



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Astrid Karlsson

Bolagets prospektansvar
- eller att inspireras av de ledande
kapitalmarknaderna

LAGM01 Examensarbete

Examensarbete på juristprogrammet
30 högskolepoäng

Handledare: Eva Lindell-Frantz
Termin för examen: HT 2015

Innehåll

SUMMARY	1
SAMMANFATTNING	2
FÖRORD	3
FÖRKORTNINGAR	4
1. Inledning	5
1.1 Bakgrund	5
1.2 Syfte och frågeställningar	6
1.3 Avgränsning	7
1.4 Metod och material	8
1.4.1 Rättsdogmatik	8
1.4.2 Konstruktiv rättsvetenskap och rättsekonomisk teori	11
1.5 Forskningsläge	12
1.6 Terminologi	13
1.7 Disposition	14
2. Värdepappersmarknaden	15
2.1 Inledning	15
2.2 Handeln på den svenska aktiemarknaden	15
2.2.1 Stockholmsbörsen och andra marknadsplatser	15
2.2.2 Börsnoteringen - bolagets väg till börsen	16
2.2.3 Aktieteckning vid nyemission på aktiemarknaden	16
2.3 Information på aktiemarknaden	17
2.4 Värdepappersmarknadens regelstruktur	18
2.4.1 Inledning	18
2.4.2 Regelverket på värdepappersmarknaden	19
2.4.3 Självreglering på aktiemarknaden	20
3. Prospekt	21
3.1 Inledning	21
3.2 Syftet med prospektregleringen	22
3.3 Prospektets innehåll	23
3.4 Prospektskyldighet	24
3.5 Fel eller brister i prospekt	25
4. Ansvar för ren förmögenhetsskada	26
4.1 Inledning	26
4.2 Skadeståndslagens tillämpningsområde	26
4.3 Ansvar enligt skadeståndslagen - den skadeståndsrättsliga spärregeln	27
4.4 Ansvar på bolagsrättslig grund	28
4.4.1 Organledamöternas ansvar	28

4.4.2 Bolagets ansvar	29
4.4.2.1 Ansvar enligt skadeståndsrättsliga principer	29
4.4.2.2 Ansvar enligt kontraktsrättsliga principer	29
5. Förutsättningar för skadeståndsansvar	31
5.1 Inledning	31
5.2 Orsakssamband och adekvans	31
5.2.1 Orsakssamband	31
5.2.2 Adekvans som ansvarsbegränsning	33
5.2.3 Andra begränsningsläror	33
5.2.3.1 Normskyddsläran	33
5.2.3.2 Kraven på närhet och tillit	34
5.3 Culpabedömningen	36
5.3.1 Inledning	36
5.3.2 Normbunden culpabedömning	37
5.3.3 Den fria bedömningen	38
5.3.4 Betydelsen av medvetet risktagande	40
5.4 BDO-fallet	40
5.4.1 Inledande kommentar	40
5.4.2 Bakgrund	40
5.4.3 Den ersättningsberättigade kretsen och gränsen för skadeståndsansvaret	41
5.4.4 Orsakssambandet	42
5.4.5 En analys av BDO-fallet	43
6. Bolagets prospektansvar	46
6.1 Inledning	46
6.2 Bolagets prospektansvar de lege lata	46
6.3 Bolagets prospektansvar de lege ferenda	48
6.3.1 Inledning	48
6.3.2 Investerarskyddet till stöd för bolagets prospektansvar	48
6.3.3 Lagstiftarens initiativ	49
6.3.3.1 Den ersättningsberättigade kretsen	49
6.3.3.2 Adekvat kausalitet	51
6.3.3.3 Oaktsamhetskravet	51
7. Analys av bolagets prospektansvar de lege ferenda	52
7.1 Inledande kommentar	52
7.2 Behovet av ny lagstiftning	52
7.3 Culpabedömningen - fri eller normbunden?	53
7.4 Ansvarets begränsning - ersättningsberättigad krets och orsakssamband	56
8. Avslutande kommentar - konsekvenserna av ett omfattande ansvar	58
KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	61
Litteratur	61
Artiklar	63
Elektroniska källor	64
Offentligt tryck	65
Departementsserier	65
Statens offentliga utredningar	65
Propositioner	65
Övrigt material	65
RÄTTSFALLSFÖRTECKNING	66

Summary

The public confidence is a fundamental prerequisite for the function of the securities market. The investors' confidence is intended to be achieved by reducing the companies information advantage over the market. Hence, the companies which turn to the share market in order to raise capital are obliged to provide information in terms of a prospectus. Erroneous or insufficient information in such a prospectus could give rise to, as correct information reaches the market, a financial loss for the acquirer. The question raised is who to be responsible for such information.

The Prospectus Rules can be found in the Financial Instruments Trading Act and have, to a large extent, been drawn up at EU-level. According to the EU-legislation there is a possibility - but not an obligation - for the member states to implement an accountability for the company. As opposed to the leading capital markets the USA, Great Britain, France and Germany, such a liability is not yet provided for by law in Sweden. The responsibility lies with the members of the Board. The purpose of the essay is to investigate the possibilities of implementing a liability for the company by law in Sweden. This question has been discussed in doctrine as well as by the legislator and recently a new legislation was proposed on the matter. The legislative proposal underlines the importance of creating a responsibility that on the one hand is large enough to protect the investors but on the other hand does not cause a risk taking too large for the companies.

The extent of the liability is largely depending on the courts' evaluation of the responsibility. Due to the lack of such case law there remains many questions regarding the liability. However, in the BDO-case judged in 2014, the Supreme Court made a number of general statements about the evaluation concerning the prospectus liability. The essay analyses the practical consequences of the proposed legislation in the light of the BDO-case. The point is to critically examine whether the liability correspond to the amplitude of the liability the legislator underlines as essential.

The essay concludes that the Supreme Court through the BDO-case has created an evaluation of the liability that certainly handles the difficult consideration but nevertheless is larger than what has so far been advocated by the legislator. However, the Supreme Court appears to embrace the evaluation of the liability that is used in the leading capital markets. Thus, the legislator should once again review the proposed legislation and analyze the consequences this may have for the Swedish capital market as well as encourage the courts to evaluate the liability according to international case law.

Sammanfattning

Allmänhetens förtroende är en grundläggande förutsättning för värdepappersmarknadens funktion. Investerarnas förtroende för allmänheten är tänkt att åstadkommas genom att minska företagets informationsövertag. Därför är de bolag som vänder sig till marknaden i syfte att anskaffa kapital skyldiga att tillhandahålla information i en erbjudandehandling, ett prospekt. Om informationen i ett sådant prospekt är felaktig kan detta leda till att, när rätt information når marknaden, aktievärdet sjunker och aktietecknarna lider ekonomisk skada. Det blir då fråga om vem som ska bära ansvaret för sådan felaktig information.

Reglerna kring prospekt återfinns i LHF som till stor del är ett resultat av EU-lagstiftning på området. Enligt EU-reglerna finns det en möjlighet, men ingen skyldighet, för medlemsstaterna att införa ett prospektansvar gentemot bolaget. Till skillnad från de ledande kapitalmarknaderna USA, Storbritannien, Frankrike och Tyskland, har man i svensk rätt ännu inte infört ett sådant ansvar. I stället ligger prospektansvaret enligt svensk lagstiftning på bolagets styrelse. Syftet med uppsatsen är att utreda vilka möjligheter det finns att införa ett sådant ansvar i svensk rätt. Frågan har länge diskuterats av såväl doktrin som lagstiftning och nyligen offentliggjordes en promemoria med ett förslag till lagstiftning om ett prospektansvar för bolaget. I lagförslaget betonas vikten av att skapa ett ansvar som är tillräckligt stort för att erbjuda ett investerarskydd samtidigt som det inte skapar ett allt för stort risktagande för bolagen.

Vad gäller skadeståndsansvar får stora delar av ansvarsbedömningen sin utformning genom praxis. Eftersom sådan saknas kvarstår stora delar av ansvaret som oklara. Däremot har HD gjort ett antal generella uttalanden om ansvarsbedömningen vad gäller prospektansvaret i BDO-fallet som avgjordes år 2014. Uppsatsen analyserar således lagförslagets praktiska genomslag i ljuset av BDO-fallet. Tanken är att kritiskt granska om ansvaret motsvarar den omfattning som lagstiftaren betonar är nödvändig.

Uppsatsen mynnar ut i slutsatsen att HD genom BDO-fallet har skapat en ansvarsbedömning som visserligen hanterar den svåra avvägningen men som blir större än vad som hittills har förespråkats av lagstiftaren. Däremot tycks HD närma sig den ansvarsbedömning som görs på de ledande kapitalmarknaderna. Även jag ansluter mig till en sådan utveckling. Den slutsats som dras i uppsatsen är att lagstiftaren bör därför återigen se över lagförslaget och analysera vilka konsekvenser detta får för den svenska kapitalmarknaden samt tydligt uppmana domstolen att göra ansvarsbedömningen enligt internationell praxis.

Förord

Att skriva förordet till sin examensuppsats påminner om att långsamt vandra längs med en folktät tågplattform. Där finns både sorgesamma avsked, kära återseenden och höga förväntningar. De ord som jag nu antecknar markerar visserligen slutet på studietiden, men även början på fortsättningen. Ett utmärkt tillfälle att rikta ett varmt tack till det och dem som fyllt mina år i Lund med glädje och värme.

Tack mamma - för självförtroendet, matbidragen och biljetterna hem till Jönköping.

Tack pappa - för förmaningarna, tålmodet och den analytiska förmågan.

Tack käraste Manfred - för all kärlek, den trygga famnen och hejaropen.

Tack Lund - för sena nätter, den akademiska kvarten och närheten till kontinenten. Tack för motvinden, torsdagsölen, uppsatsrummet, valborgsfirandet, studentrabatterna, efterfesterna och toleranta grannar. Men störst tack för alla underbara vänner, den nya familjen jag för alltid kommer att hålla hårt i. Stenhårt.

Till slut vill jag rikta ett tack till min handledare Eva Lindell-Franz som har varit behjälplig med både ett kritiskt öga, en röd markeringspenna och många stöttande ord på vägen.

Lund, 15 december 2015

Astrid Karlsson

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen (2005:551)
AMN	Aktiemaknadsnämnden
BrB	Brottsbalk (1962:700)
Ds.	Departementsserien
EU	Europeiska unionen
HD	Högsta domstolen
HovR	Hovrätten
JT	Juridisk Tidskrift
LHF	Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument
LVU	Lag (1990:52) med särskilda bestämmelser om vård av unga
MmL	Lagen (2005:377) om straff för marknadsmisbruk vid handel med finansiella instrument
MTF	Multilateral Trading Facility
NJA	Nytt juridisk arkiv
Prop.	Proposition
SkL	Skadeståndslag (1972:207)
SOU	Statens offentliga utredningar
SvD	Svenska Dagbladet
SvJT	Svensk Juristtidning
VpmL	Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden
ÅRL	Årsredovisningslag (1995:1554)

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Under det senaste året har media rapporterat om både rekordmånga nykomlingar på den svenska aktiemarknaden och den kö som därmed har bildats till börsen.¹ Intresset för att notera bolag på börsen har varierat de senaste åren. Den allmänna konjunkturen har en stor betydelse för den ökning som skett under senare tid, men är endast en av flera anledningar.² En annan medverkande faktor är en högre omsättning på börsen: det låga ränteläget har bidragit till ett ökat risktagande bland svenska investerare. I förhoppning om högre avkastning placerar fler och fler sitt sparkapital i aktier eller andra finansiella instrument.³

De bolag som vill erbjuda aktier till allmänheten har ett stort regelverk att förhålla sig till. Syftet med regleringen av värdepappersmarknaden är att garantera allmänhetens förtroende för marknaden och att säkerställa ett skydd för investerarna.⁴ Därför består många av skyldigheterna för aktörerna på börsen av informationsgivning. Detta tar sig exempelvis uttryck i skyldigheten att inför en börsnotering upprätta en erbjudandehandling - ett prospekt. Ett prospekt ska tillgodose en investerare med all information om både emittenten och värdepappren som behövs för att bedöma de risker som är förknippade med en eventuell investering i bolaget.⁵

Ett ytterligare tillvägagångssätt för att upprätthålla både investerarnas intresse och förtroende för aktiemarknaden är effektiva sanktioner vid överträdelse av skyldigheterna. Om det efter en nyemission visar sig att emissionsprospektet innehållit felaktig eller bristande information om exempelvis bolagets ekonomi eller framtidsutsikter, kan det leda till att aktiekursen sänks så fort rätt information når marknaden. De aktietecknare som tecknat aktier på grundval av det bristfälliga prospektet har då betalat ett för högt pris och lider därmed en ekonomisk skada. I en sådan situation uppkommer frågan vem som ska bära ansvaret för prospektets innehåll och därmed aktietecknarnas förlust.

Vid upprättandet av ett prospekt är flera aktörer inblandade. Det i ABL reglerade skadeståndsansvaret för fel och brister i prospekt omfattar dock endast vissa utpekade organföreträdare. Detta utesluter emellertid inte möjligheten, att ett sådant ansvar även kan komma i fråga vad gäller andra medverkande aktörer. Ett alternativ är att emittenten, den part som tillförts kapital genom börsnoteringen, borde belastas med prospektansvaret. En

¹ Andersson, SvD; von Schantz, Placera.

² Sevenius & Örtengren, s. 103 f.

³ Sveriges Riksbank: *Finansiell stabilitet*, s. 6.

⁴ af Sandeberg, (2001), s. 15.

⁵ Ds. 2013:16, s. 22.

sådan möjlighet har föreslagits i ett EU-direktiv och finns sedan länge på några av de ledande kapitalmarknaderna. Vad som idag gäller i svensk rätt har varit föremål för diskussion i doktrinen. Till stöd för uppfattningen att emittenten inte kan åläggas ett prospektansvar gentemot aktieägare som vid aktieteckningen förlitat sig på felaktig eller bristande information i ett prospekt, brukar hänvisas till NJA 1935 s. 270.⁶ Rättsfallet har ansetts ge uttryck för principen att ett aktiebolag inte kan bli skadeståndsskyldigt gentemot sina aktieägare på kontraktsrättslig grund, i de fall anspråket hänförs till teckning av aktier.⁷

Bolagets prospektansvar har ett flertal gånger berörts av den svenska lagstiftaren och nyligen utkom Finansdepartementet med en promemoria, i vilken vikten av att undanröja den osäkerhet som finns vad gäller svenska juridiska personers prospektansvar betonas.⁸ Finansdepartementet föreslår en modernare reglering av prospektansvaret, med en lagreglerad möjlighet för aktietecknare att utkräva ansvar av emittenten. Som skäl för sin uppfattning, anger man ”den alltmer internationaliserade kapitalmarknaden”⁹. Vad som däremot inte framhålls är hur ett prospektansvar för emittenter ska eller bör utformas och någon lagstiftning har ännu inte kommit till stånd. Det är därför intressant att utreda om, och framför allt hur, vi i svensk rätt kommer se en utveckling i linje med den internationella kapitalmarknaden.

Det bör tilläggas att valet av uppsatsämne kan motiverats av rent personliga intressen för aktiemarknaden och förhoppningen att arbeta inom området. Examensarbetet tjänar således två syften: det är inte bara ett avslut på studierna utan även en början på - eller förberedelse till - arbetslivet som verksam jurist.

1.2 Syfte och frågeställningar

Uppsatsens huvudsakliga syfte är att *utreda vilka möjligheter det finns, inom svensk rätt, att införa ett skadeståndsrättsligt och bolagsrättsligt ansvar för bolaget avseende felaktig eller missvisande informationsgivning i ett prospekt*. Som ett led i detta ingår även att utreda om den utveckling som skett genom BDO-fallet är i linje med lagstiftarens antaganden om effektivitet på aktiemarknaden.

⁶ Se t.ex. Karlgren, (1938), s.187 ff.

⁷ SOU 1997:22 s. 227 f.

⁸ Ds 2013:16, s. 45.

⁹ Ds 2013:16, s. 45.

För att uppnå detta övergripande syfte utgår uppsatsen ifrån följande centrala frågeställningar:

- På vilka rättsliga grunder kan ett aktiemarknadsbolag¹⁰ bli skadeståndsskyldigt gentemot aktietecknare som, till följd av bristfällig information i ett prospekt, lidit en ekonomisk skada?
- Bör aktiemarknadsbolag bära det bolagsrättsliga prospektansvaret de lege ferenda?
- Vilka konsekvenser har BDO-fallet för ansvaret i förhållande till Finansdepartementets lagförslag?

1.3 Avgränsning

Denna uppsats är tänkt att utgöra en studie i den svenska aktiemarknadsrätten. Uppsatsen är därför inriktad på handeln med aktier och kommer inte närmare behandla sådana värdepapper som handlas på ränte- och valutamarknaderna.

Den valda problemformuleringen och frågeställningen förutsätter även en genomgång av skadeståndsrättsliga bestämmelser och principer. De skadeståndsrättsliga inslagen är begränsade till att omfatta bestämmelser och principer för ren förmögenhetsskada med särskild betydelse för framställningen. Således är redogörelsen över den skadeståndsrättsliga aktsamhetsbedömningen inriktad på omständigheter som får betydelse för prospektansvaret. Andra skadeståndsrättsliga bedömningar, såsom medvällande, beräkning av skadeståndets storlek, ansvarsfösärkringar eller friskrivningar kommer av ovan nämnda anledning inte beredas utrymme i uppsatsen. Inte heller kommer börsens egna påföljder eller sanktioner som används av självreglerande organ att behandlas.

Vidare tangerar uppsatsämnet både process- och straffrättens område. Inget av ämnena kommer däremot att behandlas. Således kommer processrättens regler om bevisbörda och beviskrav vid skadeståndsanspråk inte att behandlas. Utanför uppsatsen faller också såväl straffrättsliga som börsrättsliga sanktioner som kan tänkas bli aktuella vid bolagets felaktiga eller bristande informationsgivning. Detta eftersom den för uppsatsen centrala påföljden är bolagets skadeståndsansvar gentemot aktietecknaren.

Skyldigheten att upprätta ett prospekt uppkommer vid olika tillfällen. Med hänsyn till den ansvarsproblematik som färgar uppsatsen kommer fokus att ligga på emissionsprospekt om inget annat anges. Vid upprättandet av ett prospekt finns många aktörer som medverkar och därför skulle kunna åläggas ett civilrättsligt ansvar. Likväl som att man för en diskussion om emittentens prospektansvar, skulle det vara intressant att utreda ansvaret för enskilda styrelsemedlemmar, revisorer, självständiga medarbetare, emissionsinstitut eller myndigheter. Att föra en sådan omfattande

¹⁰ Begreppet förklaras under avsnitt 1.6.

diskussion, inom ramen för detta examensarbete, kan tyckas väl optimistiskt med tanke på både tids- och platsbrist och faller därför utanför ramen för den fortsatta framställningen. En förutsättning för att hålla en juridisk person ansvarig måste emellertid vara att en företrädare för bolaget har handlat oaktsamt. Med anledning av nyss nämnda begränsning kommer handlingar företagna av bolagsorganen endast att diskuteras i förhållande till bolagets organansvar.

Den svenska aktiemarknaden kan delas in i en primärmarknad och en sekundärmarknad. När ett företag för första gången erbjuder allmänheten aktier vid en nyintroduktion eller emitterar nya aktier på börsen, sägs handeln ske på primärmarknaden. Därefter kan aktierna säljas vidare på sekundärmarknaden.¹¹ I uppsatsen kommer endast prospektansvar vid handel av aktier på primärmarknaden att behandlas, d.v.s. sådan handel som ger ett direkt kapitaltillskott till aktiemarknadsbolaget. Som en följd av avgränsningen kommer exempelvis inte prospekt som upprättas vid offentliga uppköp att behandlas. Avgränsningen känns naturlig eftersom aktiemarknadsbolaget och investeraren står i ett direkt förhållande till varandra på primärmarknaden. Med begränsningar i såväl tid som utrymme är detta en fördel för framställningen. En ytterligare anledning är att informationskyldigheten på sekundärmarknaden har behandlats ingående av både Samuelsson och Härkönen i deras respektive avhandlingar.¹² Vidare görs inga anspråk på att utreda gällande rätt vad gäller emittentens prospektansvar. Sådana utredningar finns det gott om i litteraturen och framställningen om bolagets prospektansvar de lege lata består främst i att redogöra för den diskussion som har framförts i doktrinen. På så vis riktas ett större fokus mot uppsatsens huvudsakliga syfte: att utreda prospektansvaret de lege ferenda.

1.4 Metod och material

1.4.1 Rättsdogmatik

Med beaktande av uppsatsens huvudsakliga syfte krävs en kartläggning av gällande rätt beträffande prospektansvaret. För att göra en framställning av gällande regelverk de lege lata, har det varit både lämpligt och nödvändigt att använda sig av den traditionella rättsdogmatiska metoden. Den valda metoden innebär att rättsläget bedöms utifrån en tolkning av traditionella rättskällor.¹³ Enligt Peczenik rymmer begreppet rättskällor sådant material som *ska*, *bör* och *får* citeras vid lagtolkning.¹⁴

Till rättskällor som *ska* beaktas hör främst de nationella lagarna. Såväl Aktiebolagslagen och Skadeståndslagen (1972:207) som aktiemarknadens omfattande regelverk har spelat en central roll för framställningen. Genom

¹¹ Sevenius & Örtengren, s. 33 f.

¹² Samuelsson; Härkönen, (2013).

¹³ Peczenik, (1995), s. 33 f.

¹⁴ Peczenik, (1980), s. 49 f.

Sveriges inträde i EU är också EU-fördragen att betrakta som en del av den svenska nationella rätten. Sådana rättsakter som utformas inom EU ska ges fullt genomslag i svensk rätt; enligt principen om EU-rättens företräde ska, vid en normkonflikt mellan EU-rätten och alla former av nationell rätt, EU-rätten ges företräde.¹⁵

Huruvida rättstillämparen även är bunden till lagförarbeten är inte självklart. Medan Peczenik menar att förarbeten utgör gällande rätt och *bör* beaktas av rättstillämparen¹⁶, argumenterar Agell för att lagförarbeten ofta tillmäts ett allt för stort rättskällevärde.¹⁷ I uppsatsen används förarbeten utifrån synpunkten att samtidigt som de inte är direkt bindande för domstolen, har de en stor traditionell och praktisk betydelse för den svenska rättstillämpningen.

En annan rättskälla, som enligt Peczenik *bör* beaktas av rättstillämparen, är praxis och prejudikat. Då det saknas en utförlig reglering av prospektansvaret för juridiska personer inom svensk rätt har HD:s uttalanden i NJA 1935 s. 270 blivit en stark utgångspunkt för vad som är gällande rätt. Följaktligen har rättsfallet och de principer som anses komma till uttryck däri, en central roll för bedömningen av prospektansvaret de lege lata. Rättsfallet har varit föremål för diskussion i den svenska doktrinen, vilken har utgjort ett viktigt verktyg för prejudikattolkningen.

