



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Martin Vidakovic

Prospektansvar

Om styrelseledamöters ansvar vid fel och brister i
aktieprospekt

JURM02 Examensarbete

Examensarbete på juristprogrammet

30 högskolepoäng

Handledare: Per Samuelsson

Termin för examen: Period 1 HT 2023

Innehåll

SUMMARY	I
SAMMANFATTNING	II
FÖRORD	III
FÖRKORTNINGAR OCH FÖRKLARINGAR	IV
1 INLEDNING	1
1.1 Bakgrund	1
1.2 Syfte och frågeställningar	2
1.3 Avgränsningar	3
1.4 Metod	4
1.5 Material	5
1.6 Forskningsläge	6
1.7 Disposition	7
2 TEORETISKA UTGÅNGSPUNKTER	9
2.1 Inledning	9
2.2 Värdepappersmarknadens syfte och funktion	9
2.3 Information på värdepappersmarknaden	10
3 PROSPEKT	14
3.1 Inledning	14
3.2 Allmänt om prospektreglerna	14
3.3 Syftet med prospektreglerna	15
3.4 Prospektskyldighet	16
3.5 Information i prospekt	18
3.6 Granskning och godkännande	20
3.7 Fel och brister i prospekt	21
4 PROSPEKTANSVAR	24
4.1 Inledning	24
4.2 Allmänt om prospektansvar	24
4.3 Det aktiebolagsrättsliga prospektansvaret	25
4.3.1 Fullgörande av uppdrag	27
4.3.2 Oaktksamhet och överträdelse	28

4.3.3	Skada	31
4.3.4	Orsakssamband	34
4.3.5	Den ersättningsberättigade kretsen	36
4.4	Summering av avsnitt 4.....	39
5	RÄTTSFALL.....	41
5.1	Inledning	41
5.2	BDO	41
5.3	Countermine	44
5.4	Hudya	47
5.5	Summering av avsnitt 5.....	52
6	SAMMANFATTANDE SLUTSATSER OCH AVSLUTANDE KOMMENTARER.....	54
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING.....	59
	RÄTTSFALLSFÖRTECKNING.....	65

Summary

Cases concerning prospectus liability, that is, civil liability for prospectus content, are uncommon in Swedish courts. Historically, only a few such cases have been tried, of which only two have concerned the prospectus liability of the company management. No such case concerning the liability of the company management has been tried by the Swedish Supreme Court.

Although prospectus liability cases are rare, this does not mean that errors or deficiencies in prospectuses are not common. Given the many prospectuses published annually, it is not unlikely that errors and deficiencies occur that cause investors damage. There may be several reasons why more disputes on prospectus liability are not initiated and tried in Swedish courts. One possible explanation is that damaged parties refrain from bringing claims due to uncertainty about the legislation in force, especially given the lack of clear precedents from the Swedish Supreme Court.

This paper examines the conditions under which liability for damages can be imposed on board members in particular in the event of errors or deficiencies in share prospectuses under Chapter 29, Section 1 of the Swedish Companies Act, and who may be entitled to compensation in such cases. To give an understanding of the regulatory framework on which the liability is based and to clarify the meaning of errors and deficiencies in prospectuses, the rules in the Prospectus Regulation are also described. Finally, the question of whether the prospectus liability of board members under Swedish company law is efficient and effective is discussed.

The thesis notes that the purpose of the prospectus regime is, *inter alia*, to ensure investor protection and market efficiency, and to ensure confidence in the securities market. It further notes that the main purpose of the prospectus liability is to ensure this confidence by enabling investors who have suffered damage due to errors or deficiencies in prospectuses to hold company managements liable for such damage.

For liability under Chapter 29, Section 1 of the Swedish Companies Act to apply, the company management must negligently cause damage to the investor by violating a provision of the Prospectus Regulation, and there must be a causal link between the negligent act and the damage. In addition, the injured party must belong to the eligible group for compensation to be entitled to compensation. To obtain compensation, the amount of the damage must also be determined. The paper analyses and discusses how each of these requirements should be assessed. Guidance is mainly found in legal literature and case law.

A noteworthy conclusion is that the efficiency and effectiveness of the prospectus liability under Swedish company law is questionable.

Sammanfattning

Mål om prospektansvar, det vill säga civilrättsligt ansvar för innehållet i prospekt, är ovanliga i svenska domstolar. Historiskt har endast ett fåtal sådana mål prövats, varav endast två har berört bolagsledningens ansvar. Inget sådant mål avseende bolagsledningens ansvar har prövats av Högsta domstolen.

Trots att mål om prospektansvar är ovanliga, betyder det inte att fel eller brister i prospekt är det. Beaktat den stora mängden prospekt som årligen offentliggörs är det inte osannolikt att fel och brister förekommer som orsakar investerare skada. Att inte fler tvister om prospektansvar inleds och prövas i svenska domstolar kan bero på flera saker. En möjlig förklaring är att skadelidande avstår från att framställa anspråk på grund av osäkerhet om gällande rätt, särskilt med hänsyn till avsaknaden av tydliga prejudikat från Högsta domstolen.

Uppsatsen undersöker under vilka förutsättningar skadeståndsansvar kan åläggas särskilt styrelseledamöter vid fel eller brister i aktieprospekt enligt 29 kap. 1 § aktiebolagslagen, och vilka som kan ha rätt till ersättning i sådana fall. För att ge läsaren en förståelse för det regelverk på vilket ansvaret grundas och för att klargöra innebörden av fel och brister i prospekt, redogörs det även för reglerna i prospektförordningen. Avslutningsvis diskuteras frågan om det aktiebolagsrättsliga prospektansvaret för styrelseledamöter är effektivt och ändamålsenligt.

I uppsatsen konstateras att syftet med prospektreglerna bland annat är att säkerställa investerarskydd och marknadseffektivitet, samt upprätthålla förtroendet för värdepappersmarknaden. Vidare konstateras att prospektansvarets huvudsakliga syfte är att säkerställa detta förtroende genom att ge investerare, som lidit skada på grund av fel eller brister i prospekt, möjlighet att hålla bolagsledningar ansvariga för sådana skador.

För att ansvar enligt 29 kap. 1 § aktiebolagslagen ska aktualiseras krävs att bolagsledningen av oaktsamhet tillfogar investeraren skada genom att överträda någon bestämmelse i prospektförordningen och att det finns ett orsakssamband mellan den oaktsamma handlingen och skadan. Dessutom måste den skadelidande ingå i den ersättningsberättigade kretsen för att ha rätt till ersättning. För att ersättning ska erhållas måste även skadans storlek bestämmas. I uppsatsen analyseras och diskuteras hur vart och ett av dessa krav ska bedömas. Ledning hämtas framför allt i doktrin och rättspraxis.

En anmärkningsvärd slutsats är att det aktiebolagsrättsliga prospektansvarets effektivitet och ändamålsenlighet kan ifrågasättas.

Förord

Med dessa ord avslutar jag mina universitetsstudier.

Tack till mamma, pappa, mormor och käresta för oupphörlig uppmuntran och kravlöst stöd.

Tack till nuvarande och tidigare kollegor för stimulerande arbete under hela studietiden, och ett särskilt tack till Fredersen Advokatbyrå för mer därtill.

Tack till alla som i olika stadier korrekturläst hela eller delar av föreliggande uppsats och kommit med kloka synpunkter. Återstående brister är jag ensam ansvarig för.

Jag ser nu fram emot att med odelat fokus ägna mig åt arbetet.

Malmö i januari 2024

Martin Vidakovic

Förkortningar och förklaringar

Aktiemarknadsbolag	Publikt aktiebolag som har emitterat aktier vilka är upptagna till handel på en reglerad marknad
Bolagsledningen	Bolagsorganen styrelse och verkställande direktör
Den delegerade förordningen	Kommissionens delegerade förordning (EU) 2019/980 av den 14 mars 2019 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129 vad gäller formatet på, innehållet i och granskningen och godkännandet av de prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad, och om upphävande av kommissionens förordning (EG) nr 809/2004
Ds	Departementsserien
EES	Europeiska ekonomiska samarbetsområdet
Emittent	Juridisk person som emitterar värdepapper eller ansöker om upptagande till handel på en reglerad marknad, beroende på sammanhang
Esma	Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (European Securities and Markets Authority)
EU	Europeiska unionen
HD	Högsta domstolen
HovR	Hovrätt

Kompletteringslagen	Lagen (2019:414) med kompletterande bestämmelser till EU:s prospektförordning
NJA	Nytt juridiskt arkiv, avdelning I
Prop.	Regeringens proposition
Prospektförordningen	Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129 av den 14 juni 2017 om prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad, och om upphävande av direktiv 2003/71/EG
Prospektreglerna	Bestämmelser om prospekt i bland annat prospektförordningen, den delegerade förordningen och kompletteringslagen
SOU	Statens offentliga utredningar
TR	Tingsrätt

1 Inledning

1.1 Bakgrund

I juni 2022 meddelade Attunda tingsrätt dom¹ i det första svenska målet om bolagsledningens ansvar enligt aktiebolagslagen (2005:551) vid överträdelse av prospektförordningen². Bakgrunden till målet var att ett bolag hade genomfört en nyemission och samtidigt noterats på marknadsplatsen Nasdaq First North Growth Market. Efter noteringen stämde två av investerarna styrelsen i bolaget och krävde skadestånd på grund av att det prospekt som upprättats i samband med nyemissionen och noteringen inte levde upp till kraven i prospektförordningen. Tingsrätten dömde till investerarnas fördel och fann att bolagsledningen genom att överträda reglerna i prospektförordningen, av oaktsamhet orsakat investerarna skada. Bolagsledningen ålades därför att ersätta investerarna för den skada de lidit.

Domen, som har överklagats och beviljats prövningstillstånd i Svea hovrätt³, är intressant av flera skäl. Som nämnts är domen den första att meddelas i svensk domstol gällande bolagsledningens ansvar enligt aktiebolagslagen för överträdelser av prospektförordningen. Dessutom är domen blott den andra någonsin i Sverige avseende bolagsledningens ansvar för fel eller brister i prospekt. I det tidigare fallet, som avgjordes enligt äldre lagstiftning, fann domstolen att missvisande eller felaktig information förelåg, men att bolagsledningen ändå inte kunde hållas ansvariga på grund av bristande orsakssamband.⁴ Något avgörande från Högsta domstolen (HD) i den aktuella frågan finns inte.

Att mål om prospektansvar, det vill säga civilrättsligt ansvar för innehållet i prospekt, är så ovanligt förekommande i svenska domstolar, framstår som anmärkningsvärt mot bakgrund av antalet prospekt som varje år offentliggörs i samband med att bolag noteras och/eller anskaffar kapital genom nyemission. Bara under perioden mellan 2020 och 2023 offentliggjordes drygt 715 aktierelaterade prospekt av svenska marknadsnoterade bolag.⁵

Det ringa antalet tvister avseende prospektansvar betyder inte nödvändigtvis att fel eller brister i prospekt är ovanliga. Flera anledningar kan tänkas till varför tvister inte uppkommer trots förekomst av fel eller brister i prospekt

¹ TR 10146-20.

² Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129 av den 14 juni 2017 om prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad, och om upphävande av direktiv 2003/71/EG.

³ Huvudförhandling i Svea hovrätt är planerad att hållas i februari 2024 (mål nr T 8394-22).

⁴ HovR 1845-12. Därutöver finns tre avgöranden avseende ansvar för värdepappersinstitut som medverkat vid upprättande av prospekt; se NJA 1996 s. 3, HovR 866-95 samt HovR 532-99.

⁵ Tilläggsprospekt undantagna. Se Prospektregistret.

som orsakar investerare skada. En möjlig förklaring är att skadelidande avstår från att framställa anspråk på grund av osäkerhet om gällande rätt.⁶ Särskilt med hänsyn till avsaknaden av tydliga prejudikat från HD. Mot denna bakgrund finns anledning att redogöra för reglerna i prospektförordningen och analysera bolagsledningens ansvar enligt aktiebolagslagen vid överträdelse av dessa regler. En sådan framställning torde även vara av intresse för bolagsledningar i bolag som upprättar prospekt, för att förstå förekommande risker i arbetet och undvika vanliga misstag.

1.2 Syfte och frågeställningar

I svensk rätt finns det endast uttryckliga regler om civilrättsligt ansvar för prospekt avseende vissa organledamöter i aktiebolag. För aktiebolaget självt eller andra aktörer som medverkar vid upprättandet av prospekt, exempelvis värdepappersinstitut, saknas särskilda bestämmelser. Mot denna bakgrund har i flera uppsatser utretts huruvida det är möjligt att, enligt allmänna bestämmelser om skadestånd för ren förmögenhetsskada, på inom- eller utomobligatorisk grund, vinna framgång med en skadeståndstalan mot bolaget eller andra medverkande för fel eller brister i prospekt. Vidare har flera utredningar under de senaste årtiondena föreslagit att det lagstadgade skadeståndsansvaret för innehållet i prospekt bör utsträckas till att även omfatta det bolag som upprättat prospektet. Trots brett stöd av remissinstanserna har förslaget inte resulterat i lagstiftning.⁷

Såvitt jag känner till finns emellertid ingen uppsats som redogör för gällande prospektregelverk och analyserar bolagsledningens ansvar enligt aktiebolagslagen vid överträdelse av dessa regler. Syftet med förevarande framställning är därför att göra just detta. För att uppfylla detta syfte utreds och besvaras i uppsatsen följande frågeställningar.

- Hur ser gällande prospektregelverk ut?
- Under vilka förutsättningar kan skadeståndsansvar åläggas styrelseledamöter vid fel eller brister i prospekt?
- Vem kan ha rätt till ersättning vid styrelseledamöters ansvar för fel eller brister i prospekt?
- Är det aktiebolagsrättsliga prospektansvaret för styrelseledamöter effektivt och ändamålsenligt?

⁶ Jfr Ds 2013:16, s. 99.

⁷ Se SOU 2001:1, s. 262 ff., SOU 2005:18, s. 57 ff. och Ds 2013:16, s. 44 ff.

1.3 Avgränsningar

Denna framställning behandlar det civilrättsliga ansvaret för prospekt. Det innebär att frågor relaterade till straffrättsligt och administrativt ansvar samt sanktioner faller utanför ramen för uppsatsen.

Fokus ligger på det prospektansvar som enligt 29 kap. 1 § aktiebolagslagen ankommer på styrelseledamöter. Ansvar för stiftare och verkställande direktör som nämns i samma lagrum behandlas av praktiska skäl inte, även om de slutsatser som presenteras torde vara tillämpliga även på dessa funktionärer. Inte heller behandlas ansvaret för revisor, lekmannarevisor eller särskild granskare enligt 29 kap. 2 § aktiebolagslagen. Utanför framställningens ram faller även bolagets eventuella prospektansvar. Sådana uppsatser finns det gott om.

Den del av arbetet som behandlar regleringen av prospekt är utförlig men inte uttömmande. Avsnittet syftar huvudsakligen till att beskriva och skapa förståelse för de materiella regler som prospektansvaret vilar på.

