanhand i relation till allmänheten.¹⁵²

Med bakgrund i det utvidgade ansvaret för en konsult gentemot tredje man som framkom i NJA 1987 s. 692 skulle det kunna finnas en möjlighet för en konsult som agerat oaktsamt i medverkandet av ett prospekts upprättande att under vissa förutsättningar bli ersättningsskyldig gentemot en person som lidit skada på grund av felaktiga uppgifter i detta prospekt. Ur rättsfallet har i doktrin plockats ut fem rekvisit som var utslagsgivande i bedömningen av HD och som måste vara uppfyllda för att en konsult ska lyda under ett ersättningsansvar gentemot den skadelidande. Till att börja med krävs en yrkesmässighet hos den person som genomför uppdraget vilket innebär att denna person inom ramen för sitt yrke vanligtvis genomför sådana uppdrag. Vidare uppställs ett krav både på att personen i fråga har vetskap om att det är möjligt att intyget som lämnas kan användas av flera personer med olika syften och på att tilltron som sattes till intyget var befogad. Slutligen krävs för ansvar såväl oaktsamhet hos konsulten som avsaknaden av ansvarsfriskrivningar.¹⁵³ De viktigaste beståndsdelarna då en konsults ansvar bedöms får sägas vara yrkesmässigheten och aktsamhetsstandarden hos konsulten i kombination med huruvida den skadelidande haft fog att förlita sig på informationen härstammande från konsulten. Detta kräver att dock att konsulten haft kännedom om att den som mottog informationen skulle komma att sätta tilltro på denna information.¹⁵⁴

Detta resonemang med bakgrund i nämnda rättsfall bör främst kunna appliceras på värderingsutlåtanden som i många fall tas in i prospektet och som ofta spelar en betydande roll då en investerare bedömer ett erbjudande. För att detta värderingsföretag ska anses ansvarigt för utlåtandet torde krävas att företaget har godkänt att utlåtandet kommer att vara en del av prospektet. Om så inte har skett torde ett ansvar inte kunna föreskrivas för värderingsföretaget.¹⁵⁵

Vidare kan argumentationen beträffande prospektansvaret för värdepappersinstitutet i vissa delar tillämpas på andra medverkandes ansvar men det måste iaktas att en skillnad föreligger i personernas olika roller vid prospektets upprättande. Övriga medverkande är vanligtvis inte centrala spelare i arbetet

¹⁵² Af Sandeberg: *Prospektansvaret - Caveat emptor eller caveat venditor?* s. 369

¹⁵³ Samuelsson: *Information och ansvar*, s 269 f

¹⁵⁴ Af Sandeberg: *Prospektansvaret - Caveat emptor eller caveat venditor?*, s. 374

¹⁵⁵ SOU 2005:18, s. 95f

med prospektet och det föreligger vidare inte lika starka skäl att anta att en investerare satt sin tilltro till dessas medverkan eftersom denna ofta inte syns utåt gentemot investerarna, till skillnad mot vad som gäller för värdepappersinstitutet.¹⁵⁶ Vidare finns en möjlighet att ett prospektansvar åligger den medverkande som klart har uppgetts som ansvarig för delar av innehållet i prospektet, om denna person har agerat vårdslöst. Sammanfattningsvis kan dock rättsläget beträffande prospektansvaret även för övriga medverkande sägas vara oklart.¹⁵⁷

3.4.6 En ny lagstiftning på området för prospekt?

Området för prospektansvar är dynamiskt och nyligen presenterades ett lagförslag¹⁵⁸ som föreslås träda i kraft den 1 juli 2014. Syftet med förslaget är att göra det civilrättsliga ansvaret för felaktigheter och brister i prospekt tydligare och på så sätt skapa ett ökat förtroende för de finansiella marknaderna, förstärka skyddet för investerare samt avlägsna de brister i effektiviteten som kan vara en följd av ett inte helt klart rättsläge.¹⁵⁹

Förslaget innebär att regler om skadestånd för den som är ansvarig för prospektet tas in i aktuella lagar exempelvis LHF och innebär att den för prospektet ansvariga ska kunna bli skadeståndsskyldig om prospektreglerna uppsåtligen eller oaktsamt har överträtts. Ansvarig för ett prospekt ska i huvudsak anses vara såväl de personer och vissa organföreträdare i ett bolag som upprättat prospektet som de personer som lämnat ett erbjudande om att köpa eller teckna överlåtbara värdepapper. I förhållande till det ansvar enligt gällande rätt som föreligger för organföreträdare i aktiebolag innebär förslaget en inskränkning beträffande dessas ansvar på så sätt att ansvaret inte ska inkludera prospekt som avser exempelvis obligationer. Vidare ska även medverkande parter vid prospektets upprättande kunna bli ansvariga under vissa förutsättningar. Kretsen av personer som med anledning av felaktigheter eller brister i ett prospekt har möjlighet att åberopa ansvarsreglerna och göra gällande skadeståndsanspråk föreslås inskränkas. Dessutom föreslås regleringar om bland annat gemensamt skadeståndsansvar och preskription samt möjlighet till jämkning av skadeståndet och förbud mot ansvarsfriskrivningar.¹⁶⁰ Även den som upprättat prospektet, gett ut prospektet och således erhållit pengarna från emissionen ska föreskrivas ett uttryckligt prospektansvar, vilket innebär att den osäkerhet som föreligger beträffande ett bolags ansvar undanröjs.¹⁶¹

¹⁵⁶ Lagercrantz, Westermarck: *Om nyemission*, s. 106

¹⁵⁷ Lagercrantz, Westermarck: *Om nyemission*, s. 107

¹⁵⁸ DS 2013:16

¹⁵⁹ DS 2013:16, s. 98

¹⁶⁰ DS 2013:16, s. 3

¹⁶¹ DS 2013:16, s. 45

Utredningen menar att konsekvenserna ifall dessa lagändringar träder i kraft kommer bli att rättsläget blir klarare och att även andra personer än organföreträdarna i ett aktiebolag kommer erhålla ett lagstadgat ansvar för felaktigheter eller brister i prospektet. Detta skulle kunna tänkas innebära att fler anspråk framställs med anledning av detta. Dock menar utredningen att i och med att förslaget också kommer innebära en inskränkning av kretsen av personer som kan framställa anspråk samt att preskriptionstiden förkortas kommer inte uppenbart fler anspråk att framställas. Hur mängden prospekt sammantaget kommer påverkas av den föreslagna lagändringen är enligt utredningen svårt att bedöma. Detta beror på att en del av förslagens ändringar innebär att fler situationer omfattas av en prospektskyldighet medan andra ändringar orsakar att färre situationer omfattas av en sådan skyldighet. Hur omfattande prospektskyldigheten är påverkar i viss mån vilka konsekvenser detta lagförslag kommer att få om ändringarna träder i kraft.¹⁶²

¹⁶² DS 2013:16, s. 99

4 Regleringen av prospekt i England

4.1 Allmänt om värdepappersmarknaden

Värdepappersmarknaden i England regleras huvudsakligen av Financial Services and Markets Act 2000, FSMA 2000, vars tillsynsorgan fram till april 2013 utgjordes av The Financial Services Authority, FSA. Normgivningsmakten tillkom från The Treasury som kan sägas vara den engelska motsvarigheten till det svenska Finansdepartementet.¹⁶³

I april 2013 övertogs FSA's roll som tillsynsorgan av två olika organ; The Financial Conduct Authority, FCA, och The Prudential Regulation Authority, PRA. FCA är ansvarig dels för tillsyn över regleringen inom finansmarknaderna och detalj- och grossisthandeln, dels för infrastrukturen inom dessa marknader. Tillsynen över de firmor som inte faller in under PRA's tillämpningsområde ligger dessutom under FCA's ansvar. PRA är ansvarig för att främja en ansvarsfull och trygg verksamhet inom det finansiella systemet genom att ansvara för regleringen av bland annat alla försäkringsbolag och investmentbanker.¹⁶⁴ Med The Financial Services Act 2012 skedde en del förändringar bland annat i FSMA 2000 beträffande exempelvis bestämmelsen om rollen som tillsynsorgan.¹⁶⁵