Användningen av praxis som grund för gällande rätt har haft som störst betydelse för uppsatsens skadeståndsrättsliga framställningar. Eftersom SkL är utformad som en ramlag har regelverkets närmare innebörd överlämnats till rättstillämparen. Många grundläggande skadeståndsprinciper saknar därför lagstöd och återfinns i praxis från HD samt i den juridiska litteraturen, vilket får till följd att sådana rättskällor får en särställning vid diskussionen om gällande rätt.¹⁸

Eftersom det ännu inte finns ett prospektansvar för bolag i svensk rätt, finns det inte heller några domstolsavgöranden härom. För att dra slutsatser om enligt vilka metoder ansvarsbedömningen bör ske i en fråga som inte tidigare varit uppe för rättslig prövning, kan det vara lämpligt att dra analogier till rättstillämpningen som den ser ut på näraliggande områden. Uppsatsen använder sig därför av HD:s avgörande i NJA 2014 s. 272, mer känt som BDO-fallet. Rättsfallet behandlar revisors ansvar för ren förmögenhetsskada till följd av felaktig information på aktiemarknaden. Visserligen är ansvarssubjektet ett annat än bolaget, men i fallet gör HD några uttalanden om det bolagsrättsliga informationsansvaret som är av allmängiltig karaktär. På ett område som under senare decennier har varit föremål för stora lagstiftningsåtgärder har ett så pass nyligen avkunnat

¹⁵ Bernitz & Kjellgren, s. 100 ff.

¹⁶ Peczenik, (1980), s. 49 och 118.

¹⁷ Agell, (1990), s. 6.

¹⁸ Kleineman, (1987), s. 133.

rättsfall, som avkunnats i ljuset av den moderna lagstiftningen, stor betydelse som rättskälla.

Den juridiska litteraturen har inte enbart betydelse för prejudikattolkningen utan förekommer även i domsmotiveringar. Huvudsakligen används doktrin då det finns ett behov av systematisk vägledning eller begreppsbildning hos domstolarna men kan också användas för att lösa frågor av principiell karaktär.¹⁹ Några överväganden måste emellertid göras innan uttalanden i doktrin läggs till grund för gällande rätt. De för uppsatsen aktuella lagreglerna har genomgått stora förändringar under de senaste decennierna, inte minst efter en anpassning till EU:s prospektivdirektiv²⁰. Därmed inte sagt att äldre litteratur har förlorat sin relevans helt och fullt, men det är viktigt att förhålla sig till sådan litteratur med viss återhållsamhet. Vidare ska nämnas att doktrin kännetecknas av att ge uttryck för enskilda rättsvetenskapsmäns subjektiva tolkningar och förhållningssätt. För en objektiv rättsutredning är det därför viktigt att ta höjd för olika inställningar som företräds av olika författare.

Som ovan nämnts har lagstiftaren visat ett ökat intresse för att genom lagstiftning undanröja de osäkerheter vad gäller juridiska personers prospektansvar. Lagförslag kan fungera som ett lackmuspapper när man vill förstå lagstiftarens inställning till rättsutvecklingen, men det är tveksamt i vilken mån de kan användas för att bedöma gällande rätt. Således har Finansdepartementets promemoria Ds 2013:16 främst varit intressant för att få lagstiftarens syn på vilka skäl som talar för och emot ett prospektansvar för juridiska personer samt vilka överväganden som bör göras vid utformningen av ett sådant ansvar. Ännu har ingen lagstiftning kommit till stånd med anledning av Finansdepartementets promemoria och i nuläget förväntas det inte heller ske några lagändringar som kan komma att påverka innehållet i denna uppsats.

Att rättsläget är oklart beror inte enbart på avsaknaden av lagstiftning och praxis på området. Rättsläget kompliceras av att det omfattar såväl det bolagsrättsliga som de avtals- och skadeståndsrättsliga områdena och kan därför tolkas på olika sätt. Av väsentlig betydelse för uppsatsen är huruvida aktieteckningen skapar ett avtalsförhållande mellan aktieägaren och bolaget. Detta får stor betydelse för ansvarsbedömningen för den aktuella skadetyper ren förmögenhetsskada. Det är ingen självklarhet att aktiemarknadsrätten och avtalsrätten följer samma principer för ingående av avtal; vi befinner oss här i gränslandet mellan två rättsområden. För att utreda emittentens prospektansvar ur både ett de lege lata och de lege ferenda perspektiv måste man förstå hur de olika rättsområdena förhåller sig till varandra och vilka principer som ska ges företräde i olika situationer.

¹⁹ Peczenik, 1980, s. 140.

²⁰ 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

Skadeståndsansvaret påverkas alltså av om vi befinner oss i ett inom- eller utomobligatoriskt förhållande samt av den bolagsrättsliga kontexten. Därutöver har den offentligrättsliga regleringen betydelse som norm för skadeståndsansvarets vållandebedömning. I förhållande till oaktsamhetskravet kan offentligrättslig lagstiftning användas som en standard med vilken man jämför ett påstått oaktsamt beteende. Dessutom utgår normskyddsläran från syftet med den offentligrättsliga handlingsnormen, vilket får betydelse för ansvaret. Om den av lagstiftningen uppställda handlingsnormen inte haft som syfte att skydda den skadelidandes intresse, ska denne inte heller ha rätt till ersättning vid en överträdelse eller avvikelse från normen.²¹ Det som särskiljer aktiemarknaden från övriga rättsområden är aktörernas egna regelverk. En metodisk reflektion bör därför göras kring aktiemarknadens självreglering och dess inflytande på aktiemarknadsparternas skadeståndsrättsliga förhållanden. Ledning i sådana frågor har främst sökts i praxis, men även skadeståndsrättslig doktrin.

1.4.2 Konstruktiv rättsvetenskap och rättsekonomisk teori

Den traditionella rättsdogmatiska metoden har kritiserats för att begränsa rättsvetenskapen till att utreda vad som är gällande rätt och därmed främst inrikta sig på rättstillämparens problem.²² Agell menar att rättsvetenskapens uppgift, liksom ansvar, är att bidra till rättsutvecklingen genom att granska både lagstiftning och praxis med kritiska ögon.²³ Till den del av uppsatsen som omfattar en redogörelse över prospektansvaret de lege ferenda har därför en konstruktiv metod använts som komplement till rättsdogmatiken.

Den konstruktiva rättsvetenskapen inriktar sig på att omvärdera gällande rätt utifrån dess samhälleliga funktion och ändamålsenlighet.²⁴ Aktiemarknaden är för många företag en viktig källa för kapitalanskaffning och underlättar såväl finansiering av redan befintlig verksamhet som investeringar i nya projekt. Detta gör den även till en viktig roll för samhällsekonomin. Med regelverket på aktiemarknaden vill lagstiftaren åstadkomma ett förtroendeskapande beteende hos aktörerna, vilket är en förutsättning för aktiemarknadens funktion. Då reglerna kring aktiemarknaden har starka samhällsekonomiska motiv, kan lagstiftaren ha nytta av ett nationalekonomiskt perspektiv vid utformning och utveckling av regelverket. Den rättsekonomiska vetenskapen intresserar sig för rättens roll i samhällsekonomin och kan användas för att argumentera kring hur regelverket ska utformas för att nå det bakomliggande syftet så effektivt som möjligt.²⁵

²¹ Se mer härom i avsnitt 5.2.3.1.

²² Hellner, (2001), s. 22; Agell, (2002), s. 248; Olsen, s. 107.

²³ Agell, (2002) s. 5.

²⁴ Agell, (1997), s. 43.

²⁵ Cooter and Ulen, s. 3 ff.

Rättsekonomin tillhandahåller alltså en argumentationsmodell där det primära syftet med en lagregel är att skapa ekonomisk effektivitet.²⁶ Ekonomisk effektivitet anses åstadkommas om en förändring leder till ett högre välbefinnande för åtminstone en individ.²⁷ En viktig utgångspunkt inom den ekonomiska rättsvetenskapen är att rationella personer som ingår avtal gör detta för att maximera sin egen nytta, vilket får till följd att alla frivilliga avtal mellan rationella personer bidrar till att skapa ekonomisk effektivitet.²⁸ Applicerat på aktiemarknaden innebär synsättet att lagstiftningen bör utformas så att antalet transaktioner ökar: lagstiftningen ska underlätta transaktioner genom att innehålla så få hinder som möjligt, både för de aktörer som vill investera samt de företag som är i behov av investerare. I uppsatsen används de rättsekonomiska värderingarna för att förklara vissa avväganden som ligger till grund för dagens lagstiftning och hur lagstiftningen bör utformas. Ställt på sin spets handlar det om att utvärdera den nytta som lagförslaget medför till investerarskyddet i förhållande till effektiviteten på marknaden i stort.

Skälet till att använda en konstruktiv metod är inte enbart för att ompröva lämpligheten av gällande rätt utan också för att ge en insikt i den lämpliga regleringsnivån på aktiemarknadsrätten.²⁹ Som ovan nämnts har lagstiftaren under ett flertal tillfällen tagit initiativet till att utveckla det svenska prospektansvaret: åtgärder som ännu inte resulterat i någon lagstiftning. En möjlig förklaring kan vara att aktiemarknadens regelverk, som traditionellt har utvecklats av marknadsaktörer, gynnas av en avhållsamhet från lagstiftarens sida. Uppsatsens utredning de lege ferenda sker därför mot bakgrund av aktiemarknadens intresse av balans mellan ett högt förtroende hos allmänheten samt ett fullgott investerarskydd å ena sidan och marknads behov av effektivitet och självreglering å andra sidan.

1.5 Forskningsläge

Huruvida bolaget har ett ansvar för informationen i ett prospekt har varit föremål för diskussion sedan HD:s avgörande i NJA 1935 s. 270. I anslutning till avgörandet handlade diskussionen dock främst om tillämpningen av avtalslagens ogiltighetsregler på aktieteckningen. Det är först under senare decennier som diskussionen även kommit att omfatta vilka slutsatser som faktiskt går att dra av rättsfallet rörande bolagets prospektansvar.

Mycket finns skrivet om informationsansvar på aktiemarknaden, varvid man ofta talar om styrelsens och den verkställande direktörens ansvar. Bolagets informationsansvar har behandlats i två avhandlingar från olika decennier. Per Samuelssons avhandling från 1991 har varit en viktig utgångspunkt för

²⁶ Dahlman, Glader och Reidhav, s. 54.

²⁷ Dahlman, Glader och Reidhav, s. 206.

²⁸ Dahlman, Glader och Reidhav, s. 206 f.

²⁹ Lambertz, s. 266.

den fortsatta forskningen. Samuelsson drar upp riktlinjer för såväl culpa som adekvansbedömningen för prospektansvar. År 2001 disputerade Catarina af Sandeberg med sin avhandling om prospektansvar. Därefter har en hel del lagar stiftats på området varpå många av de utgångspunkter de båda rättsvetenskaparna utgått ifrån har förändrats. Dock ger respektive verk fortfarande ledning i viktiga frågor av generell karaktär. Den fortsatta forskningen består främst i artiklar varav endast ett fåtal berör ansvaret ur ett de lege ferenda perspektiv. Den gemensamma uppfattningen, inte utan undantag som bekräftar regeln, tycks vara att ett prospektansvar för bolaget välkomnas. Men hur detta ska utformas råder det oenighet om. Därför är det av särskilt intresse att undersöka den lösning som föreslås i Finansdepartementets promemoria, något som hittills inte gjorts i betydande omfattning.

1.6 Terminologi

I uppsatsen används ett antal aktiemarknadsrättsliga begrepp som är av central betydelse, men som kan tyckas vaga eller allmängiltiga. Nedan ges därför en förklaring till hur begreppen används i den fortsatta framställningen. I övrigt har sådan terminologi använts som är etablerad på den svenska aktiemarknaden. Eftersom denna till stor del är influerad av de internationella marknaderna förekommer en hel del engelska termer som har givits svenska, etablerade, motsvarigheter.

Aktiemarknadsbolag: ett publikt bolag vars aktier handlas på en reglerad marknad i Sverige.

Aktiemarknadsrätt: den civilrättsliga delen av värdepappersmarknadsrätten som innehåller rättsregler rörande noterade och listade bolag.

Bristfälling informationsgivning: uppgifter som antingen är direkt felaktig, missvisande eller som i strid med lag eller annan reglering undanhålls.

Börsrätt: den offentligrättsliga delen av värdepappersmarknadsrätten som innehåller rättsregler om tillstånd, tillsyn och former för bedrivande av handel med aktier.

Prospekt: sådana erbjudandehandlingar som upprättas vid en nyemission där allmänheten erbjuds teckna aktier i bolaget, med eller utan samband med en introduktionsprocess.

Prospektansvar: den person (fysisk eller juridisk) som enligt rättsliga normer ska stå för följderna av en viss handling eller underlåtenhet.

Prospektskyldighet: Den person (fysisk eller juridisk) som enligt lag är skyldig att upprätta ett prospekt.

Stockholmsbörsen: NASDAQ OMX Stockholm

Värdepappersmarknad: Samlingsbegrepp för marknaden för organiserad handel med överlåtbara värdepapper såsom aktier och räntebärande instrument.

1.7 Disposition

Uppsatsens disposition kan liknas vid en pyramid där ämnet för varje kapitel smalnar av mot toppen som utgör uppsatsens analys och slutsats. I det inledande kapitlet, kapitel 2, redogörs för värdepappersmarknaden. Fokus ligger på informationsspridning och aktieteckning, två för uppsatsen centrala begrepp. Kapitel 3 behandlar en särskild form av informationsbärare - prospektet - utifrån de lagar och regler som finns på området. Därefter går kapitel 4 och 5 över till den skadeståndsrättsliga framställningen. I det fjärde kapitlet företas en utredning om under vilka förutsättningar ett bolag kan bli skadeståndsansvarigt för ren förmögenhetsskada. Ansvaret diskuteras utifrån både bolagsrättsliga och skadeståndsrättsliga grunder. I det femte kapitlet diskuteras ren förmögenhetsskada utifrån skadeståndsrättsliga ansvarsförutsättningar. Detta inbegriper det skadeståndsrättsliga kravet på adekvat kausalitet och culpa. Eftersom bedömningen av sådana förutsättningar lämnats över till domstolen spelar praxis en central roll för kapitlet. Här behandlas det för uppsatsen viktiga BDO-fallet utifrån vad som i de tidigare kapitlen framkommit om ansvaret för rena förmögenhetsskador.

I kapitel 6 behandlas bolagets prospektansvar utifrån gällande rätt samt de initiativ lagstiftaren har tagit för att förändra rättsläget. Avslutningsvis sker en analys av bolagets prospektansvar de lege ferenda utifrån lagstiftarens förslag i förhållande till de principer för ansvarsbedömningen som tillämpades i BDO-fallet. Uppsatsens sista kapitel, kapitel 8, innehåller några avslutande kommentarer på hur lagstiftaren, enligt min mening, bör fortsätta sitt arbete.

Eftersom uppsatsen behandlar flera rättsvetenskapliga områden förekommer analytiska inslag i den löpande texten för att underlätta läsningen. Detta gäller inte minst för rättsfallsanalysen i uppsatsens femte kapitel. Vid sådana inslag görs läsaren uppmärksam på framställningens analytiska karaktär. Den centrala analysen återfinns i uppsatsens sjunde kapitel.

2. Värdepappersmarknaden

2.1 Inledning

I detta kapitel presenteras regleringen av aktiemarknaden i form av svensk lagstiftning och börsens eget regelverk, med utgångspunkt i de informationsskyldigheter som åligger bolag inför en börsnotering eller i samband med en nyemission på en reglerad marknad.

Innan vi går vidare till en introduktion av den svenska aktiemarknaden bör några ord först ägnas åt det aktuella rättsområdets avgränsning. Stattin definierar aktiemarknadsrätt såsom *rättsreglerna rörande noterade och listade bolag*.³⁰ Till skillnad från börsrätten, som enligt samma författare omfattar offentligrättsliga regler om tillstånd, tillsyn och former för bedrivande av handel med aktier, har aktiemarknadsrätten sitt ursprung i civilrätten och bör behandlas som en självständig juridisk disciplin.³¹ Lindskog delar inte åsikten att aktiemarknadsrätten utgör ett självständigt rättsområde; enligt Lindskog utgör sådana rättsregler en privaträttslig subkategori till börsrätten.³² Oavsett aktiemarknadsrättens rättsliga status kommer Stattins definition att användas i den fortsatta framställningen.

2.2 Handeln på den svenska aktiemarknaden

2.2.1 Stockholmsbörsen och andra marknadsplatser

Marknaden för finansiella instrument, värdepappersmarknaden, utgörs av aktiemarknaden tillsammans med ränte- och valutamarknaden. Ett värdepapper kan antingen vara ett instrument som ger ett aktieägarinflytande, såsom aktier och teckningsoptioner, eller ett instrument som baseras på ett obligationsrättsligt avtal.³³ Sådana avtalsbaserade värdepapper förekommer på ränte- och valutamarknaderna och ger inte innehavaren någon rätt att förfoga över en tillgång. I stället kan det innebära en fordringsrätt i förhållande till ett lån där avkastningen vanligtvis består i form av ränta.

Riksbanken definierar aktiemarknaden som ”handeln med aktier och aktierelaterade instrument noterade på svenska marknadsplatser”³⁴. Under begreppet marknadsplats faller delvis de reglerade marknaderna, som vanligtvis kallas för börser. I Sverige finns det tre reglerade marknadsplatser. Den nordiska börsen Nasdaq Nordic drivs av företaget NASDAQ. Den svenska listan på den nordiska börsen heter NASDAQ OMX Stockholm och kallas i dagligt tal för Stockholmsbörsen. Den andra

³⁰ Stattin, s. 35.

³¹ Stattin, s. 35 och 39 f.

³² Sevenius & Örtengren, s. 51 f.

³³ Sevenius & Örtengren, s. 28 f.

³⁴ Sveriges Riksbank, *Den svenska finansmarknaden*, s. 49.

börsen, som är mindre än Stockholmsbörsen både vad gäller antal noterade bolag och omsättning, heter NGM Equity och drivs av Nordic Growth Market.³⁵ Den tredje reglerade marknaden heter Burgundy, men här finns inga aktier noterade. Bolag vars aktier handlas på en reglerad marknad kallas för aktiemarknadsbolag. Utöver de reglerade marknaderna, kan aktier även handlas på en handelsplattform, eller en s.k. Multilateral Trading Facility (MTF).³⁶ De bolag som är listade på en MTF omfattas av mindre omfattande regler jämfört med bolag som är noterade på en reglerad marknad och kommer inte att behandlas närmare i den fortsatta framställningen.

2.2.2 Börsnoteringen - bolagets väg till börsen

Till aktiemarknaden kan företag vända sig för att hitta intressanta investeringsmöjligheter, men även för att hitta investerare för att finansiera sin egen verksamhet. Genom att emittera aktier på en reglerad marknad kan företaget ta hjälp av allmänheten för att mätta sitt kapitalbehov.³⁷ Denna möjlighet finns endast för de företag som har tagit upp sina aktier till handel på en marknadsplats för aktier, dvs. publika bolag. Beslut om byte av bolagskategori från privat till publikt bolag kräver en ändring i bolagsordningen, ett beslut som enligt 7 kap. 42 § ABL fattas med kvalificerad majoritet av bolagsstämman.

För att notera sina aktier på Stockholmsbörsen eller en annan reglerad marknadsplats krävs att bolaget genomgått en börsintroduktion. Styrelsen fattar beslut om huruvida bolaget ska ansöka om notering, ett beslut som kan ta månader och ofta flera år att förbereda.³⁸ En börsnotering medför inte i sig att allmänheten erbjuds att teckna aktier i företaget, men ofta sker en nyemission till allmänheten i samband med noteringen.³⁹

2.2.3 Aktieteckning vid nyemission på aktiemarknaden

Vid en nyemission ger bolaget ut nya aktier varpå bolagets egna kapital ökar. Regler om beslut om och förfarandet vid nyemission finns i 13 kap ABL. Ett beslut om att emittera nya aktier fattas av bolagsstämman eller av styrelsen med bolagsstämmans bemyndigande.

Huvudregeln vid nyemission är att de redan befintliga aktieägarna ska ges företrädesrätt till teckning av de nya aktierna. Företrädesemissioner innebär att varje aktieägare är berättigad till att försvara sitt procentuella ägande i bolaget då nya aktier emitteras. Detta åstadkoms genom att aktieägaren tecknar och blir tilldelad aktier i förhållande till sitt nuvarande innehav. På

³⁵ Nasdaq OMX Nordic.

³⁶ Se 11 kapitlet VpmL.

³⁷ Sevenius & Örtengren, s. 104.

³⁸ Sevenius & Örtengren, s. 116.

³⁹ Sevenius & Örtengren, s. 102.

så vis förhindras en utspädning av aktieägarnas aktieinnehav.⁴⁰ Det är därefter upp till varje aktieägare att besluta om man vill utnyttja sin teckningsrätt eller sälja den vidare. För att garantera att så många teckningsrätter som möjligt utnyttjas, antingen av de befintliga aktieägarna eller någon de säljer till, varpå kapital inflyter till bolaget, sker ofta en företrädesemission till rabatterat pris.⁴¹

I emissionsvillkoren anges även enligt vilka kriterier tilldelning ska ske av sådana aktier som inte tecknats av de med företrädesrätt. Det är då vanligt att de som tecknat sig för aktier med stöd av företrädesrätt har rätt att teckna ytterligare aktier. Tilldelningskriterierna ska även innehålla bestämmelser om hur en sådan situation ska lösas då fler aktier tecknas än vad som finns att tillgå, vad man kallar överteckning.⁴² Det kan då tänkas att fördelningen sker i förhållande till det antal teckningsrätter som utnyttjades med företrädesrätt.⁴³

Erbjudandet om att teckna aktier är inte bindande för bolaget; bolaget kan dra tillbaka erbjudandet och på grund av risken för överteckning är aktietecknare inte garanterade några aktier. Däremot är aktieteckningen bindande för tecknaren fram till tilldelningsdatumet som framgår av emissionsvillkoren.⁴⁴ Först när tilldelning har beslutats av styrelsen är aktieteckningen bindande för båda parter.⁴⁵

Handeln på aktiemarknaden sköts av värdepappersinstitut, kanske mer känt som *investment banks*. Värdepappersinstitut har till uppgift att vara förmedlare mellan säljare och köpare. Såväl banker som andra värdepappersbolag kan bedriva värdepappersrörelse under förutsättning att de har tillstånd från Finansinspektionen.⁴⁶ Rent tekniskt kan handeln ske utan ett värdepappersbolag som mellanhand men i praktiken vänder sig investeraren till ett sådant bolag som köper och säljer aktier för kundens räkning.