Vad gäller framställningens skadeståndsrättsliga delar är dessa begränsade till bestämmelser och principer med särskild betydelse för prospektansvaret. Det innebär att mer allmänna frågor som till exempel medvållande och jämkning inte behandlas.

Prospekt kan upprättas för olika typer av värdepapper. I lagstiftningen görs skillnad mellan å ena sidan *aktierelaterade värdepapper*, såsom aktier, teckningsoptioner och konvertibler, och å andra sidan *icke-aktierelaterade värdepapper*, till exempel obligationer och företagscertifikat.⁸ Förevarande framställning behandlar uteslutande sådana prospekt som upprättas med anledning av erbjudande av aktier, i det följande kallat aktieprospekt. Det innebär att arbetet begränsas till den del av värdepappersmarknaden som utgörs av aktiemarknaden. Dessa termer används emellertid synonymt i uppsatsen, om inte annat uttryckligen anges eller på annat sätt framgår av sammanhanget.

Vidare delas värdepappersmarknaden vanligen upp i en primär- och en sekundärmarknad. När ett bolag emitterar nya aktier och investerare tecknar och betalar för dessa, sker denna transaktion på primärmarknaden. Därefter kan aktierna säljas vidare på sekundärmarknaden. I uppsatsen behandlas endast prospektansvar vid transaktioner på primärmarknaden, det vill säga sådana transaktioner som ger ett direkt kapitaltillskott till aktiebolaget. Denna avgränsning är motiverad eftersom bolaget och investeraren i detta sammanhang står i ett direkt förhållande till varandra. Dessutom har

⁸ Jfr artikel 2 b) och c) i prospektförordningen.

aktiemarknadsbolags informationsansvar på sekundärmarknaden utförligt behandlats i tidigare forskning.⁹

1.4 Metod

I förevarande uppsats tillämpas en rättsdogmatisk metod. Även om det ofta talas om den rättsdogmatiska metoden som om den vore en enhetlig metod, kan den, åtminstone i vissa avseenden, variera beroende på vem som använder den. Därför kan det vara lämpligt att beskriva min metod som en rättsdogmatisk metod bland flera. Att jag i det följande ändå talar om ”den rättsdogmatiska metoden” i bestämd form beror på att det enligt min mening ändå finns tillräckligt mycket enhetlighet i tillämpningen för att det ska vara motiverat.

I rättsvetenskapliga sammanhang torde den rättsdogmatiska metoden vara den mest använda. Trots detta tycks meningarna gå isär om vad den egentligen innebär. En allmänt accepterad uppfattning får emellertid anses vara att rättskälleläran spelar en central roll.¹⁰ Hjertstedt menar att en slags minimalistisk definition av begreppet *rättsdogmatik* är att denna metod avser att analysera vad som är gällande rätt i ett visst avseende genom att tolka innehållet i de rättskällor som åtnjuter auktoritet.¹¹ De rättskällor som brukar anges som de främsta är lag, förarbeten, rättspraxis och doktrin, vilka tillerkänns auktoritet i nämnda ordning.¹² Dock att EU-rätten har företräde framför svensk lag.¹³

I Hjertstedts definition av den rättsdogmatiska metoden framhålls insamling och bearbetning av data som centrala delar. I detta sammanhang innebär metoden att gällande rätt undersöks genom att i huvudsak samla in publicerat material i form av rättskällor. Urvalsprocessen av dessa källor innebär att endast de som hänför sig till den reglering som är av intresse undersöks. Dessutom sker urvalet med hänsyn till varje rättskällas auktoritet och relevans. När det kommer till bearbetningsfasen, innebär den rättsdogmatiska metoden att dessa källor analyseras både genom användning av rättskälleläran och genom etablerade tolkningsmetoder.¹⁴

Denna uppsats följer i stora drag den metodiska inriktningen beskriven av Hjertstedt. Forskningsfrågorna i uppsatsen angrips genom att systematiskt sammanställa och analysera innehållet i olika rättskällor. Vidare innehåller uppsatsen viss kritik av det nuvarande rättsläget. Enligt Kleineman ingår även

⁹ Se Samuelsson (1991) och Härkönen (2013).

¹⁰ Kleineman (2018), s. 26 f.

¹¹ Hjertstedt (2019), s. 167.

¹² Den rättsteoretiska diskussionen hur rättskällor bör definieras och rangordnas är omfattande och detaljrik. Se t.ex. Peczenik (1995), s. 209–227; Dahlman (2019), s. 55–74.

¹³ Reichel (2018), s. 121 ff.

¹⁴ Hjertstedt (2019), s. 169.

denna kritiska dimension i den rättsdogmatiska ansatsen.¹⁵ Av dessa skäl benämner jag uppsatsens metod som rättsdogmatisk. De som hellre använder en smalare definition av ordet skulle kanske istället kalla min metod rättsanalytisk eller något liknande.¹⁶

Avslutningsvis är det värt att notera att den rättsdogmatiska metoden inte är utan kritik. Den har anklagats för att inte vara tillräckligt vetenskaplig och kritiserats för att vara för teknisk, snäv, iakttagande samt föråldrad och statisk.¹⁷ Jareborg tillbakavisar denna kritik och framhåller att rättsdogmatiken är viktig eftersom den bland annat bidrar till ökad rättssäkerhet och förutsebarhet i rättslivet.¹⁸ Kleineman framhåller dessutom att rättsdogmatiken har en sådan praktisk betydelse att den kritik som framförts saknar betydelse för behovet av dess användning.¹⁹ Även Frändberg är av en liknande uppfattning.²⁰ Med beaktande av dessa argument, den rättsdogmatiska metodens erkända ställning inom rättsvetenskapen och dess lämplighet för framställningen, anser jag valet av metod vara motiverat.

1.5 Material

Det material som har valts för denna uppsats följer i huvudsak den tidigare beskrivna rättskällehierarkin. På EU-nivå är prospektförordningen den rättsliga akt som är av störst relevans, då det är där de materiella reglerna om prospekt återfinns. På nationell nivå är det aktiebolagslagen som är av störst betydelse, eftersom det är där prospektansvaret regleras.

Förarbeten utgör också en viktig källa. Genom åren har flera nationella utredningar haft anledning att redogöra för prospektreglerna. Även om inte alla har lett till lagändringar, är dessa utredningar värdefulla för att förstå den prospektträttsliga regleringen samt dess bakgrund och syften.

Det bör noteras att EU-rättsliga förarbeten, såsom kommissionens ursprungliga förslag till rättsakter, inte åtnjuter samma rättskällevärde som en proposition i det svenska systemet. Detta beror på att EU:s lagstiftningsprocess ofta präglas av förhandlingar och kompromisser, vilket kan leda till att det slutliga resultatet skiljer sig avsevärt från kommissionens ursprungliga förslag. Dock framgår motiven till en EU-rättslig akt alltid i dess inledning, och i uppsatsen återfinns därför hänvisningar till ”skäl” i prospektförordningen.

¹⁵ Kleineman (2018), s. 35 f.

¹⁶ Jfr Sandgren (2018), s. 50 f.

¹⁷ Kleineman (2018), s. 24 ff.; Jareborg (2004), s. 4 f.

¹⁸ Jareborg (2004), s. 5.

¹⁹ Kleineman (2018), s. 25.

²⁰ Frändberg (2023), s. 49.

Vidare är, som tidigare nämnts, mål om prospektansvar ovanliga i svenska domstolar, och inga prejudikat från HD rörande bolagsledningens ansvar för fel eller brister i prospekt finns. Dock finns avgöranden med nära anknytning till ämnet eller som är av principiellt intresse för uppsatsen, vilka därför behandlas.

Doktrinen spelar en central roll i denna framställning. Även om den generellt inte besitter samma rättsliga dignitet som andra rättskällor, är doktrinen särskilt relevant för uppsatsens skadeståndsrättsliga delar. Inom skadeståndsrätten har doktrinen större betydelse än på många andra rättsområden, då flera centrala principer och tolkningar inom området har utvecklats där.²¹

Utöver rättsvetenskapliga källor, förekommer i uppsatsen hänvisningar till ekonomisk litteratur. Detta gäller framför allt kapitel 2, som syftar till att ge en grundläggande förståelse för värdepappersmarknadens funktionssätt och de teorier som ligger till grund för reglerna om prospekt.

Avslutningsvis bör nämnas att EU:s ministerråd i juni 2023 antog ett förslag från EU-kommissionen, kallat noteringsakten²², som bland annat innebär vissa revideringar i prospektförordningen. Avsikten med noteringsakten är att minska den administrativa och ekonomiska bördan för särskilt små och medelstora företag vid notering. Bland förslagen märks införandet av en ny, mer standardiserad, typ av prospekt och ytterligare undantag från kravet att upprätta prospekt. Det som nu följer är förhandlingar med Europaparlamentet om en slutlig förordningstext. Enligt det liggande förslaget ska ändringarna börja gälla 18 månader efter reglernas ikraftträdande. Sannolikt kan ändringarna därför komma att införas tidigast sommaren 2025. Eftersom det är osäkert om förslaget kommer att antas i sin nuvarande form, behandlas ändringsförslagen i noteringakten inte i uppsatsen.

1.6 Forskningsläge

Samuelssons avhandling *Information och ansvar* från 1991 var en av de första att behandla aktiemarknadsbolags ansvar för bristfällig informationsgivning. Vid den tiden var aktiemarknadsrätten en relativt ny disciplin och Samuelssons arbete förblev länge det ledande inom området. I avhandlingen berör Samuelsson ansvaret för fel eller brister i så kallade emissions- och börsprospekt, det vill säga på primärmarknaden, men avhandlingens huvudfokus ligger på ansvaret för fel och brister i aktiemarknadsbolags regelbundna och löpande informationsgivning på sekundärmarknaden.

²¹ Kleineman (2018), s. 22.

²² Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om ändring av förordningarna (EU) 2017/1129, (EU) nr 596/2014 och (EU) nr 600/2014 för att göra offentliga kapitalmarknader i unionen mer attraktiva för företag och för att underlätta tillgången till kapital för små och medelstora företag.

Avhandlingen tar även ett bredare perspektiv på ansvarsfrågan och behandlar utöver civilrättsligt ansvar även straffrättsligt sådant.

År 2001 disputerade af Sandeberg med sin avhandling *Prospektansvar*. Verket var vid tidpunkten det första som utförligt behandlade regler kring prospektansvar. Avhandlingen har ett komparativt anslag, och med utgångspunkt i regelverket i bland annat Danmark, Storbritannien, Tyskland och USA, argumenterar af Sandeberg för att prospektansvaret bör utvidgas till att inkludera det emitterande bolaget.

Ytterligare ett komparativt verk utkom 2013, då Härkönen disputerade med avhandlingen *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning*. I avhandlingen jämförs den amerikanska och svenska regleringen av selektiv information på sekundärmarknaden och liksom af Sandeberg argumenterar Härkönen för att en emittent bör kunna hållas ansvarig för vilseledande eller felaktig informationsgivning.

Vidare har det aktiebolagsrättsliga skadeståndsansvaret utförligt behandlats av bland annat Dotevall i boken *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, med den senaste upplagan från 2017. Boken är en omarbetad och uppdaterad version av hans avhandling från 1989. Även Svernlöv har behandlat frågan om bolagsledningens skadeståndsansvar i boken *Styrelse- och VD-ansvar i aktiebolaget*, först publicerad 2008 och senast uppdaterad 2012.

Som framgår ovan finns flera olika verk som behandlar regler om prospekt, prospektansvar och bolagsledningens skadeståndsansvar. Materialet är dock splittrat och delvis utdaterat. Exempelvis är samtliga nämnda verk utgivna före 2017, då prospektförordningen trädde i kraft. Dessutom har, såvitt avser prospektansvaret, tidigare forskning ofta fokuserat på bolagets ansvar snarare än bolagsledningens. Något samlat och uppdaterat verk som behandlar aktuell svensk och EU-rättslig reglering och fokuserar på bolagsledningens ansvar för fel eller brister i prospekt, finns inte. Detta gör att förevarande framställning särskiljer sig i förhållande till tidigare arbeten.

1.7 Disposition

Efter uppsatsens inledande kapitel följer ett avsnitt om teoretiska utgångspunkter. Därefter, i avsnitt 3, ges en redogörelse för de allmänna bestämmelserna om upprättande av prospekt och dess innehåll. Här behandlas även vad som kan utgöra fel eller brister i ett prospekt. Med detta avsnitt besvaras uppsatsens första frågeställning.

Avsnitt 4 ägnas åt det i aktiebolagslagen reglerade prospektansvaret och dess rekvisit. Här undersöks även frågan om vilka som kan ha rätt till ersättning vid fel eller brister i prospekt. I avsnitt 5 presenteras och analyseras ett antal rättsfall som på olika sätt berör det aktiebolagsrättsliga skadeståndsansvaret

och som är, eller kan vara, av ledning för rättstillämpningen. Dessa avsnitt besvarar uppsatsens andra och tredje frågeställningar.

Uppsatsens avslutande avsnitt, avsnitt 6, summerar arbetet och dess slutsatser samt erbjuder några avslutande reflektioner. Här besvaras även uppsatsens sista frågeställning.

Det i framställningen presenterade materialet kommenteras och analyseras i viss mån löpande.

2 Teoretiska utgångspunkter

2.1 Inledning

I detta avsnitt presenteras en översiktlig bakgrund till några grundläggande förutsättningar på värdepappersmarknaden. Avsnittet inleds med en redogörelse för värdepappersmarknadens syfte och funktion. Därefter följer en förklaring av informationens betydelse på värdepappersmarknaden samt en översikt av de teorier som ligger till grund för många av de lagar och regler som finns på värdepappersmarknaden. Syftet med avsnittet är att klargöra vissa grundläggande förutsättningar på värdepappersmarknaden, vilka får betydelse för den efterföljande framställningen.

2.2 Värdepappersmarknadens syfte och funktion

Värdepappersmarknadens huvuduppgift är att möjliggöra en effektiv omfördelning av kapital och risk i ekonomin.²³ Denna omfördelning är nödvändig då både överskott (sparande) och finansieringsbehov (underskott) är ojämnt fördelade över tid och mellan olika aktörer. Dessutom skiljer sig risktoleransen mellan investerare, där vissa är mer risksökande medan andra är mer riskaverta. Värdepappersmarknaden möjliggör för aktörer att samverka och handla, vilket underlättar finansiering av stora kapitalbehov och sprider risker över flera parter. Detta förfarande anses främja ekonomisk tillväxt genom att resurser effektivt allokeras dit de gör mest nytta.²⁴

En förutsättning för effektiv resursallokering är att investerare kan särskilja bra investeringsmöjligheter från mindre lönsamma sådana. Till skillnad från många andra tillgångar, saknar aktier ett självständigt ekonomiskt värde. Deras värde grundar sig istället på de framtida utdelningar och vinster som ägarna kan förvänta sig från bolaget.²⁵ En stor del av den information som krävs för att bedöma dessa framtida utdelningar och vinster är dock sådan som generellt sett endast är tillgänglig för bolagsledningen. Denna informationsasymmetri kan leda till negativa urvalsprocesser och därmed minska marknadens effektivitet.²⁶ Därför finns det regler på värdepappersmarknaden som reglerar bolags informationsgivning, och ger investerare möjligheten att fatta välgrundade beslut.²⁷

²³ Prop. 1991/92:113, s. 56.