Storbritanniens största börs är International Stock Exchange of the United Kingdom and the Republic of Ireland Ltd eller London Stock Exchange, LSE. LSE driver flera marknader där aktier och värdepapper från brittiska företag handlas. Olika regleringssystem styr marknaderna och bland dessa marknader utmärker sig tre stycken som de viktigaste, The Main Market, The Alternative Investment Market, AIM, och The Professional Securities Market, PSM. The Main Market är den viktigaste marknaden för handel med aktier och den marknad som är tyngst reglerad. Enbart noterade värdepapper får upptas till handel på denna marknad och såväl emittenter som marknadsaktörer måste uppfylla de krav som ställs på EU-nivå. AIM är en marknadsplats för aktier från bolag som är mindre än noterade bolag eller som endast har en liten del av sina aktier i allmänhetens händer. Slutligen är PSM en marknad för noterade värdepapper och för professionella handlare i räntebärande värdepapper.¹⁶⁶

¹⁶³ Af Sandeberg: *Prospektansvaret – Caveat emptor eller caveat venditor?* s. 197

¹⁶⁴ The Financial Services Authority, Regulatory Reform - Background, http://www.fsa.gov.uk/about/what/reg_reform/background, 131101

¹⁶⁵ The Financial Services Act 2012, section 1A

¹⁶⁶ French, Derek, Mayson, Stephen, Ryan, Christopher: *Company Law*, 28th Edition 2011-2012, Oxford University Press, 2011, s. 199

4.2 Bakgrund till prospektregleringen

Regelverket i England beträffande värdepappersmarknaden var tidigare främst uppbyggt av bestämmelser och rekommendationer utfärdade av marknadsaktörer och organ såsom London Stock Exchange och The Panel on Take-Overs and Mergers. Reglerna tillkom alltså till största del genom självreglering. Då Financial Services Act 1985 Part IV, som reglerade informationsansvaret för inregistrerade bolag, trädde i kraft 1985 skedde en stor förändring på rättsområdet. EU:s regler om prospekt implementerades senare genom Public Offers of Securities Regulation 1995, POS, tillsammans med kompletteringar av FSA Part IV.¹⁶⁷

Prospektdirektivet implementerades huvudsakligen genom bestämmelser i FSMA 2000, som hade trätt i kraft år 2001, tillsammans med The Prospectus Rules, PR, vilka tillsammans ersatte den reglering som tidigare funnits i FSA och POS. PR är en detaljerad sammanställning av regler som tillhandahålls av FCA. Till dessa huvudsakliga regelverk kompletteras prospektregleringen av bland annat FCA Listing Rules och genom uppdateringar till FSMA 2000 i The Financial Services Act 2012.¹⁶⁸

Inom dessa regelverk förkommer två typer av prospekt.¹⁶⁹ Ett *prospectus* ska upprättas antingen i det fall då överlåtbara värdepapper erbjuds till allmänheten inom England eller då en ansökan framställs om att sådana värdepapper ska tas upp till handel på en reglerad marknad.¹⁷⁰ *Listing particulars* ska istället upprättas vid en ansökan om att vissa kategorier av värdepapper som faller utanför kravet som ställs på *prospectus* ska upptas på den officiella listan.¹⁷¹ Begreppet prospekt används i fortsättningen som ett sammanfattande begrepp på dessa två typer av prospekt.

4.3 Prospektskyldigheten

4.3.1 Regleringen

FSMA 2000 s. 85 (1) och (2) specificerar de fall i vilka ett godkänt prospekt ska upprättas. Detta ska ske då ett i England registrerat företag erbjuder överlåtbara värdepapper till allmänheten eller ansöker om att uppta värdepapperna till handel på en reglerad marknad inom England.

¹⁶⁷ Af Sandeberg: *Prospektansvaret – Caveat emptor eller caveat venditor?* s. 198

¹⁶⁸ Schammo, Pierre: *EU Prospectus Law, New Perspective on Regulatory Competition in Securities Markets*, Cambridge University Press, 2011, s. 247

¹⁶⁹ Af Sandeberg: *Prospektansvaret – Caveat emptor eller caveat venditor?* s. 198

¹⁷⁰ FSMA 2000, s 85 och Schedule 11A.

¹⁷¹ FSMA 2000 s 79 och FCA Listing Rule 4.1.

4.3.1.1 Överlåtbara värdepapper

Definitionen av överlåtbara värdepapper framgår av FSMA 2000 s. 102A(3) som där hänvisar till definitionen av överlåtbara värdepapper i direktiv 2004/39/EG¹⁷² artikel 4.1(18). Överlåtbara värdepapper definieras som sådana värdepapper utom betalningsmedel som normalt omsätts på kapitalmarknaden. I direktivet nämns som exempel på begreppet bland annat aktier, depåbevis, värdepapper som är jämförbart med andelar i aktiebolag, värdepapper som ger en rätt att köpa eller sälja sådana överlåtbara värdepapper samt obligationer eller andra former av skuldförbindelser.¹⁷³

4.3.1.2 Erbjudande till allmänheten

Beträffande erbjudande till allmänheten definieras detta begrepp i FSMA 2000 s. 102B(1), (2) och (3). Ett erbjudande till allmänheten anses föreligga då det sker en kommunikation, i vilken form eller genom vilka medel som helst till någon person inom England, denna kommunikation presenterar information om de överlåtbara värdepapper som erbjuds och de villkor på vilka de erbjuds samt denna kommunikation är att anse som tillräcklig för att skapa en möjlighet för en investerare att besluta om att köpa eller teckna sig för de aktuella aktierna. Enligt FSMA 2000 s. 102B(4) inkluderar begreppet också erbjudande från mellanhänder men däremot inte, enligt FSMA 2000 s. 102B(5) och (6), en kommunikation i samband med handel på en reglerad marknad eller en handelsplattform.

4.3.1.3 Reglerad marknad

Definitionen av reglerad marknad framgår av FSMA 2000 s. 103 (1) genom hänvisning till direktiv 2004/39/EU artikel 4.1(14). Reglerad marknad har här samma innebörd som definitionen i VPML, vilken uppsatsen tidigare redogjort för.¹⁷⁴

I England är det endast Recognised Investment Exchanges, RIEs, som har en möjlighet att agera reglerade marknader och det åligger FCA att erkänna och övervaka dessa RIEs i enlighet med FSMA 2000 Part XVIII. De reglerade marknaderna utgörs i nuläget av London Stock Exchange, The London Metal Exchange, The London International Financial Futures and Options Exchange, Nyse Euronext London, ICE Futures Europé, ICAP Se-

¹⁷² Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument och om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG och 93/6/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG samt upphävande av rådets direktiv 93/22/EEG

¹⁷³ Direktiv 2004/39/EG artikel 4.1 punkt 18 a-c

¹⁷⁴ Se stycke 3.3.4

curities & Derivates Exchange – Main Board och BATS Europé Regulated Market.¹⁷⁵

4.3.1.4 Ett godkänt prospekt

Det prospekt som publiceras måste för att vara giltigt godkännas av en *competent authority* i utfärdarens hemstat.¹⁷⁶ I England är denna myndighet numera FCA och tog således över den roll som FSA tidigare hade.¹⁷⁷ För att regelrätt få godkänna ett prospekt måste FCA säkerställa att England är hemstaten för den utfärdare till vilket de överlåtbara värdepapperna hänförs, att prospektet innehåller all nödvändig information som krävs samt att alla övriga krav som uppställs enligt FSMA 2000 eller prospektförordningen är uppfyllda.¹⁷⁸

4.3.2 Undantag från prospektskyldigheten

Likt i den svenska rätten förekommer också i den engelska rätten lagstadgade undantag från skyldigheten att upprätta prospekt. I mångt och mycket motsvarar dessa undantag de undantag som finns i svensk rätt. Ett av dessa rör fallet då erbjudandet endast riktar sig till kvalificerade investerare¹⁷⁹ med den definitionen som begreppet ges i prospektdirektivets artikel 2.1 d vars innebörd har redogjorts för i stycket om den svenska rätten.¹⁸⁰ Vidare görs undantag från prospektskyldigheten om erbjudandet riktar sig till en grupp av mindre än 150 personer eller om den totala summan för erbjudandet inte överstiger 100 000 euro. Detta undantag kan dock bara användas en gång per år. Om den minsta köpeskillning som betalas av varje investerare uppgår till 50 000 euro eller om det nominella värdet på varje aktie är minst 50 000 euro inträder inte heller skyldigheten att upprätta prospekt.¹⁸¹