2.3 Information på aktiemarknaden

En viktig förutsättning för aktiemarknadens överlevnad är att marknaden åtnjuter ett högt förtroende hos allmänheten, något som i svensk rätt är tänkt att åstadkommas genom att lagstiftningsvägen tillhandahålla ett skydd för investerarna. Ett högt förtroende underlättar även företagets tillgång till kapital. Det kan därför påstås att syftet med regleringen av aktiemarknaden,

⁴⁰ Bergström & Samuelsson, s. 256.

⁴¹ Bergström & Samuelsson, s. 260.

⁴² 13 kap. 4 § 1 st 6 p. ABL

⁴³ Se bilaga A, p. 3.

⁴⁴ Se bilaga A, p. 5.

⁴⁵ af Sandeberg, (2001), s. 258 f.

⁴⁶ Sevenius & Örtengren, s. 128.

förutom att upprätthålla investerarnas förtroende, är att upprätthålla aktiemarknadens ställning i samhällsekonomin.⁴⁷

Investerarskyddet på den svenska aktiemarknaden bygger på informationsdoktrinen, vilket innebär relativt långtgående skyldigheter för börsnoterade bolag att offentliggöra sådan information som har en väsentlig betydelse för bedömningen av företagets ekonomiska ställning. Sådana skyldigheter kommer till uttryck i både lagstiftning och marknadens självreglering.⁴⁸ För att skapa likvärdiga förutsättningar att fatta väl övervägda beslut är tanken även att samtliga intressenter ska få tillgång till informationen samtidigt.⁴⁹ Informationskraven kompletteras därför med förbud mot missbruk av information. Ett exempel på sådant marknadsmissbruk är då en person med tillgång till kurspåverkande information som ännu inte nått marknaden, använder sig av sitt informationsövertag för att köpa eller sälja sådana finansiella instrument som påverkas av informationen. Ett sådant agerande kallas för otillåten insiderhandel och är kriminaliserat enligt 2 § 1 stycket lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument (MmL). En alternativ väg är, enligt Samuelsson, att inrätta ett organ som utför en kontinuerlig kvalitetskontroll av börsnoterade bolag. En sådan lösning har inte fått ett stort genomslag i praktiken; den dominerande uppfattningen om hur investerarskyddet bäst tillgodoses utgår idag ifrån informationsdoktrinen.⁵⁰

På sekundärmarknaden kan placerare förhålla sig till aktiekursen för bedömningen av bolagets värde.⁵¹ Eftersom en sådan referenspunkt saknas då ett bolag för första gången erbjuder sina värdepapper till allmänheten anses tillgången till information vara särskilt viktig på primärmarknaden. För att tillgodose detta informationsbehov har lagstiftaren infört en skyldighet för bolag, vars aktier tas upp till handel på en reglerad marknad för första gången, att upprätta en erbjudandehandling - ett prospekt.⁵²

2.4 Värdepappersmarknadens regelstruktur

2.4.1 Inledning

Sedan början av 1980-talet har regleringen av värdepappersmarknaden genomgått en stor förändring. Marknaden styrs idag av ett omfattande regelverk, som till stor del har sitt ursprung i EU-rätten. EU:s aktiva lagstiftningsarbete kan förklaras med att den ökade globaliseringen av marknaden ställer krav på en ökad harmonisering av medlemsländernas

⁴⁷ Samuelsson, s. 36.

⁴⁸ Samuelsson, s. 36 f.; Se avsnitt 3.3 om vilken information som ska finnas med i ett prospekt.

⁴⁹ Sevenius & Örtengren, s. 174.

⁵⁰ Samuelsson, s. 81.

⁵¹ Samuelsson, s. 81.

⁵² Se 2 kap. 1 § LHF.

lagstiftning.⁵³ Den flitiga regleringstakten kan också ses som en reaktion på de senaste decenniernas finanskriser, vilka har påvisat den finansiella marknadens betydelse för samhällsekonomin i övrigt. Tanken är att man med hjälp av ett gediget regelverk dels kan skydda marknaden från nya kriser, dels kan utveckla marknaden så att den i högre grad bidrar till samhällsutvecklingen.⁵⁴ Regleringen kring den svenska aktiemarknaden är därför en anpassning efter EU-förordningar och direktiv, men består även av svenska offentliga regler samt aktiemarknadens självreglering. Nedan följer en kort genomgång av denna regelstruktur.

2.4.2 Regelverket på värdepappersmarknaden

De för värdepappersmarknaden mest centrala reglerna finns i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument (LHF) samt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (Vpml). Den senare är ett resultat av införlivandet av EU:s direktiv om marknader för finansiella instrument, MiFID.⁵⁵ Direktivet syftar delvis till att skydda investerarna⁵⁶ och en stor del av värdepappersmarknadslagen handlar om att säkerställa ett gott uppträdande hos aktörerna på marknaden. MiFID ersattes i maj 2014 av ett direktiv⁵⁷ och en förordning⁵⁸ om marknader för finansiella instrument. En stor del av reglerna i MiFID förblir oförändrade eller ersätts med mer utförliga bestämmelser, men de nya rättsakterna innebär likväl ny lagstiftning. Rättsakterna ska vara genomförda och börja tillämpas av medlemsstaterna senast år 2017.⁵⁹

Bestämmelser om prospekt finner man i LHF, men med tiden har lagen även kommit att fungera som en samlingsplats för olika regleringar av värdepappersmarknaden som tillkommit genom EU-rättslig lagstiftning.⁶⁰ Lagens prospektregler baseras på prospektdirektivet, vars syfte är att säkerställa ett fullgott investerarskydd.⁶¹ Vad gäller innehållet i prospekt hänvisar prospektdirektivet till prospektförordningen.⁶² Trots förordningens

⁵³ Sevenius & Örtengren, s. 81.

⁵⁴ Sevenius & Örtengren, s. 81.

⁵⁵ Europaparlamentet 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 Europaparlamentet och rådets direktiv 2000/12/EG samt upphävande av rådets direktiv 93/22/EEG.

⁵⁶ MiFID, skäl 3.

⁵⁷ Europaparlamentet och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU (MiFID II).

⁵⁸ Europaparlamentet och rådets förordning (EU) nr 600/2014 av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av förordning (EU) nr 648/2012 (MiFIR).

⁵⁹ SOU 2015:2 s. 34.

⁶⁰ Afrell, LHF, kommentaren till rubriken i 1 kap, Karnov.

⁶¹ Prospektdirektivet, skäl 16.

⁶² Art. 7 i prospektdirektivet och Kommissionens förordning (EG) nr 809/2004 av den 29 april 2004 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv

direkta tillämplighet i Sverige har, för tydlighetens skull, en hänvisning till förordningen även tagits med i 2 kap. 11 § LHF.

2.4.3 Självreglering på aktiemarknaden

Trots att regleringen av aktiemarknaden under de senaste decennierna har präglats av EU-rättsliga direktiv och förordningar, har regleringen i Sverige traditionellt sett kännetecknats av en omfattande självreglering.⁶³ Först vid implementeringen av öppenhetsdirektivet⁶⁴ fick börsbolagen en lagstadgad skyldighet att offentliggöra information till allmänheten, en skyldighet som tidigare varit grundad på marknadens egna regler och rekommendationer.⁶⁵

Självregleringen är ett tecken på att även marknadens aktörer lägger stor vikt vid en väl fungerande aktiemarknad med ett högt förtroende hos allmänheten. Självregleringen tar delvis uttryck i rekommendationer som utfärdas av branschens aktörer och organisationer. En viktig sådan organisation är Aktiemarknadsnämnden (AMN) som tillkom på 1980-talet på initiativ av Sveriges industriförbund och Stockholms Handelskammare. Nämnden fick i uppdrag att verka för god sed på aktiemarknaden, en uppgift som delvis utförs genom att nämnden lämnar uttalanden om börsbolagens agerande i enskilda fall.⁶⁶

En annan viktig del av marknadens självreglering är den svenska Koden för bolagsstyrning (Koden) som förvaltas av Kollegiet för svensk bolagsstyrning. Koden innehåller bestämmelser om ägarstyrning av aktiemarknadsbolag som kompletterar offentlig lagstiftning genom att upprätta en högre standard för god bolagsstyrning.⁶⁷ Koden baserar sig på principen *följ eller förklara* och tillåter företag att avvika från dess bestämmelser, under förutsättning att man talar om vilka avvikelser som gjorts samt vilka skäl man har haft för detta.⁶⁸

Till skillnad från lagregler är självregleringen inte bindande för marknadens aktörer. Det finns inga formella sanktioner som är kopplade till överträdelser av vare sig AMN:s rekommendationer eller Koden för bolagsstyrning. Konsekvenserna består i stället i form av badwill och risken att bli svartlistad på aktiemarknaden.⁶⁹ Först om aktiemarknadsbolagen på avtalsrättslig grund har förbundit sig att följa reglerna kan de få civilrättsliga

2003/71/EG i fråga om informationen i prospekt, dessas format, införlivande genom hänvisning samt offentliggörande av prospekt och annonsering.

⁶³ Härkönen, s. 69.

⁶⁴ Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG av den 15 december 2004 om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad och om ändring av direktiv 2001/34/EG.

⁶⁵ af Sandeberg, (2001), s. 16.

⁶⁶ Sevenius & Örtengren, s. 95.

⁶⁷ Kollegiet för svensk bolagsstyrning.

⁶⁸ Munck, s. 561.

⁶⁹ af Sandeberg, (2002), s. 418.

konsekvenser. Så är fallet för större bolag som är noterade på Stockholmsbörsen, där koden finns inkorporerad i de noteringskrav som regleras i Stockholmsbörsens regelverk för emittenter, vars undertecknande är ett villkor för börsintroduktionen.⁷⁰ Enligt noteringskraven har börsen rätt att avnotera de bolag som åsidosätter god sed på aktiemarknaden, vilket anses komma till uttryck i marknadens självreglering.⁷¹

Noteringskraven är visserligen en del av börsens eget regelverk och marknadens självreglering men skyldigheten att uppställa vissa noteringskrav följer av offentlig reglering.⁷² Noteringskraven gäller inte enbart vid tidpunkten för noteringen utan ska vara uppfyllda kontinuerligt även därefter.⁷³ Genom att säkerställa att de bolag vars aktier är upptagna till handel på börsen når upp till en viss kvalitet är tanken att börsverksamheten ska åtnjuta allmänhetens förtroende.⁷⁴ En ytterligare förutsättning inför en börsnotering är undertecknandet av noteringsavtalet, ett standardavtal som ingås med börsen där bolaget förbinder sig att följa börsens regler.

Betydelsen av aktiemarknadens självreglering för avtalsförhållandet mellan emittenten och börsbolaget har varit föremål för domstolsprövning. I ett rättsfall från HD tolkades den aktuella självregleringen, vartill noteringsavtalet hänvisade, som en i avtal vald reglering som skulle tillämpas på avtalsförhållandet.⁷⁵ Enligt Ekelund och Stattin innebär HD:s tolkningsmetod att noteringsavtalet har karaktären av semioffentlig normgivning.⁷⁶

3. Prospekt

3.1 Inledning

Skyldigheten att upprätta ett prospekt har sitt ursprung i behovet av information för en väl fungerande aktiemarknad och lagreglerades för första gången i svensk rätt i början av 1970-talet.⁷⁷ Idag finns reglerna samlade i LHF. Därutöver finns bestämmelser i EU:s prospektförordning, som är direkt tillämplig i Sverige, samt i aktiemarknadens självreglering.⁷⁸ Nedan behandlas syftet med regleringen, vilka krav som finns på innehållet i ett prospekt samt vem som är skyldig att upprätta ett prospekt och när denna

⁷⁰ Munck, s. 555.

⁷¹ Stockholmsbörsens regelverk för emittenter 2015, p. 5.

⁷² Sevenius & Örtengren, s. 110.

⁷³ Stockholmsbörsens regelverk för emittenter 2015, p. 1.1.

⁷⁴ Sevenius & Örtengren, s. 110.

⁷⁵ NJA 1985 s. 343, se nedan avsnitt 5.3.2.

⁷⁶ Eklund & Stattin, s. 105.

⁷⁷ af Sandeberg, (2001), s. 55.

⁷⁸ Ds 2013:16, s. 26.

skyldighet inträder. I kapitlets sista avsnitt redogörs för de fel och brister i ett prospekt som kan tänkas medföra skadeståndsansvar.

3.2 Syftet med prospektregleringen

Som tidigare nämnts är tillgången till information en viktig förutsättning för aktiemarknadens funktionssätt. Genom att offentliggöra information om både emittenten och de överlåtbara värdepapperna minskar bolagens informationsövertag gentemot investerarna, vilket leder till ett ökat förtroende för aktiemarknaden. Inför en börsnotering eller nyemission av aktier riktad till allmänheten, har bolagen en skyldighet att offentliggöra information i en erbjudandehandling, eller för att tala aktiemarknadens språk, ett prospekt. Syftet med prospektskyldigheten är att upprätthålla förtroendet för aktiemarknaden och att uppnå ett tillfredsställande investerarskydd.⁷⁹

Skyddet för investerarna har även varit utgångspunkten för bestämmelserna i prospektdirektivet och i ingressen betonas vikten av information för investerarskyddet.⁸⁰ Samtidigt klargörs i ingressen till direktivet att investeringar i värdepapper alltid innebär ett visst mått av risktagande.⁸¹ Därför är syftet inte att skydda investerarna från att fatta felaktiga beslut, utan att skydda dem från att fatta beslut grundade på felaktig eller bristande information.⁸²

Utöver att garantera ett skydd för investerarna syftar prospektdirektivet till att skapa marknadseffektivitet.⁸³ Med ett allt för omfattande och detaljerat regelverk finns det en risk att marknadens effektivitet påverkas. Ett sådant regelverk minskar aktiemarknadens lättillgänglighet och kan få till följd att färre bolag väljer att ta upp sina aktier till handel eller rikta erbjudanden till allmänheten. I förlängningen kan en sådan utveckling påverka företags möjligheter att finansiera sin verksamhet.⁸⁴ Vid reglering av aktiemarknaden är det således lämpligt att ta hänsyn till reglernas konsekvenser för marknadseffektiviteten. Genom att till stor del uppställa minimikrav i prospektdirektivet har intresseavvägningen mellan investerarskydd och marknadseffektivitet överlämnats åt medlemsstaterna.⁸⁵

⁷⁹ Prop 2004/05:158 s. 58 f.

⁸⁰ Direktiv 2003/71/EG, skäl 10 och 21.

⁸¹ Se skäl 19 prospektdirektivet.

⁸² Prop 2004/05:158 s. 58 f.

⁸³ Direktiv 2003/71/EG, skäl 10.

⁸⁴ Prop. 2004/05:158, s. 59.

⁸⁵ Se t.ex. art 7 om minimikrav för vilken information som ska finnas med i ett prospekt.

3.3 Prospektets innehåll

Bestämmelserna om vilken information ett prospekt ska innehålla finns i 2 kap. 11 § LHF och är ett resultat av införlivandet av prospektdirektivet.⁸⁶ Bestämmelsen är allmänt hållen och stadgar att ett prospekt ska innehålla sådan information som är nödvändig för att en investerare ska kunna göra en välgrundad bedömning av ”emittentens tillgångar och skulder, finansiella ställning, resultat och framtidsutsikter samt av de överlåtbara värdepapperen”⁸⁷. Informationen ska framställas objektivt och vara uttömmande och lättbegriplig.⁸⁸ I nyss nämnda paragraf hänvisar lagstiftaren till prospektförordningen vars bilagor kompletterar lagtexten med detaljerade regler om vad ett prospekt ska innehålla. Förordningens informationskrav utgör minimikrav och det är fullt möjligt att ta med ytterligare information med enda kravet att den ska vara relevant för både de värdepapper som emitteras och den aktuella emittenten.⁸⁹

Vid nyemission av aktier finns bestämmelserna om innehållet i ett prospekt främst i bilaga I (minimikrav för information i registreringsdokument för aktier) och bilaga III (minimikrav för information i en värdepappersnot). Den förra anger vilken information avseende emittenten och branschen som ska finnas med i ett prospekt och den senare sådan information som har med värdepapperen att göra. En av de mest väsentliga uppgifterna som ska finnas med är vilka riskfaktorer som är förknippade med emittenten och branschen.⁹⁰ Annan information som ska finnas med är, för att ge några exempel, betydande investeringar som gjorts under de senaste räkenskapsåren, huvudsakliga marknader och i vilken utsträckning emittenten är beroende av bl.a. patent- och licensavtal.⁹¹ Emittenten ska också lämna en prognos över förväntade resultat.⁹²

Förutom den offentlighetsrättsliga lagstiftningen ska emittenten även ta hänsyn till den reglering som utfärdats av marknadens aktörer. Ett villkor som måste vara uppfyllt innan ett bolags aktier inregistreras eller noteras vid börsen är undertecknandet av noteringsavtalet som reglerar förhållandet mellan emittenten och börsen. Genom undertecknandet förbinder sig bolaget på civilrättslig grund att följa börsens regelverk för emittenter. I Stockholmsbörsens regelverk finns bestämmelser om hur bolagen ska lämna ut information samt förtydliganden om vilken information som krävs för att uppfylla prospektförordningens informationskrav. Därutöver förbinder sig bolagen att följa god sed på aktiemarknaden, varvid regelverket hänvisar till

⁸⁶ Se art. 5.1 i prospektdirektivet.

⁸⁷ Se 2 kap. 11 § LHF.

⁸⁸ Prospektdirektivet, skäl 20.

⁸⁹ Prospektförordningen art 1.2 och skäl 5.

⁹⁰ Prospektförordningen bilaga I, p.4; Finansinspektionen, Granskning av prospekt, s. 31.

⁹¹ Prospektförordningen, p. 6.

⁹² Finansinspektionen, Granskning av prospekt, s. 38.

aktiemarknadsnämndens uttalanden och rekommendationer från Kollegiet för bolagsstyrning samt den svenska koden för bolagsstyrning.⁹³

3.4 Prospektskyldighet

Huvudregeln för när ett prospekt ska upprättas är då överlåtbara värdepapper tas upp till handel på en reglerad marknad eller erbjuds till allmänheten.⁹⁴ Det framgår inte av lagen när ett erbjudande ska anses vara riktat till allmänheten men av förarbetena följer att kretsen emissionen riktar sig till ska vara något sånär obestämd och föränderlig.⁹⁵ Även om ett erbjudande om att teckna aktier inte erbjuds allmänheten är bolaget skyldigt att upprätta ett prospekt om de nya aktierna tas upp på en reglerad marknad. Redan när ett bolag genomgår en börsintroduktion och därmed registrerar sina aktier på den reglerade marknaden inträder prospektskyldigheten och man talar då om introduktionsprospekt. Som ovan nämnts finns det två reglerade marknader med noterade aktier: Stockholmsbörsen och NGM.⁹⁶ Inte allt för sällan genomförs en nyemission i anslutning till en börsintroduktion där allmänheten får möjlighet att teckna aktier. Det kan exempelvis bero på att bolaget inför en investering är i behov av kapital eller enligt börsens noteringskrav behöver en större ägarspridning.⁹⁷ Det prospekt som upprättas i samband med att allmänheten ges tillfälle att teckna nyemitterade aktier kallas för emissionsprospekt. Eftersom reglerna beträffande regleringen av introduktions- och emissionsprospekt inte skiljer sig nämnvärt, upprättas vanligtvis enbart en gemensam erbjudandehandling.⁹⁸ Vad som sägs i detta kapitel om prospekt avser främst emissionsprospekt men majoriteten av vad som sägs är också tillämpligt på introduktionsprospekt.

Det finns ingen lagreglerad bestämmelse som pekar ut ett särskilt organ att utföra denna uppgift utan skyldigheten att upprätta ett prospekt åligger bolaget.⁹⁹ I 29 kap. 1 § ABL finns däremot en skadeståndsskyldighet för stiftare, styrelseledamot eller verkställande direktör som vid överträdelse av prospektreglerna orsakar skada. Av förarbetena till prospektlagstiftningen framgår det att styrelsen har det övergripande ansvaret för att fullgöra den juridiska personens prospektskyldighet.¹⁰⁰

⁹³ Stockholmsbörsens regelverk för emittenter, p. 5 och s. 43.

⁹⁴ 2 kap. 1 § LHF.

⁹⁵ Prop. 2004/05:158 s. 63f.; Westermark & Lagercrantz, s. 60 f.

⁹⁶ Westermark & Lagercrantz, s. 62.

⁹⁷ Stockholmsbörsens regelverk för emittenter, p. 2.3.10.

⁹⁸ Samuelsson, s. 125.

⁹⁹ 2 kap. 9-10 §§ LHF.

¹⁰⁰ Prop. 2004/05:158 s. 125 f.

3.5 Fel eller brister i prospekt

Med bristfällig information i ett prospekt avses dels felaktig information, dels avsaknad av sådan information som enligt lag, avtal eller självreglering ska finnas med i prospektet.¹⁰¹ För att en uppgift i prospektet ska anses vara bristfällig krävs även ett visst mått av vilseledande: den bristfälliga informationen ska påverka en placerares möjlighet att fatta ett välgrundat beslut om en eventuell investering.¹⁰² Informationen i ett prospekt är dock av olika karaktär och vilken information som en enskild investerare lägger vikt vid inför ett investeringsbeslut är individuellt. Vid bedömningen av en uppgifts betydelse för investeringsbeslutet är i stället utgångspunkten vilken information som i allmänhet ligger till grund för ett välgrundat investeringsbeslut.¹⁰³ Nedan följer några generella reflektioner rörande olika uppgifter och dess eventuella betydelse för investeringsbeslutet.

Vid bedömningen av innehållet i ett prospekt, och därmed investeringsbeslutet, spelar bolagets ekonomiska ställning en stor roll. Det är därför särskilt viktigt att informationen i bolagets balans- och resultaträkning - såsom emittentens tillgångar, skulder och resultat samt ansvarsförbindelser och framtidsutsikter är korrekt återgiven, då fel eller brister i information om sådana uppgifter kan ha stor kurspåverkan. Dock torde ansvar för sådana sakuppgifter vara uteslutet om uppgifterna stämmer överens med en av revisor granskad årsredovisning eller god redovisningssed annars har iakttagits.¹⁰⁴

Informationen i ett prospekt kan även vara bristfällig om en omständighet förtigs eller presenteras på ett sådant sätt att den ger intryck av att sakna betydelse.¹⁰⁵ Det kan till exempel röra sig om pågående rättsprocesser eller nya upptäckter vars betydelse förminskas och därmed vilseleder investerare. Om det finns en skyldighet i lag eller självreglering att prospektet ska innehålla sådan information samt informationen i allmänhet kan tänkas ha betydelse för ett investeringsbeslut kan även sådana vilseledanden vara att anse som bristfällig information.