²⁴ Mitelman Lindholm & Örtengren (2022), s. 28.

²⁵ Sevenius (2011), s. 229 f.

²⁶ Bergström & Samuelsson (2021), s. 22.

²⁷ Prop. 2006/07:65, s. 85.

En annan viktig förutsättning för effektiv resursallokering är att värdepappersmarknaden åtnjuter allmänhetens förtroende.²⁸ Om detta förtroende undermineras finns risk att investerare drar sig tillbaka från marknaden, vilket kan leda till ineffektiv resursallokering och negativa ekonomiska följder för samhället. En väsentlig aspekt för att upprätthålla allmänhetens förtroende är en fungerande prissättning. Det är viktigt att handeln och prissättningen på värdepappersmarknaden är både förutsägbar och rättvisande, vilket bland annat reglerna om informationsgivning syftar till att säkerställa.²⁹ Förhållandet mellan information och prisbildning diskuteras i avsnitt 2.3 nedan.

2.3 Information på värdepappersmarknaden

Tillgången till information är nära förknippad med prisbildningen på värdepappersmarknaden och utgör en grundläggande förutsättning för effektiv resursallokering.³⁰ Åtminstone utgår en stor del av regleringen på värdepappersmarknaden från detta antagande, vilket har sin grund i teorin om den effektiva marknadshypotesen (i det följande effektivitetshypotesen).³¹ Denna finansiella teori antar att all tillgänglig information om en aktie reflekteras i dess pris, vilket innebär att aktien alltid handlas till ett korrekt pris baserat på tillgänglig information vid varje givet tillfälle. När ny information offentliggörs, anpassas aktiepriset så att den nya informationen återspeglas däri.³²

Effektivitetshypotesen bygger på tre grundläggande antaganden: för det första att investerare är rationella och värderar tillgångar på ett rationellt sätt; för det andra att eventuella irrationella investeringar av några investerare är slumpmässiga och därför upphäver varandra, vilket innebär att marknadspriset inte påverkas; och slutligen att om det finns irrationella investerare som påverkar prisbildningen på ett systematiskt sätt, finns det rationella aktörer som genom arbitrage³³ korrigerar dessa felprissättningar.³⁴ Investerare betecknas som rationella när de värderar en aktie utifrån dess fundamentala värde, det vill säga det nuvärde som motsvarar de framtida

²⁸ Härkönen (2013), s. 20.

²⁹ Sevenius & Örtengren (2021), s. 29 f.

³⁰ Prop. 2006/07:65, s. 85.

³¹ af Sandeberg (2001), s. 138; Härkönen (2013), s. 275; Samuelsson (1991), s. 84; Stattin & Broneus (2022), s. 17 f.; Örtengren (2021), s. 195.

³² Schroeder et al. (2022), s. 123.

³³ Arbitrage är en handelsstrategi som innebär att prisobalanser utnyttjas för att erhålla en riskfri vinst. Se exv. Brealey et al. (2019), s. 351.

³⁴ Shleifer (2000), s. 2.

förväntade kassaflödena justerat för den risk varje investerare är beredd att uppbära.³⁵

Effektivitetshypotesen delar in marknadseffektivitet i tre nivåer: svag, semi-stark och stark. På en svagt effektiv marknad reflekterar priserna all historisk information. En semi-starkt effektiv marknad inkluderar även all publik information, såsom årsredovisningar, delårsrapporter och pressmeddelanden, medan en starkt effektiv marknad även innehåller icke-publik information.³⁶ Konsekvenserna av effektivitetshypotesen beror på vilken form av effektivitet som råder på den specifika marknaden.

På en svagt effektiv marknad är det inte möjligt för investerare att generera systematisk överavkastning, det vill säga avkastning högre än den förväntade marknadsavkastningen, genom att enbart studera tidigare prisutveckling. Det beror på att all historisk information redan är inräknad i aktiekurserna. Detta innebär också att prisförändringar är oberoende av varandra över tiden och att det inte förekommer några tydliga mönsterbildningar i prisrörelserna. Aktiepriserna följer i princip en slumpmässig vandring.³⁷

På en semi-starkt effektiv marknad är prisrörelserna oförutsägbara även när investerare har tillgång till all publik information. Denna information inräknas omedelbart av marknaden vid offentliggörandet, vilket eliminerar möjligheten för investerare att uppnå systematisk överavkastning genom analys av denna typ av information. Det innebär att den enda möjligheten att uppnå överavkastning på en semi-starkt effektiv marknad, enligt effektivitetshypotesen, är att hitta och använda icke-publik information.³⁸

På en starkt effektiv marknad är all tillgänglig information, inklusive icke-publik sådan som insiderinformation, redan inräknad i aktiekurserna. Detta betyder att det är omöjligt att uppnå systematisk överavkastning baserat på någon form av tillgänglig information. Eventuella överavkastningar kan i detta fall endast förklaras av slumpen eller högre risktagande.³⁹

Det empiriska stödet för den starka formen av marknadseffektivitet är relativt begränsat, och det är få ekonomer som tror att den starka formen av marknadseffektivitet gäller i praktiken.⁴⁰ Formen är därför närmast att betrakta som en teoretisk referenspunkt. Däremot finns det empiriskt stöd för både den svaga och semi-starka formen av marknadseffektivitet. Dessutom råder en utbredd enighet inom den finansekonomiska diskursen om att de

³⁵ Shleifer (2000), s. 2; Brealey et al. (2019), s. 338 f.

³⁶ Brealey et al. (2019), s. 340.

³⁷ Brealey et al. (2019), s. 342 f.; Schroeder et al. (2022), s. 123.

³⁸ Brealey et al. (2019), s. 343 f.; Schroeder et al. (2022), s. 214.

³⁹ Brealey et al. (2019), s. 345 f.; Schroeder et al. (2022), s. 214.

⁴⁰ Schroeder et al. (2022), s. 124.

flesta västerländska aktiemarknader kan karakteriseras som svagt effektiva och möjligen även semi-starkt effektiva.⁴¹

Hittills har diskussionen fokuserat på att aktiekurser reagerar på ny information. Något bör emellertid även sägas om *hur* denna information inkorporeras i priset. Som tidigare nämnts antas en god informations-spridning leda till effektiv prisbildning, vilket i sin tur bidrar till marknadens allokering-funktion.⁴² Detta antagande förutsätter att det finns en koppling mellan en akties marknadsvärde, det vill säga det pris aktien handlas till på marknaden, och dess fundamentala värde.

Alla undersökningar som analyserar sambandet mellan effektivitetshypotesen och aktiers fundamentala värde står dock inför en gemensam utmaning. Beräkningen av det fundamentala värdet kräver användning av en prissättningsmodell, exempelvis CAPM⁴³. Det innebär att en undersökning, i bästa fall, endast kan bekräfta att effektivitetshypotesen överensstämmer med den valda prissättningsmodellen.⁴⁴ Oavsett vilken modell som används, förväntas marknadsvärdet på effektiva marknader motsvara det korrekt diskonterade värdet av en akties framtida kassaflöden.⁴⁵

Det finns dock flera exempel där aktiers marknadsvärde avviker från deras fundamentala värde. Ett sådant exempel är fenomenet med så kallade siamesiska tvillingar, det vill säga bolag vars aktier är noterade på två olika marknadsplatser.⁴⁶ Eftersom dessa aktier har identiska egenskaper borde de i teorin alltid handlas till samma pris. Trots detta finns studier som visar att så inte är fallet, utan att avsevärda periodiska avvikelser kan förekomma.⁴⁷ Ett annat exempel på när aktiers marknadsvärde avviker från deras fundamentala värde är vid så kallade marknadsbubblor, där aktiepriser tillfälligt stiger till nivåer som inte kan motiveras av fundamentala faktorer, för att sedan falla kraftigt.⁴⁸

Dessa observationer har lett till kritik mot effektivitetshypotesen, särskilt från beteendekonomen. Beteendekonomen är ett forskningsområde som kombinerar psykologi och ekonomi för att analysera och förklara människors beteende i ekonomiska beslutssituationer och på marknader. Beteendekonomen ifrågasätter det grundläggande antagandet om

⁴¹ Byström (2010), s. 196 f.; Schroeder et al. (2022), s. 124.

⁴² Prop. 2006/07:65, s. 86; Fama (1970), s. 383.

⁴³ CAPM står för *Capital Asset Pricing Model* och är den vanligaste modellen för prissättning av finansiella tillgångar. Modellen förklarar sambandet mellan risk och förväntad avkastning. Se bl.a. Brealey et al. (2019), s. 198 ff.

⁴⁴ Detta problem är känt som det gemensamma hypotesproblemet (engelska: *the joint hypothesis problem*). Se Schroeder et al. (2022), s. 133 ff.

⁴⁵ Brealey et al. (2019), s. 321.

⁴⁶ Ett exempel på en siamesisk tvilling är Telefonaktiebolaget LM Ericsson vars B-aktie är noterad på både Nasdaq Stockholm och på Nasdaq New York.

⁴⁷ Brealey et al. (2019), s. 345.

⁴⁸ Brealey et al. (2019), s. 348.

rationella investerare och framhåller istället att investerare ofta misstolkar information och påverkas av psykologiska faktorer, så kallade kognitiva biaser. Dessa biaser leder till att investerare fattar irrationella beslut som kan påverka marknadspriser på sätt som inte kan förklaras med effektivitetshypotesen.⁴⁹

Den kritik eller alternativa förklaring till marknadens funktionssätt som presenterats av beteendekonomen har kommit att kallas för den ineffektiva marknadshypotesen (i det följande ineffektivitetshypotesen). Sannolikt ger ineffektivitetshypotesen oftast en mer realistisk och korrekt beskrivning av hur värdepappersmarknaden fungerar i praktiken. Utmaningen ligger dock i att använda den som grund för reglering. I detta avseende är effektivitetshypotesen mer användbar, eftersom den bortser från ett antal komplexa inflytelser som är svåra att hantera genom lagstiftning. Detta förklarar troligen varför en stor del av regleringen på värdepappersmarknaden baseras på antagandet att marknaden är effektiv. Det har i praktiken ansetts viktigare att uppnå effektiv reglering än att fånga varje enskild nyans korrekt.⁵⁰

⁴⁹ Schroeder et al. (2022), 131; Brealey et al. (2019), s. 349 f.

⁵⁰ Eklund & Stattin (2021), s. 447; Stattin & Broneus (2022), s. 18.

3 Prospekt

3.1 Inledning

I detta avsnitt redogörs för de allmänna bestämmelserna om skyldigheten att upprätta ett prospekt och vilken information som ska inkluderas i detta. Avsnittet syftar till att ge läsaren en förståelse för det aktuella regelverket, samt att klargöra innebörden av fel och brister i prospekt. Förståelsen för vad som utgör fel eller brister i ett prospekt och vilken typ av felaktig information som kan leda till ansvar är central för prospektansvarsfrågan.

3.2 Allmänt om prospektreglerna

Ett prospekt är en särskild sammanställning och redovisning av information som ska tjäna som beslutsunderlag för en potentiell investerarens val att investera i de finansiella instrument som prospektet avser. Regler om prospekt introducerades för första gången i svensk rätt genom bestämmelser i 1975 års aktiebolagslag.⁵¹ Därefter återfanns reglerna under lång tid i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument och uppdaterades flera gånger i enlighet med EU-rättsliga direktiv. Sedan 2017 regleras emellertid frågor om prospekt i första hand på EU-nivå, där prospektförordningen utgör den huvudsakliga rättsakten.⁵² Förordningen innehåller bland annat regler om upprättande, godkännande och spridning av prospekt.⁵³ Därutöver finns ett flertal delegerade förordningar som bland annat innehåller detaljerade krav på prospektets innehåll och utformning.⁵⁴ Eftersom förordningar är direkt

⁵¹ af Sandeberg (2001), s. 69.

⁵² Prospektförordningen trädde i kraft den 20 juli 2017 och började tillämpas i sin helhet den 21 juli 2019.

⁵³ Ds 2013:16, s. 22 f.

⁵⁴ Se t.ex. A) Kommissionens delegerade Förordning (EU) 2019/980 av den 14 mars 2019 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129 vad gäller formatet på, innehållet i och granskningen och godkännandet av de prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad, och om upphävande av kommissionens förordning (EG) nr 809/200, B) Kommissionens delegerade förordning (EU) 2019/979 av den 14 mars 2019 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129 vad gäller tekniska standarder för tillsyn i fråga om finansiell nyckelinformation i sammanfattningen av ett prospekt, offentliggörande och klassificering av prospekt, annonsering om värdepapper, tillägg till ett prospekt och anmälningsportalen samt om upphävande av kommissionens delegerade förordning (EU) nr 382/2014 och kommissionens delegerade förordning (EU) 2016/301, och C) Kommissionens delegerade förordning (EU) 2021/528 av den 16 december 2020 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129 med avseende på vilken information som minst ska ingå i de dokument som ska offentliggöras vid undantag från skyldigheten att offentliggöra ett prospekt i samband med ett offentligt uppköpserbjudande genom ett erbjudande om utbyte av värdepapper, en fusion eller en delning.

tillämpliga i alla medlemsstater är prospektregelverket i stor utsträckning harmoniserat inom EU.⁵⁵

Prospektförordningen förutsätter emellertid att medlemsstaterna inför vissa nationella bestämmelser. Bland annat ska varje medlemsstat utse en behörig myndighet som ansvarar för att säkerställa att kraven i förordningen efterlevs. Dessutom ska det finnas tydliga regler för den behöriga myndighetens tillsyns- och utredningsbefogenheter samt för sanktioner vid överträdelser av förordningen.⁵⁶ Sådana bestämmelser har för svenskt vidkommande införts i lagen (2019:414) med kompletterande bestämmelser till EU:s prospektförordning. I Sverige är Finansinspektionen behörig myndighet.⁵⁷

I prospektförordningen finns vidare vissa civilrättsliga regler om ansvar för prospekt. Reglerna innebär att medlemsstaterna ska säkerställa att deras lagar och andra författningar om civilrättsligt ansvar är tillämpliga på dem som är ansvariga för den information som ges i ett prospekt.⁵⁸ Enligt artikel 11.1 i prospektförordningen ska medlemsstaterna säkerställa att ansvaret åtminstone åvilar ”emittenten eller dess förvaltnings-, lednings- eller tillsynsorgan, erbjudaren, den person som ansöker om upptagande till handel på en reglerad marknad eller garanten”. I svensk rätt har det civilrättsliga ansvaret enligt förordningen kommit att regleras i 29 kap. 1 § aktiebolagslagen, enligt vilken en stiftare, styrelseledamot eller verkställande direktör i ett aktiebolag har ett särskilt skadeståndsansvar för innehållet i prospekt.⁵⁹ Därutöver kan, enligt 29 kap. 2 § aktiebolagslagen, även en revisor, lekmannarevisor eller särskild granskare bli ersättningsskyldig enligt de grunder som anges i 29 kap. 1 § aktiebolagslagen. Det får därmed antas att den svenska lagstiftaren har bedömt de ansvarssubjekt som räknas upp i artikel 11.1 i prospektförordningen som helt alternativa.⁶⁰

3.3 Syftet med prospektreglerna

Reglerna om prospekt har sitt ursprung i den betydelse som information antas ha för en väl fungerande aktiemarknad.⁶¹ Syftet med prospektreglerna är att stärka den inre kapitalmarknaden inom EU genom att säkerställa investerarskydd och marknadseffektivitet, samtidigt som de underlättar företags tillgång till finansiering.⁶²

⁵⁵ Wendleby (2021), s. 177 f.