Tilläggas kan att likt den svenska regleringen krävs att då situationen även rör upptagande till handel på en reglerad marknad måste ett undantag som täcker denna situation också vara tillämpligt för att prospektskyldigheten ska kunna undgås.¹⁸² De undantag som blir aktuella vid nyemission är i stort sett desamma som de fyra relevanta undantagen som framkommer av 2 kap. 6 § LHF, nämligen 10 % undantaget¹⁸³, undantaget beträffande nuvarande

¹⁷⁵ The Financial Services Register - Exchanges, The Financial Conduct Authority, <http://www.fsa.gov.uk/register/exchanges.do>, 131023

¹⁷⁶ FSMA 2000 s. 85(1) och s. 85(7)

¹⁷⁷ FSMA 2000 s. 72 och s. 1 samt The Financial Services Act 2012 section 6(1A)

¹⁷⁸ FSMA 2000, s. 87A(1)

¹⁷⁹ FSMA 2000, s. 86(1) a

¹⁸⁰ FSMA 2000, s. 86(7)

¹⁸¹ FSMA 2000 s. 86(1) b-e

¹⁸² French, Mayson och Ryan: *Company law*, s. 207

¹⁸³ FSMA 2000 s. 85 (5)(b) och s. 85 (6)(b).

eller tidigare anställda eller styrelseledamöter¹⁸⁴, undantaget avseende aktier som redan finns under förutsättning att aktiekapitalet inte ökar samt undantaget som träder in vid konvertering eller utbyte.¹⁸⁵

4.4 Prospektansvaret

4.4.1 Allmänt

Ett skadeståndsanspråk på grund av ett felaktigt eller bristande prospekt kan i engelsk rätt föras dels på lagstiftning, dels på *common law*. Inom *common law* torde de vanligaste möjligheterna att kräva skadestånd vara att stämma inom *tort of negligence* (vårdslöshet) eller *tort of deceit* (svek).¹⁸⁶ *The law of tort* i engelsk rätt omfattar en rad olika situationer och någon exakt definition av begreppet tillåter sig inte göras. Förenklat kan dock sägas att ett anspråk i *tort* uppstår vid en överträdelse av en generell plikt som är stadgad i civilrätten och vid en sådan överträdelse har den skadelidande rätt till ersättning.¹⁸⁷ Att stödja sig på det lagstadgade prospektansvaret är vanligtvis mer förmånligt för den skadelidande än att föra en process i *common law*.¹⁸⁸ Att andra remedier än de som framgår av FSMA 2000 är tillgängliga som komplement till prospektreglerna samt att dessa bestämmelser inte ska påverka ansvaret under någon annan lagstiftning eller under *common law*, framgår uttryckligen av FSMA 2000 s. 90(6).

Twister angående skador på värdepappersmarknaden förekommer sällan i England. Traditionellt sett har ett anspråk på rätt till skadestånd för ren förmögenhetsskada endast varit framgångsrikt inom avtalsrätten och endast i undantagsfall har en sådan typ av skada kompensrats genom skadeståndstalan. Anledningen till detta motiveras med att det anses vara var och ens eget ansvar att skydda sig från förlust genom avtal och om så inte har skett är det rimligt att var och en bär de följder som försummelse av att skydda sig innebär. Utvecklingen tycks dock gå mot ett något tolerantare betraktelsesätt på ren förmögenhetsskada i ett utomobligatoriskt förhållande, något som kommer behandlas nedan.¹⁸⁹

¹⁸⁴ FSMA 2000 s. 85(5)(b)

¹⁸⁵ Se vidare FSMA 2000 s. 85

¹⁸⁶ European Securities and Markets Authority, ESMA, Annex III, *Individual responses from EEA States, Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive*, 30 maj 2013, ESMA/2013/619/Ann III, http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-619_ann_iii_report_liability_regimes_under_the_prospectus_directive_annex_iii_published_on_website.pdf, s. 313, 130925

¹⁸⁷ Elliott, Catherine, Quinn, Frances: *Tort Law*, sjunde upplagan, Essex, England, 2009, s.

2

¹⁸⁸ DS 2013:16, s. 32

¹⁸⁹ Af Sandeberg: *Prospektansvaret – Caveat emptor eller caveat venditor?*, s. 202

4.4.2 Ansvarssubjekt

Artikel 6 i prospektdirektivet, som reglerar det civilrättsliga ansvaret för prospekt, implementerades i England genom relativt detaljerade bestämmelser. Dessa regler pekar ut dels vem som kan hållas ansvarig för prospektet, dels under vilka förutsättningar denna person kan undgå ansvar.¹⁹⁰ Regleringen återfinns i FSMA 2000 s. 85 tillsammans med 5 kap. PR. Syftet är att peka ut den krets av personer som kan hållas ansvariga för de eventuella skador som en investerare kan lida som ett resultat av ett felaktigt eller bristande prospekt. Bestämmelsen pekar ut sex olika kategorier av personer som anses ansvariga för prospektets innehåll.¹⁹¹

Först och främst är utgivaren av de överlåtbara värdepapperna att anse som ansvarig för prospektets innehåll. Dock föreligger inte ansvar i de fall utgivaren inte har godkänt det erbjudande till vilket prospektet hänför sig.¹⁹² I lagstiftningen används begreppet *issuer* vilket inbegriper både bolaget och personer som är stiftare i detta bolag. Det finns alltså en möjlighet att rent teoretiskt föreskriva ett ansvar för bolaget enligt denna bestämmelse.¹⁹³

Vidare stadgar bestämmelsen att ansvar åligger den person som är organföreträdare i bolaget då prospektet publiceras.¹⁹⁴ Det kan dock vara så att en organföreträdare tillträder under tidsperioden mellan den tidpunkt då bolaget fattade ett beslut om att genomföra en nyemission till den tidpunkt då ett prospekt publiceras. Denna period kännetecknas av betydande arbete relaterat till prospektet och det är därför troligt att en organföreträdare som tillträder precis innan publiceringen av prospektet har missat mycket av detta förberedande arbete.¹⁹⁵ För en sådan typ av situation finns en bestämmelse som stadgar att en sådan person inte anses ansvarig för prospektet om detta publiceras utan dennas vetskap eller samtycke. För detta krävs dock att personen ger en rimlig kungörelse att prospektet publicerades utan dennas vetskap eller samtycke så fort denna får veta att publiceringen har skett.¹⁹⁶ Bestämmelsen anses inte omfatta den situationen då en organföreträdare endast halvhjärtat bidrar till styrelsemöten som hanterar prospektfrågorna av exempelvis anledningen att prospektet inte rörde dennas specifika område inom bolaget och därmed inte var av intresse för vederbörande. Även om så inte var fallet kan en sådan organföreträdare inte framgångsrikt argumentera för att denna inte hade vetskap eller lämnat samtycke till prospektet. Dock anses

¹⁹⁰ Schammo, Pierre: *EU Prospectus Law, New Perspective on Regulatory Competition in Securities Markets*, s. 270

¹⁹¹ PR 5.5.3 och FSMA 2000 s. 84(1)(d)

¹⁹² PR 5.5.5R

¹⁹³ Af Sandeberg: *Prospektansvaret – Caveat emptor eller caveat venditor?* s. 207

¹⁹⁴ PR, 5.5.3(2)R(b)

¹⁹⁵ Hudson, Alistair: *Persons responsible for the contents of the prospectus*, <http://www.alastairhudson.com/securitieslaw/Persons%20Responsible%20for%20the%20Contents%20of%20the%20Prospectus.pdf>, s. 3, 131001

¹⁹⁶ PR 5.5.6R.

bestämmelsen skydda den organföreträdare som tillträdde efter att prospektet färdiggjorts. Detta under förutsättningen att personen i fråga motsatte sig publiceringen och därmed inte gav sitt samtycke eller överhuvudtaget inte kände till prospektet, vilket därmed är att anse som utom dennas vetskap. Stycket omfattar även personer som har åtagit sig att bli organföreträdare i framtiden.¹⁹⁷

Även den person som accepterar ansvaret för prospektet alternativt pekas ut som ansvarig i prospektet anses ansvarig för dess innehåll.¹⁹⁸ Trots att en stor krets av personer såsom anställda och professionella rådgivare är involverade i framtagandet av ett prospekt och mycket väl kan ligga bakom olika former av uttalandet i detta, täcker bestämmelsen endast de personer som uttryckligen har åtagit sig ansvar för prospektets innehåll.¹⁹⁹