Det kan också tänkas att bolagets egna framtidsprognoser som tagits med i prospektet i efterhand visar sig vara aningen optimistiska. Vid felbedömningen är en rimlig utgångspunkt den metod bolaget har använt och om denna metod ligger i linje med börsens riktlinjer för hur prognoser bör utformas.¹⁰⁶ Det kan däremot ifrågasättas om sådana framtidsprognoser i allmänhet ligger till grund för ett investeringsbeslut. För att ansvar för

¹⁰¹ Samuelsson, s. 22.

¹⁰² SOU 2005:18, s. 100.

¹⁰³ SOU 2005:18, s. 100.

¹⁰⁴ SOU 2005:18, s. 100.

¹⁰⁵ SOU 2005:18, s. 101.

¹⁰⁶ af Sandeberg, (2001), s. 87 f.

sådan information ska vara aktuellt krävs troligtvis en, i förhållande till ansvar för den ekonomiska rapporteringen, relativt stor avvikelse.¹⁰⁷

Att informationen som finns i prospektet är fullständig och ger en rättvisande bild av företaget är en förutsättning för att prospektet ska uppfylla sitt syfte. Bristfällig information i ett emissionsprospekt kan leda till att placerare får en orättvisande bild av företaget och tecknar aktier till överkurs. När rätt information därefter når marknaden är det troligt att aktievärdet sjunker, vilket innebär en ekonomisk skada för aktietecknaren. Det är då troligt att denne önskar få sin skada ersatt.

4. Ansvar för ren förmögenhetsskada

4.1 Inledning

Den civilrättsliga möjligheten att kräva skadestånd har både en preventiv och en reparativ funktion.¹⁰⁸ Den preventiva funktionen bygger på att parterna, för att undvika att bli skadeståndsskyldiga, iakttar aktsamhet och undviker sådant handlande som medför skadeståndsskyldighet. Skadeståndets reparativa funktion innebär att den part som drabbas av skada till följd av den andra partens vållande ska kompenseras. Den typ av skada som blir aktuell till följd av bristfällig informationsgivning vid emission av aktier är en ren förmögenhetsskada, dvs. sådan ekonomisk skada som uppkommer utan samband med att någon lider person- eller sakskada.¹⁰⁹ Till grund för skadeståndsansvar för ren förmögenhetsskada på värdepappersmarknaden ligger såväl aktiebolagsrättsliga som skadeståndsrättsliga principer.

Nedan studeras skadetyperen ren förmögenhetsskada först enligt den skadeståndsrättsliga bestämmelsen i SkL för att därefter behandlas ur ett bolagsrättsligt perspektiv. Vilken rättslig grund ansvaret vilar på är avgörande för vilka förutsättningar som ska vara uppfyllda för att skadestånd ska utgå. Syftet med kapitlet är att utreda på vilken rättslig grund bolaget kan åläggas ett ansvar för ren förmögenhetsskada som orsakats av bristfällig information i ett prospekt. I kapitlets sista avsnitt behandlas ansvarets skadeståndsrättsliga förutsättningar.

4.2 Skadeståndslagens tillämpningsområde

Skadeståndsrätten som den kommer till uttryck i SkL är i första hand tillämplig på utomobligatoriska förhållanden. Reglerna i SkL är generella och tillämpas om inget annat är föreskrivet i lag eller föranledes av avtal.

¹⁰⁷ SOU 2005:18, s. 101.

¹⁰⁸ Hellner & Radetzki, s. 36 och 39.

¹⁰⁹ 1 kap. 2 § SkL.

Skadeståndslagens regler tillämpas inte heller om annat följer av regler om skadestånd i avtalsförhållanden.¹¹⁰ Här avses främst allmänna avtalsrättsliga grundsatser som tillkommit genom praxis, såsom ersättning för ren förmögenhetsskada utöver vad som gäller enligt SkL.¹¹¹ Detta innebär att aktiebolagsrättens särskilda skadeståndsregler har företräde framför SkL. Det sagda betyder naturligtvis inte att de allmänna skadeståndsrättsliga reglerna och principerna inte kan komplettera de associationsrättsliga då den senare inte medger skadestånd. Eftersom bolagets ansvar inte omfattas av det aktiebolagsrättsliga skadeståndsansvaret i 29 kap. ABL blir den allmänna skadeståndsrätten tillämplig.¹¹² Bolagets ansvar för ren förmögenhetsskada får därför avgöras enligt 2 kap. 2 § SkL och utifrån allmänna rättsgrundsatser om skadestånd i kontraktsförhållanden som utvecklats genom praxis.

4.3 Ansvar enligt skadeståndslagen - den skadeståndsrättsliga spärregeln

Huvudregeln i 2 kap. 2 § Skadeståndslagen (1972:207), SkL, är att rena förmögenhetsskador ersätts om de vållats genom brott. Med brott avses sådan handling eller underlåtenhet som utgör brott i Brottsbalkens (1962:700), BrB, mening.¹¹³ Då utgångspunkten - med några undantag - i svensk straffrätt är att endast gärningar som utförts uppsåtligen utgör brott har lagstiftaren begränsat de skadeståndsgrundande handlingarna avsevärt.¹¹⁴ Anledningen till varför ansvarsfrågor knutna till ren förmögenhetsskada har särreglerats är risken för ett alldeles för stort skadeståndsansvar. Rena förmögenhetsskador uppgår inte sällan till stora belopp som dessutom kan drabba flera skadelidande under en lång tid.¹¹⁵ Inställningen grundar sig i the floodgate argument, flodvågsargumentet, som innebär att man uppställer vissa ”spärrar” för att undvika att ansvaret blir allt för omfattande.¹¹⁶ Den skadeståndsrättsliga spärren i 2 kap. 2 § SkL är bara ett exempel på en sådan spärregel som begränsar ansvaret till sättet genom vilket skada orsakades. Spärregler kan även uppställas för att begränsa den ersättningsberättigade kretsen, vilket redogörs för nedan i avsnitt 5.2.3.

Undantag från huvudregeln görs vid kontraktsförhållanden eller om det finns lagstöd.¹¹⁷ Av propositionen till skadeståndslagen framgår det att kontraktsrättsliga regler kan ha företräde framför skadeståndslagen även i situationer där det inte förekommer något avtal men där det finns

¹¹⁰ 1 kap. 1 § SkL.

¹¹¹ Bengtsson, SkL, kommentaren till 1 kap. 2 § SkL, not 3, Karnov,

¹¹² Samuelsson, s. 246.

¹¹³ Prop. 1972:5, s. 567.

¹¹⁴ Se 1 kap. 2 § BrB.

¹¹⁵ Kleineman, (2006), s. 280.

¹¹⁶ Dotevall, s. 241; Kleineman, (1987), s. 307.

¹¹⁷ Hellner & Radetzki, s. 66.

”kontraktsrättsliga drag”.¹¹⁸ Därför finns möjligheten att utvidga det *inomobligatoriska* ansvaret för ren förmögenhetsskada till att också omfatta kontraktsliknande eller kvasikontraktuella förhållanden.¹¹⁹ I förarbetena till skadeståndslagen uttalades det även att bestämmelsen i 2 kap. 2 § SkL inte ska hindra att ansvaret för rena förmögenhetsskador i *utomobligatoriska* förhållanden utvidgas genom praxis.¹²⁰ Förarbetena ger rättstillämparen relativt stora möjligheter att frångå spärregeln, något som också har utnyttjats.

4.4 Ansvar på bolagsrättslig grund

4.4.1 Organledamöternas ansvar

Med tanke på att ABL saknar en bestämmelse om bolagets egna ansvar för ren förmögenhetsskada till följd av felaktigheter i ett prospekt kan det tyckas lämpligt att ge en översiktlig redogörelse för det uttryckliga ansvar som åvilar bolagsorganen.

Styrelseledamöternas och den verkställande direktörens bolagsrättsliga ansvar finns reglerat i 29 kap. 1 § ABL. Ansvaret kan delas in i ett internt och ett externt ansvar. Det interna ansvaret reglerar ansvaret gentemot bolaget och det externa ansvaret avser organledamöternas ansvar i förhållande till aktieägare, borgenär och tredje man.¹²¹ Bestämmelsen är ett exempel på ett lagstadgat undantag och utvidgning från den skadeståndsrättsliga principen att ansvar för ren förmögenhetsskada endast uppkommer om skadan orsakats av en brottslig handling; ansvaret inträder redan vid oaktsamhet. Organledamöternas externa ansvar är i stället begränsat till culpösa överträdelser av ABL, tillämplig lag (1995:1559) om årsredovisning (ÅRL), samt bolagsordningen.¹²² Följaktligen omfattar inte organledamöternas ansvar sådan skada som vållats bolagets kontraktspart vid bolagets kontraktsbrott. För sådan skada svarar i allmänhet bolaget.¹²³

När prospektreglerna i ABL flyttades till LHF konstaterades att prospektansvaret inte längre kunde grundas på en överträdelse av ABL. Därför infördes ett andra stycke i 29 kap. 1 § ABL som hänvisar till prospektreglerna i LHF och prospektförordningen.¹²⁴ Således kan styrelseledamöterna och den verkställande direktören bli ersättningsskyldiga gentemot aktieägare eller annan för bristfällig informationsgivning i ett prospekt på bolagsrättslig grund.

¹¹⁸ Prop. 1972:5 s. 448.

¹¹⁹ Kleineman, (1987), s. 444.

¹²⁰ Prop. 1972:5, s. 568.

¹²¹ Båvestam, s. 44; Samuelsson, s. 248.

¹²² 29 kap. 1 § 1 st. 2 men ABL.

¹²³ Prop 1975:103, s. 540 f.

¹²⁴ SOU 2005:18 s. 80 f.

4.4.2 Bolagets ansvar

4.4.2.1 Ansvar enligt skadeståndsrättsliga principer

Bolagets eget ansvar omfattas inte av det bolagsrättsliga ansvaret i 29 kap. 1 § ABL. Denna lag saknar över huvud taget särskilda bestämmelser om aktiemarknadsbolagets skadeståndsansvar, men liksom andra fysiska och juridiska personer är bolaget ansvarigt för skada som orsakats genom eget vållande. Ansvaret får därför bedömas utifrån allmänna skadeståndsrättsliga principer. Ett bolag kan dock inte företa några rättshandlingar utan måste agera genom sina företrädare. Enligt principen om organansvar kan därför vållande av någon i organställning räknas som den juridiska personens eget vållande.¹²⁵ Organansvaret, som omfattar ansvar för eget vållande, bör skiljas från principalansvaret som är bolagets ansvar för arbetstagares vållande. Principalansvaret är normalt sett inte tillämpligt på bolagsorgan och ska inte behandlas närmare här.¹²⁶

Organansvaret finns inte uttryckligen reglerat i skadeståndslagen utan har ansetts följa av allmänna skadeståndsrättsliga grundsatser.¹²⁷ Med organansvaret som utgångspunkt kan således även ett aktiebolag bli ersättningsskyldigt enligt skadeståndslagens ansvarsregler för oaktsamt vållande av person- och sakskada eller ren förmögenhetsskada till följd av brottslig handling.¹²⁸ Som organ i ett aktiebolag räknas styrelsen och den verkställande direktören. Ansvaret är begränsat till sådana handlingar som verkligen kan tillskrivas bolaget; det krävs att den företagits inom ramen för både bolagets verksamhet och organledamotens befogenhet.¹²⁹ Ett prospekt upprättas vanligtvis av styrelsen för bolagets räkning inom ramen för styrelsens uppdrag.¹³⁰ Skadeståndsskyldighet för bristfällig informationsgivning skulle därför kunna föreligga på skadeståndsrättslig grund. Då inträder även kravet på brottslig gärning för ansvar för ren förmögenhetsskada. För att ansvar ska bli aktuellt måste någon av organledamöterna ha begått ett brott inom ramen för bolagets verksamhet och organledamotens befogenhet.

4.4.2.2 Ansvar enligt kontraktsrättsliga principer

Vad gäller bolagets ansvar för inomobligatoriska förhållanden kan bolaget enligt kontraktsrättsliga skadeståndsregler åläggas ansvar för sådan skada som den skadelidande tillfogats inom ramen för ett avtalsförhållande. Ersättning för ren förmögenhetsskada i ett avtalsförhållande utgår vid oaktsamma handlingar oberoende av brottslig gärning. Det avgörande för om bolaget kan bli ersättningsskyldigt gentemot en aktieägare på

¹²⁵ Samuelsson, s. 261 f.; Hellner & Radetzki, s. 144.

¹²⁶ Samuelsson, s. 262.

¹²⁷ Prop. 1972:5 s. 532.

¹²⁸ Samuelsson, s. 261.

¹²⁹ af Sandeberg, (2001), s. 252.

¹³⁰ Se ovan avsnitt 3.4.

kontraktsrättslig grund är om det genom aktieteckningen uppstår ett avtalsförhållande mellan bolaget och aktieägaren.

Förfarandet vid aktieteckning vid nyemission har många likheter med avtals ingående. Placerarnas förbindelse att teckna sig för aktier kan liknas med ett anbud som blir till ett bindande avtal när bolaget beslutar om tilldelning.¹³¹ Bolagets erbjudande om att teckna aktier kan då liknas med en uppfordran till potentiella placerare att inkomma med bud, varpå ett bindande avtalsförhållande uppkommer vid tilldelningen. Aktieteckningen medför att aktietecknaren erhåller de rättigheter som tillkommer aktieägare. Det rör sig bland annat om rätten till att få del av vinsten och att utöva sitt inflytande över bolagets förvaltning.¹³² Det är emellertid osäkert i vilken mån aktieteckning fullt ut kan betecknas som ett obligationsrättsligt avtal. I kommentaren till 1905 års köplag noterades att ”det avtal, som genom själva aktieteckningen kommer till stånd, är uppenbarligen inget köp utan ett bolagsavtal”¹³³. De starka bolagsrättsliga inslagen vid aktieteckning bidrar till svårigheten i att se rättsförhållandet som rent kontraktsrättsligt. Konsekvensen blir att avtalsrättsliga principer kan få ge vika.¹³⁴ Beroende på hur kontraktsrättsliga principer för ansvar förhåller sig till det rättsförhållande som uppstår vid aktieteckning, skulle det kunna tänkas att bolaget har ett ansvar för ren förmögenhetskada gentemot aktietecknare med stöd av kontraktsrättsliga principer.¹³⁵

I senare doktrin stöter vi på en tendens att beskriva rättsförhållandet som *kontraktsliknande*.¹³⁶ Detta har även anammats av lagstiftaren som har uttalat att aktieteckning, åtminstone vid nyemission, ger upphov till ett kontraktsliknande rättsförhållande mellan tecknaren och bolaget.¹³⁷ Aktieteckning vid nyemission sker vanligtvis på grundval av de uppgifter som finns angivna i emissionsprospektet. Ansvar för fel och brister i ett prospekt avser därför förhållanden som hänför sig till tiden innan aktieteckningen och därmed tiden innan det rättsförhållande som uppstår vid aktieteckning kommit till stånd. En tänkbar grund för bolagets prospektansvar skulle kunna vara den kontraktsrättsliga principen om culpa in contrahendo, dvs ansvar för att oaktsamt ha lämnat bristfällig information under avtalsförhandlingar. Ansvarsgrunden är främst tillämplig på situationer då oaktsamheten leder till att avtal aldrig uppstår. När det gäller en oaktsam överträdelse av informationsplikten som aktualiseras först då avtalsförhållandet väl kommit till stånd, är det enligt Kleineman lämpligare att bedöma ansvaret enligt kontraktsrättsliga principer.¹³⁸ Oavsett vilken

¹³¹ af Sandeberg, (2001), s. 268.

¹³² Deuschl, s. 271.

¹³³ Almén, s. 6, not 9.

¹³⁴ af Sandeberg, (2001), s. 256.

¹³⁵ Ds 2013:16, s. 29.

¹³⁶ Deuschl, s. 272.

¹³⁷ SOU 2001:1, s. 261.

¹³⁸ Kleineman, (1987), s. 428 f.

term som används vid bedömningen av ansvaret är oaktsamhet på den vållandes sida tillräckligt för att skadeståndsskyldighet ska utgå.

5. Förutsättningar för skadeståndsansvar

5.1 Inledning

För att skadeståndsansvar ska bli aktuellt måste flera grundläggande förutsättningar vara uppfyllda. För det första måste en skada kunna konstateras. Med skada kan i detta sammanhang förstås som den förmögenhetsförlust som en aktieägare åsamkas genom att aktiernas kursvärde sjunker.¹³⁹ För det andra är utgångspunkten att skadan ska ha orsakats av vårdslöshet på skadevållarens sida. Vanligtvis föreligger sådan culpa om den ansvarige genom sitt handlande eller underlåtenhet överträtt eller åsidosatt en av rättsordningen upprätthållen beteendenorm.¹⁴⁰ Därutöver krävs ett samband mellan skadan och den culpösa handlingen eller underlåtenheten. För att kravet på orsakssamband ska vara uppfyllt måste skadan dessutom vara en någorlunda förutsebar följd. I skadeståndsrättsliga termer benämns detta rekvisit för adekvat kausalitet.¹⁴¹ Såväl adekvat kausalitet som kravet på oaktsamhet är skadeståndsrättsliga begrepp med betydelse för ansvarsbedömningen oavsett om ansvaret för ren förmögenhetsskada är föreskrivet i lag eller följer av kontraktsrättsliga principer.

I de två följande kapitlen behandlas de två skadeståndsrättsliga begreppen adekvat kausalitet och culpa. Hur bedömningen ska göras av både orsakssambandet och oaktsamheten har lagstiftaren överlåtit till rättstillämparen, varför praxis har en avgörande betydelse för dess tillämpning. Följaktligen behandlas begreppen avslutningsvis utifrån HD:s uppmärksammade avgörande i BDO-fallet. I rättsfallet hade domstolen till uppgift att ta ställning till ansvaret för ren förmögenhetsskada till följd av felaktig informationsgivning på aktiemarknaden. Rättsfallet ger en tydlig bild av hur kraven på adekvans och kausalitet påverkar ansvarsbedömningen samt hur de används av rättstillämparen i det för uppsatsen aktuella rättsområdet.

5.2 Orsakssamband och adekvans

5.2.1 Orsakssamband

En grundläggande skadeståndsrättslig förutsättning för ansvar är att den oaktsamma handlingen eller underlåtenheten ska ha orsakat skadan. Man talar här om orsakssamband eller, med ett skadeståndsrättsligt begrepp,

¹³⁹ Skadebegreppet på aktiemarknaden behandlas utförligt av Samuelsson, se Samuelsson, s. 288 ff.

¹⁴⁰ Hellner & Radetzki, s. 122 ff.

¹⁴¹ Hellner & Radetzki, s. 187.

kausalitet.¹⁴² För att ett orsakssamband ska föreligga måste den skadevållandes beteende vara en nödvändig betingelse för skadan. Således skulle skadan inte ha inträffat om handlingen inte företagits.¹⁴³ Om någon jonglerar med en vas för att sedan tappa denna i golvet så att den går sönder, är det inte så okontroversiellt att hävda att skada har uppstått till följd av jongleringen. Om ingen hade jonglerat med vasen hade den säkerligen inte heller gått sönder. Det föreligger därför ett kausalsamband mellan handlingen och skadan.

En särskild rättslig fråga vad gäller orsaksförhållandet är hur bedömningen ska ske då skada uppstått till följd av underlåtenhet, eller med ett annat begrepp, en passiv handling.¹⁴⁴ Situationen i underlåtenhetsfallen blir en annan än kausalitetsbedömningen vid en aktiv handling som avser vad som skulle ha hänt om handlingen inte hade företagits. Vid underlåtenhet som skadevållande gärning sker kausalitetsbedömningen utifrån huruvida en tänkt handling hade lett till att skadan aldrig inträffat.

HD har i det välkända Landskronamålet¹⁴⁵ gjort ett antal principiella utlåtanden om kausalitet och underlåtenhetsansvar. I fallet hade en 13-årig flicka anlagt en brand i centrala Landskrona med omfattande skador som följd. Flickan var sedan många år omhändertagen för vård enligt Lag (1990:52) med särskilda bestämmelser om vård av unga (LVU) och hade tidigare rymt från olika boenden och anlagt flera bränder. Vid skadetillfället var flickan tillfälligt placerad hos sin mamma. Skadeståndsanspråket riktade sig mot kommunen. I första hand anfördes som grund för skadeståndsanspråket att kommunen oaktsamt hade försummat sin tillsyn över flickan och därmed var skadeståndsskyldig. Som alternativ grund för kommunens ansvar anfördes underlåtenheten att vidta tillräckliga säkerhetsåtgärder för att förhindra skadan.

I sin bedömning anförde HD att svårigheterna med att visa på ett kausalsamband mellan underlåtenhet och skada medför vissa bevislättnader för den skadelidande:

*”[I] stället för att den skadelidande har att visa ett handlande som skulle ha förhindrat skadan och att det var oaktsamt att inte handla så, har han att visa endast vad som var ett möjligt och lämpligt farereducerande handlande. [...] Det leder till att frågorna om kausalitet och oaktsamhet överlappar.”*¹⁴⁶

HD:s särbehandling av underlåtenhetsfall i detta avseende har kritiserats av Schultz som menar att de praktiska konsekvenserna av att bedöma

¹⁴² Hellner & Radetzki, s. 184.

¹⁴³ Samuelsson, s. 303; Hellner & Radetzki, s. 185 f.

¹⁴⁴ Schultz, (2013), s. 1027.

¹⁴⁵ NJA 2013, s. 145.

¹⁴⁶ HD:s domskäl, p. 43.

kausalteten inom ramen för culpabedömningen är att kausalitetsprövningen inte längre behöver bevisas.¹⁴⁷

5.2.2 Adekvans som ansvarsbegränsning

Förutom att handlingen eller underlåtenheten ska vara en nödvändig betingelse för skadan, ställs också krav på att skadan är en påräknelig följd av handlingen. Man talar här om kravet på *adekvans*. Skador som är oberäkneliga och uppkommit som en slumpmässig följd av vållandet, faller utanför skadeståndsansvaret.¹⁴⁸ För att exemplifiera det sagda återgår vi till det ovan nämnda exemplet med jonglören och antar att denne genom sin konstutövning orsakar yrsel hos en åskådare som till följd av detta ramlar och bryter armen. Skadan har visserligen orsakats av jonglörens handlande men kan knappast ses som en adekvat följd därav. Kravet på adekvans begränsar således ansvaret för oaktsamma eller uppsåtliga handlingar till skador som är en rimlig följd av det skadevällande beteendet.¹⁴⁹ Bedömningen är objektiv och sker i allmänhet utifrån vilka skador en fackman i efterhand anser ligga i farans riktning. De skador som vid en sådan efterhandsbedömning anses påräkneliga anses ligga inom adekvansgränsen.¹⁵⁰ Adekvansläran har kritiserats för att vara allt för vag, men har en stark ställning inom svensk rätt och tillämpas av domstolarna, varför praxis är en viktig källa för bedömningen.¹⁵¹

Att använda förutsebarheten av ett beteende är bara ett sätt på vilket man i doktrin försökt formulera adekvansbedömningen. Vanligtvis passar denna klassiska adekvansbedömning bra in på person- och saksador men är illa anpassad för rena förmögenhetsskador.¹⁵² Det blir då upp till domstolarna att hitta en adekvansbedömning som lämpar sig för informationsansvaret. En trend tycks vara att utgå ifrån mer avgränsande formuleringar av adekvanskravet såsom skyddsändamål och tillit när det gäller rena förmögenhetsskador.¹⁵³ Nedan följer en redogörelse över sådana alternativa begränsningsläror.