⁵⁶ Artikel 31, 32 och 38 i prospektförordningen.

⁵⁷ 1 kap. 4 § kompletteringslagen.

⁵⁸ Artikel 11.2 1 st. i prospektförordningen.

⁵⁹ Prop. 2018/19:83, s. 132 f.

⁶⁰ Samma uppfattning har Esma gett uttryck för i sina frågor och svar om prospektförordningen, se Esma (2023), p. A10.1a och A10.1b.

⁶¹ af Sandeberg, (2001), s. 69. Jfr avsnitt 2.3 ovan.

⁶² Skäl 7 i prospektförordningen.

Genom att prospektförordningen uppställer krav på att offentliggöra bland annat sådan information om emittentens ekonomi och framtidsutsikter som är nödvändig för att investerare ska kunna fatta välgrundade investeringsbeslut, minskas informationsasymmetrin mellan investerare och emittent och investerarskyddet stärks.⁶³ Dessutom anses offentliggörandet av information genom prospekt bidra till att öka transparensen och förtroendet för värdepappersmarknaden, vilket främjar marknadens utveckling och funktion.⁶⁴

Alltför omfattande informationskrav riskerar emellertid att leda till att färre bolag väljer att ta upp sina aktier till handel eller rikta erbjudanden till allmänheten. En sådan utveckling riskerar att negativt påverka marknadens effektivitet och företags finansieringsmöjligheter. Den information som regelverket kräver utgår därför ifrån att läsaren har nödvändiga förkunskaper för att tillgodogöra sig av den tillhandahållna informationen på ett meningsfullt sätt. De krav som ställs på innehållet i prospekt syftar således inte till att skydda investerare från dåliga investeringsbeslut, utan från att fatta investeringsbeslut grundade på felaktig eller bristfällig information.⁶⁵

3.4 Prospektskyldighet

Enligt artikel 3.1 och 3.3 i prospektförordningen ska ett prospekt upprättas och offentliggöras innan värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad. Trots att en börsnotering vanligtvis innefattar både ett erbjudande till allmänheten och upptagande av värdepapper till handel på en reglerad marknad, är det enligt prospektförordningens terminologi alltså fråga om två separata företeelser. Det är tillräckligt att en av dessa föreligger för att prospektförordningen ska vara tillämplig.

Den som avser att vidta en åtgärd som innebär att denne blir skyldig att offentliggöra ett prospekt – det vill säga erbjuda värdepapper till allmänheten eller att ansöka om upptagande till handel på en reglerad marknad – är skyldig att upprätta och få prospektet godkänt av Finansinspektionen, för att sedan offentliggöra det innan erbjudandeperioden inleds eller värdepapperen tas upp till handel.⁶⁶ Det är således emittenten som har ansvaret för att offentliggöra ett prospekt enligt prospektförordningen.

Med *värdepapper* avses enligt artikel 2 a) i prospektförordningen överlåtbara värdepapper enligt den definition som finns i artikel 4.1.44 i Mifid II⁶⁷. Definitionen inkluderar bland annat aktier och aktierelaterade värdepapper

⁶³ Skäl 3 i prospektförordningen.

⁶⁴ Skäl 3, 5 och 7 i prospektförordningen.

⁶⁵ Prop. 2004/05:158, s. 58 f.

⁶⁶ Se bl.a. artiklarna 3, 20 och 21 i prospektförordningen.

⁶⁷ Europaparlamentets 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.

(såsom teckningsoptioner, konvertibler och depåbevis), samt obligationer och andra typer av värdepapperiserade skuldförbindelser.

Erbjudande till allmänheten definieras i artikel 2 d) som ”ett meddelande till personer, oavsett form och medium, som innehåller tillräcklig information om villkoren för erbjudandet och de värdepapper som erbjuds för att en investerare ska ha förutsättningar att fatta beslut om att teckna eller förvärva dessa värdepapper.” Någon närmare definition av begreppet *allmänheten* ges dock inte. I doktrinen och förarbeten till tidigare svensk lagstiftning har anförts att ett erbjudande ska anses vara riktat till allmänheten när mottagarkretsen är någorlunda obestämd och föränderlig.⁶⁸ Dock anges i artikel 3.1 i prospektförordningen att sådana erbjudanden till allmänheten som riktas till färre än 150 fysiska eller juridiska personer inte omfattas av prospektskyldighet. Därför blir tolkningen av begreppet allmänheten endast relevant om en emission riktar sig till fler än 150 personer, men emittenten trots detta inte anser att det rör sig om ett erbjudande till allmänheten.

Till skillnad från erbjudande till allmänheten torde det inte råda några oklarheter angående definitionen av *upptagande till handel på en reglerad marknad*.⁶⁹ För närvarande finns det två börser i Sverige som driver reglerade marknader: Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market. Vid en börsintroduktion på någon av dessa marknader anses alltså värdepapper tas upp till handel på en reglerad marknad. Även då aktiemarknadsbolag genomför en nyemission som endast riktar sig till ett fåtal investerare och därmed inte utgör ett erbjudande till allmänheten, innebär det i regel att bolagets värdepapper tas upp till handel på en reglerad marknad. Prospektskyldighet föreligger emellertid inte vid upptagande av värdepapper till handel på en multilateral handelsplattform (engelska: *Multilateral Trading Facility, MTF*), såsom Nasdaq First North Growth Market eller Spotlight Stock Market.⁷⁰ I sådana fall föreligger alltså endast prospektskyldighet enligt prospektförordningen om erbjudandet är att betrakta som ett erbjudande till allmänheten.

Från kravet på att upprätta prospekt finns en rad undantag. Dessa kan i huvudsak delas in i två kategorier: undantag vid erbjudande till allmänheten och undantag vid upptagande till handel.⁷¹ Undantagen är oberoende av varandra, vilket innebär att prospektskyldigheten inte gäller om något av

⁶⁸ Prop. 2004/05:158, s. 63 f.; Westermark & Lagercrantz, s. 60 f.

⁶⁹ Se artikel 2 j) i prospektförordningen för definitionen av *reglerad marknad*.

⁷⁰ Bolag som överväger att ta upp sina aktier till handel på en MTF är dock skyldiga att, enligt marknadsplatsens regelverk, upprätta en s.k. bolagsbeskrivning eller informationsmemorandum. Detta dokument påminner om ett prospekt men är inte lika omfattande och är inte föremål för myndighetsgranskning eller -godkännande. Se exv. Nasdaq First North (2023) och Spotlight (2023).

⁷¹ Därutöver finns vissa allmänna undantag. Se artikel 1.2 i prospektförordningen.

undantagen är tillämpligt. Det innebär också att olika undantag kan användas vid olika tillfällen.

De undantag som kan tillämpas avseende erbjudanden till allmänheten framgår av artikel 1.4 i prospektförordningen. Särskilt värt att notera är det tidigare nämnda undantaget som innebär att ett prospekt inte behöver upprättas om erbjudandet riktas endast till kvalificerade investerare eller till färre än 150 fysiska eller juridiska personer, som inte är kvalificerade investerare, per medlemsstat inom EES.⁷² Inom definitionen av *kvalificerade investerare* ingår bland annat juridiska personer vars verksamhet uteslutande avser investeringar i finansiella instrument, som har tillstånd att verka på finansmarknaderna eller bedriver relativt omfattande verksamhet.⁷³

Vidare har medlemsstaterna genom artikel 3.2 i prospektförordningen givits en möjlighet att undanta erbjudanden till allmänheten från prospektskyldighet om det sammanlagda beloppet för varje sådant erbjudande inom unionen är lägre än ett visst belopp beräknat över en tolv månadersperiod och inte överstiger 8 miljoner euro. Sverige har valt att använda sig av denna bestämmelse genom att i 2 kap. 1 § kompletteringslagen införa ett tröskelvärde för prospektskyldighet. Det innebär att prospekt inte behöver upprättas när värdepapper erbjuds till allmänheten om det totala beloppet för de värdepapper som erbjuds till investerare inom EES under en tolv månadersperiod inte överstiger 2,5 miljoner euro.

I artikel 1.5 i prospektförordningen anges vilka undantag som finns från skyldigheten att offentliggöra ett prospekt vid upptagande av värdepapper till handel på en reglerad marknad. Ett exempel på ett sådant undantag är att ingen skyldighet att upprätta ett prospekt föreligger om antalet aktier, beräknat över en tolv månadersperiod, utgör mindre än 20 procent av det totala antalet aktier av samma slag som var upptagna till handel på samma marknad vid tolv månadersperiodens början.⁷⁴ Ett annat exempel är att prospekt inte behöver upprättas när aktier har tillkommit genom konvertering eller utbyte av överlåtbara värdepapper eller genom utnyttjande av teckningsoptioner, när aktierna är av samma slag som de aktier som redan finns upptagna till handel på samma reglerade marknad.⁷⁵

3.5 Information i prospekt

Enligt artikel 6.1 i prospektförordningen ska ett prospekt innehålla den nödvändiga information som är väsentlig för att investerare ska kunna göra en välgrundad bedömning av emittentens och de aktuella värdepapprens specifika förhållanden. Denna information omfattar bland annat emittentens

⁷² Artikel 1.4 b) i prospektförordningen.

⁷³ För den fullständiga definitionen, se artikel 2 e) i prospektförordningen.

⁷⁴ Artikel 1.5 a) i prospektförordningen.

⁷⁵ Artikel 1.5 b) i prospektförordningen.

tillgångar och skulder, vinst och förlust, finansiella ställning, framtidsutsikter, de rättigheter som är knutna till värdepappren, samt skälen bakom emissionen och dess effekt på emittenten. Enligt artikeln kan den nödvändiga informationen variera beroende på emittentens karaktär, typen av värdepapper och emittentens ställning.

Ett prospekt kan upprättas antingen som flera separata eller, vilket är vanligare för aktieprospekt, som ett sammanhängande dokument.⁷⁶ Ett prospekt vilket upprättas genom ett sammanhängande dokument ska generellt sett innehålla en innehållsförteckning, en sammanfattning, riskfaktorer samt all övrig information som krävs enligt tillämpliga bilagor.⁷⁷

Särskilt avsnittet riskfaktorer, vilket behandlas närmare i artikel 16 i prospektförordningen, utgör en central del av innehållet i ett prospekt. I artikeln föreskrivs att de riskfaktorer som anges i prospektet ska begränsas till sådana risker som är väsentliga och specifika för emittenten och dess värdepapper. Dessa riskfaktorer ska också bekräftas av prospektets övriga innehåll. Vidare ska varje riskfaktor på ett tillfredsställande sätt beskrivas och en förklaring ges av hur den påverkar emittenten eller de ifrågavarande värdepappren. Dessutom ska riskfaktorernas väsentlighet bedömas på grundval av sannolikheten för deras förekomst och den förväntade omfattningen av deras negativa effekter.⁷⁸

Enligt artikel 7 i prospektförordningen ska sammanfattningen i ett prospekt innehålla den nyckelinformation som investerare behöver för att förstå typen av och riskerna med emittenten och de aktuella värdepappren. I prospektsammanfattningen ska även de mest väsentliga riskfaktorerna som är specifika för emittenten och värdepappren beskrivas. Sammanfattningens innehåll ska vara korrekt, rättvisande, tydligt och får inte vara vilseledande. Syftet med prospektsammanfattningen är att, tillsammans med de övriga delarna av prospektet, underlätta för investerare när de överväger om de ska investera i de berörda värdepappren.⁷⁹

De detaljerade bestämmelserna om vilken information som ska inkluderas i ett prospekt finns framför allt i den delegerade förordningen. Där anges bland annat vilka bilagor (även kallade avprickningslistor) som ska användas vid upprättandet av ett prospekt, vilket exempelvis beror på vem som är emittent och vilka värdepapper som prospektet avser. Eftersom syftet med detta avsnitt endast är att ge en övergripande översikt över kraven på utformningen och innehållet i ett prospekt, kommer de detaljerade reglerna i den delegerade förordningen inte att redogöras för i detalj. Det är för framställningen tillräckligt att konstatera att ett prospekt avseende aktier, enligt artikel 2 och

⁷⁶ Artikel 6.3 i prospektförordningen.

⁷⁷ Artikel 24.1 i den delegerade förordningen.

⁷⁸ Se även skäl 54 i prospektförordningen.

⁷⁹ Se även skäl 28 i prospektförordningen.

12 i den delegerade förordningen, ska upprättas enligt bilaga 1 och 11 till förordningen. Under vissa förutsättningar har en emittent även möjlighet att upprätta ett prospekt för sekundäremissioner eller EU-tillväxtprospekt.⁸⁰

Avslutningsvis kan nämnas att det enligt artikel 19 i prospektförordningen finns en möjlighet att i ett prospekt införliva information genom hänvisning. För att kunna utnyttja denna möjlighet måste informationen ha offentliggjorts elektroniskt senast samtidigt som prospektet. Endast de handlingar som anges i artikeln kan införlivas genom hänvisning, exempelvis delårsrapporter, årsredovisningar, revisionsberättelser och värderingsutlåtanden. Oavsett vilken handling det gäller är det den för emittenten senast tillgängliga informationen som ska införlivas. Syftet med bestämmelsen är att göra det enklare och billigare att upprätta prospekt.

3.6 Granskning och godkännande

Ett prospekt får endast offentliggöras efter att det godkänts av Finansinspektionen.⁸¹ För godkännande krävs att informationen i prospektet är fullständig, konsekvent och begriplig.⁸² Vilka kriterier som ska ligga till grund för bedömningen anges i artiklarna 36–38 i den delegerade förordningen. Exempelvis ska vid bedömningen av om informationen är begriplig, beaktas bland annat huruvida prospektet är skrivet på ett klart språk, om det tydligt beskriver emittentens rörelse och huvudsakliga verksamheter, samt om bransch- och industrispecifik terminologi förklaras. Vidare ska vid bedömningen av om informationen är konsekvent, beaktas bland annat att prospektets olika delar inte innehåller motstridig information, att de väsentliga och specifika risker som tas upp på annat ställe i prospektet även finns med i avsnittet om riskfaktorer, samt att konsekvens föreligger mellan beskrivningen av emittenten i den operationella och finansiella verksamhetsöversikten, den historiska finansiella informationen, beskrivningen av emittentens verksamhet och beskrivningen av riskfaktorer.