Ansvarsbestämmelsen stadgar vidare att vid ett erbjudande av aktier åligger ansvar erbjudaren såvida detta inte är utfärdaren av aktierna. Om erbjudaren är en juridisk person åligger även ansvar varje person som är organföreträdare i denna juridiska person när prospektet publiceras.²⁰⁰ Tolkningen av denna bestämmelse kan ge upphov till några frågor. Vid en ren bokstavstolkning torde regeln kunna innefatta varje person som erbjuder aktier till en annan person, även om denna person inte har haft någon del i det initiala erbjudandet av aktierna eller i förberedandet av prospektet. Om en sådan tolkning skulle göras skulle säljare av aktierna på sekundärmarknaden under vissa förutsättningar stå under ett ansvar för innehållet i prospektet. Därför anses det lämpligt att tolka bestämmelsen till att endast omfatta de personer som är involverade i det initiala erbjudandet och därmed kan sägas ha någon form av medverkan i den förberedande fasen av prospektets upprättande.²⁰¹ En bestämmelse som delvis kan ses som ett undantag till detta ansvar stadgar att en erbjudare inte är att anse som ansvarig för prospektet om utfärdaren istället är att anse som ansvarig. Detta kräver att erbjudaren framställer erbjudandet i samarbete med utfärdaren eller att prospektet upprättades primärt av utfärdaren eller av en eller flera personer som agerade på uppdrag av utfärdaren.²⁰² Det får anses något oklart vad begreppet primärt innebär men det anses klart att ifall erbjudaren var involverad i förberedandet eller godkännandet av prospektet är han att anse som ansvarig för prospektet.²⁰³

Vidare stadgar prospektreglerna att den person som ansöker om upptagande till handel på en reglerad marknad för överlåtbara värdepapper är att anse som ansvarig för prospektets innehåll. Om den ansökande personen är en

¹⁹⁷ Hudson: *Persons responsible for the contents of the prospectus*, s. 3

¹⁹⁸ PR, 5.5.3(2)R(c)

¹⁹⁹ Hudson: *Persons responsible for the contents of the prospectus*, s. 3

²⁰⁰ PR 5.5.3(2)R(d)

²⁰¹ Hudson: *Persons responsible for the contents of the prospectus*, s. 3

²⁰² PR 5.5.7R.

²⁰³ Hudson: *Persons responsible for the contents of the prospectus*, s. 4

juridisk person åligger ansvaret varje person som är organföreträdare i den juridiska person när prospektet publiceras.²⁰⁴

Slutligen är även andra personer än de ovan nämnda att anse som ansvariga för prospektets innehåll om dessa har gett sitt godkännande till innehållet.²⁰⁵ Det finns en möjlighet att begränsa sitt ansvar för prospektet genom att godkänna endast vissa delar och ansvaret täcker därmed endast den del som faktiskt har godkänts.²⁰⁶

Beträffande ansvaret för rådgivare av olika slag såsom experter och advokater stadgas att dessa regler inte kan ge upphov till ett ansvar enbart av den anledningen att en sådan person har gett råd angående prospektets innehåll i deras position som yrkesutövare.²⁰⁷ Ett ansvar för deras del kan enligt FSMA 2000 endast uppstå då de formellt åtagit sig ett ansvar för prospektets innehåll.²⁰⁸

4.4.3 Möjlighet till skadestånd enligt prospektreglerna

4.4.3.1 Rekvisit

De subjekt som är att anse som ansvariga för prospektets innehåll är enligt FSMA 2000 s. 90 ansvariga för skada som uppstått som ett resultat av ett felaktigt eller bristande prospekt. Enligt denna bestämmelse måste den skadelidande visa dels att vederbörande orsakats förlust, dels att den summa denna betalat för aktierna var påverkande av den missvisande informationen i prospektet. Det uppställs dock inte något krav varken på oaktsamt handlande av ansvarssubjektet eller på att den skadelidande måste kunna visa att han satt tilltro till den vilseledande uppgiften.²⁰⁹ Det krävs således inte att den skadelidande har förlitat sig på den felaktiga uppgiften vilket torde innebära att så länge felaktigheten påverkar priset på aktien är det irrelevant huruvida den skadelidande var medveten om denna felaktighet eller inte.²¹⁰

Frågan om bland annat orsakssambandet mellan förlusten och uppgifterna i prospektet var aktuell i rättsfallet *Smith New Court Securities Ltd v Scrimgeour Vickers*.²¹¹ Den skadelidande hade i rättsfallet förvärvat aktier i ett bolag vilka senare sjönk i värde. Eftersom banken som förmedlat aktierna

²⁰⁴ PR 5.5.3(2)R(e)

²⁰⁵ PR 5.5.3(2)R (f)

²⁰⁶ PR 5.5.8R.

²⁰⁷ PR 5.5.9

²⁰⁸ PR 5.5.3.2

²⁰⁹ Af Sandeberg: *Prospektansvaret – Caveat emptor eller caveat venditor?*, s. 201

²¹⁰ Davies, Paul: *Liability for misstatements to the market: A discussion paper* by Professor Paul Davies QC, Davies Review of Issuer Liability, March 2007, s. 17

²¹¹ *Smith New Court Securities Ltd v. Scrimgeour Vickers* (1996) 4 All ER 769, (1997) 1 BCLC 350, HL

uppsåtligen hade lämnat oriktiga uppgifter om bolaget ansåg den skadelidande att han hade blivit vilseledd vid aktieförvärvet och yrkade därför skadestånd av banken. Domstolen anförde att trots att aktiernas värde hade sjunkit berodde denna kursnedgång inte på uppgifterna lämnade av banken utan på helt andra orsaker. Det kravet på orsakssamband mellan förlusten hos den skadelidande och den vilseledande informationen ansågs inte uppfyllt eftersom den skadelidande inte hade grundat beslutet om aktieförvärvet på de vilseledande uppgifterna.

Bestämmelsen i FSMA 2000 s. 90 torde innebära att även förvärvare av aktier på sekundärmarknaden är berättigade att framställa ett ersättningsanspråk. Anledningen till detta är att det i bestämmelsen stadgas att varje person som köper aktier till vilket prospektet hänför sig och lider skada som ett resultat av felaktigheter eller brister i prospektet har rätt att framställa ett krav. Det är begreppet förvärvare som pekar på att den möjliga kretsen av käranden omfattar såväl förvärvare på sekundärmarknaden som personer som tecknar aktier i företaget.²¹²

4.4.3.2 Möjligheten att exculpera sig

Om ett prospektansvar anses föreligga för något subjekt enligt FSMA 2000 s. 90 finns en möjlighet för denna person att exculpera sig och därmed undgå ett ansvar som annars skulle ha förelegat. Dessa möjligheter framgår av FSMA 2000 Schedule 10. Av bestämmelsen framgår att ett ansvar inte inträder för en person som kan visa att han hade anledning att tro antingen att informationen som gavs var korrekt och inte vilseledande eller att det var korrekt att utelämna den information som orsakade skadan, under förutsättning att personen i fråga har genomfört de efterforskningar beträffande informationen som rimligen kan förväntas.²¹³ För att ansvar vidare inte ska åläggas krävs att personen var i denna tro till dess att aktierna förvärvades, att aktierna förvärvades innan det var praktiskt möjligt att uppmärksamma de personer som troligtvis skulle förvärva aktierna på felet samt att personen innan förvärvet av aktierna vidtagit alla rimliga steg för att försäkra sig om att rättelse nådde dessa aktietecknare. Dessutom krävs att personen var i tron tills efter förbindelser beträffande aktierna har påbörjats samt att aktierna förvärvades efter ett sådant tidsförlopp att personen under omständigheterna rimligen kan ursäktas.²¹⁴

²¹² Davies: *Liability for misstatements to the market*, s. 17

²¹³ FSMA 2000, Schedule 10 s. 1(2)

²¹⁴ FSMA 2000, Schedule 10 s. 1(3)