5.2.3 Andra begränsningsläror

5.2.3.1 Normskyddsläran

I samband med adekvanskravet brukar normskyddsläran behandlas som en ytterligare möjlighet att avgränsa skadeståndsansvaret.¹⁵⁴ Normskyddsläran härstammar från den tyska rättsordningen och innebär att att en skada som

¹⁴⁷ Schultz, (2013), s. 1030.

¹⁴⁸ Hellner & Radetzki, s. 192 f.

¹⁴⁹ Hellner & Radetzki, s. 192 f.

¹⁵⁰ Hellner & Radetzki, s. 195.

¹⁵¹ Schultz, (2010), s. 17 f.

¹⁵² Kleineman, (2006), s. 285.

¹⁵³ Schultz, (2010), s. 84.

¹⁵⁴ Se Schultz, (2010), s. 53; Kleineman, (1987), s. 288.

visserligen har orsakats av oaktsamhet och varit fullt påräknelig inte medför ansvar om den överträdde normen inte haft som syfte att skydda den skadelidandes intresse.¹⁵⁵ Läran om det skyddade intresset finns inte lagreglerad utan lagstiftaren har ansett det mer lämpligt att överlämna dess tillämpning åt domstolarna.¹⁵⁶ I det ovan nämnda Landskrona-fallet hade domstolen att ta hänsyn till om kommunen genom att tillfälligt placera den 13-åriga flickan hos sin mamma oaktsamt hade åsidosatt sin tillsynsplikt över flickan enligt LVU och om detta kunde grunda skadeståndsansvar gentemot tredje man. I sin bedömning tillämpade HD ett normskyddsresonemang och konstaterade att den aktuella lagen var uppställd för att ta tillvara på barnets bästa och att dess skyddsändamål inte omfattade tredje mans behov av skydd mot skada.¹⁵⁷ Således kunde ansvar inte utdömas på denna grund.

I doktrinen har tillämpningen av läran fått olika bemötanden. Medan Dufwa menar att läran är besvärlig att hantera och inte har någon förankring i svensk rätt¹⁵⁸, framhåller Kleineman att den erbjuder ett mer effektivt verktyg för ansvarsbegränsningen än kravet på adekvans.¹⁵⁹ Enligt propositionen till skadeståndslagen har läran störst betydelse för avgränsningen av kretsen ersättningsberättigade vid rena förmögenhetsskador.¹⁶⁰ Detta uttalande tycks ha rättspolitiska motiv för att begränsa ansvaret. Om adekvansbedömningen skulle leda till ett allt för stort ansvar, kan normskyddsläran användas som ett komplement för att ytterligare begränsa ansvaret och därmed undvika ett rättspolitiskt ohållbart resultat.¹⁶¹

Särskilt för aktörer som uppträder publikt på aktiemarknaden riskerar ansvaret att bli stort och betungande. Det är således nödvändigt med någon form av spärregel. Vad gäller intresseavvägningen mellan risken för ett omfattande ansvar och den skadelidandes intresse av ersättning kan normskyddsläran bidra med ett effektivt verktyg.¹⁶² För att en investerare ska vara berättigad till skadestånd från bolaget enligt normskyddsläran, måste bolagets organföreträdare åsidosatt en norm uppställd i dennes intresse. På så vis begränsas den skadelidande kretsen till de aktieägare vars intresse den överträdde normen avser att skydda.

5.2.3.2 Kraven på närhet och tillit

En internationellt sett vanlig spärregel för ansvaret för vilseledande information är tillitsprincipen.¹⁶³ Principen innebär att endast skadelidande

¹⁵⁵ Hellner & Radetzki, s. 200 f.

¹⁵⁶ Prop. 1972:5, s. 160.

¹⁵⁷ NJA 2013 s. 145, HD:s domskäl p. 18-19.

¹⁵⁸ Dufwa, s. 192.

¹⁵⁹ Kleineman, (1987), s. 288.

¹⁶⁰ Prop. 1972:5, s. 159 ff.

¹⁶¹ Schultz, (2010), s. 56.

¹⁶² Kleineman, (1987), s. 303.

¹⁶³ Kleineman, (2006), s. 280; Samuelsson, s. 270.

som med fog har satt sin tillit till information ska vara berättigade till skadestånd. Information som offentliggörs på aktiemarknaden når en i princip obegränsad krets investerare. Tillitsprincipen kan därför vara ett bra alternativ för att begränsa riskerna för ett vidlyftigt ansvar samtidigt som den enskildes intresse av att kunna förlita sig på informationen beaktas.

Utanför den ersättningsberättigade kretsen skadelidande hamnar de investerare som inte kan styrka att de grundat sitt affärsbeslut på den bristfälliga informationen. En sådan subjektiv tillit har kritiserats med hänsyn till svårigheterna att bevisa vilken information som var beslutsgrundande. Om det anses vara mer sannolikt att professionella aktörer tagit del av uppgifterna i ett prospekt än privata placerare, kommer kravet på tillit att vara till nackdel för de mindre investerarna.¹⁶⁴

Utöver kravet på befogad tillit diskuterar man i doktrinen huruvida en ytterligare begränsning bör göras genom att ställa ett krav på närhet mellan den skadelidande och skadevällaren. Kleineman lägger stor vikt vid att begränsa skadeståndets omfattning och menar att det bör ställas ett krav på ett direkt samband mellan den vilseledande informationen och den skadelidandes handlande. Endast skadelidande som har haft fog för att sätta tillit till informationen och dessutom på ett synbart sett varit i förbindelse med bolaget ska ingå i kretsen ersättningsberättigade. Konsekvensen blir i regel att ansvaret begränsas till aktieteckning på primärmarknaden.¹⁶⁵ Samuelsson har kritiserat ett sådant närhetsrekvisit och menar att en placerares beslut att investera i ett företags värdepapper borde skapa en presumtion för att tillit föreligger. En sådan tillitspresumtion härstammar från den amerikanska rättsordningen och har utvecklats inom teorin om marknadsbedrägeri, *the market fraud theory*.¹⁶⁶ Enligt nämnda teori reflekterar värdepapperen bolagets värde och genom att teckna aktier till aktiekursen anses investeraren ha satt sin tillit också till den felaktiga informationen.¹⁶⁷

Tillitsprincipen har även uppmärksamats av den svenska rättstillämparen. I Konefallet¹⁶⁸ var frågan om en värderingsman som av oaktsamhet lämnat felaktiga uppgifter i ett värderingsintyg kunde hållas skadeståndsansvarig gentemot uppdragsgivarens långivare. Värderingsintyget hade legat till grund för långivarens beslut att godta pantbrev i fastigheten som säkerhet för uppdragsgivarens lån. Då betalning för lånet uteblev visade det sig att fastigheten inte täckte hela skulden, varpå långivaren väckte talan mot värderingsmannen.

¹⁶⁴ af Sandeberg, (2001), s. 124 f.

¹⁶⁵ Kleineman, (2006), s. 283.

¹⁶⁶ Se vidare Samuelsson, kap. 9.

¹⁶⁷ Samuelsson, s. 311 ff.

¹⁶⁸ NJA 1987 s. 692.

I sina domskäl uttalade HD att det för värderingsmannen måste ha stått klart att värderingsintyget skulle komma att användas för olika syften och av olika personer. Vidare menade domstolen att en lösning där värderingsansvaret begränsas till kontraktsförhållandet med uppdragsgivaren får negativa konsekvenser för fastighets- och kapitalmarknaden.¹⁶⁹ HD utvidgade därför ansvaret till att omfatta även den som med fog satt sin tillit till ett värderingsintyg som därefter visat sig vara felaktigt ska kunna utkräva ansvar.¹⁷⁰

Det skadeståndsrättsliga tillitsprincipen som kom till uttryck i Konefallet fick ett viktigt förtydligande i NJA 2001 s. 878. I rättsfallet klargjorde HD vad som ska tillmätas betydelse vid bedömningen om tilliten har varit befogad. Omständigheterna hade många likheter med Konefallet. Däremot hade intyget innehållit vissa förbehåll om dess syfte och innehåll. Dels hade det upprättats för att användas i en tvist, dels innehöll intyget en reservation avseende riktigheten av vissa uppgifter som använts vid värderingen.¹⁷¹ HD menade att kreditgivaren vid sådana förbehåll borde ha vänt sig till värderingsbolaget för att få bekräftat huruvida utlåtandet kunde läggas till grund för en kreditgivning. Eftersom så inte hade skett hade banken inte haft fog att förlita sig på informationen och därför inte rätt till ersättning för sin kreditförlust.¹⁷²

Rättsfallen innebär en utvidgning av skadeståndsansvaret för ren förmögenhetsskada till utomobligatoriska förhållanden där värderingsmän genom oaktsam fastighetsvärdering orsakat skada. Huruvida den skadelidande haft fog för sin tillit avgörs mot bakgrund av syftet med den beslutsgrundande informationen och värderingsmannens insikt om värderingsintygets användningsområde.¹⁷³ Således begränsas ansvaret till en ersättningsberättigad krets som varit något sånär förutsebar för skadevällaren.

5.3 Culpabedömningen

5.3.1 Inledning

Skadeståndsrättens grundläggande regel finner vi i 2 kap. 1 § SkL som stadgar att ”den som uppsåtligen eller av vårdslöshet vållar personskada eller sakskada skall ersätta skadan”. Som ovan nämnts inträder ansvar för ren förmögenhetsskada vid oaktsamhet endast om det framgår av lag, skadan har uppstått inom ett avtalsförhållande eller om det annars följer av allmänna avtalsrättsliga grundsatser som utbildats i praxis.¹⁷⁴

¹⁶⁹ NJA 1987 s. 692, på s. 703.

¹⁷⁰ NJA 1987 s. 692, på s. 703.

¹⁷¹ NJA 2001 s. 878, på s. 886.

¹⁷² NJA 2001 s. 878, på s. 887.

¹⁷³ Rönnheden, s. 149.

¹⁷⁴ Se avsnitt 4.2 och 4.4.1.

Vid culpabedömningen ställs frågan om den påstått oaktsamme borde ha handlat på ett annat sätt. För att kunna göra en sådan bedömning måste handlingen (eller underlåtenheten) jämföras med en viss standard. Inom skadeståndsrätten har det traditionellt funnits en föreställning om att jämförelsen ska ske med den aktsamhet som skulle ha företagits av en *bonus pater familias*. Uttrycket används idag främst som talesätt i de fall culpabedömningen sker genom en jämförelse med den aktsamhetsstandard som normalt iakttas av aktsamma personer.¹⁷⁵ I följande avsnitt förklaras de metoder enligt vilka rättstillämparen vanligtvis avgör om agerandet ska anses vara oaktsamt.

Som utgångspunkt för ansvar enligt culpapregeln ska oaktsamheten ha skett genom en positiv handling. I situationer där den enskilde enligt rättsordningen har en skyldighet att handla för att förebygga eller hindra en skadas uppkomst, kan oaktsamhet även inträda vid underlåtenhet.¹⁷⁶ Ansvar för underlåtenhet förekommer vanligtvis även i avtalsförhållanden som ju inte sällan innebär en skyldighet att utföra en viss avtalad handling. Redan avtalsförhållandet kan medföra en skyldighet för parterna att förekomma särskilda risker.¹⁷⁷

5.3.2 Normbunden culpabedömning

En metod som kan användas vid culpabedömningen är att ställa handlingen eller underlåtenheten i relation till bindande normer som kommer till uttryck i författningar eller offentliga myndigheters föreskrifter.¹⁷⁸ En sådan normbunden aktsamhetsbedömning är särskilt användbar om den påstått oaktsamma handlingen skett på ett område som är omgivet av ett stort regelverk. Ju mer preciserade handlingsreglerna är, desto mindre utrymme finns för ett avvikande beteende.¹⁷⁹

Om man inte kan finna någon ledning i föreskrifter kan man vända sig till prejudikat och i viss mån sedvänja, dvs hur personer i allmänhet brukar handla i en viss situation.¹⁸⁰ Handlingsnormer som inte innehar status av regler eller föreskrifter, såsom allmänna råd och rekommendationer från myndigheter och organisationer är inte heller bindande. Det är ingen självklarhet att avvikelser från sådana icke-bindande normer leder till skadeståndsansvar.

¹⁷⁵ Hellner & Radetzki, s. 122 f.

¹⁷⁶ Samuelsson, s. 291; Bengtsson & Strömbäck, s. 58.

¹⁷⁷ Bengtsson & Strömbäck, s. 58.

¹⁷⁸ Hellner & Redetzki, s. 123 ff.; Bengtsson & Strömbäck, s. 56.

¹⁷⁹ Hellner & Radetzki, s. 124.

¹⁸⁰ Bengtsson & Strömbäck, s. 56.

Genom Företagsfinansmålet¹⁸¹ fick Stockholmsbörsens regelverk för emittenter en särställning bland självregleringen. HD uttalade att Stockholmsbörsens regelverk för emittenter (som då utgjorde en del av inregistreringskontraktet) visserligen utgör ett avtalsrättsligt instrument men även har inslag av offentlig normgivning.¹⁸² Följden av HD:s uttalande blir att regelverket ska tolkas - enligt samma metod som offentlig lagstiftning - så att ändamålet med regelverket får genomslag. Sådan självreglering som pekas ut i börsens regelverk, såsom Koden för svensk bolagsstyrning och AMN:s uttalanden, ska anses utgöra regler som ska tillämpas på avtalsförhållandet och ger dessutom uttryck för en etablerad och önskad branschsedvänja.¹⁸³ HD har därefter vidareutvecklat sitt resonemang. I NJA 1995 s. 693 var frågan om en fondkommissionär hade handlat oaktsamt genom att inte följa de allmänna råd som utfärdats av en tillsynsmyndighet. HD uttalade att sådana allmänna råd inte i sig är bindande men kan ha betydelse för culpabedömningen. HD tillade även att allmänna råd som ger uttryck för en ”etablerad eller önskvärd branschsedvänja” ska tillmätas särskild betydelse.¹⁸⁴

Den normbundna culpabedömningen kan lätt kopplas ihop med den ovan behandlade normskyddsläran. Om den normbundna tolkningen utgår ifrån att handlingen eller underlåtenheten ska ha åsidosatt en av rättsordningen uppställd aktsamhetsnorm för att vara culpös, ställer normskyddsläran krav på att normen varit uppställd i den skadelidandes intresse. Huruvida normskyddsläran är en del av adekvansbedömningen eller en fristående del i ansvarsbedömningen är föremål för skilda uppfattningar.¹⁸⁵ Klart är däremot att normskyddsläran även kan beaktas inom ramen för en culpabedömning.¹⁸⁶

5.3.3 Den fria bedömningen

Som ett alternativ till en normbunden aktsamhetsbedömning kan domstolen göra en fri bedömning av vilka krav som bör ställas på handlingen. Utgångspunkten för en sådan bedömning är risken för skada, den sannolika skadans storlek och skadevällarens möjlighet att förekomma skadan.¹⁸⁷ Ju större skaderisken eller den skadelidande kretsen är, desto större krav ställs på att underlåta handlingen eller vidta skadeförebyggande åtgärder.¹⁸⁸ Modellen är hämtad från ett uttalande av den amerikanske domaren Learned Hand i ett amerikanskt rättsfall från 1940 och benämns vanligtvis för ”the Learned Hand formula”.¹⁸⁹ De största anhängarna av formeln är idag

¹⁸¹ NJA 1985 s. 343.

¹⁸² NJA 1985 s. 343, på s. 351.

¹⁸³ Stattin, s. 109.

¹⁸⁴ NJA 1995 s. 693, på s. 705.

¹⁸⁵ Härkönen, s. 313 f.; Samuelsson, s. 257 f.

¹⁸⁶ Schultz, (2010), s. 77 ff.

¹⁸⁷ Hellner & Radetzki, s. 128 f.

¹⁸⁸ Bengtsson & Strömbäck, s. 57; af Sandeberg, (2001), s. 104 f.

¹⁸⁹ Hellner & Radetzki, s. 127.

rättsekonomerna som menar att en aktsamhetsbedömning enligt the Learned Hand formula skapar ekonomisk effektivitet i skadeståndsrätten.¹⁹⁰ Inom rättsekonomin är ett beteende oaktsamt om en skadeförebyggande åtgärd är mindre kostsam än de skador den hade förebyggt.¹⁹¹

De kriterier som uppställs enligt the Learned Hand formula används även av den svenska rättstillämparen inom ramen för en fri bedömning av aktsamhetskravet. Förutom skaderisken, skadans storlek och skadevällarens möjlighet att förekomma skadan menar Hellner att ett fjärde villkor bör tilläggas, nämligen den handlandes möjlighet att inse skada.¹⁹² Ett belysande exempel på en fri aktsamhetsbedömning är NJA 2011 s. 454, det s.k. Diskmaskinsfallet. I fallet hade HD att ta ställning till om en hyresgästs underlåtenhet att stänga av vattnet till en diskmaskin var att beteckna som oaktsamt. Till omständigheterna hör att hyresavtalet innehållit en ordningsregel enligt vilken hyresgästen förband sig att ”vid varje tillfälle efter användande stänga av vattnet till maskinen”¹⁹³. HD inledde sin prövning med att fastslå att varje överträdelse av en ordningsregel inte i sig medför en skyldighet att ersätta skadan utan att en friare bedömning skulle göras. Vid sin fria bedömning tog HD hänsyn till både sannolikheten för skada och de möjliga skadornas storlek, hyresgästens möjlighet att både inse risken och förebygga skada samt kostnaderna för och olägenheterna med sådana åtgärder.¹⁹⁴ Efter en avvägning mellan dessa kriterier kom domstolen fram till att hyresgästen borde ha handlat på ett annat sätt och ålade hen ett culpaansvar.

Det finns även exempel på när den fria bedömningen använts för culpabedömningen vid informationsansvar. I hovrättsfallet Countermine¹⁹⁵ åtalades styrelsen och den verkställande direktören för att ha lämnat felaktiga uppgifter och vilseledande information inför en nyemission. Käranden yrkade skadestånd med stöd av 29 kap. 1 § ABL. Tingsrätten tillämpade en fri culpabedömning och avgjorde oaktsamheten utifrån en sammanställning och helhetsbedömning av risken för skada, den sannolika skadans storlek, möjligheterna att förekomma skada och den handlandes möjligheter att inse risken för skada.¹⁹⁶ I Hovrätten konstaterades att det saknades ett kausalitetssamband, varför domstolen inte fick anledning att pröva oaktsamhetsfrågan.

Tingsrättens beslut att tillämpa en fri culpabedömning har inte gått förbi utan kritik. Munck menar att styrelsen och den verkställande direktören borde anses ha ett presumtionsansvar gentemot aktieägarna för informationsbrister i ett prospekt. Med en sådan lösning hamnar

¹⁹⁰ Posner, s. 61 f.

¹⁹¹ Dahlman, 2000, s. 43.

¹⁹² Hellner & Radetzki, s. 128.

¹⁹³ HD:s domskäl, p. 1.

¹⁹⁴ HD:s domskäl, p. 9.

¹⁹⁵ T-1845-12.

¹⁹⁶ T 1845-12, Tingsrättens domskäl, s. 29.

bevisbördan på den part som lättast kan säkra bevisningen.¹⁹⁷ Även Samuelsson kritiserar tingsrättsdomen och menar att det finns en tendens att på områden som, i likhet med aktiebolagsrätten, kringgärdas av normer använda sig av en normbunden culpabedömning.¹⁹⁸

5.3.4 Betydelsen av medvetet risktagande

I vissa fall när domstolen kommer fram till att den skadevällande borde ha handlat på ett annat sätt, kan det finnas omständigheter som utesluter ansvar därför att de rättfärdigar skada. En sådan omständighet är om den skadelidande har samtyckt till skadan. Samtycke kan ges uttryckligen eller vara underförstått (implicit) om det framgår av omständigheterna att samtycke har lämnats.¹⁹⁹ Samtycket, uttryckligt eller implicit, kan även avse risken för skada varpå ansvarsfrihet för skadevällaren inträder: om den skadelidande medvetet utsatt sig för risken får hen också själv stå för sin skada.²⁰⁰ Det är inte klarlagt i vilken omfattning samtycke till risken medför ansvarsfrihet. I vilken utsträckning risktagandet kan medföra ansvarsfrihet för skadevällaren blir närmast en avvägning mellan riskskapandet och risktagandet.²⁰¹

5.4 BDO-fallet

5.4.1 Inledande kommentar

I NJA 2014 s. 272, det s.k. BDO-fallet, fick HD tillfälle att göra en hel del klargöranden kring revisorers ansvar för felaktig informationsgivning i årsredovisningar. HD passade på att fälla några allmänna kommentarer om informationsansvar och det är därför troligt att vad som sagts i målet kan få tillämpning även för andra ansvarssituationer med koppling till information på aktiemarknaden. För uppsatsens del är HD:s uttalanden vad gäller bedömningen av adekvans och orsakssamband av stor betydelse. HD meddelade dock endast prövningstillstånd med utgångspunkt i vad hovrätten hade funnit i fråga om oaktsamhet, varför ledning i denna fråga inte kan hämtas i HD:s uttalanden.

5.4.2 Bakgrund

Den 17 april 2014 meddelade HD dom i det uppmärksammade BDO-fallet.²⁰² Fallet hade sitt ursprung i ett samgående mellan två aktiebolag, det börsnoterade bolaget Daydream och det onoterade och betydligt större företaget 24hPoker. Sammanslagningen offentliggjordes i mars 2006 strax efter att handeln med Daydreams aktier hade börsstoppats. Syftet med

¹⁹⁷ Munck: Rättsutlåtande, s. 2.

¹⁹⁸ Samuelsson: Rättsutlåtande, s. 4 f.

¹⁹⁹ Hellner & Radetzki, s. 117.

²⁰⁰ Karlgren, (1969), s. 38; Grönfors, s. 58.

²⁰¹ Andersson, s. 86.

²⁰² NJA 2014 s. 272.

transaktionen var att få in 24hPoker på Stockholmsbörsen. Sammanslagningen gick till på så vis att Daydream genom ett offentligt uppköpserbjudande förvärvade 24hPoker. Betalningen skedde genom en apportemission där Daydream förvärvade samtliga aktier i 24hPoker från dess ägare i utbyte mot nyemitterade aktier i Daydream. Efter förvärvet innehöll ägarna i 24hPoker 90% av aktierna i det sammanslagna bolaget. En av dessa ägare var H.