Finansinspektionens granskning begränsas till att bedöma om informationen i ett prospekt är fullständig, konsekvent och begriplig. Inspektionen bedömer inte om den materiella informationen är korrekt, utan endast om prospektet har upprättats i enlighet med de krav som uppställs i prospektförordningen och den delegerade förordningen. Ett godkännande av ett prospekt ska därför

⁸⁰ Ett prospekt för sekundäremissioner är ett förenklat prospekt som kan användas av etablerade emittenter vars värdepapper redan handlas på en reglerad marknad, se artikel 14 i prospektförordningen. Ett EU-tillväxtprospekt är ett förenklat prospekt som kan användas av små och medelstora företag, se artikel 15 i prospektförordningen.

⁸¹ Artikel 20.2 1 st. i prospektförordningen.

⁸² Artikel 2 r) i prospektförordningen.

inte ses som ett stöd för emittentens kvalitet eller de värdepapper som omfattas av prospektet. Detta ska även framgå av prospektet.⁸³

När ett prospekt har godkänts ska det offentliggöras. Det ska göras i skälig tid före och senast vid den tidpunkt då erbjudandet till allmänheten börjar gälla eller de berörda värdepapperen tas upp till handel på en reglerad marknad.⁸⁴ I det fall det rör sig om det första erbjudandet till allmänheten av en kategori av aktier som upptas till handel på en reglerad marknad för första gången (en börsnotering) ska prospektet göras tillgängligt för allmänheten minst sex arbetsdagar innan erbjudandet löper ut.⁸⁵

Ett prospekt är giltigt i tolv månader från godkännandet eller så länge det ges ut överlåtbara värdepapper enligt prospektet, beroende på vilken typ av prospekt det är.⁸⁶ Ett prospekt som upprättas som ett sammanhängande dokument kan dock inte användas för att lämna flera erbjudanden under tolv månadersperioden. Således kan ett aktieprospekt vanligtvis inte användas för att lämna flera erbjudanden, även om prospektet i sig är giltigt.

En emittent är enligt artikel 23.1 i prospektförordningen i vissa fall skyldig att utan dröjsmål upprätta ett så kallat tilläggsprospekt. Så är fallet när det framkommer eller uppmärksammas någon ny omständighet av betydelse, sakfel eller väsentlig felaktighet i samband med informationen i prospektet, vilket kan påverka bedömningen av värdepapperen, och som uppkommer eller uppmärksammas mellan den tidpunkt då prospektet godkänns och utgången av erbjudandeperioden eller den tidpunkt då handeln på en reglerad marknad påbörjas, beroende på vad som inträffar senare. Tilläggsprospekt ska godkännas av Finansinspektionen och offentliggöras på motsvarande sätt som det ursprungliga prospektet. Investerare som redan vid tidpunkten för tilläggsprospektets offentliggörande har samtyckt till att köpa eller teckna sig för de aktuella värdepapperen har enligt artikel 23.2 i förevarande fall rätt att inom två arbetsdagar återkalla sitt samtycke.

3.7 Fel och brister i prospekt

Vad som avses med fel eller brister i prospekt kan variera. Utgångspunkten är emellertid att ett fel föreligger när prospektet innehåller en felaktig uppgift, som kan påverka en investerares välgrundade bedömning av prospektets innehåll och därmed dennes investeringsbeslut. På motsvarande sätt föreligger en brist när en sådan uppgift inte tagits in i prospektet.⁸⁷

⁸³ Se bl.a. p. 1.5 i bilaga 1 till den delegerade förordningen.

⁸⁴ Artikel 21.1 1 st. i prospektförordningen.

⁸⁵ Artikel 21.1 2 st. i prospektförordningen.

⁸⁶ Artikel 12 i prospektförordningen.

⁸⁷ SOU 2005:18, s. 100.

Uppgifter som generellt sett ligger till grund för en investerares välgrundade bedömning inkluderar information om emittentens tillgångar, skulder och ansvarsförbindelser, finansiella ställning, resultat, framtidsutsikter, samt de rättigheter och andra omständigheter som väsentligt påverkar värdet av de aktuella värdepapperen. Om informationen i prospektet är felaktig eller bristfällig avseende dessa uppgifter kan det medföra ansvar. Däremot anses ansvar normalt sett inte kunna aktualiseras för fel eller brister i värderings- och klassificeringsfrågor, förutsatt att emittenten tydligt har angivit vilka redovisningsnormer som tillämpats och i övrigt följt god redovisningssed.⁸⁸

När det gäller prognoser och framtidsutsikter har det i förarbetena framhållits att betydande utrymme bör finnas för emittentens egna bedömningar och för att det faktiska resultatet kan avvika. Följaktligen torde betydande avvikelser krävas för att ansvar ska aktualiseras. Det har även ansetts att samma princip bör gälla för subjektiva uppgifter i värderingsutlåtanden och dylikt.⁸⁹ I sammanhanget bör noteras att det i prospektregelverket finns bestämmelser om hur prognoser och annan information om framtidsutsikter bör presenteras.⁹⁰ Om dessa inte följs, kan ansvar aktualiseras.

Vidare ska, som framgår av artikel 16 i prospektförordningen, förekommande risker särskilt anges och redovisas i prospektet. Om väsentliga risker inte redovisas, kan detta föranleda ansvar. Över huvud taget gäller att felaktig eller bristfällig information som gör prospektet motsägelsefullt eller vilseleder investerare kan leda till ansvar. Däremot torde uppenbara skriv- och sakfel som saknar betydelse för en investerares investeringsbeslut inte föranleda något ansvar.⁹¹

Avslutningsvis ska nämnas att inte bara sådan information som lämnats i eller utelämnats ur ett prospekt kan utgöra fel eller brister. I artikel 22 i prospektförordningen finns bestämmelser om annonsering.⁹² Enligt artikel 22.3 får informationen i en annons inte vara felaktig eller vilseledande och ska vara förenlig med den information som finns, eller kommer att finnas, i prospektet. Enligt artikel 22.4 ska all information stämma överens med den information som lämnats, eller ska lämnas, i prospektet. Detta gäller även om informationen inte lämnas i marknadsföringssyfte. Således kan även sådan information som lämnats, eller utelämnats, i andra handlingar än prospekt utgöra fel eller brister enligt prospektförordningen.

⁸⁸ SOU 2005:18, s. 100.

⁸⁹ SOU 2005:18, s. 101. Jfr NJA 1987 s. 692, särskilt s. 702.

⁹⁰ Se exv. p. 11.2 i bilaga 1 till den delegerade förordningen. Därutöver har Esma utfärdat riktlinjer om informationskrav enligt prospektförordning, se Esma (2021), särskilt avsnitt V.4.

⁹¹ SOU 2005:18, s. 101.

⁹² Begreppet *annonsering* i förordningen motsvarar begreppet *marknadsföring* i kompletteringslagen, se prop. 2018/19:83, s. 76.

Noteras kan att Finansinspektionen under vintern 2022/2023 genomförde en granskning för att utvärdera efterlevnaden av annonseringsreglerna, vilken visade på betydande brister. Särskilt observerades att information om tecknings- och/eller garantiåtaganden⁹³ i emittenters annonsering ofta inte överensstämde med den information som presenterades i prospekten.⁹⁴

⁹³ Ett teckningsåtagande är ett åtagande från en befintlig aktieägare att, på begäran av bolaget och utan ersättning, teckna aktier i en framtida nyemission. Syftet med teckningsåtagandet är att ge bolaget en viss säkerhet för att det kommer att kunna emittera åtminstone så många aktier – och få in så mycket kapital – som åtagandet motsvarar. Ett garantiåtagande, å andra sidan, är ett avtal där en part förbinder sig att teckna aktier i en framtida nyemission för de aktier som inte tecknas av andra aktieägare. Garantiåtagandet syftar till att säkerställa att nyemissionen blir fulltecknad, eller åtminstone tecknad till en viss nivå. Genom åtagandet övertar garanten bolagets risk för att nyemissionen inte ska nå den önskade teckningsgraden. Som kompensation för denna risk erhåller garanten vanligtvis en ersättning. Se bl.a. NJA 2016 s. 107 p. 16 och 30, samt Westermark & Lagercrantz (2013), s. 112 ff.

⁹⁴ Finansinspektionen (2023).

4 Prospektansvar

4.1 Inledning

I detta avsnitt behandlas det aktiebolagsrättsliga prospektansvaret, dess rekvisit och förutsättningar. Syftet är att utreda vad som krävs för att skadeståndsansvar i enlighet med 29 kap. 1 § aktiebolagslagen ska aktualiseras, samt vem som kan vara berättigad till ersättning för skada orsakad av fel eller brister i prospekt.

4.2 Allmänt om prospektansvar

För att ett prospekt ska uppfylla sitt syfte är det avgörande att den information som presenteras är korrekt och rättvisande. Fel eller brister i ett prospekt kan leda till att investerare, som tecknar sig för eller köper aktier som omfattas av prospektet, betalar ett för högt pris och därigenom lider ekonomisk skada. I sådana fall uppstår behovet för investerare att kunna hålla emittenten eller dess företrädare ansvariga för den skada de lidit till följd av den vilseledande informationen. Regler om prospektansvar, det vill säga det civilrättsliga ansvaret för innehållet i prospektet, kan fylla en sådan reparativ funktion.⁹⁵

Vidare kan regler om prospektansvar även ha en preventiv funktion genom att främja efterlevnaden av prospektreglerna och därigenom säkerställa deras effektivitet. Utan effektiva ansvarsbestämmelser för innehållet i prospekt riskerar incitamenten att följa reglerna att försvagas. Detta kan leda till ökade felaktigheter och brister i prospekt, vilket på sikt riskerar att underminera förtroendet för värdepappersmarknaden. En förutsägbar och effektiv reglering av prospektansvaret bidrar således till att upprätthålla förtroendet hos allmänheten och investerare för värdepappersmarknaden, vilket i sin tur gynnar företagets kapitaltillgång och samhällsekonomin i stort.⁹⁶

Ansvaret för informationen i ett prospekt regleras i artikel 11 i prospektförordningen. Artikel 11 anger dock inte något specifikt ansvarssubjekt, utan det har som nämnts lämnats åt medlemsstaterna att inom sina nationella rättssystem fastställa prospektansvarets omfattning och utformning. Vidare anges i artikel 11.1 i förordningen att de som ansvarar för prospektet klart ska anges däri, tillsammans med förklaringar avgivna av dem om att den information som ges i prospektet, enligt deras kännedom, överensstämmer med sakförhållandena och att ingen uppgift som skulle påverka innehållet i prospektet har utelämnats. I prospekt som upprättas av

⁹⁵ Finansinspektionen (2021), s. 12; Ds 2013:16, s. 28.

⁹⁶ Finansinspektionen (2021), s. 12.

svenska aktiebolag är det regelmässigt bolagets styrelseledamöter som avger en sådan förklaring.⁹⁷

I svensk rätt har prospektansvaret enligt prospektförordningen kommit att regleras i 29 kap. 1 och 2 §§ aktiebolagslagen.⁹⁸ Sammanfattningsvis ger bestämmelsen investerare som drabbats av ekonomisk skada till följd av fel eller brister i ett prospekt möjlighet att, under vissa förutsättningar, utkräva ansvar av bolagsledningen (eller revisorn), om skadan förorsakats uppsåtligen eller av oaktsamhet. Någon möjlighet att utkräva ansvar direkt av det bolag som emitterat värdepappren som omfattas av prospektet har inte införts i svensk lagstiftning, trots att detta, som tidigare nämnt, har föreslagits i flera utredningar.

4.3 Det aktiebolagsrättsliga prospektansvaret

När en investerare lider en förmögenhetsförlust till följd av fel eller brister i ett prospekt, är det typiskt sett fråga om en ren förmögenhetsskada. Med ren förmögenhetsskada avses enligt 1 kap. 2 § skadeståndslagen (1972:207) en ekonomisk skada som uppkommer utan samband med att någon lider person- eller sakskada. Ersättning för ren förmögenhetsskada är enligt allmänna skadeståndsrättsliga regler och principöverväganden förenade med särskilda begränsningar.⁹⁹ För att bland annat ta hänsyn till de specifika förhållandena inom aktiebolagsrätten innehåller 29 kap. aktiebolagslagen särskilda skadeståndsregler.¹⁰⁰ Genom dessa regler, som alltså endast är tillämpliga på rena förmögenhetsskador, utvidgas möjligheterna för skadelidande att erhålla skadestånd jämfört med den allmänna skadeståndsrätten.¹⁰¹

Den för framställningen mest centrala bestämmelsen är 29 kap. 1 § aktiebolagslagen. Enligt paragrafens första stycke första mening ska en stiftare, styrelseledamot eller verkställande direktör som, när denne fullgör sitt uppdrag, uppsåtligen eller av oaktsamhet skadar bolaget, ersätta skadan. Detta skadeståndsansvar gentemot bolaget benämns ofta som det *interna ansvaret*.¹⁰² Mot bakgrund av att det regelmässigt är styrelsen som ansvarar för innehållet i prospekt som upprättas av svenska aktiebolag, bortses i det följande från den verkställande direktören och stiftare. Vidare, enligt paragrafens första stycke andra mening, aktualiseras skadeståndsansvar även mot bolagets aktieägare, borgenärer och andra tredje män om skadan orsakas

⁹⁷ Se exv. Hemnet Group (2021), s. 20, Volvo Car (2021), s. 44 och Kjell Group (2021), s. 42.

⁹⁸ Undantaget enligt artikel 11.2 i prospektförordningen har dock införts i 4 kap. 2 § kompletteringslagen.

⁹⁹ SOU 1995:44, s. 253; prop. 1997/98:99, s. 189.

¹⁰⁰ SOU 1971:15, s. 351.

¹⁰¹ Att bestämmelsen endast tar sikte på rena förmögenhetsskador framgår inte av lagtexten men väl av lagens förarbeten. Se SOU 1941:9, s. 633 ff.

¹⁰² Svernlöv (2012), s. 38.

genom överträdelse av aktiebolagslagen, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen.¹⁰³ Detta ansvar, det *externa ansvaret*¹⁰⁴, har genom 29 kap. 1 § andra stycket aktiebolagslagen utvidgats till att även omfatta skador som orsakas genom överträdelse av prospektförordningen.¹⁰⁵ Eftersom denna uppsats syftar till att undersöka möjligheten för investerare att få ersättning för fel eller brister i prospekt, kommer det interna skadeståndsansvaret inte att behandlas närmare.

Vad gäller det externa ansvaret kan detta delas upp i två underkategorier: ansvar för *indirekt* respektive *direkt skada*. Indirekt skada är en skada som drabbar bolaget och därigenom en enskild aktieägare i förhållande till dennes andel i bolagsförmögenheten. En sådan skada kan i princip vara vilken ekonomisk förlust som helst varigenom bolaget frånhands tillgångar eller går miste om intäkter. Huruvida en enskild aktieägare kan tillerkännas ersättning för indirekt skada är inte helt klart. Den i doktrinen förhärskande uppfattningen är att så inte är fallet, annat än i vissa undantagsfall då den skada som tillfogas bolaget reellt riktar sig mot viss eller vissa aktieägare.¹⁰⁶ Annorlunda förhåller det sig emellertid vid direkt skada.