4.4.4 Andra möjligheter till skadestånd

4.4.4.1 Tort of negligence

Genom möjligheten att framställa ett ersättningsanspråk inom *tort of negligence* skapas en möjlighet för en skadelidande placerare att erhålla ersättning på grund av vårdslöshet hos skadevällaren. Dock ger inte alla sådana vårdslösa handlingar upphov till en ersättningsrätt.²¹⁵ För att ett ansvar ska kunna uppstå enligt *tort of negligence* krävs att det föreligger en *duty of care*, omsorgsplikt, samt att det har skett en överträdelse av denna omsorgsplikt som har resulterat i en skada. Ansvar beror alltså i första hand på huruvida en omsorgsplikt kan anses föreligga mellan skadevällare och skadelidande. Det är möjligt att en sådan omsorgsplikt kan skapas för en person som vid ett förvärv av aktier satt tilltro till uppgifterna i ett prospekt.²¹⁶ För att utreda huruvida en omsorgsplikt föreligger presenterades ett antal krav i rättsfallet *Caparo v Dickman*²¹⁷. De grundläggande frågorna som framkom för att avgöra huruvida en omsorgsplikt skulle anses föreligga är om skadan är att anse som rimligt förutsägbar, om det finns en närhet mellan skadevällaren och skadelidande samt huruvida det är rättvist, skäligt och rimligt att ålägga en omsorgsplikt i det aktuella fallet. Då skadan rör en ren förmögenhetsskada, som i fallet med prospekt, är dock inställningen något annorlunda och domstolarna har varit restriktiva till att erkänna ett krav för en sådan skada.²¹⁸

För ekonomiska skador krävs nämligen även att principerna i rättsfallet *Hedley Byrne & Co Ltd. V Heller & Partners Ltd*²¹⁹ är uppfyllda. I rättsfallet fastslogs att en uppgiftslämnare under vissa förutsättningar kan bli ansvarig gentemot en person som satt sin tilltro till denna information och lidit skada. För att omsorgsplikten ska uppstå i ett sådant fall krävs att det föreligger en speciell relation mellan parterna, att skadevällaren har gjort ett frivilligt ansvarstagande, att den skadelidande satt tilltro till uppgiften samt att det var rimligt att förlita sig på denna uppgift.²²⁰ Principerna som framkom ur rättsfallet är av betydelse även beträffande ansvaret för prospekt. För att ett sådant ansvar ska uppstå krävs att det föreligger ett samband mellan den skadelidandes transaktion och de prospektansvarigas skyldigheter. Ansvariga för prospektets innehåll har ett ansvar för information som lämnas till personer som sätter tilltro till denna information och på grund av detta

²¹⁵ Elliott, Quinn: *Tort Law*, s. 18

²¹⁶ ESMA, *Individual responses from EEA States, Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive*, s. 314

²¹⁷ *Caparo Industries plc v Dickman* [1990] 2 AC 605 House of Lords

²¹⁸ Elliott, Quinn: *Tort Law*, s. 27

²¹⁹ *Hedley Byrne & Co. Ltd. V Heller & Partners Ltd.* ([1964] AC 465

²²⁰ Elliott, Quinn: *Tort Law*, s. 31

lider förlust. För ansvar krävs dock dessutom att förlusten var en skäligt förutsebar konsekvens av prospektets oriktiga eller bristande uppgifter.²²¹

När väl en omsorgsplikt har konstaterats är nästa steg i ansvarsbedömningen att granska ifall en överträdelse av denna plikt har skett och vårdslöshet därmed föreligger. Vid denna bedömning ska beaktas huruvida skadevållaren i den situation som är aktuell kan anses falla under den beteendestandard som kan förväntas av en förnuftig person i en likvärdig situation.²²² Faktorer vid denna bedömning kan exempelvis vara särdrag hos skadevållaren eller skadelidanden, storleken på risken, hur uppenbar risken var samt allmän praxis inom området.²²³

Vårdslösheten måste resultera i en skada för att ett anspråk inom *tort av negligence* blir aktuellt men detta är sällan något som vållar några större problem att visa.²²⁴ Vad som däremot kan bli svårare i sammanhanget är att visa kausalitet, vilket här innebär att visa att skadevållarens överträdelse av omsorgsplikten var orsaken till den skadelidandes förlust samt att skadan inte var att anse som för avlägsen i förhållande till överträdelsen. Vid bedömningen av huruvida överträdelsen var anledningen till förlusten används ofta *but for* testet där frågan ställs huruvida skadan skulle ha uppkommit även om inte överträdelsen hade skett. Om skadan skulle ha skett oavsett överträdelsen föreligger inget orsakssamband och ersättning kan därför inte utgå.²²⁵ Vidare krävs att den skadelidande kan visa att skadan inte är för avlägsen i förhållande till överträdelsen. För denna bedömning används *reasonable foreseeability* testet som fastslog i rättsfallet *Overseas Tankship (UK) v Morts Dock & Engineering Co (The Wagon Mound)*.²²⁶ Innebörden av detta test är att den skadevållande anses ansvarig för skada som rimligen kunde förutses vid den tidpunkt då överträdelse av omsorgsplikten skedde. Även om riskerna är små för att skadan ska inträffa kommer skadan, under förutsättning att den är att anse som förutsebar, att uppfylla kravet på att inte vara för avlägsen.²²⁷

4.4.4.2 Tort of deceit

En ytterligare möjlighet för en skadelidande placerare att söka ersättning för skada på grund av ett felaktigt eller bristande prospekt är att föra en process inom *tort of deceit*. En person som framställer ett yrkande om ersättning med grund i detta måste visa att skadevållaren har gjort en oriktig presentation av fakta, att skadevållaren hade vetskap om att denna framställning var

²²¹ SOU 2005:18, s. 33

²²² Elliott, Quinn: *Tort Law*, s. 82

²²³ Elliott, Quinn: *Tort Law*, s. 84

²²⁴ Elliott, Quinn: *Tort Law*, s. 96

²²⁵ Elliott, Quinn: *Tort Law*, s. 99

²²⁶ *Overseas Tankship (UK) v Morts Dock & Engineering Co (The Wagon Mound)* (No. 1) [1961] UKPC 1

²²⁷ Elliott, Quinn: *Tort Law*, s. 113

oriktig eller i vart fall inte genuint trodde att den var sann, att skadevållaren hade för avsikt att den skadelidande skulle agera på grundval av denna presentation och att han faktiskt gjorde det samt att detta handlande ledde till förlust för den skadelidande.²²⁸

Beträffande kravet på att skadevållaren ska ha haft vetskap om felaktigheterna framkom en viktig princip ur rättsfallet *Derry v Peek*²²⁹. I fallet fastslogs att ansvar åligger en person endast om denna var medveten om att uttalandet som gjordes var oriktigt alternativt inte brydde sig om huruvida det var korrekt eller inte, och det faktiskt var felaktigt. Oavsett hur enkelt det vore för denna person att ta reda på riktigheten i uttalandet kan personen i fråga inte bli ansvarig ifall han genuint trodde att uttalandet var sant. Till skillnad från vad som gäller inom *tort of negligence* görs alltså ingen bedömning av hur en förnuftig person hade agerat i samma situation utan bedömningen sker enbart utifrån vad skadevållaren visste eller trodde.²³⁰ Även om en ärlig tro på riktigheten i prospektets innehåll kan skydda skadevållaren är det möjligt att trots detta ålägga skadevållaren ansvar genom att visa för domstolen att tron var helt orimlig och således inte genuin hållen.²³¹

Vad beträffar kausaliteten mellan skadan och den felaktiga informationen gäller att skadevållaren är ersättningsansvarig för alla de förluster som direkt hänförs till den skadelidandes handlande på grund av den oriktiga informationen.²³²

²²⁸ Elliott, Quinn: *Tort Law*, s. 217

²²⁹ *Derry v Peek* (1889) LR 14 App Cas 337

²³⁰ ESMA, *Individual responses from EEA States, Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive*, s. 314

²³¹ Davies: *Liability for misstatements to the market*, s. 16

²³² Elliott, Quinn: *Tort Law*, s. 221

5 Analys

5.1 Sammanfattande slutsatser och jämförelser

Frågeställningarna i och syftet med denna uppsats var att utifrån svensk rätt utreda när en prospektskyldighet uppstår för ett bolag och analysera vilka ansvarssubjekt som kan ifrågakomma och vilka rekvisit som måste vara uppfyllda för att ett skadeståndsanspråk ska kunna beviljas en skadelidande placerare, samt att undersöka hur detta regleras på EU-rättslig nivå och i engelsk rätt.