I maj 2006 offentliggjordes ett prospekt avseende erbjudandet som innehöll delar av den årsredovisning som revisorn (BDO) reviderat för räkenskapsåret 2005. BDO granskade även prospektet och kom inte med några reservationer eller anmärkningar avseende bolagets bokföring. Efter samgåendet konstaterade den nya styrelsen i Daydream att bolagets prognos för både omsättning och resultat var ohållbar och beslutade i juli 2006 att verksamheten skulle avvecklas. Aktiekursen för Daydream, som hade sjunkit i värde redan innan samgåendeplanerna, föll nu kraftigt. H sålde sitt huvudsakliga aktieinnehav för en köpeskillning om drygt 20 miljoner kronor. Under hösten framkom att Daydreams årsredovisning varit bristfällig. Revisorn hade brutit mot god redovisningssed och felvärderat aktievärdet i Daydreams dotterbolag samt en potentiell återbetalningsskyldighet av ett EU-bidrag. H väckte talan mot BDO för oaktsam redovisning som medfört att H deltagit i aktiebytet på felaktiga villkor och lidit ren förmögenhetsskada.

5.4.3 Den ersättningsberättigade kretsen och gränsen för skadeståndsansvaret

Revisors ansvar gentemot aktieägare är utomobligatoriskt men har lagstöd i 29 kap. 2 § ABL som stadgar att revisor är ersättningskyldig enligt samma grunder som styrelsen och den verkställande direktören. Således kan ansvar för ren förmögenhetsskada åläggas revisor för oaktsamma överträdelser av ABL, ÅRL eller bolagsordningen. I fallet var det fråga om överträdelse av 9 kap 3 § ABL enligt vilken revisorn är skyldig att granska årsredovisningen enligt god revisionsed.

HD inledde sina domskäl med att konstatera att svensk rätt intar en restriktiv hållning till ersättning för rena förmögenhetsskador, en inställning som har sitt ursprung i flodvågsargumentet.²⁰³ Det är mot bakgrund av denna inledande anmärkning som domstolen gick vidare till att avgöra den ersättningsberättigade kretsen, en fråga som är av stor betydelse när det gäller att begränsa ansvaret.

²⁰³ Se ovan avsnitt 4.3.

HD konstaterade att de som inför ett affärsbeslut har fäst befogad tillit till informationen är ersättningsberättigade. Vems tillit som ska skyddas och anses befogad ska avgöras av den överträdde normens skyddsintresse.²⁰⁴ Om syftet med informationen är att fungera som beslutsunderlag i en viss transaktion, såsom ett prospekt, menade HD att det är motiverat att uppställa en presumtion för befogad tillit hos de som tecknar aktier i enlighet med erbjudandet.²⁰⁵ För sådan information som kan ligga till grund för affärsbeslut av olika karaktär behövs däremot andra kriterier för om den skadelidande haft fog för att sätta tillit till informationen. HD tog i fallet avstamp i *sättet* på vilket informationen kommit den skadelidande till handa och vilken *transaktionsform* det rört sig om.²⁰⁶

Vad gäller sättet som den skadelidande tar del av den beslutsgrundande informationen tog HD i fallet upp frågan om tillit kan förmedlas genom börskursen, genom att investeraren vid aktieteckningen sätter tillit till att aktievärdet speglar korrekt information. HD menade att sådan information inte har samma omedelbara betydelse för affärsbeslutet som den aktuella informationen i sig. Slutsatsen blir att en genom börskursen förmedlad tillit till informationens riktighet är otillräckligt för att grunda ansvar.²⁰⁷

I fråga om tilliten till information i en årsredovisning menar domstolen att den som utgångspunkt är befogad om *”årsredovisningen typiskt sett utgör en väsentlig del av det konkreta beslutsunderlag som läggs till grund för ett sådant beslut”*²⁰⁸ och tillade att så borde vara fallet, då beslutet angår en transaktion avseende aktier som bolaget emitterar.²⁰⁹ Följaktligen var kravet på befogad tillit uppfyllt. Angående frågan om den skadelidande i själva verket har tagit del av informationen och fäst faktiskt tillit till denna inför affärsbeslutet uttalade HD att sådan faktisk tillit kan presumeras om det finns grund för att anse tilliten befogad.²¹⁰ Därtill hänvisade domstolen till vad som tidigare konstaterades angående prospektansvaret, dvs. att det kan presumeras att samtliga som tecknat aktier på grundval av ett erbjudande har fäst befogad tillit till dess innehåll.

5.4.4 Orsakssambandet

Efter prövningen om den skadelidande ingår i den ersättningsberättigade kretsen övergick HD till att pröva om det finns ett orsakssamband mellan det ansvarsgrundande handlandet och den ekonomiska skada som affärsbeslutet medfört. Kausalitetsbedömningen för informationsansvar rymmer två frågor, dels frågan om transaktionssamband, dels frågan om förlustsamband. Med transaktionssamband avses sambandet mellan den

²⁰⁴ HD:s dom, p. 18-21.

²⁰⁵ HD:s dom, p. 22.

²⁰⁶ HD:s dom, p. 26.

²⁰⁷ HD:s dom, p. 26 och 66.

²⁰⁸ HD:s dom, p. 27.

²⁰⁹ HD:s dom, p. 27 och 29.

²¹⁰ HD:s dom, p. 28.

bristfälliga informationsgivningen och affärsbeslutet. Med förlustsamband avses sambandet mellan den bristfälliga informationsgivningen och skadan.²¹¹

Frågan om transaktionssamband skulle enligt HD bedömas utifrån vad som hade hänt om årsredovisningen varit riktig.²¹² Det blir alltså inte fråga om vilka konsekvenser ett visst handlande har medfört. Bedömningen ska snarare ske utifrån frågeställningen vad som skulle ha inträffat om årsredovisningen hade gjorts enligt god redovisningssed. En sådan bedömning har likheter med fall där ansvarsgrunden består i underlåtenhet och en plikt att handla. Vad gäller principerna för en sådan bedömning hänvisade HD till Landskronafallet²¹³ som lade grunden för en bevislätnad i underlåtenhetsfall. HD uttalade att de bevislätnader som gavs där främst berodde på skyddssyftet med den åsidosatta normen samt den handlingspliktiges närhet eller anknytning till faran och faresituationen som sådan.²¹⁴ I fråga om revisors ansvar för årsredovisning blir prövningen en anan. Kausaliteten ska då bedömas utifrån en hypotetisk prövning av händelseförloppet, vilken enligt HD ska göras objektivt och oberoende av den skadelidandes individuella förhållanden. I stället för att den skadelidande har att visa vad som skulle ha inträffat om informationen inte varit bristfällig, ska hen visa att det hade varit motiverat att allvarligt överväga ett annat handlande om beslutsunderlaget inte hade innehållit den bristfälliga informationen. Det avgörande är enligt HD om det rör sig om en typiskt sett beslutsrelevant informationsbrist.²¹⁵

HD tog i sin bedömning avstamp i den konkreta transaktionen och konstaterade att syftet med samgåendet med Daydream var att börsnotera 24hPoker och inte att investera i Daydreams verksamhet som sådan. HD anförde att hypotetiskt skulle inte en korrekt årsredovisning ha påverkat beslutet att avstå från samgåendet. Den aktuella informationsbristen var alltså inte typiskt sett beslutsrelevant för aktieägarna i 24hPoker. I avsaknad av ett kausalsamband mellan informationsbristen och affärsbeslutet förelåg därför ingen skadeståndsskyldighet för revisorn.²¹⁶

5.4.5 En analys av BDO-fallet

Genom BDO-fallet har HD undanröjt många viktiga frågetecken kring hur den ersättningsberättigade kretsen ska avgöras vid revisorers skadeståndsansvar för brister i årsredovisningen. Gränsen för skadeståndsansvaret, eller de ersättningsberättigade, avgörs av vilka som har haft en befogad rätt att fästa tillit till informationen. Frågan om befogad tillit är närmast en metod för att avgöra om det föreligger adekvat kausalitet och

²¹¹ HD:s dom, p. 35.

²¹² HD:s dom, p. 37.

²¹³ Se ovan avsnitt 5.2.1.

²¹⁴ HD:s dom, p. 43.

²¹⁵ HD:s dom, p. 46.

²¹⁶ HD:s dom, p. 60.

har i internationell rättspraxis främst använts för adekvansbedömningar för skador till följd av informationsgivning.²¹⁷ Således bekräftade HD att tillitsprincipen är en av rättstillämparen erkänd grund för ren förmögenhetsskada i utomobligatoriska förhållanden.

Anmärkningsvärt är dock hur HD:s prövning av om tilliten varit befogad skiljer sig från den bedömning som gjordes i Konefallet och NJA 2001 s. 878.²¹⁸ I de senare rättsfallen avgjordes inte frågan om befogad tillit utifrån kriterierna om sättet på vilket informationen kommit den skadelidande till handa samt transaktionstypen. Bedömningen gjordes i stället utifrån en analys av omständigheterna kring intygets tillkomstsätt och intygsgivarens insikt i användningen av intyget.²¹⁹ En möjlig förklaring till en annorlunda bedömning i BDO-fallet är att hänsyn tagits till de aktiebolagsrättsliga omständigheterna. Gemensamt för de tre fallen är att det avgörande för informationsansvaret inte är huruvida förhållandet mellan informationsgivaren och den skadelidande kan kvalificeras som inomobligatoriskt; avgörande är i stället om informationsgivarens ställning till informationsmottagaren typiskt sett medför en kvalificerad tillitsskapande närhet.²²⁰

Som en röd tråd genom HD:s domskäl går flodvågsargumentet och hur skadeståndsansvaret enligt tillitsprincipen rimligen kan begränsas. Det främsta exemplet på detta är de krav domstolen uppställer för att tillhöra den ersättningsberättigade kretsen. Som ytterligare begränsning uttalade HD att de bevislättnader som gjordes i Landskronafallet avseende kausalitetsbedömningen vid underlåtenhetsfall inte är tillämpliga för kausalitetsprövningen i aktiebolagsrättsliga skadeståndsmål.²²¹ Däremot gjordes vissa presumtionsantaganden för de investerare som väl har klassificerats som ersättningsberättigade, vilket innebar bevislättnader för den skadelidande. För det första uppställdes en presumtion för faktisk befogad tillit hos de investerare som haft fog för sin tillit. Detta innebär att en investerare inom den ersättningsberättigade kretsen inte behöver bevisa att hen faktiskt har tagit del av informationen. För det andra uppställdes en presumtion för att de investerare som grundat sitt affärsbeslut på ett prospekt också har skäl att hysa befogad tillit till informationen. För prospektansvaret har fallet en viktig betydelse eftersom alla som tecknat aktier med anledning av ett prospekt kan presumeras ingå i den ersättningsberättigade kretsen och ha fäst faktisk tillit till prospektet. Således får de professionella investerarna med kunskap i ekonomisk analys ingen fördel gentemot de privata investerare som inte kunnat tillgodogöra sig all information och som inte heller anlitat någon expert på området.²²²

²¹⁷ Kleineman, (2006), s. 284 f.

²¹⁸ Se ovan avsnitt 5.2.3.2.

²¹⁹ Rönnheden, s. 149.

²²⁰ För ett liknande resonemang, se Lindskog, (2010/11), s. 216.

²²¹ Svernlöv, s. 3.

²²² af Sandeberg, (2001), s. 119.

Detta kan mycket väl tänkas öka de privata investerarnas förtroende för aktiemarknaden.

Ett viktigt klargörande gjordes även vad gäller tillämpligheten av the market fraud theory i svensk rätt. Enligt detta synsätt, som i den svenska doktrinen främst förespråkas av Samuelsson, har investerare goda skäl att hysa faktisk befogad tillit till marknadens prisbildningsfunktion. Den som satt sin tillit till och tecknat aktier enligt börskursen, har samtidigt satt sin tillit till att sådan information som påverkar denna är korrekt och ska därför ingå bland kretsen ersättningsberättigade. Enligt detta marknadsekonomiska tankesätt blir den potentiella ersättningsberättigade kretsen stor och omfattar såväl primär- som sekundärmarknaden. I BDO-fallet klargjorde HD att tilliten till börskursen är otillräcklig för ansvar för felaktigheter i årsredovisningen: det krävs ett omedelbart samband mellan informationen och investerarens beslut.

Ställningstagandet öppnar upp för frågan om även investerare på sekundärmarknaden kan omfattas av den ersättningsberättigade kretsen. Eftersom fallet avsåg en speciell form av transaktion behandlades inte frågan. Dock torde en sådan lösning leda till ett mycket omfattande ansvar och det är således, i ljuset av flodvågsargumentet, tveksamt om investerare på sekundärmarknaden bör omfattas av ansvaret. Avgörande blir vad som, förutom börskursen, typiskt sett är beslutsgrundande för transaktioner på sekundärmarknaden. Enligt Kleineman bör ansvaret begränsas till primärmarknaden genom att det ställs ett krav på direkt förbindelse mellan aktietecknaren och bolaget.²²³ HD utvecklade emellertid inte hur denna bedömning ska göras. Det finns även en svårighet i att ställa upp generella kriterier eftersom typen av information som är beslutsgrundande för en investering skiftar från bransch till bransch och mellan olika investerare.²²⁴ Att tillämpa en hypotetisk bedömning för vilken information i ett prospekt investerare lägger till grund för sina beslut riskerar visserligen att investerare med otraditionella eller alternativa bedömningsgrunder inte omfattas av ansvaret, men skapar en förutsebarhet för den part som tillhandahåller informationen.

Trots de frågor som fallet ger upphov till har HD redovisat ett antal viktiga ställningstaganden. Detta gäller inte minst HD:s genomgående tillämpning av flodvågsargumentet och därmed betoning av behovet av restriktivitet vid utomobligatorisk ren förmögenhetsskada. BDO-fallet ger också vägledning i hur adekvansbedömningen ska göras genom tillämpning av tillitsprincipen samt vilka omständigheter som måste vara för handen för att kausalitet ska anses föreligga. HD:s kausalitetsbedömning i BDO-fallet innebär att det för ansvar krävs ett samband mellan informationen, affärsbeslutet och skadan. Om endast ett transaktionssamband tillämpades, skulle sambandet mellan den felaktiga informationen och affärsbeslutet vara tillräckligt för ansvar

²²³ Kleineman, Rättsutlåtande, s. 32; Kleineman, (2006), s. 300.

²²⁴ Etéus, s. 786.

även i de fall kursförändringen inte orsakats av informationen i sig utan till följd av en konjunktursvängning. Att belasta någon annan än aktieägaren med marknadsrisken tycks inte vara rättspolitiskt försvarbart. Att vid sidan av transaktionssambandet tillämpa ett förlustsamband har tidigare förespråkats i doktrinen. Genom BDO-fallet fick denna ståndpunkt också stöd av rättstillämparen.²²⁵

6. Bolagets prospektansvar

6.1 Inledning

En aktietecknare som har tecknat aktier på grundval av ett felaktigt eller bristfälligt prospekt kommer, när rätt information blir känd för marknaden och aktievärdet sjunker, troligtvis att vilja ha ersättning för den ekonomiska skada hen har lidit. Syftet med ett prospektansvar är att investerare ska kunna utgå från att den information som tillhandahålls på aktiemarknaden är korrekt. Om den som upprättar ett prospekt inte hade något att förlora på att informationen däri är bristfällig skulle förtroendet för aktiemarknaden sjunka.

Enligt den svenska lagstiftningen ligger idag ansvaret för bristfällig information i ett prospekt hos styrelsen och den verkställande direktören. Ett alternativ är att i stället vända sig till det emitterande bolaget med sitt skadeståndsanspråk. En sådan lösning kan tyckas vara mest naturlig och kan motiveras med att det är bolaget som erhållit de medel som influerats genom emissionen och som därför borde bära ansvaret.²²⁶ I följande kapitel lämnas en redogörelse för gällande rätt vad gäller bolagets prospektansvar. Därefter behandlas lagstiftarens inställning till rättsläget och vilka skäl som finns till en översyn av lagstiftningen.

6.2 Bolagets prospektansvar de lege lata

Enligt artikel 6 i prospektdirektivet ska ansvaret för ett prospekt åtminstone åvila emittenten eller dess förvaltnings-, lednings- eller kontrollorgan, den person som ansöker om upptagande till handel på en reglerad marknad eller garanten. Direktivet erbjuder en möjlighet, men ingen skyldighet, för medlemsstaterna att införa ett skadeståndsansvar för emittenten, dvs. bolaget. En sådan skyldighet finns i många länder, inte minst på de ledande internationella kapitalmarknaderna USA, Storbritannien, Frankrike och Tyskland.²²⁷

I svensk rätt saknas det en bolagsrättslig grund för emittentens prospektansvar. Möjligheten att grunda bolagets skadeståndsansvar på en

²²⁵ Samuelsson, s. 310.

²²⁶ Billing & Sjöman, s. 664.

²²⁷ Ds 2013:16, s.44.

analog tillämpning av organledamöternas bolagsrättsliga ansvar har visserligen diskuterats i doktrinen, men även här har konstaterats att skadeståndsrättens regler om ren förmögenhetsskada ligger närmre till hands.²²⁸ Med tanke på den svenska lagstiftarens restriktiva inställning till ansvar för rena förmögenhetsskador utan stöd i vare sig lag eller avtal, tycks detta enligt min åsikt vara en svårhanterlig och olämplig grund för bolagets prospektansvar.

Det kvarstående alternativet är att grunda ansvar gentemot bolaget på kontraktsrättslig grund. Åtminstone vid nyemission har förhållandet mellan bolag och aktietecknare betecknats som kontraktliknande vilket tyder på att ett prospektansvar existerar för bolaget på allmänna kontraktsrättsliga principer för skadestånd. Dock förefaller inte rättsläget stämma överens med en sådan analys av prospektansvaret. Då avtalsförhållandet är baserat på aktieteckningen befinner vi oss i gränsområdet mellan avtalsrätten och bolagsrätten, vilket har fått betydelse för bolagets skadeståndsansvar för informationen i prospektet.

Uppfattningen att bolaget inte heller kan åläggas ansvar gentemot sina aktieägare på kontraktsrättslig grund, när anspråket hänför sig till teckning eller förvärv av aktier, brukar motiveras utifrån skyddet för bolagets aktiekapital och borgenärsintresset. Enligt detta synsätt kan utbetalning till aktieägarna från bolaget endast ske enligt aktiebolagslagens regler om vinstutdelning, nedsättning av aktiekapital eller reservfond samt utskiftning vid likvidation. Detta avsteg från allmänna kontraktsrättsliga skadeståndsprinciper har ansetts komma till uttryck i HD:s avgörande NJA 1935 s. 270.²²⁹ Vilka slutsatser som kan dras av rättsfallet har varit föremål för en omfattande diskussion i doktrin och bolagets prospektansvar de lege lata kan minst sagt beskrivas som grumligt.²³⁰ Det oklara rättsläget tros innebära att skadelidande avstår från att framställa anspråk gentemot bolaget.²³¹

Bolagets prospektansvar de lege lata bestäms således utifrån avtalsrättens förhållande till bolagsrätten, vilket i praktiken innebär att bedömningen blir beroende av en intresseavvägning mellan borgenärsskyddet å ena sidan och investerarskyddet å andra sidan.²³² Hur utfallet blir i en sådan avvägning är inte självklart utan blir upp till lagstiftaren eller domstolarna att avgöra.²³³ För att klargöra rättsläget finns det huvudsakligen två vägar att gå: antingen ändrar HD sin praxis, eller så tas initiativet av lagstiftaren att införa ett för bolaget lagstadgat prospektansvar.

²²⁸ Samuelsson, s. 273 f. och Nerep, s. 78.

²²⁹ SOU 1997:22, s. 227 f.

²³⁰ För diskussionen se Nerep, s. 60 ff.; Kleineman, (2006), s. 300 ff.; Sandeberg, (2001), s. 266; Lindskog, (1999), s. 306.

²³¹ Ds 2013:16, s. 99.

²³² Lindskog, (1999), s. 306.

²³³ Deuschl, s. 270.

6.3 Bolagets prospektansvar *de lege ferenda*

6.3.1 Inledning

Bolagets prospektansvar har upprepade gånger diskuterats av den svenska lagstiftaren, men hittills har ännu ingen lagstiftning kommit till stånd.²³⁴ Frågan diskuterades i förarbetena till aktiebolagslagen och har därefter behandlats av prospektutredningen i slutbetänkandet SOU 2005:18 *Prospektansvar*. Slutbetänkandet skickades på remiss och överlämnades till Finansdepartementet som i sin tur utarbetade ett ändrat förslag efter överväganden från remissinstanserna - Ds 2013:16 (i fortsättningen kallad promemorian).

I promemorian betonas vikten av att undanröja de oklarheter som omfattar svenska juridiska personers prospektansvar, så den svenska aktiemarknaden kan följa den internationella utvecklingen.²³⁵ I promemorian föreslås att ett sådant ansvar förs in i LHF.²³⁶ Det är med avstamp i Finansdepartementets promemoria som bolagets prospektansvar *de lege ferenda* nedan kommer att diskuteras. Fokus ligger på de skadeståndsrättsliga avgränsningar som görs avseende den ersättningsberättigade kretsen och kravet på adekvans. Kapitlet inleds med en översiktlig redogörelse över de skäl som anförs till stöd för uppfattningen att borgenärsskyddet i fortsättningen borde ge vika för investerarskyddet.

6.3.2 Investerarskyddet till stöd för bolagets prospektansvar

Som ovan nämnts vilar bolagets prospektansvar på kolliderande intressen där investerarnas möjlighet att få skadestånd av bolaget hittills har fått ge vika med hänsyn till borgenärsskyddet. Eftersom bolagsformen aktiebolag bygger på aktieägarnas frihet från personligt ansvar, är borgenärerna i stället skyddade genom aktiekapitalet och ABL:s regler om skyddet för det bundna egna kapitalet.²³⁷ En intresseavvägning där borgenärsskyddet sätts framför investerarskyddet har inte passerat utan kritik. Gällande rätt innebär att aktiebolaget på grund av borgenärsskyddet kan gottgöra sig det kapital som inflyter vid en nyemission trots att placeringen föregåtts av bristfällig information.²³⁸ Således motiveras ett prospektansvar för bolaget utifrån behovet av ett fullgott investerarskydd på aktiemarknaden.

Som skäl för ett prospektansvar för bolaget har anförts att aktiemarknaden som den såg ut när domen avhandlades i 1935 års fall inte överensstämmer med hur den ser ut idag. Dels har antalet småsparare som placerar pengar i aktier ökat markant, dels vänder sig fler nystartade bolag till

²³⁴ SOU 2005:18 och Ds 2013:16.