Direkt skada föreligger när aktieägare orsakas ekonomisk skada utan att bolagets förmögenhetsmassa påverkas. Den skada som uppstår för en aktieägare som förvärvar aktier till överpris på grund av vilseledande information i ett prospekt är ett exempel på direkt skada. Att aktieägare kan tillerkännas ersättning för direkt skada, förutsatt att övriga förutsättningar för ansvar enligt 29 kap. 1 § aktiebolagslagen är uppfyllda, är klart. I dessa fall kan aktieägaren själv väcka talan mot bolagsledningen utan hinder av meddelad ansvarsfrihet eller av de särskilda preskriptionsfrister som anges i 29 kap. aktiebolagslagen.¹⁰⁷

För att prospektansvaret, eller över huvud taget bolagsledningens externa skadeståndsansvar enligt 29 kap. 1 § aktiebolagslagen, ska vara tillämpligt, krävs att flera rekvisit är uppfyllda. Dessa inkluderar att den av bolagsledningen skadebringande handlingen har utförts i samband med fullgörande av uppdraget, att handlingen varit uppsåtlig eller oaktsam, att den

¹⁰³ Med tillämplig lag om årsredovisning avses årsredovisningslagen (1995:1554) eller, i fråga om aktiebolag som helt eller delvis omfattas av lagen (1995:1559) om årsredovisning i kreditinstitut och värdepappersbolag, den lagen och de föreskrifter som har meddelats med stöd av den. I fråga om bolag som upprättar eller ska upprätta koncernredovisning enligt Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 1606/2002 av den 19 juli 2002 om tillämpning av internationella redovisningsstandarder avses även, såvitt gäller koncernredovisningen, de redovisningsstandarder som har antagits med stöd av förordningen. Se 1 kap. 12 a § aktiebolagslagen.

¹⁰⁴ Svernlöv (2012), s. 39.

¹⁰⁵ Regeln omfattar därutöver även skador som tillfogas genom överträdelse av 2 a kap. om handel med finansiella instrument, vilket innehåller bestämmelser om det dokument som ska upprättas vid offentliga uppköpserbjudanden, kallat erbjudandehandling.

¹⁰⁶ Svernlöv (2012), s. 77 ff. Se dock Andersson (1999), s. 87.

¹⁰⁷ Svernlöv (2012), s. 77.

har utgjort en överträdelse av angivna lagar eller bestämmelser, att aktieägaren lidit skada och att det har funnits ett orsakssamband mellan handlingen och skadan. Dessutom måste den skadelidande aktieägaren ingått i den ersättningsberättigade kretsen för att ha rätt till ersättning.¹⁰⁸ I det följande ska närmare redogöras och analyseras för var och ett av dessa rekvisit.

4.3.1 Fullgörande av uppdrag

Ansvaret enligt 29 kap. 1 § aktiebolagslagen omfattar endast sådana skador som orsakas av en styrelseledamot när denne fullgör sitt uppdrag. Det innebär att den skadegörande handlingen måste ha en koppling till bolagsverksamheten för att skadestånd ska vara aktuellt.¹⁰⁹ Till att börja med innebär det att ansvaret gäller under uppdragstiden, det vill säga från den tidpunkt då anmälan om valet av styrelseledamoten inkommer till Bolagsverket, till den tidpunkt då anmälan om att denne avgått, avsatts eller ersatts inkommer till Bolagsverket, eller från den senare tidpunkt som anges i beslutet som anmälan grundar sig på.¹¹⁰ Utöver detta kan det möjligen argumenteras för att ansvarsreglerna, åtminstone analogt, kan tillämpas på handlingar som en person vidtagit i egenskap av utsedd men till Bolagsverket ännu inte anmälde styrelseledamot, samt på en person som efter att ha blivit entledigad fortsätter att agera för bolagets räkning. Det finns också utrymme för analogisk tillämpning av ansvarsreglerna på en person som antingen inte utsetts på ett formellt riktigt sätt eller som utan att vara utsedd till styrelseledamot i bolaget, agerar som om denne vore det.¹¹¹

Vad gäller typen av beslut eller åtgärder som kan ge upphov till ansvar kan dessa delas in i två grupper. Den första gruppen är sådana beslut eller åtgärder som är av aktiebolagsrättslig natur och som anges i aktiebolagslagen eller bolagsordningen. Exempel på sådana uppgifter är bland annat styrelsens uppgift att bereda och verkställa stämmobeslut samt att ge information till bolagsstämman. Om en styrelseledamot vållar bolaget skada i dessa fall, står det klart att skadan har uppstått i samband med att denne har fullgjort sitt uppdrag.¹¹²

Den andra gruppen av ansvarsgrundande beslut eller åtgärder är sådana som kan hänföras till bolagets faktiska verksamhet. I dessa fall, när uppgiften eller åtgärden inte klart anges i lag eller bolagsordning, kan det vara svårt att avgöra var gränsen för styrelseledamotens uppdrag går. En utgångspunkt är dock att uppdragets omfattning bestäms med hänsyn till styrelsens uppgifter i ett aktiebolag. Ledning kan hämtas från 8 kap. 4 § aktiebolagslagen. Där

¹⁰⁸ Johansson (2022), s. 412 ff.

¹⁰⁹ Svernlöv (2012), s. 53.

¹¹⁰ Se 8 kap. 13 § aktiebolagslagen.

¹¹¹ Svernlöv (2012), s. 54 f. Se även Dotevall (2017), s. 37 f.

¹¹² Svernlöv (2012), s. 54 f.; Andersson et al. (2023), 29 kap. 1 §.

framgår bland annat att styrelsen ansvarar för bolagets organisation och förvaltning av dess angelägenheter, samt att styrelsen ska säkerställa en lämplig organisation för bokföring, medelsförvaltning och kontroll av bolagets ekonomiska förhållanden, samt kontinuerligt bedöma bolagets ekonomiska situation.¹¹³ Att upprättande av ett prospekt är en åtgärd som utförs av en styrelseledamot i samband med fullgörandet av dennes uppdrag, får anses stå helt klart.

Att en styrelseledamot endast är ansvarig för skador som uppstår i samband med fullgörande av sitt uppdrag betyder att ansvarsregeln i 29 kap. 1 § aktiebolagslagen inte gäller när styrelseledamoten agerar i egenskap av tredje man. Ansvaret är dock inte begränsat till handlingar eller underlåtelser som sker under formella styrelsemöten.¹¹⁴ Däremot är ansvaret som huvudregel begränsat till skador som kan kopplas till åtgärder där styrelseledamoten personligen har deltagit eller kunnat delta, samt till underlåtenhet som kan tillskrivas denne.¹¹⁵

4.3.2 Oaktsamhet och överträdelse

En annan förutsättning för att skadeståndsansvar ska aktualiseras är att skadan har orsakats genom styrelseledamotens uppsåtliga eller oaktsamma (vårdslösa) handlande eller underlåtenhet. Som gemensam beteckning för uppsåt och oaktsamhet används vanligen begreppet *culpa*.¹¹⁶ Emellertid förutsätter varken den allmänna skadeståndsrätten eller de aktiebolagsrättsliga skadeståndsreglerna uppsåt, varför en uppsåtsbedömning sällan blir aktuell. I förekommande fall kan ledning hämtas i den analys av uppsåtsbegreppet som gjorts inom straffrätten.¹¹⁷

Oaktsamhetsbedömningen sker huvudsakligen i enlighet med allmänna skadeståndsrättsliga principer. Den centrala frågan är om den påstått oaktsamme borde ha handlat på ett annat sätt. Vid denna bedömning kan flera olika omständigheter beaktas. Som utgångspunkt undersöks om det föreligger en överträdelse av en tillämplig handlingsnorm.¹¹⁸ Företrädesvis beaktas lagar och andra föreskrifter, men sådana normer kan även komma till uttryck i prejudikat och sedvana. Saknas vägledning i författning, prejudikat eller sedvana kan i sista hand en så kallad fri oaktsamhetsbedömning behöva företas.¹¹⁹

Såvitt avser det aktiebolagsrättsliga ansvaret är utgångspunkten att en styrelseledamot ska iaktta den omsorg som krävs av en syssloman i

¹¹³ Svernlöv (2012), s. 54 f.; Andersson et al. (2023), 29 kap. 1 §.

¹¹⁴ Svernlöv (2012), s. 55 f.; Nerep et al. (2021), 29 kap. 1 §.

¹¹⁵ NJA 1997 s. 418.

¹¹⁶ Hellner & Radetzki (2021), s. 125.

¹¹⁷ Hellner & Radetzki (2021), s. 126. Se särskilt Jareborg (1969) och (1986).

¹¹⁸ NJA 2014 s. 272 p. 19.

¹¹⁹ Hellner & Radetzki (2021), s. 126 ff.

allmänhet.¹²⁰ För att avgöra om en styrelseledamot har handlat med tillbörlig omsorg i en konkret situation, är det dock nödvändigt att finna en tillämplig aktsamhetsnorm. Normalt görs detta genom att identifiera en rättslig norm som har överträtts enligt de principer som tidigare har beskrivits. En viktig distinktion inom aktiebolagsrättsrätten är emellertid den mellan internt och externt ansvar. Skadeståndsanspråk som framställs av aktieägare eller andra tredje män förutsätter en överträdelse av någon av de i 29 kap. 1 § aktiebolagslagen uppräknade normkällorna. Det innebär att oaktsamhetsbedömningen uteslutande ska göras i förhållande till dessa normer. Andra normer kan endast tänkas få indirekt betydelse vid oaktsamhetsbedömningen genom att skärpa den tillämpliga aktsamhetsstandarden.¹²¹ Denna begränsning finns inte om skadeståndsanspråk framställs exempelvis på bolagsintern eller allmän skadeståndsrättslig grund. Vid prospektansvar är det följaktligen prospektförordningen och de delegerade förordningarna som oaktsamhetsbedömning i första hand ska utgå ifrån.¹²²

Generellt sett krävs ett aktivt oaktsamt beteende för att skadeståndsansvar ska aktualiseras. Underlåtenhet att handla leder normalt sett inte till ansvar, men det finns betydelsefulla undantag. Så snart det finns en rättslig skyldighet att handla, kan underlåtenhet utgöra oaktsamhet.¹²³ Detta undantag är särskilt relevant vid brister i prospekt. Enligt prospektreglerna finns en skyldighet att inkludera specifik information, såsom information som väsentligen påverkar bolagets finansiella ställning eller värdepapperens värde. Underlåtenhet att inkludera sådan information kan således utgöra oaktsamhet.

Trots att styrelsen är ett kollektivt organ och att förklaringen om att informationen i prospektet överensstämmer med sakhållandena etcetera, regelmässigt avges av styrelsen kollektivt, är ansvaret i 29 kap. aktiebolagslagen individuellt.¹²⁴ En annan sak är att flera eller alla styrelseledamöter kan bli ansvariga för samma skada. Ansvaret är då solidariskt men inte kollektivt.

En konsekvens av ansvarsbestämmelsernas individuella karaktär är att oaktsamhetsbedömningen ska göras individ för individ. Vid en sådan ansvarsfördelning mellan olika styrelseledamöter kan olika faktorer vägas in i bedömningen. Exempelvis kan en styrelseledamot som valts in på grund av sin expertis inom vissa frågor ha ett striktare ansvar än sina styrelsekollegor.

¹²⁰ Prop. 1997/98:99, s. 186.

¹²¹ Bergström & Samuelsson (2021), s. 271.

¹²² De delegerade förordningarna nämns inte explicit i uppräknningen i 29 kap. 1 § aktiebolagslagen. Men eftersom kommissionen enligt artikel 1.7 i prospektförordningen har befogenhet att anta delegerade akter som kompletterar förordningen, omfattas även dessa. Hänvisningen till prospektförordningen är dynamisk, vilket innebär att den avser den vid var tid gällande lydelsen av förordningen. Se prop. 2018/19:83, s. 53.

¹²³ Samuelsson (1991), s. 300.

¹²⁴ SOU 1995:44, s. 243.

Även skillnader i styrelsearvode torde kunna påverka bedömningen, liksom den arbetsfördelning som har gällt mellan styrelsens ledamöter.¹²⁵

Att vissa styrelseledamöter kan ha ett särskilt strängt ansvar på grund av särskild expertis eller arbetsfördelningen inom styrelsen innebär inte att andra styrelseledamöter kan undandra sig ansvar genom att hänvisa till bristande egen kompetens eller andra personliga omständigheter. Sådana ursäkter anses i allmänhet inte vara ansvarsbefriande. Vid oaktsamhetsbedömningen förutsätts att samtliga styrelseledamöter uppfyller en viss grundnivå av förmåga som krävs för uppdraget som styrelseledamot. I situationer där så inte är fallet kan dock jämningsregeln i 29 kap. 5 § aktiebolagslagen bli aktuell.¹²⁶ Detsamma gäller vid rättsvillfarelse, det vill säga okunnighet om den aktuella rättsregeln på vilken ansvar grundas. Rättsvillfarelse är endast i undantagsfall ursäktlig, men det kan få den betydelsen att ansvaret jämkas enligt 29 kap. 5 §. Om en regel exempelvis är mycket svårtolkad och ingen enhetlig tolkning har etablerats i rättspraxis eller doktrin, kan detta vara aktuellt.¹²⁷

Det finns dock omständigheter som en styrelseledamot kan åberopa för att undgå ansvar vid ett konstaterat regelbrott. En sådan omständighet är faktisk villfarelse, vilket innebär att skadevällaren inte hade kännedom om vissa faktiska förhållanden.¹²⁸ I prospektsammanhang kan även nämnas att om en styrelseledamot kan göra sannolikt att denne hade välgrundad anledning att själv fästa tilltro till en uppgift som senare visade sig vara felaktig, kan detta vara en omständighet som lindrar oaktsamhetsbedömningen.¹²⁹

En annan för framställningen särskilt intressant fråga är vilka krav på aktsamhet som gäller vid framtidsprognoser och liknande information i prospekt. Specifika bestämmelser om utformningen av sådana prognoser finns i punkt 11.2 i bilaga 1 till den delegerade förordningen. Trots att dessa bestämmelser ger tydliga riktlinjer för formuleringen av framtidsprognoser etcetera, återstår ett stort tolkningsutrymme inom ramen för oaktsamhetsbedömningen avseende sådana framtidsinriktade uppgifter. Enligt bestämmelsen tycks det enda materiella kravet vara att antaganden i framtidsprognoser ska vara rimliga. Frågan har som tidigare nämnts diskuterats i förarbetena, särskilt av Prospektutredningen, som framhållit att emittenten bör ges betydande utrymme för sina egna bedömningar och att hänsyn bör tas till det faktiska utfallet i efterhand. Samtidigt har utredningen betonat att ansvar bör kunna uppstå om prognosen inte är utformad i enlighet med kraven i EU-rätten.¹³⁰

¹²⁵ Andersson et al. (2023), 29 kap. 1 §.