Beträffande prospektskyldigheten är detta område inte något som torde ge upphov till någon större problematik. Prospekt direktivet reglerar relativt tydligt och detaljerat när en prospektskyldighet uppstår och i vilka situationer undantag därtill är tillämpliga, vilket gör att medlemsstaterna inte har något större utrymme att själva utforma en annorlunda reglering. Såväl Sverige som England har implementerat prospekt direktivet på liknande sätt utan några större olikheter varken i skyldigheten att upprätta prospekt eller i undantagen som kan bli tillämpliga. Med anledning av ländernas likartade regleringar föreligger inte något större intresse av eller nytta i att jämföra engelsk och svensk rätt i detta avseende.

Vad som istället blir intressant att diskutera och där regleringen skiljer sig åt mellan länderna är beträffande prospektansvaret och således vilka ansvarssubjekt som kan hållas ansvariga för innehållet i prospekt. Prospekt direktivet föreskriver visserligen ett ansvar enligt artikel 6 men denna bestämmelse lämnar öppet för medlemsstaterna att i mångt och mycket fritt utforma sin egen reglering. Skilda regleringar mellan medlemsländer resulterar i olika konsekvenser såväl för investeraren som för de som upprättat prospektet och medverkande därtill.

I svensk rätt är den sammanfattande bedömningen att vem som kan göras ansvarig för fel eller brister i prospekt är oklart. Ett lagstadgat ansvar finns endast beträffande organföreträdarna i bolaget och att dessa kan göras ansvariga för prospektets innehåll möter inga tveksamheter. Är ställda förutsättningar uppfyllda, i form av allmänna skadeståndsrättsliga rekvisit samt eventuella specifika förutsättningar såsom avsaknaden av ansvarsfriskrivningar, synes det framgångsrikt för en skadelidande placerare att med stöd i ABL rikta ett ersättningsanspråk mot en organföreträdare för ett felaktigt eller bristande prospekt.

I engelsk rätt har reglerna avseende prospektansvaret en annorlunda utformning. Ansvaret kan inträda dels genom lagstiftning, dels genom *common law*. Enligt de regelverk som rör prospektansvar krävs generellt att den skadelidande kan visa att han orsakats förlust och att den summa denna betalat för aktierna var påverkande av den missvisande informationen i prospektet. Till skillnad från Sverige uppställs således inget krav varken på oaktsamt handlande av ansvarssubjektet eller på att den skadelidande ska ha satt tilltro till den oriktiga informationen.

Beträffande bolaget finns i svensk rätt i nuläget inget lagstadgat prospektansvar och rättsläget anses oklart. Med beaktande av relevant praxis och doktrin får ståndpunkten anses vara att en aktietecknare inte kan göra gällande ett skadeståndsanspråk gentemot bolaget varken på inom- eller utomobligatorisk grund såvida inget brott har företagits. Även om förhållandet mellan aktietecknaren och bolaget skulle kunna ses som ett kontraktsliknande förhållande och att denna åsikt har presenterats av vissa författare måste den rådande uppfattningen inom såväl praxis som doktrin anses vara att förhållandet inte kan klassificeras som rent inomobligatoriskt. På den utomobligatoriska grunden ersätts ren förmögenhetsskada om skadan vållats genom brott och huruvida detta ska tolkas motsatsvis och att ett brott således krävs för att bolaget ska bli ersättningskyldigt har varit föremål för omfattande diskussioner. Även om det i förarbetena till SKL framkom att lagen inte avsåg att sätta hinder i vägen för en rättsutveckling genom praxis mot ett utökat ansvar för ren förmögenhetsskada, och att denna bestämmelse inte skulle läggas till grund för motsatsslut är sambandet med straffrätten fortfarande stort och att rikta ett skadeståndsanspråk mot bolaget i ett utomobligatoriskt förhållande utan att ett brott har begåtts torde inte möta framgång.

Till skillnad från Sverige finns i England ett lagstadgat ansvar för bolaget i dess roll som utgivare av de överlåtbara värdepapperna och därmed ansvarigt för prospektets innehåll. Således finns alltså ett uttryckligt ansvar för bolaget för felaktigheter eller brister i prospektet och därmed en teoretisk möjlighet för en skadelidande placerare att utkräva ersättning för skada med stöd i lag.

Vad gäller medverkande parters ansvar är även detta enligt svensk rätt något som får anses oklart. En tendens hos domstolarna synes vara en något större benägenhet att erkänna ersättning för ren förmögenhetsskada i utomobligatoriska förhållanden för vissa medverkande. Dock har domstolarna beträffande värdepappersinstitut varit varsamma med att föreskriva ett prospektansvar för dessa såvida inget brott har begåtts och möjligheterna att föra en framgångsrik talan gentemot ett sådant institut synes begränsade. Det torde emellertid finnas förhållande som pekar på att ett prospektansvar skulle kunna åläggas ett sådant institut för det fall vårdlöshet föreligger samt att

institutet har åtagit sig att intyga och kontrollera informationen i prospektet samt publicerat sin logga och firma däri.

Även för övriga medverkande är rättsläget enligt svensk rätt osäkert. Möjligheter att ålägga prospektansvar finns teoretiskt, exempelvis för en person som agerat vårdlöst och samtidigt åtagit sig ansvar för innehållet i prospektet men det synes tveksamt att en skadelidande kan föra en framgångsrik skadeståndstalan mot sådana övriga medverkande. Detta beror delvis på att ett krav på tillit uppställs hos den skadelidande och eftersom en övrig persons medverkan, såsom en advokats, ofta inte syns utåt gentemot investeraren är det mindre troligt att denna skulle satt tilltro till en sådan persons medverkan.

Vad beträffar värdepappersinstitutet framgår detta inte som ett uttryckligt ansvarssubjekt heller i den engelska rätten, men kan trots detta åläggas ett prospektansvar beroende på dess roll i upprättandet av prospektet. Har värdepappersinstitutet åtagit sig ansvar för prospektet och pekats ut som ansvarigt för detta kan det åläggas ett ansvar för innehållet däri. Har institutet enbart haft en rådgivande funktion och inget större inflytande över utformningen av prospektet täcks det av det undantag från prospektansvaret som stadgas i FSMA. Det är också möjligt att värdepappersinstitutet kan bli ansvarigt i rollen som erbjudare av försäljningen.

Likt beträffande värdepappersinstitut kan övriga medverkande personer enligt engelsk rätt bli ansvariga beroende på rollen de innehaft under prospektets upprättande. För ansvar krävs dock att de uttryckligen pekats ut som ansvariga för prospektet. Har således exempelvis en expert eller annan konsult pekats ut som ansvariga för viss information kan de åläggas ett ansvar om denna information sedan visar sig vara oriktig. Att en sådan person enbart har gett råd anses som i fallet med värdepappersinstitut inte tillräckligt för ansvar. Såväl i Sverige som i England torde alltså krävas att medverkande personer har åtagit sig ansvar för prospektet för att ett ansvar för detta ska kunna inträda. I svensk rätt uppställs dessutom ett krav på tillit hos den skadelidande, något som inte krävs enligt den engelska rätten. För svenskt vidkommande krävs exempelvis vad gäller information given av en konsult att investeraren har satt tilltro till denna information vilket torde innebära att investeraren har läst prospektet. I och med att detta krav inte uppställs enligt engelsk rätt behöver den skadelidande inte faktiskt ens ha läst prospektet och på så sätt förlitat sig på uppgiften, utan så länge felaktigheten påverkar priset på aktien föreligger ett ansvar.

För en skadelidande aktietecknare finns det i den engelska rätten också en vidare möjlighet att framställa ett skadeståndsanspråk inom *common law* och då främst inom *tort of negligence* och *tort of deceit*. För ansvar inom *tort of negligence* krävs att det föreligger en omsorgsplikt för skadevällaren

gentemot skadelidande, att det har skett en överträdelse av denna omsorgs- plikt som lett till skada, att skadevållaren har gjort ett frivilligt ansvarsta- gande, att den ska skadelidande satt tilltro till uppgiften samt att det var rim- ligt att förlita sig på denna uppgift. Vidare krävs adekvat kausalitet samt vårdlöshet hos skadevållaren. Till skillnad från rekvisiten i prospektreglerna uppställs alltså bland annat ett krav på tillit och således på att den skadeli- dande kan visa att han satt tilltro till uppgifterna i prospektet. Därmed torde alltså krävas att han kan visa att han faktiskt läst och litat på uppgifterna i prospektet för att ersättning ska kunna utgå.