²³⁵ Ds 2013:16, s. 44.

²³⁶ Ds 2013:16, s. 8.

²³⁷ Ds 2013:16, s. 87.

²³⁸ Deuschl, s. 292.

aktiemarknaden i behov av riskvilligt kapital. Lagstiftningen bör därför moderniseras och anpassas efter ett ökat behov av investerarskydd.²³⁹ Å andra sidan kan det tyckas att investerarna redan erbjuds ett skydd genom styrelseledamöternas och den verkställande direktörens bolagsrättsliga ansvar. Dock torde den skadelidande ha större praktisk användning av den juridiska personens eget ansvar med tanke på börsbolagens större ekonomiska förutsättningar att ersätta en skada än sina företrädare.²⁴⁰ Visserligen finns idag möjlighet för styrelseledamöter att teckna en försäkring som omfattar ansvaret för fel och brister i ett prospekt.²⁴¹ Men en sådan är inte obligatorisk och således finns ingen garanti för att den skadelidande utfår ersättning på sådan väg.²⁴²

Finansdepartementets lagförslag har således låtit investerarskyddet och förtroendet för aktiemarknaden väga tyngre än borgenärsskyddet. Intresseavvägningen har också påverkats av rättsläget på de ledande kapitalmarknaderna som påstås ställa krav på en utveckling av det svenska prospektansvaret i motsvarande riktning.²⁴³

6.3.3 Lagstiftarens initiativ

6.3.3.1 Den ersättningsberättigade kretsen

Frågan om hur man ska avgränsa kretsen skadelidande ges stort utrymme i promemorian. Det handlar här om att utforma en ersättningsberättigad krets som är tillräckligt stor för att ge investerarna skydd samtidigt som den avgränsas för att ansvaret inte blir allt för okontrollerbart.²⁴⁴

Enligt promemorian bör det första steget i att bestämma den ersättningsberättigade kretsen vara att överväga syftet med ett prospekt och vem ett prospekt anses riktat till. Därefter konstateras att syftet med ett prospekt är att tillgodose investerarnas behov av information och att garantera ett skydd för investerarna. Detta syfte gäller både för prospekt som upprättas då erbjudande om att teckna aktier riktar sig till allmänheten, som när prospekt upprättas för upptagande av aktier på en reglerad marknad. Det som skiljer de två prospekttyperna åt är syftet med transaktionen. Till skillnad från introduktionsprospekt är inte syftet med ett emissionsprospekt att inleda handel med värdepapperen på sekundärmarknaden. Visserligen kan även investerare på sekundärmarknaden lägga emissionsprospektet till grund för ett investeringsbeslut, t.ex. om samma emittent ger ut andra värdepapper, men det ska huvudsakligen anses riktat till primärkretsen i just den transaktion för vilken prospektet har upprättats.²⁴⁵ Promemorian avgränsar

²³⁹ Deuschl, s. 295.

²⁴⁰ Samuelsson, s. 247 f.

²⁴¹ Ds 2013:16, s. 80.

²⁴² af Sandeberg, (2001), s. 406.

²⁴³ Ds 2013:16, s. 87.

²⁴⁴ Ds 2013:16, s. 71.

²⁴⁵ Ds 2013:16, s. 71.

således ansvaret för fel och brister i ett emissionsprospekt till primärkretsen. Endast den som tecknat aktier genom det erbjudande till allmänheten för vilket prospektet upprättades kan åberopa reglerna för prospektansvar.²⁴⁶

Vad gäller prospekt som upprättas i samband med att ett bolags aktier tas upp till handel på en reglerad marknad är situationen annorlunda. Syftet med prospektet kan då vara att utgöra underlag för en noteringsprocess och inte att tillgodose investerares behov av information. I en sådan situation finns inte heller någon primärkrets och prospektet kan därför sägas vara riktat till hela marknaden.²⁴⁷ En överlåtelse av de nu noterade aktierna kommer att ske på sekundärmarknaden. Om ansvaret för ett introduktionsprospekt inte omfattar sekundärkretsen innebär det i praktiken att det saknas ett sådant ansvar. I promemorian bli då frågan hur ansvaret mot sekundärkretsen ska begränsas.

Ett sätt att begränsa den skadelidande kretsens omfattning är, som bekant, att uppställa ett krav på närhet mellan skadevällare och skadelidande. Den praktiska konsekvensen av en sådan avgränsning blir dock att sekundärmarknaden hamnar utanför den ersättningsberättigade kretsen i brist på en näraliggande relation till bolaget likt den som finns på primärmarknaden.²⁴⁸ En sådan lösning anses därför inte lämplig. I stället föreslås att ansvaret gentemot sekundärmarknaden begränsas så att de som har förvärvat sådana värdepapper inom sex månader från det att de togs upp till handel på den reglerade marknaden har rätt att åberopa ansvarsreglerna.²⁴⁹

Särskilt Kleineman är kritisk till ett ansvar gentemot sekundärmarknaden. När en transaktion sker på sekundärmarknaden tillförs inte bolaget något nytt kapital; köpeskillingen går till den som avyttrar sitt innehav. Enligt Kleineman leder ett ansvar vidgat till sekundärmarknaden till att bolagets tillgångar tas i anspråk på bekostnad av de äldre aktieägarna. Vinnaren på ett sådant system blir enligt Kleineman den som tecknat aktier till överpris och sålt de vidare innan rätt information når marknaden. Samma problem finns inte i den direkta relationen mellan bolaget och aktietecknaren, varför ansvaret enligt Kleineman bör begränsas till primärmarknaden.²⁵⁰

Av remissinstanserna är Sveriges advokatsamfund positivt inställt till promemorians förslag till avgränsning mot sekundärmarknaden. Man går till och med längre och föreslår att även ansvaret för emissionsprospekt ska omfatta sekundärmarknaden med samma begränsning som introduktionsprospekt.²⁵¹ Svenskt näringsliv är mer kritiskt i sitt yttrande och menar att skadeståndsansvaret endast bör gälla i förhållande till

²⁴⁶ Ds 2013:16, s. 72.

²⁴⁷ Ds 2013:16, s. 72.

²⁴⁸ Ds 2013:16, s. 74; Kleineman, (2006), s. 302.

²⁴⁹ Ds 2013:16, s. 68.

²⁵⁰ Kleineman, (2006), s. 291.

²⁵¹ Sveriges advokatsamfund, s. 4.

primärkretsen även i de fall prospektet upprättats för upptagande av värdepapper till handel på en reglerad marknad. Som skäl anför man bl.a. att ansvaret gentemot sekundärmarknaden, trots begränsningar, riskerar att bli oroväckande stort och ta i anspråk större summor än de som influerats genom emissionen.²⁵²

6.3.3.2 Adekvat kausalitet

Vad gäller frågan om adekvat kausalitet betonar promemorian att en viktig frågeställning i sammanhanget är om det ska uppställas ett krav på att den skadelidande kan bevisa att hen faktiskt har tagit del av prospektet samt att det felaktiga innehållet varit beslutsgrundande. Efter att ha konstaterat att ett sådant krav medför betydande bevisvårigheter för den skadelidande, lyfts frågan om en tillitspresumtion.²⁵³ En sådan lösning innebär att en placering i ett företags värdepapper är tillräckligt för att tillitsrekvisitet ska anses uppfyllt och har i Sverige haft Samuelsson som sin främsta förespråkare.²⁵⁴ Promemorian hänvisar till den brittiska, tyska och amerikanska lagstiftningen som inte ställer något krav på styrkt tillit.²⁵⁵ Avslutningsvis framhålls att det inte är lagstiftarens uppgift att ta ställning till hur frågan om adekvat kausalitet bör lösas utan ska i stället överlämnas till rättstillämparen.²⁵⁶

6.3.3.3 Oaktsamhetskravet

Enligt lagförslaget ska bolaget ersätta skada som uppsåtligt eller av oaktsamhet tillfogats någon i den ersättningsberättigade kretsen genom en överträdelse av prospektbestämmelserna. Enligt promemorian är utgångspunkten för bedömningen av om fel eller brist förekommit att prospektreglerna i 2 kap. LHF eller prospektförordningen har åsidosatts. Kraven på innehållet i ett prospekt varierar däremot beroende på bl.a. emittenten och det är därför svårt att ge en ingående definition på vad som menas med fel eller brist i ett prospekt.²⁵⁷ Det är därför inte klart om varje överträdelse grundar ansvar.

I promemorian överlämnas principerna för culpabedömningen åt domstolarna med tillägget att det torde finnas en presumtion för culpa om en skada har orsakats genom överträdelse av prospektreglerna. I sitt remissvar uttryckte Svenska handelskammaren skepsis gentemot en sådan oaktsamhetspresumtion. I promemorian överlämnas även denna fråga till rättstillämpningen.²⁵⁸

²⁵² Svenskt näringsliv, 2013, s. 2.

²⁵³ Ds 2013:16, s. 84.

²⁵⁴ Samuelsson, s. 138 ff.

²⁵⁵ Ds 2013:16, s. 84.

²⁵⁶ Ds 2013:16, s. 85.

²⁵⁷ Ds 2013:16, s. 81.

²⁵⁸ Ds 2013:16, s. 82.

7. Analys av bolagets prospektansvar de lege ferenda

7.1 Inledande kommentar

Som framgått inledningsvis är ett av syftena med uppsatsen att utvärdera ett lagstadgat prospektansvar för bolaget utifrån ett rättsekonomiskt perspektiv, vilket ställer marknadens effektivitet i centrum. Inledningsvis i detta kapitel diskuteras om prospektansvaret över huvud taget bör regleras genom lag eller om marknadens självreglering är en lämpligare och mer effektiv metod. Därefter behandlas vilken betydelse oaktsamhetsbedömningen och principerna för adekvat kausalitet får för prospektansvaret de lege ferenda. Finansdepartementets lagförslag är av central betydelse, men hänskjuter stora delar av bedömningen åt domstolen. Eftersom det ledande fallet på området är BDO-fallet, har även de uttalanden om prospektansvaret som HD gjort däri en viktig roll för prospektansvaret de lege ferenda. De båda källorna har behandlats i uppsatsen var för sig och ska nedan beröras parallellt med varandra. Det rör sig alltså om en bedömning av de delar av promemorian som hänskjutits till rättstillämparen. De konsekvenser en sådan bedömning får för prospektansvaret i sig och aktiemarknaden i allmänhet utvärderas därefter utifrån effektiviteten på aktiemarknaden.

7.2 Behovet av ny lagstiftning

Prospektansvaret innebär att den som lidit skada till följd av ett affärsbeslut som fattats på felaktiga grunder ska få sin skada ersatt. Den kritiskt inställda läsaren kanske frågar sig om inte risken på aktiemarknaden ändå bärs av investerarna själva. Aktiemarknaden är en marknad för riskkapital och den som samtycker till att ta en sådan risk bör därför själv bära denna. Detta argument får antas ha viss bäring, om kursutvecklingen är ett resultat av omständigheter som inte beror på bolaget självt. Om däremot felaktig information har tillhandahållits marknaden, har investeraren inte kunnat basera sitt risktagande på korrekta grunder. Ett risktagande som i praktiken blir något annat än vad som initialt var tänkt bör därför inte läggas investeraren till last. Därför är det nödvändigt att det finns ett ansvar för den som tillhandahåller bristfällig information.

Traditionellt sett har reglerna på aktiemarknaden främst bestått av marknadsaktörernas självreglering. Självregleringen är delvis avtalsrättsligt reglerad mellan parterna och därför civilrättsligt bindande. Därutöver finns rekommendationer från marknadens organ. Sådana rekommendationer är inte i sig bindande men har inkorporerats i noteringsavtalet mellan börsen och bolaget och har därför i praxis givits en bindande verkan.

Fördelen med självreglering är att marknadens aktörer kan anpassa regleringen efter rådande omständigheter på marknaden. Enligt principen följ eller förklara kan bolagen själva välja att följa självregleringen eller förklara varför avsteg gjorts. Självregleringen erbjuder bolagen en stor

flexibilitet och skapar effektivitet på marknaden, vilket gör den önskvärd ur ett rättsekoniskt perspektiv. Om självregleringen är lämplig för att skapa ett investerarskydd kan däremot diskuteras. Å ena sidan är marknaden beroende av investerarnas förtroende varför aktörerna har incitament att själva sträva efter ett fullgott investerarskydd. Å andra sidan kan marknadsaktörerna uppfattas som partiska och därför inte åtnjuta marknads förtroende fullt ut. Det är inte heller säkert vilka sanktioner en utomstående kan göra gällande gentemot bolaget vid överträdelse av marknads egen reglering. Det kan därför vara nödvändigt att komplettera självregleringen med lagstiftning. För att sådan lagstiftning inte ska påverka effektiviteten på marknaden måste varje lagstiftning föregås av noggranna överväganden.

Huruvida prospektansvaret ska regleras genom lagstiftning får avgöras med beaktande av syftet med ett sådant ansvar. Nästan alla prospektregler har som syfte att stärka skyddet för investerarna genom att minska aktiemarknadsbolagens informationsövertag och därmed öka allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. Även ett vidgat prospektansvar för emittenten har ett sådant syfte och, med tanke på vad som nyss sades om marknadsaktörernas partiska ställning, torde lagstiftning vara det bästa sättet för att garantera allmänhetens förtroende för marknaden. Syftet med ett lagreglerat prospektansvar för emittenten är även att anpassa den svenska regleringen efter vad som gäller på de ledande kapitalmarknaderna, en anpassning som måste ske lagstiftningsvägen. Därutöver är lagstiftning det mest effektiva tillvägagångssättet för att utreda det oklara rättsläget kring bolagets prospektansvar. Detta kan aktiemarknadens parter inte åstadkomma på kontraktsrättslig grund eftersom bolagsrättsliga regler har ansetts utgöra ett hinder för en sådan lösning. Således finns det tydliga skäl till varför prospektansvaret inte lämpar sig för att regleras genom självreglering. Frågan blir i stället hur regleringen ska utformas för att försäkra att marknads effektivitet inte påverkas. Detta är en rättsteknisk komplikation som måste avgöras med hjälp av rättspolitiska överväganden.

Enligt ett rättsekoniskt perspektiv bör lagregler utformas och tillämpas på ett sätt som undviker att det skapas onödiga hinder på marknaden som medför ett minskat antal transaktioner. Enligt ett sådant synsätt bör ansvarsreglerna utformas och tillämpas dels så att företag inte avstår från att erbjuda allmänheten att teckna aktier för att de riskerar ett för stort ansvar, dels så att investerare inte avstår från handel med aktier för att de saknar förtroende för aktiemarknaden. Det investerarskydd som tillgodoses med ett lagstadgat prospektansvar för bolaget måste således utformas i ljuset av flodvågsargumentet för att begränsa ansvaret.

7.3 Culpabedömningen - fri eller normbunden?

Med utgångspunkt i promemorians förslag är det tillräckligt med *oaktsamhet* hos bolagets företrädare för att bolagets ersättningsansvar för bristfällig informationsgivning i prospekt ska realiseras. Vilka principer som ska ligga till grund för culpabedömningen överlämnas dock till domstolen

att avgöra. I detta avsnitt diskuteras huruvida culpabedömningen bör utgå ifrån en fri eller normbunden tolkningsmetod när den påstått oaktsamma handlingen är kopplad till upprättandet av prospekt.

En normbunden aktsamhetsbedömning utgår ifrån huruvida en överträdelse skett av en rättslig norm och är generellt sett användbar om den påstått oaktsamma handlingen inträffat på ett område som har ett detaljerat regelverk att förhålla sig till. Eftersom aktiemarknaden - och i synnerhet skyldigheten att upprätta ett prospekt - omfattas av ett gediget regelverk, ligger det nära till hands att använda en sådan normbunden culpabedömning. Innehållet i ett prospekt regleras främst av LHF och prospektförordningen. Med beaktande av föreskrifternas tydliga handlingsdirigerande verkan kan även underlåtenhet att handla enligt reglerna bedömas som oaktsamt. Således kan inte bara felaktig information utan även förtigande av omständigheter grunda skadeståndsansvar.

Enligt läran om det skyddade intresset måste regleringen för att kunna åberopas av den skadelidande vara uppställd i dennes intresse. Eftersom prospektreglernas syfte är att skydda investerarna kan därför varje överträdelse av de prospektregler vars syfte är att skydda investerarna tänkas medföra ett skadeståndsansvar.

Vilken betydelse domstolen tillmäter aktiemarknadens självreglering inom ramen för en normbunden culpabedömning är inte lika självklart. Det primära blir att fastställa om självregleringen är rättsligt bindande. Även överträdelser av icke-bindande normer kan grunda ansvar, om överträdelsen bedöms som oaktsam. Enligt HD:s praxis kan sådana icke-bindande normer få betydelse för culpabedömningen. Särskilt stor betydelse har självreglering i form av rekommendationer och yttranden som finns inkorporerade i börsens regelverk för emittenter som har ansetts ge uttryck för en etablerad eller önskvärd branschsedvänja.²⁵⁹

Innan aktiemarknadens självreglering läggs till grund för culpabedömningen måste man göra några överväganden kring dess särskilda natur. För det första måste man beakta normens skyddssyfte. Regelverket för emittenter är t.ex. i huvudsak ett avtal mellan börsen och bolaget och skapar rättigheter och skyldigheter parterna emellan. Det är således inte självklart att en överträdelse kan grunda ansvar gentemot aktieägare som har rollen som tredje man. För det andra har självregleringen inte samma handlingsdirigerande verkan som lagstiftning utan erbjuder större flexibilitet. Enligt principen följ eller förklara ges bolagen ett relativt stort utrymme att göra avsteg från normerna i koden för bolagsstyrning.

Trots att mycket talar för en normbunden culpabedömning finns det exempel i praxis på när domstolen tillämpat en fri bedömning. I det ovan

²⁵⁹ Se avsnitt 2.4.3 och 5.3.2.

diskuterade Countermine-målet²⁶⁰ utgör tingsrättens dom ett exempel på en fri culpabedömning på aktiemarknadsrättens område. Tingsrättens fria bedömning gjordes utifrån modellen Learned Hand formula enligt vilken oaktsamheten avgörs genom en helhetsbedömning av risken för skada, den sannolika skadans storlek, möjligheterna att förekomma skada och den handlandes möjligheter att inse risken för skada.

Det tycks vara rimligt att fråga sig vilka skäl det finns till att använda en fri bedömning när det omfattande regelverket talar för en normbunden bedömning av oaktsamheten. Det är framför allt inom rättsekonomin som man finner ett stöd för att använda sig av den fria bedömningen då den anses bidra till ekonomisk effektivitet. Genom att väga kostnaden för att ersätta skador mot kostnaden för att förhindra att skador uppstår undviker man ett ekonomiskt sett omotiverat stort ansvar. Ett bolags kostnad för att förhindra skada motsvaras i uppsatsen av kostnaden för att inhämta och tillhandahålla sådan information som bolaget enligt prospektreglerna ska offentliggöra i ett prospekt. Om denna kostnad är högre än kostnaden för ett eventuellt skadestånd är sådana preventiva åtgärder ekonomiskt omotiverade. Ett bolags underlåtenhet att företa sådana åtgärder är därför inte heller att anse som oaktsamt enligt det rättsekonomiska synsättet. Om kostnaden för att förebygga skada däremot understiger ett eventuellt skadeståndsansvar, är sådana åtgärder effektiva. Underlåtenhet att företa sådana åtgärder kan därför beaktas som oaktsamt.

Till de två diskuterade komponenterna den sannolika skadans storlek och möjligheterna att förekomma skada, tillkommer risken för skada och den handlandes möjligheter att inse risken för skada. Vad gäller risken för skada talar den potentiellt stora skadelidande kretsen för att risken för skada på aktiemarknaden är stor, vilket skärper kraven på aktsamhet och förebyggande åtgärder. Därutöver ska den handlande ha insett denna risk. Det blir här fråga om en subjektiv bedömning av oaktsamheten.

De två olika metoderna för aktsamhetsbedömningen har betydande skillnader och det är inte helt otänkbart att de leder till olika bedömningar. En normbunden oaktsamhetsbedömning resulterar i att utrymmet för avvikelser från prospektreglerna blir mycket begränsat. Det blir i praktiken fråga om en oaktsamhetspresumtion vid överträdelse av prospektreglerna. Samma effekt nås inte genom en culpabedömning enligt the Learned Hand formula. Frågan om en oaktsamhetspresumtion vid överträdelse av prospektreglerna överlämnades i promemorian till rättstillämparen. I praktiken avgörs denna fråga av domstolens val av principer för aktsamhetsbedömningen.

Vilka principer som ska ligga till grund för ansvarsbedömningen måste anpassas efter det rättsområde man befinner sig inom. Trots att mycket talar för en normbunden aktsamhetsbedömning på aktiemarknadsområdet är detta

²⁶⁰ Se avsnitt 5.3.3.

inte någon självklarhet. Fördelen med en normbunden tolkning är att det blir tydligt för bolagen vilka normer de måste följa för att undvika ett oaktsamhetsansvar. Å andra sidan är fördelen med en fri culpabedömning att bolagen tillåts en större effektivitet i sitt handlande samt att hänsyn tas till ekonomiska överväganden. Hur domstolarna i framtiden väljer att gå till väga återstår att se. Kanske kan ledning hämtas i internationell praxis på området.

7.4 Ansvarets begränsning - ersättningsberättigad krets och orsakssamband

Inom såväl den svenska lagstiftningen som rättstillämpningen finns en restriktiv inställning till det utomobligatoriska ansvaret för rena förmögenhetsskador. Denna restriktivitet grundar sig i rättspolitiska motiv att förhindra ett allt för omfattande skadeståndsansvar. Det finns därför en tendens att uppställa skadeståndsrättsliga spärregler för att minska kretsen av skadelidande. Med färre ersättningsberättigade minskar också ansvarets omfattning. Beaktar man den stora kretsen mottagare av information på aktiemarknaden, inser man snart att det finns en risk för att ett informationsansvar blir tämligen omfattande. Det finns alltså ett behov av att på något sätt begränsa ansvaret. En internationellt sett vanlig spärregel för omfattningen av informationsansvar är tillitsprincipen: endast de skadelidande som haft fog för att sätta tillit till informationen omfattas av ansvaret. Tillitsprincipen har även figurerat i den svenska rättstillämpningen som ett alternativ till den mer klassiska adekvansläran.

Utöver att den skadelidande ska ha haft fog att fatta sitt affärsbeslut på den bristfälliga informationen i ett prospekt, har det i doktrin och praxis diskuterats huruvida det bör ställas ett krav på en näraliggande och konkret relation mellan bolaget och aktietecknaren. I praktiken innebär detta att ansvaret begränsas till aktieteckningar som skett på primärmarknaden. Detta tycks vara en rimlig begränsning då emissionsprospekt i första hand upprättas för just sådana transaktioner. Kravet på närhet leder till att informationen i ett emissionsprospekt inte med fog kan ligga till grund för ett affärsbeslut om placering i andra värdepapper utgivna av samma emittent. Enligt praxis är det rimligt att kräva att placeraren först vänder sig till bolaget för att få bekräftat huruvida så kan ske eller inte. Kravet på närhet har också uppmärksammats och föreslagits av lagstiftaren. Således utgår den fortsatta analysen av bolagets prospektansvar de lege ferenda ifrån att ansvaret endast omfattar investerare på primärmarknaden.