¹²⁶ Svernlöv (2012), s. 68 ff.; Dotevall (2017), s. 58 ff.

¹²⁷ Svernlöv (2012), s. 68 ff.; Dotevall (2017), s. 58 ff.

¹²⁸ Svernlöv (2012), s. 68 ff.; Dotevall (2017), s. 58 ff.

¹²⁹ Samuelsson (1991), s. 300.

¹³⁰ SOU 2005:18, s. 101.

Prospektutredningens ståndpunkt kan möjligen vara godtagbar inom ramen för adekvansbedömningen. När det emellertid kommer till oaktsamhetsbedömningen, är jag av åsikten att fokus bör ligga på huruvida styrelsen inhämtat tillräckligt med information och om prognosen, baserat på denna information, kan anses vara rimlig. Att i efterhand bedöma prognosens träffsäkerhet baserat på det faktiska utfallet framstår som en otillfredsställande lösning, då även oförutsägbara omständigheter kan ha en betydande inverkan på det faktiska utfallet.

4.3.3 Skada

En grundläggande förutsättning för att ansvar ska aktualiseras är att det har uppstått en skada. Inom ramen för denna framställning avses härmed ren förmögenhetsskada. Att avgöra huruvida en sådan skada uppstått kan vara utmanande. Dotevall har definierat ren förmögenhetsskada som en ekonomiskt mätbar förmögenhetsförlust som drabbar den skadelidande utan eller mot dennes vilja och som har samband med pliktförsummelse.¹³¹ I specifika fall av bristfällig information på aktiemarknaden har Samuelsson föreslagit en mer teknisk definition av skadebegreppet. Enligt Samuelsson bör skada i sådana fall förstås som den förmögenhetsförlust som drabbar den skadelidande genom utebliven eller inträffad kursändring, orsakad av försumlighet hos den uppgiftsskyldige.¹³² Liknande definitioner har även framförts av Korling och Deuschl.¹³³ Även om kritik har framförts mot försöket att närmare definiera skadebegreppet,¹³⁴ tycks det alltså inom doktrinen råda en relativt bred enighet om att skadebegreppet i förvarande fall bör förstås som en förmögenhetsförlust orsakad av en pliktförsummelse.

För en skadelidande som söker ersättning är denna definition emellertid föga hjälpsam, då den inte säger någonting om hur skadans storlek ska beräknas. Mot bakgrund av att aktiekursen sannolikt utgör den mest tillförlitliga uppskattningen av en akties värde, har Samuelsson föreslagit att skadans storlek i situationer av bristfällig information på aktiemarknaden bör beräknas som differensen mellan aktiekursen under den period då kursen påverkades av den felaktiga eller vilseledande informationen och aktiekursen efter att en korrigering har skett.¹³⁵ Deuschl har föreslagit att en liknande metod används i prospektsammanhang, där skadan beräknas som skillnaden mellan den teckningskurs som bestämdes med utgångspunkt i det felaktiga eller

¹³¹ Dotevall (2017), s. 54.

¹³² Samuelsson (1991), s. 284.

¹³³ Korling (2010), s. 577; Deuschl (1999), s. 281.

¹³⁴ Svernlöv anser att försöket att närmare definiera skadebegreppet är meningslöst. Istället förespråkar han att skadebegreppet formuleras normativt för varje situation. Se Svernlöv (2012), s. 53.

¹³⁵ Samuelsson (1991), s. 289.

bristfälliga prospektet och den teckningskurs som skulle ha bestämts i avsaknad av sådana fel eller brister.¹³⁶

Både Samuelssons och Deuschls metod kan betraktas som tillämpningar av den så kallade differensmetoden. Enligt denna metod beräknas skadans storlek som differensen mellan det faktiska händelseförloppet som har utvecklats sedan den skadegörande händelsen inträffade och det hypotetiska händelseförloppet som mest sannolikt skulle ha förverkligats om händelsen inte hade inträffat.¹³⁷ En utmaning med att tillämpa differensmetoden i detta sammanhang är svårigheten att uppskatta vad aktiekursen eller teckningskursen skulle ha varit om den felaktiga eller bristfälliga informationen inte hade funnits, samt hur aktiekursen skulle ha utvecklats. Aktiekurser påverkas av en mängd olika faktorer, både bolagsspecifika och marknadsrelaterade. Att särskilja effekterna av den felaktiga informationen från dessa andra faktorer kan, enligt vissa, vara utmanande och kan skapa osäkerhet vid bedömningen av skadans storlek.¹³⁸

Trots dessa utmaningar finns det välutvecklade ekonomiska modeller som möjliggör en tillförlitlig uppskattning av skadans storlek vid bristfällig information på aktiemarknaden. En vanlig metod är att genomföra en eventstudie, där enskilda händelser isoleras för att studera deras effekt på aktiekursen.¹³⁹ I denna process används ett jämförelseindex¹⁴⁰ för att jämföra aktiens pris med jämförbara aktiers prestationer under en kontrollperiod. Genom att rekonstruera ett hypotetiskt marknadsvärde för aktien, som om den inte hade påverkats av felaktig information, kan sambandet mellan den bristfälliga informationen och kursändringarna etableras. Denna process innebär en renodling av kursreaktioner från andra faktorer och användning av regressionsanalys¹⁴¹ för att eliminera effekterna av icke-företagsspecifika händelser.¹⁴²

Ett alternativ till en eventstudie är att basera skadeberäkningen på finansiell teori, där fokus läggs på aktiens risknivå i relation till den generella

¹³⁶ Deuschl (1999), s. 281.

¹³⁷ Radetzki (2019), s. 21 f.

¹³⁸ Jfr Westermarck & Lagercrantz (2013), s. 92 f.

¹³⁹ Metoden är internationellt sett vanligt förekommande i värdepappersrelaterade tvister (engelska: *securities litigation cases*). I dessa fall engageras ofta ekonomiska konsulter specialiserade på värdepappersrelaterade skadeberäkningar. Exempel på sådana konsultföretag är The Brattle Group, NERA Economic Consulting och Fideres. Särskilt Fideres har anlåtats i flera uppmärksammade tvister där investerare stämt företag som Tesla Inc, Wirecard AG och Danske Bank A/S. Se Fideres (2023).

¹⁴⁰ Exempel är marknadsindex, industriindex eller en grupp aktier som på något sätt är jämförbara med den aktuella aktien.

¹⁴¹ Regressionsanalys är en statistisk metod som används för att bestämma hur en beroende variabel påverkas av en eller flera oberoende variabler, med målet att uppskatta eller förutsäga dess medelvärde och kvantifiera effekten av förändringar i de oberoende variablerna. Se NE (2023).

¹⁴² af Sandeberg (2001), s. 402 f.

marknadsutvecklingen.¹⁴³ Genom att analysera aktiens prisutveckling jämfört med den övergripande marknadsutvecklingen, med hjälp av betavärdet¹⁴⁴, kan de delar av aktiens prisändringar som direkt kan kopplas till den specifika bristfälliga informationen identifieras. Denna metod bidrar till en mer precis bild av den faktiska skadan som den felaktiga informationen har orsakat investerare.¹⁴⁵

I äldre doktrin har hävdats att, för skador relaterade till bristfällig information på aktiemarknaden, det krävs ett visst mått av väsentlighet för att skadan ska vara ersättningsgill. Argumenten för väsentlighetskravet innebar att den skadebringande handlingen eller underlåtenheten skulle ha orsakat en förändring på minst tio procent.¹⁴⁶ Denna tioprocentegräns baserade förespråkarna på ett förarbetsuttalande till äldre insiderlagstiftning.¹⁴⁷ I senare förarbeten har emellertid tydligt avstånd tagits från detta uttalande.¹⁴⁸ Tioprocentegränsen får således anses överspelad.¹⁴⁹ Dessutom kan det ifrågasättas huruvida en sådan gräns alls är förenlig med den skadeståndsrättsliga principen om full ersättning.¹⁵⁰

Klart är att en skada för att vara ersättningsgill måste vara fullbordad. En avgörande fråga i detta sammanhang är därför om en aktieägare, vars aktier minskat i värde till följd av bolagsledningens oaktsamma agerande, måste ha realiserat sin förlust, genom att sälja sina aktier, för att en fullbordad skada ska anses föreligga. I den juridiska litteraturen redovisas skilda ståndpunkter. Vissa menar att så länge aktieägaren behåller sina aktier och därmed vidbliver en investering som helt oberoende av pliktförsummelsen kan såväl stiga som sjunka i värde, ingen skada kan anses föreligga.¹⁵¹ Enligt denna uppfattning kan en fullbordad skada först anses föreligga när aktieägaren avyttrat sina aktier, förutsatt att det är möjligt att fastslå att det då fortfarande förelåg en värdenedgång orsakad av oaktsamt handlande. Andra anser att en skada som beror på pliktförsummelse från bolagsledningen är att betrakta som fullbordad, även om aktierna inte har avyttrats.¹⁵²

Personligen ansluter jag mig till denna senare uppfattning. Enligt min mening är det mindre ändamålsenligt att kräva att en aktieägare måste ha realiserat sin förlust för att skadan ska betraktas som fullbordad. Det kan leda till situationer där aktieägare tvingas sälja aktier endast för att kunna driva en skadeståndstalan. Dessutom anser jag att skadevållaren, lika lite som denne

¹⁴³ Se not 139 ovan.

¹⁴⁴ För en utförligare redogörelse av betavärdet, se exv. Brealey et al. (2019), s. 910.

¹⁴⁵ af Sandeberg (2001), s. 403.

¹⁴⁶ af Sandeberg (2001), s. 116; Samuelsson (1991), s. 289.

¹⁴⁷ Se prop. 1984/85:157, s. 89.

¹⁴⁸ Se prop. 2004/05:142, s. 56.

¹⁴⁹ Jfr Schmauch (2018), artikel 7.

¹⁵⁰ Jfr Radetzki (2019), s. 251 f.

¹⁵¹ Svernlöv (2012), s. 52; Östberg (2016), s. 443.

¹⁵² Härkönen (2013), s. 311, med vidare hänvisningar; Dotevall (2017), s. 55; Korling (2010), s. 584.

bör kunna tvinga aktieägaren att behålla sina aktier i syfte att begränsa skadan, inte heller bör ha rätt att tvinga aktieägaren att sälja sina aktier. Enligt mitt förmenande bör skadevållaren inte ha möjlighet att påverka om aktieägaren väljer att behålla eller sälja sina aktier i något skadebegränsande syfte.

Svårigheterna att påvisa en viss skadas omfattning är inte unik för aktiemarknadssituationer, utan utgör ett välkänt problem i skadeståndstvister. Uppmärksammas bör därför den processuella bevislätnadsregeln i skadeståndsmål som återfinns i 35 kap. 5 § rättegångsbalken, vilken klargör att om fråga är om uppskattning av en inträffad skada och full bevisning om skadan inte alls eller endast med svårighet kan föras, rätten får uppskatta skadan till skäligt belopp.

4.3.4 Orsakssamband

För att en skada ska vara ersättningsgill och för att en vållande styrelseledamot ska kunna hållas ansvarig krävs vidare att det föreligger ett orsakssamband, eller med ett annat ord kausalitet, mellan skadan och den skadevållande handlingen eller underlåtenheten.

Vid analys av kausalitetsfrågor används ofta begreppen *tillräcklig* och *nödvändig betingelse*.¹⁵³ En tillräcklig betingelse innebär att en viss faktor (händelse eller företeelse) i sig är tillräcklig för att skadan ska kunna inträffa; det vill säga, skadan uppkommer ovillkorligen om denna faktor är närvarande. Detta innebär dock inte att skadan inte kan inträffa utan denna faktor. I scenarier där flera skadeutlösande faktorer existerar, och var och en av dem enskilt kan orsaka skadan, anses samtliga vara tillräckliga betingelser. En nödvändig betingelse, å andra sidan, innebär att en viss faktor måste vara närvarande för att skadan ska kunna inträffa. Utan denna faktor inträffar inte skadan, oavsett andra existerande faktorer. Enligt den så kallade huvudorsaksläran behöver vållandet inte vara den primära eller mest påtagliga orsaken till skadan. Ersättningsskyldighet kan uppkomma även om vållandet endast utgör en bidragande orsak. Däremot föreligger ingen kausalitet om skadan skulle ha inträffat även utan den oaktsamma handlingen eller underlåtenheten.¹⁵⁴

Det är emellertid inte tillräckligt att konstatera att kausalitet föreligger mellan skadan och den skadevållande handlingen eller underlåtenheten. Skadan måste även ha uppkommit som en någorlunda normal och förutsägbar konsekvens av den oaktsamma handlingen eller underlåtenheten. Skadeståndsskyldighet förutsätter således enligt gängse uppfattning *adekvat* kausalitet.¹⁵⁵ Genom kravet på adekvat kausalitet förhindras att

¹⁵³ Hellner & Radetzki (2021), s. 190 f.

¹⁵⁴ Hellner & Radetzki (2021), s. 192.

¹⁵⁵ Hellner & Radetzki (2021), s. 198, med vidare hänvisningar.

skadeståndsansvar åläggs för alltför oväntade och avlägsna skador.¹⁵⁶ Det huvudsakliga syftet med adekvanskravet är således att begränsa skadeståndsansvaret så att det i det enskilda fallet inte blir orimligt långtgående.¹⁵⁷ Tanken är att inte ens den som handlat oaktsamt eller uppsåtligt bör hållas ansvarig för att ersätta slumpmässiga, opåräknliga följder.¹⁵⁸

Adekvanskravet kan förklaras som att den skadevållande handlingen typiskt sett måste ha ökat risken för att skadan skulle inträffa. Det innebär emellertid inte att varje liten ökning av risken beaktas. Även om handlingen har lett till en viss ökning av risken är det inte nödvändigtvis tillräckligt för att uppfylla kravet på adekvans.¹⁵⁹ En vanlig formulering är att en skada för att vara ersättningsgill ska ha legat ”i farans riktning”. Det går dock inte att objektivt sammanfatta adekvansbedömningen. I rättspraxis förefaller bedömningen ofta göras i två steg, där domstolen först bedömer om en viss typ av skada anses ligga inom adekvansgränsen, och därefter bedömer om skadan i det specifika fallet orsakats på ett adekvat sätt.¹⁶⁰ Det bör dock noteras att de flesta refererade rättsfall rör person- eller sakskador och att de frågor kring adekvans och kausalitet som uppkommer vid ren förmögenhetsskada, till exempel vid ansvar enligt aktiebolagslagen, kan skilja sig avsevärt.