Skadestånd för ett felaktigt prospekt kan även utgå enligt *tort of deceit*. För- utsättningar för ansvar inom detta är att den skadelidande kan visa att ska- devållaren har presenterat oriktig fakta i prospektet, att skadevållaren visste att dessa fakta var oriktiga och var medveten om att den skadelidande age- rade på grundval av denna information samt att han gjorde det vilket resulter- ade i en skada. Här ställs ett högt krav på att skadevållaren måste ha vetat att fakta var oriktig, även om det hade varit mycket enkelt för honom att ta reda på detta. Förutsättningarna för att erhålla skadestånd inom *common law* får anses väsentligt mer omfattande än att erhålla ersättning med stöd i de lagstadgade prospektreglerna.

Avslutningsvis kan beträffande skillnaderna mellan England och Sverige avseende prospektansvaret sägas vara att engelsk rätt stadgar ett uttryckligt prospektansvar för de olika subjekt som deltar i upprättandet av prospektet, i Sverige finns ett sådant prospektansvar enbart vad gäller organföreträdarna i bolaget. Därmed kan det också sägas finnas tydligare regler i engelska rätten om vem som kan göras ansvarig för prospektet och således en större förut- sebarhet i lagen. Rättsläget beträffande ansvaret för de flesta parter utom organföreträdarna är oklart inom den svenska rätten, något som inte möter lika stor problematik i England. Även om vissa parter såsom värdepappers- institut eller andra medverkande personer inte uttryckligen framgår som ansvarssubjekt heller i den engelska rätten måste det trots detta ändå anses tydligare huruvida dessa är ansvariga eller inte. Har de åtagit sig ansvar och detta framgår av prospektet kan de bli ersättningsskyldiga, har de enbart gett råd omfattas de av det undantag som stipuleras i prospektreglerna. För svensk vidkommande torde en mer ingående prövning behövas såsom huru- vida den skadelidande satt tilltro till den aktuella personens medverkan. För svensk vidkommande anses i nuläget gälla beträffande bolaget, värdepap- persinstitutet och övriga medverkande att en skadelidande aktietecknare har mycket begränsade möjligheter att föra en framgångsrik skadeståndstalan gentemot dessa personer. Möjligheter finns i teorin men rättsläget beträffan- de samtliga dessa personer får anses oklart och det är många förutsättningar som ska vara uppfyllda för att ett sådant ansvar ska kunna inträda. Dessa tveksamheter möts inte på samma sätt i England där reglerna och ansvars- subjektet synes tydligare och mer förutsebara, något som visar hur stor

skillnad olika medlemsländers regleringar kan få trots att de härstammar från samma direktiv.

5.2 Ett steg mot en engelsk lösning?

Uppsatsen har presenterat det lagförslag som föreslås träda i kraft i juli 2014, där bland annat ett lagstadgat prospektansvar för flera parter inklusive bolaget föreslås införas i svensk rätt, en lösning som i mångt och mycket liknar den engelska uppbyggnaden. Detta lagförslag är inte det första lagförslag som föreslår ändringar beträffande prospektansvarets reglering. Uppenbarligen identifieras ett behov av att klargöra vilka personer som kan åläggas ett sådant ansvar. Att det svenska rättsläget beträffande prospektansvaret är oklart är inte något som möter tveksamheter, främst i betydelsen vem som kan göras ansvarig för ett felaktigt eller bristande prospekt. Det torde närmast synes orimligt att av alla de aktörer som medverkar vid upprättandet av ett prospekt är det endast beträffande organföreträdarna som rättsläget kan sägas vara klart. Av denna anledning och med bakgrund i de fakta som uppsatsen presenterat kan detta lagförslag ses som en välbehövlig reform och lösning på den problematik som i nuläget föreligger.

En av bakgrunderna till att flera lagförslag har presenterats men trots detta inte har medfört en lagändring kan tänkas bero på avvägningen mellan borgenärsintresset och investerarskyddet och vilket av dessa intressen som starkast ska avspeglas i lagstiftningen. I sammanhanget torde man kunna tänka på dessa två begrepp som vågskålar. De nuvarande reglerna beträffande främst de i praktiken obefintliga möjligheterna att kräva skadestånd av bolaget torde medföra att borgenärsintresset är starkare än investerarskyddet och således en vågskål som väger tyngre. Om bolaget med de nya reglerna skulle kunna åläggas ett prospektansvar med stöd i lag och tydliga och uttryckliga regler kring vem som kan göras ansvarig införs är det troligt att vågen förändras mot att vågskålen med investerarskyddet väger tyngre.

I flera av EU:s rättsakter inom området, exempelvis prospektdirektivet, direktiv 2010/78/EU och prospektförordningen samt vid de svenska prospektreglernas reform år 2006 poängterades att ett av syftena var att förstärka investerarskyddet. Att så många förändringar har skett inte minst på EU-nivå i syfte att stärka investerarens position måste anses innebära att detta skydd är i behov av och önskvärt att förstärkas, ett område där Sverige i jämförelse med andra länder ligger efter. Det svåröverskådliga och oklara rättsläget som föreligger i dagens lagstiftning beträffande prospektansvaret torde rimma illa med en önskan om att vilja förstärka skyddet för investerare. Genom klara och uttryckliga regler avseende prospektansvaret och således en förstärkning av detta skydd skulle liknelsen om vågen förändras på så

vis att vågskålen med investerarskyddet skulle väga tyngre än vågskålen med borgenärsskyddet.

Det är i sammanhanget intressant att tänka på hur starkt borgenärsintresset i förhållande till investerarskyddet i nuläget är och huruvida det är rimligt att så är fallet. Om aktietecknarna betalar in för hög summa pengar på grund av ett felaktigt eller bristande prospekt innebär detta att kapitalet i bolaget ökar, dock genom tillskott som inte varit helt berättigade eftersom så höga tillskott troligtvis inte hade skett om prospektet varit helt korrekt. Att då bolagets borgenärer ska erhålla ett skydd mot återbetalning av sådana tillskott tycks närmast vara något orimligt. Borgenärsskyddet borde enbart täcka de ökningarna av bolagets kapital som tillkommit på ett behörigt sätt. Reglerna om prospekt syftar till att en investerare ska kunna göra ett välgrundat beslut på tillförlitlig information. För att tillförlitlig information ska kunna säkerställas är det viktigt att parter som presenterar icke-tillförlitlig information lyder under ett klart och tydligt ansvar för denna oriktiga presentation och så är inte fallet i dagsläget. Dagens prospektreglering synes snarare vara ett utfall av att skydda borgenären i högre grad än att skydda investeraren.

Förtroende och förutsebarhet är viktiga och relevanta ord i sammanhanget. Genom att ha ett förutsebart och effektivt system för prospekt och dess ansvarssubjekt kommer både allmänhetens förtroende för finansmarknaden att öka samt förutsebarheten såväl för de parter som ger ut prospektet som de parter som investerar på grundval av prospektet. Utan ett förtroende för värdepappersmarknaden blir effektiviteten negativt påverkad. Om det inte finns ett förtroende för säljare av värdepapper kommer dessa tvingas sätta priset lägre än i fallet med ett stort förtroende vilket verkar negativt på anskaffningen av kapital.

Vid prospekt kan man vidare tänka sig två olika perspektiv, å ena sidan aktietecknarnas perspektiv, å andra sidan perspektivet hos bolaget, organföreträdarna och andra medverkande. Utifrån den senare kategorins perspektiv är det troligt att deras vilja att offentliggöra information skulle kunna minska i och med lagförslaget på grund av att de skulle komma under ett mer omfattande ansvar och därmed en större risk att bli ersättningsansvariga. Å andra sidan gäller utifrån aktietecknarnas perspektiv att dessa eftersöker ett strängare och tydligare ansvar. Som reglerna i nuläget är uppbyggda får sägas att skyddet för aktietecknarna är svagt, främst med anledning av de stora oklarheter som finns kring vilka som kan göras ansvariga för ett felaktigt eller bristande prospekt. Det mest rimliga torde vara en lagstiftning som försöker jämställa dessa två perspektiv. Med dagens oklara regler synes bolagets, organföreträdarnas och andra medverkandes perspektiv få större utrymme i lagstiftningen och aktietecknarens perspektiv i form av förutsebara och tydliga regler tycks hamna i skymundan. Med lagförslaget får aktietecknaren en förstärkt ställning inte minst genom tydligare regler om vem

denna kan göra ansvarig för en skada som denna lidit på grund av ett felaktigt eller bristande prospekt.