Trots att lagstiftaren har tagit ställning till hur närhetskravet ska tillämpas och därmed klargjort en viktig del av ansvarets begränsning, ligger uppgiften att avgöra om kravet på en placerares befogade tillit är uppfyllt på domstolens skrivbord. Det följer av svensk tradition att inte ha uttryckliga lagregler om adekvans. I BDO-fallet drog HD upp ett antal viktiga kriterier enligt vilka det ska avgöras om kravet på befogad tillit kan anses vara

uppfyllt. Bland annat fastställs att kravet på befogad tillit till viss information inte anses uppfyllt genom tillit till börskursen, s.k. market fraud theory. I domskälen finns även uttalanden som är av väsentlig betydelse för hur tillitsbedömningen ska gå till då fråga är om ansvar för prospekt. Enligt domstolen uppfyller samtliga placerare som tecknat aktier med anledning av ett emissionsprospekt kravet på befogad tillit. Med tanke på de bevissvårigheter som är förknippade med att bevisa att transaktionen faktiskt framkallats av den felaktiga informationen, uppställer HD en ytterligare presumtionsregel. Resultatet är att den som tecknat aktier på grundval av ett prospekt presumeras ha grundat sitt affärsbeslut på den felaktiga informationen. De dubbla presumtionsantagandena innebär en stor bevislättning för aktietecknaren. Det är tillräckligt att visa att man ingår i den ersättningsberättigade kretsen, vilket mot bakgrund av lagstiftarens förslag är detsamma som att ha tecknat aktier på primärmarknaden. Då inträder också presumtionen att man faktiskt har satt tillit till informationen.

Den slutsats som kan dras av Finansdepartementets promemoria och HD:s uttalanden i BDO-fallet är att den ersättningsberättigade kretsen för bolagets prospektansvar de lege ferenda avgränsas med tillämpning av kravet på närhet och tillit. Tillitsprincipen är allmänt sett en lämplig metod för att avgränsa informationsansvaret. Investerare ska kunna förlita sig till att informationen i ett prospekt är riktig och inte vara skyldiga att kontrollera eller granska riktigheten av ett prospekt. En sådan skyldighet skulle leda till onödiga transaktionshinder och är därför inte rättsekonomiskt motiverad. Däremot innebär HD:s uttalanden i BDO-fallet att tillitsprincipen inte får någon begränsande effekt på prospektansvaret. Jag är till och med beredd att gå så långt att påstå att de presumtionsantaganden som görs leder till en viss utvidgning av ansvaret. Det kan därför ifrågasättas om flodvågsargumentet iakttagits i tillräcklig utsträckning och om tillräckliga spärrar har konstruerats.

Av intresse är även hur domstolen i BDO-fallet resonerar kring kravet på kausalitet och vilka konsekvenser detta får för prospektansvaret. Domstolen menar att man ska göra en hypotetisk bedömning. Från att den skadelidande ska visa att den felaktiga informationen faktiskt orsakade affärsbeslutet, är det enligt HD tillräckligt om hen visar att informationen *typiskt sett* är sådan att den i allmänhet ligger till grund för ett investeringsbeslut. Därutöver ska avvikelser ha varit så pass stora att det hade varit *motiverat att allvarligt överväga* ett annat handlande bristfälligheten förutan.

När det kommer till ansvaret för prospekt blir den första frågan rörande orsakssambandet vilken information i ett prospekt som typiskt sett är beslutsgrundande. Sådana uppgifter som typiskt sett är viktiga för ett investeringsbeslut måste anses skifta mellan olika branscher och företag. Det är därför svårt att kategorisera viss information som mer eller mindre betydelsefull. I en bransch kan äganderätten till immateriella rättigheter spela en avgörande roll, medan en annan påverkas till större delen av den allmänna konjunkturen. Trots detta kan det vara möjligt att dra några generella slutsatser. Enligt min mening intar den ekonomiska rapporteringen

i ett prospekt en särställning. Information om bolagets tillgångar, skulder och resultat spelar en central roll för riskbedömningen oavsett bransch eller företag. Det borde därför kunna antas att sådan information som kommer till uttryck i t.ex. bolagets årsredovisning typiskt sett är beslutsgrundande.

Den andra frågan som ställs inom ramen för kausalitetsprövningen är om felet eller bristen i den ekonomiska rapporteringen är tillräckligt avvikande för att grunda ansvar. Det ska visas att det vore motiverat att allvarligt överväga ett annat handlande om informationen hade varit korrekt. Bedömningen är förknippad med vissa svårigheter men troligtvis lämnar den ekonomiska rapporteringen mindre utrymme för fel och brister än exempelvis framtidsprognoser.

Hur lämpligt är det att göra en hypotetisk bedömning av orsakssambandet? Troligen är det nödvändigt eftersom det är förknippat med avsevärda bevissvårigheter att visa vad som skulle ha hänt i den enskilda situationen om beslutsunderlaget varit felfritt. Att bedömningen utgår från en typisk situation innebär dock att kausalitetsprövningen oundvikligen får vissa värderande inslag. Konsekvensen blir även att det redan omfattande ansvaret förenklar ytterligare för den skadelidande kretsen.

8. Avslutande kommentar - konsekvenserna av ett omfattande ansvar

Diskussionen om den juridiska personens ansvar för fel och brister i ett prospekt har under senare tid genomgått en förändring. Från att ha handlat om dess vara eller icke vara tycks det nu som att diskussionen mer och mer lutar åt hur det bör utformas. Det är således en tidsfråga innan dagens oklara rättsläge förtydligas och förändras. Diskussionens skiftande fokus har även lett till att den intresseavvägning som förut ställde investerarskyddet mot borgenärsintresset, idag handlar om investerarskyddet satt i relation till aktiemarknadens effektivitet.

Skillnaden mellan ett ansvar på utomobligatorisk grund och ansvar som grundas på ett kontraktsförhållande är att ansvaret i det senare fallet begränsas av avtalsförhållandet i sig. Trots den nära relationen mellan bolag och aktieägare ligger ett lagstadgat ansvar närmare till hands än ett rent kontraktsrättsligt. Detta eftersom relationen är starkt påverkad av bolags- och aktiemarknadsrättsliga inslag och närmast kan betecknas som kvasi-kontraktuell. Det väsentliga vid utformandet av ansvaret är därför att uppställa nödvändiga och lämpliga begränsningar. Det blir här fråga om ett samarbete mellan lagstiftare och rättstillämpare som båda måste iaktta de rättspolitiska motiven till att begränsa ansvaret för ren förmögenhetsskada.

Genom BDO-fallet har HD skapat ett regelverk som hanterar den svåra avvägningen mellan allmänhetens möjlighet att fästa tillit till information på

aktiemarknaden och bolagens ansvar gentemot investerarna. HD:s normskapande funktion är ett resultat av lagstiftarens val att överlämna stora delar av avvägningsproblematiken till domstolen. Enligt min analys av lagförslaget i ljuset av domstolens tendenser att använda sig av objektiva metoder vid ansvarsbedömningen, tycks bolagets framtida prospektansvar bli omfattande.

Ett omfattande ansvar kan tvinga aktörerna att visa stark återhållsamhet i sin informationsgivning och i värsta fall leda till att bolag undviker aktiemarknaden för kapitalanskaffning. Dessutom leder ett omfattande ansvar till höga försäkringspremier vilket riskerar att lämna många bolag utan försäkringsskydd och därmed åt sitt eget öde. En sådan rättsutveckling stämmer dåligt överens med det svenska traditionellt restriktiva förhållningssättet till rena förmögenhetsskador. Är en sådan utveckling överens med den rättsekonomiska inställningen att utforma lagar och regler så att dess tillämpning leder till ett ökat antal transaktioner?

Trots de argument som talar för ett mindre omfattande ansvar är det enligt min mening viktigt att inte isolera bedömningen av marknadens effektivitet i förhållande till sådana risker. Enligt ett ekonomiskt synsätt är det också av stor vikt att utforma de aktiemarknadsrättsliga reglerna på ett sätt som ur konkurrenshänseende är jämförbart med de ledande kapitalmarknaderna. Ansvarets omfattning bör därför inte avvika från det som vid en internationell jämförelse har ansetts vara en fullgod lösning. En viktig uppgift i detta avseende är att utreda vilka konsekvenser den internationellt sett vanligt förekommande *fraud on the market*- teorin skulle ha för den svenska aktiemarknaden. Teorin behandlas endast förbigående i promemorian som hänskjuter även denna fråga till domstolarna. I BDO-fallet avvisas teorin, men genom att skapa en tillitspresumtion har HD i viss mån närmat sig den internationella metoden och det kan tänkas att teorin på sikt även får genomslag i svensk rätt. Det är emellertid osäkert om BDO-fallets konsekvenser för ansvarets omfattning är i linje med lagstiftarens intentioner eller antaganden om marknadseffektivitet.

Lagförslaget befinner sig ännu på ett tidigt stadium och har hittills endast status som departementsserie. Dessutom har det rättsfall som kan ha stor betydelse för prospektansvaret tillkommit *efter* det att lagförslaget offentliggjorts. Mot bakgrund av detta kan det därför vara en god idé att revidera lagförslaget med beaktande av BDO-fallets konsekvenser för prospektansvaret. Vid en sådan granskning bör, enligt min mening, lagstiftaren fortsättningsvis ha marknadseffektiviteten i åtanke. Däremot krävs ett större fokus på utformningen av bolagets prospektansvar enligt internationella modeller samt vilka konsekvenser detta har för den svenska marknaden. Lagstiftaren bör också uppmana domstolarna att tillämpa de principer för bedömningen om adekvat kausalitet som ligger i linje med adekvansbedömningen som tillämpas på de ledande kapitalmarknaderna. Genom BDO-fallet har HD tveksamt börjat styra prospektansvaret de lege ferenda i denna riktning, nu behövs lite vind i seglen.

Bilaga A

Styrelsens för Active Biotech AB (publ) beslut om nyemission

Styrelsen beslutar, under förutsättning av bolagsstämmans godkännande, att bolagets aktiekapital ska ökas med högst 56.482.529,184382¹ kronor genom emission av högst 14.984.716 nya aktier. Följande villkor ska gälla.

¹ Aktiens kvotvärde är 282.412.653,460594 kronor.
74.923.582

1. Avstämningsdag för rätt att delta i nyemissionen ska vara den 4 december 2014.
2. Rätt att teckna nya aktier ska med företrädesrätt tillkomma bolagets aktieägare, varvid fem befintliga aktier ska berättiga till teckning av en ny aktie.
3. Aktier som inte tecknas med företrädesrätt ska tilldelas dem som tecknat aktier med stöd av teckningsrätter och anmält intresse för teckning även utan företrädesrätt, varvid – vid överteckning – fördelning ska ske i förhållande till det antal teckningsrätter som sådana personer utnyttjat för teckning och, i den mån detta inte kan ske, genom lottning. Därefter ska tilldelning ske till övriga personer som anmält sig för teckning utan företrädesrätt, varvid – vid överteckning – fördelning ska ske i förhållande till det antal aktier som angetts i respektive teckningsanmälan och, i den mån detta inte kan ske, genom lottning.
4. De nya aktierna ska berättiga till utdelning första gången på den avstämningsdag för utdelning som infaller närmast efter det att de nya aktierna införts i bolagets aktiebok.
5. Teckning ska ske under perioden 8 – 22 december 2014. Styrelsen ska dock ha rätt att förlänga teckningstiden.
6. Teckningskursen ska vara 15 kronor per aktie.
7. Teckning med stöd av teckningsrätter ska ske genom kontant betalning.
8. Teckning utan stöd av teckningsrätter ska ske på särskild anmälningsedel inom den tid som anges i punkt 5, varefter betalning ska erläggas kontant i enlighet med instruktion på avräkningsnota, dock senast tre bankdagar från erhållande av avräkningsnota.
9. Verkställande direktören bemyndigas att vidta de formella justeringar i beslutet som kan visa sig erforderliga i samband med registrering därav.

Handlingar enligt 13 kap 6 § aktiebolagslagen har upprättats.

Käll- och litteraturförteckning

Litteratur

af Sandeberg, Catarina: *Prospektansvaret: caveat emptor eller caveat venditor?*, Iustus, Diss. Stockholm : Univ., 2001, Stockholm, 2001

Afrell, Lars: *Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument - en kommentar*, I: Karnov, internet 2015-09-11.

Almén, Tore: *Om köp och byte av lös egendom: kommentar till lagen den 20 juni 1905*, Stockholm, 1924

Andersson, Håkan: *Ansvarsproblem i skadeståndsrätten*, Iustus, Uppsala, 2013

Bengtsson, Bertil: *Skadeståndslagen (1972:207) - en kommentar*, I: Karnov, internet 2015-10-07.

Bengtsson, Bertil & Strömbäck, Erland: *Skadeståndslagen: en kommentar*, 5. uppl., [bearb. och aktualiserade] uppl., Norstedts juridik, Stockholm, 2014

Bergström, Clas & Samuelsson, Per: *Aktiebolagets grundproblem*, 4., [uppdaterade och rev.] uppl., Norstedts juridik, Stockholm, 2012

Bernitz, Ulf & Kjellgren, Anders: *Europarättens grunder*, 5., [omarb. och uppdaterade] uppl., Norstedts juridik, Stockholm, 2014

Cooter, Robert & Ulen, Thomas: *Law & economics*, 6. ed., Pearson Education International, Boston, 2012

Dahlman, Christian: *Konkurrerande culpakriterier*, Studentlitteratur, Diss. Lund : Univ., Lund, 2000

Dahlman, Christian, Glader, Marcus & Reidhav, David: *Rättsekonomi: en introduktion*, 2. uppl., Studentlitteratur, Lund, 2005

Dotevall, Rolf: *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, 2., [omarb.] uppl., Norstedts juridik, Stockholm, 2008

Eklund, Karin & Stattin, Daniel: *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, Iustus, Uppsala, 2013

Grönfors, Kurt: *Skadelidandes medverkan*, Norstedts, Stockholm, 1954

- Hellner, Jan: *Metodproblem i rättsvetenskapen: studier i förmögenhetsrätt*, Jure, Stockholm, 2001
- Hellner, Jan & Radetzki, Marcus: *Skadeståndsrätt*, 9., [rev.] uppl., Norstedts Juridik, Stockholm, 2014
- Härkönen, Elif: *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning: särskilt om amerikansk och svensk reglering av selektiv information på sekundärmarknaden för värdepapper*, Jure, Diss. Göteborg: Göteborgs universitet, Stockholm, 2013
- Karlgren, Hjalmar: *Culpa och samtycke inom skadeståndsrätten*, Gleerup, Lund, 1969
- Kleineman, Jan: *Ren förmögenhetsskada: särskilt vid vilseledande av annan än kontraktspart*, Juristförl., Diss. Stockholm : Univ., Stockholm, 1987
- Peczenik, Aleksander: *Juridikens metodproblem: rättskällelära och lagtolkning*, 2. uppl., AWE/Geber, Stockholm, 1980
- Peczenik, Aleksander: *Juridikens teori och metod: en introduktion till allmän rättslära*, 1. uppl., Fritze, Stockholm, 1995
- Posner, Richard A.: *The economics of justice*, Harvard U.P., Cambridge, Massachusetts, 1981
- Samuelsson, Per: *Information och ansvar: om börsbolagens ansvar för bristfällig informationsgivning på aktiemarknaden*, Norstedt, Diss. Lund: Univ., Stockholm, 1991
- Schultz, Mårten: *Adekvansläran: [vänbok till Jan Kleineman och Stockholm Centre for Commercial Law]*, Jure, Stockholm, 2010
- Sevenius, Robert & Örtengren, Torsten (red.), *Börsrätt*, 3. uppl., Studentlitteratur, Lund, 2012
- Stattin, Daniel: *Takeover: offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, 2., [utök.] uppl., Thomson Reuters, Stockholm, 2009
- Westermark, Dennis & Lagercrantz, Monica: *Om nyemission*, 1. uppl., Norstedts juridik, Stockholm, 2013

Artiklar

af Sandeberg, Catarina: "Fungerar självregleringen på värdepappersmarknaden utan övervakning?" I: *Balans* nr 1/ 2002 s 417-432

Agell, Anders: "Den nya arvsrätten och metoderna för dess tolkning" I: *SvJT* 1990, s. 1-53

Agell, Anders: "Rationalitet och värderingar i rättsvetenskapen" I: *SvJT* 2002, s. 243-260

Agell, Anders: "Rättsdogmatik eller konstruktiv rättsvetenskap" I: *Festskrift till Stig Strömholm*, (red.), Frändberg, Åke, Göranson, Ulf & Håstad, Torgny, D. 1, Iustus, Uppsala, 1997, s. 35-62

Billing, Magnus & Sjöman, Erik: "Ansvar och granskning i börsnoteringsprocessen" I: *JT*, nr. 3, 2010/11, s. 660-671

Båvestam, Urban: "Något om den skadeståndsrättsliga betydelsen av försäkransmeningar i börsbolagens årsredovisningar" I: *SvJT* 2006 s. 43-71

Deuschl, Carl-Johan: "Bolagets ansvar vid fel eller brist i prospekt" I: *JT*, 1990/00, Nr. 2, s. 269-297

Dufwa, Bill: "Skyddat intresse, ren förmögenhetsskada och andra skadeståndsrättsliga spørsmål i ett internationellt perspektiv" I: *Festskrift till Sveriges advokatsamfund: 1887-1987 : rättsvetenskapliga studier*, (red.) Müllern, Mats, Lindskog Stefan & Unger, Sven, Norstedt, Stockholm, 1987, s. 173-215

Étéus, Pontus: "Revisorns skadeståndsansvar efter BDO-målet - ordningen återställd?" I: *JT*, nr. 4, 2014/15, s. 780-798

Karlgren, Hjalmar: "Några aktierättsliga anteckningar i anledning av ett rättsfall" I: *SvJT*, Stockholm, 1938, s. 187-213.

Kleineman, Jan: "Det skadeståndsrättsliga informationsansvarets särart och frågan om behovet av ett hanterbart ansvarssystem" I: *Festskrift till Peter Seipel Magnusson Sjöberg, Cecilia & Wahlgren, Peter* (red.), Norstedts juridik, Stockholm, 2006 s. 279-304

Lambertz, Göran: "Nyttig och onyttig rättsvetenskap" I: *SvJT* 2002, s. 261-278

Lindskog, Stefan: "Om denuntiationsmottagares ansvar" I: *Festskrift till Ulf K Nordenson, Hellner, Jan & Nordenson, Ulf K.* (red.) Carlsson Law Network, Stockholm, 1999 s. 293-312

Lindskog, Stefan: Recension "Fredric Korling, Rådgivningsansvar - särskilt avseende finansiell rådgivning och investeringsrådgivning" I: *JT*, nr. 1, 2010/11, s. 198-220

Munck, Johan: "Självregleringen på värdepappersmarknaden" I: *JT*, nr. 3, 2006/07 s. 553-565

Nerep, Erik: "Emissionsgarantier - vad gäller idag och vad bör gälla i framtiden?" I: *Nyemissioner av aktier: de lege lata och de lege ferenda*, (red.) Skog, Rolf, Stockholm Centre for Commercial Law, Stockholm, 2004 s. 40-90

Olsen, Lena: "Rättsvetenskapliga perspektiv" I: *SvJT* 2004, s. 105-145

Rönnheden, Andreas: "Preciserat revisorsansvar: Ersättningsberättigad krets och kausalitetsprövningen i flera led" I: *JT*, nr. 1, 2014/15, s. 142-156.

Schultz, Mårten: "Några frågor i kommersiell skadeståndsrätt" I: *SvJT*, 2013, s. 1017-1031.

Svernlöv, Carl: "A farewell to Landskrona - BDO-domen återställer ordningen?" I: *Balans*, Fördjupning, nr. 3, 2014 s. 1-4.

Elektroniska källor

"Var handlar man aktier?" *Nasdaq*, hämtad den 11 september 2015 från: <http://www.nasdaqomxnordic.com/utbildning/aktier/varhandlarmanaktier/?languageId=3>

"Ett makalöst år för börsintroduktioner", Fredrik von Schantz, *Placera*, hämtad den 11 september 2015 från: <https://www.avanza.se/placera/redaktionellt/2014/12/30/ett-makalost-ar-for-borsintroduktioner.html>

"Fjolårshettan för börsintroduktioner håller i sig", Klas Andersson, *SvD*, hämtad den 11 september 2015 från: <http://www.svd.se/fjolarshettan-for-borsintroduktioner-haller-i-sig>

"Syftet med Koden", *Kollegiet för svensk bolagsstyrning*, hämtad den 11 september 2015 från: <http://www.bolagsstyrning.se/koden/syfte>

Offentligt tryck

Departementsserier

DS 2013:16, Prospektansvar Finansdepartementet

Statens offentliga utredningar

SOU 1997:22 - *Aktiebolagets kapital*

SOU 2001:1 - *Ny aktiebolag*

SOU 2005:18 - *Prospektansvar*

SOU 2015:2 - *Värdepappersmarknaden MiFID II och MiFIR*

Propositioner

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

Prop. 1975:103 - *Regeringens proposition med förslag till ny aktiebolagslag, m.m.*

Prop. 2004/05:158 - *Prospekt*

Övrigt material

NASDAQ OMX Stockholm, regelverk för emittenter, 1 januari 2015.

Finansinspektionens skrivelse Granskning av prospekt - en vägledning (2012-11-01)

Sveriges riksbank, Finansiell stabilitet 2015:1

Riksbanken, Den svenska finansmarknaden 2015.

Kleineman, Jan: Rättsutlåtande i NJA 2014 s. 272, aktbilaga 5, 2012.

Munck, Johan: Rättsutlåtande Svea HovR T 1845-12 aktbilaga 4. Bilaga K4, 2012

Samuelsson, Per: Rättsutlåtande Svea HovR T 1845-12 aktbilaga 4. Bilaga K5, 2012

Sveriges advokatsamfund, remissvar promemorian Prospektansvar (Ds 2013:16) R-2013/0446, 2013

Svenskt näringsliv, remissvar promemorian Prospektansvar (Ds 2013:16) SN Dnr 53/2013, 2013

Rättsfallsförteckning

Rättsfall från Hovrätten

T 1845-12

T 2763-07

Rättsfall från Högsta Domstolen

NJA 1985 s. 343

NJA 1987 s. 692

NJA 1995 s. 693

NJA 2001 s. 878

NJA 2013 s. 145

NJA 2014 s. 272