Varför en lagreform kan vara framgångsrikt kan vidare ses ur ett globalt perspektiv, inte minst inom EU. Finansmarknaderna går mot en allt större globalisering och det är viktigt att nationellt arbeta för att skapa en attraktiv finansmarknad. Då svensk rätt har knappa ansvarsbestämmelser och inget lagstadgat ansvar för exempelvis bolaget och värdepappersinstitutet är det troligt att detta bidrar till att internationella placerare ställer sig tveksamma till att investera här i landet. Detta kan delvis bero på att ansvarsbestämmelserna i nuläget ger upphov till flertalet frågetecken vilket innebär att attraktiviteten av att placera sina pengar i Sverige möjligtvis inte är lika hög som i andra europeiska länder, vilket verkar negativt på den svenska finansmarknaden.

Sammanfattningsvis synes den nuvarande prospektregleringen i Sverige vara i stort behov av reform bland annat för att anpassa sig till den globala utvecklingen i denna fråga. Förstärkning av investerarskyddet är målsättning i flera av EU:s direktiv och förordningar och syftet med prospektreglerna är att investerarna ska ges en möjlighet att göra ett välgrundat beslut på tillförlitlig information. Dock får det med dagens lagstiftning anses klart att borgenärsskyddet väger tyngre än investerarskyddet, något som tycks rimma illa både med EU:s målsättningar och med andra länders utformning av prospektansvaret. Rättsläget beträffande det svenska prospektansvaret är oklart och brist på regler bidrar till ett svåröverskådligt system för vem som kan hållas ansvarig för ett felaktigt eller bristande prospekt. Lagändringen torde kunna föra med sig att Sverige tar ett steg mot ökat förtroende och förutsebarhet på finansmarknaden, tydligare regler om vem som kan göras ansvarig för prospektet, ett förstärkt skydd för investerare och på så sätt sammantaget en nationell förstärkning av den svenska finansmarknaden ur ett globalt perspektiv.

Käll- och litteraturförteckning

Källor

Statens offentliga utredningar

SOU 2005:18 Prospektansvar

SOU 2001:1 Ny aktiebolagslag

SOU 1997:22 Aktiebolagets kapital

Propositioner

Prop. 2011/12:129 Nya regler om prospekt

Prop. 2004/58:158 Prospekt

Prop. 2004/05:142 Marknadsmisbruk

Prop. 1995/96:215 Otillbörlig kurspåverkan och vissa insiderfrågor

Prop. 1990/91:215 Om insiderhandel

Prop. 1972:5 Kungl. Maj:ts proposition med förslag till skadeståndslag m.m.

Departementsserien

DS 2013:16 Prospektansvar

Litteratur

Af Sandeberg, Catharina: *Aktiebolagsrätten*, upplaga 2:1, Lund 2007

Af Sandeberg, Catharina, *Bolagets ansvar gentemot skadelidande aktieägare*, Ny Juridik 2:01, s. 65-83

Af Sandeberg, Catharina, Sevenius, Robert: *Börsrätt*, upplaga 2, Lund 2008

Af Sandeberg, Catharina: *Prospektansvaret – Caveat emptor eller caveat venditor?* Stockholm 2001

Davies, Paul: *Liability for misstatements to the market*, A discussion paper by Professor Paul Davies QC, Davies Review of Issuer Liability, March 2007

Deuschl, Carl-Johan, *Bolagets ansvar vid fel eller brist i prospekt*, Juridisk tidskrift vid Stockholms universitet, 1999/00:2, s. 269-297

Dotevall, Rolf: *Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör – en aktiebolagsrättslig studie i komparativ belysning*, Stockholm 1989, s. 444

Elliott, Catherine, Quinn, Frances: *Tort Law*, upplaga sju, Essex, England 2009

French, Derek, Mayson, Stephen, Ryan, Christopher: *Company Law*, upplaga 2, Oxford 2011

Hellner, Jan, Hager, Richard, Persson, Annina: *Speciell avtalsrätt II, Kontaktsrätt*, Fjärde upplagan, andra häftet, Allmänna ämnen, Vällingby 2009

Hellner, Jan, Radetzki, Marcus: *Skadeståndsrätt*, åttonde upplagan, Stockholm 2010

Härkönen, Elif: *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning – särskilt om amerikansk och svensk reglering av selektiv information på sekundärmarknaden för värdepapper*, Stockholm 2013

Kleineman, Jan: *Det skadeståndsrättsliga informationsansvaret särart och frågan om behovet av hanterbart ansvarssystem. I: Festskrift till Peter Seipel, red. Magnusson Sjöberg, Cecilia, Wahlgren, Peter, s. 279-305*, Stockholm 2006

Kågerman, Pontus, Lohmander, Cecilia, De Ridder, Adri: *Etik, Regler och värdering på kapitalmarknaden*, Vällingby 2008

Samuelsson, Per: *Information och ansvar – Om börsbolagens ansvar för bristfällig informationsgivning på aktiemarknaden*, Göteborg 1991

Sandström, Torsten: *Svensk aktiebolagsrätt*, tredje upplagan, Vällingby 2010

Schammo, Pierre: *EU Prospectus Law, New Perspective on Regulatory Competition in Securities Markets*, Cambridge University Press 2011

Svernlöv, Carl: *Styrelse- och VD-ansvar i aktiebolaget – en introduktion*, andra upplagan, Vällingby 2012

Westermarck, Dennis, Lagercrantz, Monica: *Om nyemission*, upplaga 1:1, Stockholm 2013

Elektroniska källor

European Securities and Markets Authority, ESMA, *Report Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive*, 30 May 2013, ESMA/2013/619, http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-619_report_liability_regimes_under_the_prospectus_directive_published_on_website.pdf, hämtad 25 september 2013

European Securities and Markets Authority, ESMA, Annex III, *Individual responses from EEA States, Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive*, 30 maj 2013, ESMA/2013/619/Ann III, http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-619_ann_iii_report_liability_regimes_under_the_prospectus_directive_annex_iii_published_on_website.pdf, hämtad 25 september 2013

European Securities and Markets Authority, ESMA, *Questions & Answers, Prospectuses*, 19th updated version, 22 May 2013, ESMA/2013/594, http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-1537_qa_prospectuses_-_20th_updated_version_0.pdf, hämtad 25 september 2013

Hudson, Alistair, *Persons Responsible for the Contents of the Prospectus*, <http://www.alastairhudson.com/securitieslaw/Persons%20Responsible%20of%20the%20Contents%20of%20the%20Prospectus.pdf>, hämtad den 1 oktober 2013

Europeiska kommissionen, Tillämpning av EU-rätten - Vad är ett direktiv? http://ec.europa.eu/eu_law/introduction/what_directive_sv.htm, hämtad den 31 oktober 2013

Europeiska kommissionen, Tillämpning av EU-rätten - Vad är en förordning? http://ec.europa.eu/eu_law/introduction/what_regulation_sv.htm, hämtad den 31 oktober 2013

The Financial Services Register - Exchanges, The Financial Conduct Authority, <http://www.fsa.gov.uk/register/exchanges.do>, hämtad den 25 oktober 2013

The Financial Services Authority, Regulatory Reform – Background, http://www.fsa.gov.uk/about/what/reg_reform/background, hämtad den 1 november 2013

Rättsfallsförteckning

NJA 2001 s. 878

NJA 1996 s. 3

NJA 1987 s. 692

NJA 1935 s. 270

NJA 1918 s. 398

Hovrätten över Skåne och Blekinge i mål nr T 532-99

Smith New Court Securities Ltd v. Scrimgeour Vickers (1996) 4 All ER 769,
(1997) 1 BCLC 350, HL

Caparo Industries plc v Dickman [1990] 2 AC 605 House of Lords

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

Overseas Tankship (UK) v Morts Dock & Engineering Co (The Wagon Mound) (No. 1) [1961] UKPC 1

Derry v Peek (1889) LR 14 App Cas 337