Ett av få fall där kravet på adekvans vid ren förmögenhetsskada har behandlats är NJA 1998 s. 893. I det aktuella målet hade ett par beviljats ett statligt bostadslån. Efter det initiala beviljandet skulle lånet handläggas i länsbostadsnämnden. Handläggningstiden för ansökan om lånets utbetalning fördröjdes dock under så lång tid att det utgjorde fel eller försummelse vid myndighetsutövning. Till följd av detta betalades lånet ut vid en tidpunkt då en högre räntesats gällde för lånet, vilket paret yrkade skadestånd för. HD konstaterade inledningsvis att adekvanskravet innebär att skadan ska ”för en person med kännedom om alla föreliggande omständigheter ha framstått som en beräknelig och i viss mån typisk följd av det skadegörande beteendet.” Därefter anförde HD att eftersom marknadsräntan ständigt förändras i en marknadsekonomi är det självklart att varje dröjsmål i handläggningen av ett ärende som rör ett lån med ränta kopplad till marknadsräntan innebär en risk för att ränteändringar på kapitalmarknaden slår igenom på det lån som slutligen beviljas. Mot denna bakgrund ansåg HD att räntehöjningen inte kunde betraktas som en oväntad eller osannolik konsekvens av dröjsmålet med utbetalning av lånet, och paret beviljades därför ersättning.¹⁶¹ Förutom det generella uttalandet lämnar HD:s motivering dock lite vägledning om hur

¹⁵⁶ NJA 1993 s. 41 I och II.

¹⁵⁷ Schultz (2010), s. 21.

¹⁵⁸ Hellner & Radetzki (2021), s. 198.

¹⁵⁹ Hellner & Radetzki (2021), s. 199.

¹⁶⁰ Se exv. NJA 1996 s. 564, NJA 1966 s. 331 och NJA 1998 s. 893. Se även Hellner & Radetzki (2021), s. 200 ff.

¹⁶¹ NJA 1998 s. 893.

adekvansprövningen ska genomföras vid den aktuella skadetyper, vilket fortfarande lämnar frågan öppen.

I aktiebolagsrättsliga sammanhang har Dotevall emellertid föreslagit att adekvat kausalitet bör presumeras föreligga när en styrelseledamot har försummat sina skyldigheter enligt någon av de normer som specificeras i 29 kap. 1 § aktiebolagslagen och detta har resulterat i skada för bolaget eller en tredje man.¹⁶² En sådan presumtion skulle innebära att beviskravet för adekvat kausalitet inte är särskilt högt, och att det är tillräckligt att styrelseledamotens oaktsamhet varit en bidragande orsak till att skadan uppkommit.

4.3.5 Den ersättningsberättigade kretsen

Historiskt har inställningen till ansvar för rena förmögenhetsskador i utomobligatoriska förhållanden varit restriktiv i svensk rätt. I 2 kap. 2 § skadeståndslagen anges att ”den som vållar ren förmögenhetsskada genom brott ska ersätta skadan.” Huvudregeln i svensk rätt är därför att ersättning för ren förmögenhetsskada utgår om skadan har vållats genom brott (eller skadeståndsskyldighet annars är särskilt föreskriven i lag). Skälen till denna restriktiva hållning är delvis höljda i dunkel, men sannolikt har den historiska bakgrunden spelat en stor roll, med 6 kap. i 1864 års strafflag som den viktigaste skadeståndsrättsliga författningen under den tid när skadeståndsrätten utvecklades.¹⁶³

Bortsett från vissa fall av skadevållande från det allmännas sida (3 kap. 2 och 3 §§), finns inga uttryckliga undantag från regeln i 2 kap. 2 § skadeståndslagen. En ytlig utredning kan därför leda till slutsatsen att skada som uppstår utan brottslig handling inte är skadeståndsgrundande. Vid en noggrannare granskning av propositionen till skadeståndslagen framträder emellertid en annorlunda bild. I propositionen framhåller den dåvarande departementschefen tydligt att bestämmelsen om ren förmögenhetsskada ”lika litet som övriga bestämmelser i förslaget [får] läggas till grund för ett motsatsslut.” Vidare understryker departementschefen att avsikten med bestämmelsen i 2 kap. 2 § skadeståndslagen inte har varit att lägga hinder i vägen för en rättsutveckling genom praxis i riktning mot ett vidgat ansvar för ren förmögenhetsskada.¹⁶⁴ Följaktligen finns det situationer där ren förmögenhetsskada kan ersättas även utan att något brott föreligger. Detta har bekräftats i flera avgöranden av HD, exempelvis i NJA 1987 s. 692, NJA 2001 s. 878 och NJA 2019 s. 94, där ansvaret för ren förmögenhetsskada har

¹⁶² Dotevall (2017), s. 52.

¹⁶³ Hellner & Radetzki (2021), s. 65 f. Av 6 kap. 1 § 1864 års strafflag framgick att skada som någon tillfogar annan genom brott ska ersättas av den brottslige. Bestämmelsen var den vid tidpunkten enda lagstadgade skadeståndsregeln i svensk rätt.

¹⁶⁴ Prop. 1972:5, s. 568.

utvidgats. Det finns dock inga avgöranden från HD i fråga om ansvar för ren förmögenhetsskada specifikt vid fel eller brister i prospekt.

Ytterligare en förklaring till den restriktiva inställningen till ansvar för rena förmögenhetsskador i utomobligatoriska förhållanden i svensk rätt kan hämtas från det som i angloamerikansk rättspraxis och doktrin är känt som flodvågsargumentet (engelska: *the floodgate argument*). Flodvågsargumentet vilar på överväganden om förutsebarhet, proportionalitet och hanteringsmässiga svårigheter som uppstår vid ersättning för ren förmögenhetsskada.¹⁶⁵

Fel eller brister i ett prospekt kan resultera i betydande skadebelopp och ett stort antal skadelidande. Detta medför utmaningar avseende förutsebarheten för skadegöraren, proportionaliteten mellan den skadegörande händelsen och ansvarets omfattning, samt den praktiska hanteringen av ersättningskrav. Kravet på adekvans är många gånger otillräckligt för att tillgodose dessa intressen.¹⁶⁶ En återkommande fråga i såväl doktrin som i förarbeten är därför om den ersättningsberättigade kretsen vid fel eller brister i prospekt ska avgränsas och i så fall på vilka grunder detta ska ske.¹⁶⁷

Vid diskussionen om den ersättningsberättigade kretsen vid fel eller brister i prospekt, kan en uppdelning göras mellan en primär- och en sekundärkrets av investerare. Primärkretsen omfattar de investerare som direkt förvärvar värdepapper genom ett erbjudande till allmänheten. Sekundärkretsen inkluderar de investerare som senare förvärvar dessa värdepapper på den marknaden. Detta innefattar situationer där en förvärvare från primärkretsen säljer värdepapperen vidare, samt alla efterföljande transaktioner av dessa värdepapper.¹⁶⁸

En grupp investerare som konsekvent utesluts från den ersättningsberättigade kretsen är de som avstår från att köpa eller sälja de aktuella värdepapperen. Inom såväl svensk som utländsk doktrin råder utbredd enighet om att det hade varit ett orimligt utvidgande att inkludera även dessa personer i den ersättningsberättigade kretsen.¹⁶⁹ Däremot råder det delade meningar om hur och på vilka grunder den ersättningsberättigade kretsen bör avgränsas ytterligare.

I aktiebolagslagen görs ingen begränsning av den ersättningsberättigade kretsen. Av 29 kap. 1 och 2 §§ aktiebolagslagen följer att skadestånd kan utgå till aktieägare eller annan som lidit skada till följd av bolagsledningens

¹⁶⁵ Samuelsson (1991), s. 275 ff.

¹⁶⁶ Jfr HD:s resonemang i NJA 2014 s. 272 p. 25.

¹⁶⁷ SOU 2005:18, s. 69, med vidare hänvisningar till bl.a. Kleinman (1987), s. 307 f. och af Sandberg (2001), s. 283 ff.

¹⁶⁸ Ds 2013:16, s. 69. Jfr begreppen primär- och sekundärmarknad som redogjorts för i avsnitt 1.3 ovan.

¹⁶⁹ af Sandberg (2001), s. 41.

oaktsamma handlandande. I skadeståndslagen finns inte någon liknande bestämmelse.

Ett sätt att avgränsa kretsen av ersättningsberättigade är att införa ett krav på närhet mellan skadevållaren och skadelidande. Med ett sådant krav skulle endast de skadelidande som haft fog att lita på informationen och som utåt sett har haft en observerbar relation till bolaget vara berättigade till ersättning. Detta skulle innebära att den ersättningsberättigade kretsen begränsades till primärkretsen. Johansson är dock kritisk till införandet av ett sådant närhetsrekvisit. Han framhåller att informationen i exempelvis prospekt, årsredovisningar och delårsrapporter från aktiemarknadsbolag är avsedd för marknaden och utformas samt offentliggörs just för att informera en stor krets investerare. Enligt Johansson bör det vara uppenbart för styrelseledamöter att konsekvenserna av att sprida felaktig information kan bli omfattande. Han menar att skadeståndsreglerna i dessa fall syftar till att betona vikten av korrekt information och att en alltför strikt begränsning av den ersättningsberättigade kretsen skulle motverka detta syfte.¹⁷⁰

Ett alternativt sätt att begränsa den ersättningsberättigade kretsen är att införa ett krav på tillit hos den skadelidande. För att vara berättigad till ersättning måste den skadelidande kunna visa att denne förlitat sig på den bristfälliga eller felaktiga informationen.¹⁷¹ Detta tillitsrekvisit har emellertid mött kritik inom doktrinen, främst på grund av svårigheten för den skadelidande att bevisa att denne faktiskt har blivit vilseledd. Det har även kritiserats för att det skulle slå ojämnt mot olika grupper av investerare, då professionella investerare i större utsträckning än privata tenderar att tillgodogöra sig och dokumentera informationen i prospekt.¹⁷²

Ett sätt att hantera problematiken med subjektiv tillit är att istället införa ett krav på en presumerad tillit. Därmed skulle en investerare anses ha uppnått kravet på tillit bara genom att ha investerat i de aktuella värdepapperna.¹⁷³ Denna idé om tillitspresumtion har utvecklats inom ramen för den så kallade teorin om bedrägeri på marknaden (engelska: *fraud on the market theory*). Teorin grundar sig på effektivitetshypotesen, där marknaden anses vara effektiv och felaktig information därmed speglas i priset på värdepapperna. Transaktioner på marknaden sker således under antagandet att det pris som betalas för värdepappren avspeglar deras aktuella värde.¹⁷⁴ af Sandeberg framhåller att resonemang kring en tillitspresumtion i första hand bör leda till en kritisk granskning av huruvida kraven på orsakssamband och bevisbörda är lämpliga vid bedömning av prospektansvar. Hon betonar att det avgörande kriteriet för att avgöra den ersättningsberättigade kretsen bör vara om den

¹⁷⁰ Johansson (2022), s. 414 f. Jfr SOU 1995:44, s. 252.

¹⁷¹ Kleineman (1987), s. 466 ff.

¹⁷² Samuelsson (1991), s. 311 ff.; af Sandeberg (2001), s. 135 f.

¹⁷³ Samuelsson (1991), s. 312.

¹⁷⁴ Härkönen (2013), s. 276. Jfr diskussion i avsnitt 2.3 ovan.

bristfälliga informationen faktiskt har påverkat aktiekursen, oberoende av marknadens effektivitet.¹⁷⁵ Vidare argumenterar af Sandeberg för att det bör införas en tidsgräns inom vilken en investerare måste ha förvärvat värdepapperna för att kunna vinna framgång med skadeståndstalan. Enligt henne skulle en period på sex månader vara en rimlig tidsutdräkt för detta.¹⁷⁶ Denna synpunkt får även stöd i den senaste prospektansvarsutredningen, där en liknande begränsning av den ersättningsberättigade kretsen föreslås.¹⁷⁷

Ytterligare en metod för att avgränsa den ersättningsberättigade kretsen kan vara att tillämpa normskyddsläran. Normskyddslärens tillämplighet i svensk rätt antas i motiven till skadeståndslagen och dess tillämpning som avgränsningsregel i den aktiebolagsrättsliga skadeståndsrätten har bekräftats genom NJA 2014 s. 272.¹⁷⁸ Normskyddsläran innebär att skador i vissa fall inte ersätts trots att de varit en adekvat följd av den skadeståndsgrundande handlingen. Detta beror på att skadan anses falla utanför skyddsnormen för den aktuella skadeståndsregeln.¹⁷⁹ Inom doktrinen råder det delade meningar om huruvida normskyddsläran är en del av den generella adekvansbedömningen vid en aktiebolagsrättslig skadeståndsprövning, eller om den fungerar som ett komplement till denna bedömning. Dotevall är en förespråkare för den förra uppfattningen, medan Stattin förespråkar den senare.¹⁸⁰ Oaktat dessa skilda uppfattningar, tycks det inom doktrinen råda enighet om att normskyddsläran är en viktig komponent för att begränsa den ersättningsberättigade kretsen.¹⁸¹

Ovan har huvudsakligen redogjorts för de olika förslag till lösningar för att avgränsa den ersättningsberättigade kretsen, som diskuterats i doktrinen. Fram till 2014 var dessa förslag i allt väsentligt den vägledning som fanns att tillgå i frågan. Men i och med HD:s avgörande i NJA 2014 s. 272, den så kallade BDO-domen, gavs ny ledning för hur den ersättningsberättigade kretsen bör begränsas. Domen och dess konsekvenser för prospektansvaret redogörs för i avsnitt 5.2 nedan.

4.4 Summering av avsnitt 4

Prospektansvarets syfte är tvådelat: dels att möjliggöra ersättning för investerare som lidit ekonomisk skada på grund av fel eller brister i prospekt, dels att säkerställa att reglerna i prospektförordningen efterlevs genom effektiva ansvarsbestämmelser. Detta bidrar även till det bredare syftet med

¹⁷⁵ af Sandeberg (2001), s. 142 f.

¹⁷⁶ af Sandeberg (2001), s. 447.

¹⁷⁷ Ds 2013:16, s. 75 ff.

¹⁷⁸ Se även NJA 2016 s. 609 p. 10, NJA 2017 s. 1101 och NJA 2019 s. 978 p. 16–17.

¹⁷⁹ Hellner & Radetzki (2021), 205 ff; Simon-Almendal (2015), s. 200.

¹⁸⁰ Dotevall (2017), s. 194 respektive Stattin (2008), s. 388.

¹⁸¹ Se t.ex. Samuelsson (1991), s. 257 f. och Härkönen (2013), s. 314.

regleringen på värdepappersmarknaden, att upprätthålla allmänhetens förtroende för marknaden.

Även om de materiella prospektreglerna återfinns i prospektförordningen, har EU lämnat utrymme för medlemsstaterna att själva avgöra vem som ska kunna hållas ansvarig för innehållet i ett prospekt. I svensk rätt regleras ansvaret, såvitt avser bolagsledningen, i 29 kap. 1 § aktiebolagslagen.

Vid bedömning av om en styrelseledamot kan hållas ansvarig för felaktig eller bristfällig information i ett prospekt, måste en prövning göras mot de olika rekvisiten i 29 kap. 1 § aktiebolagslagen. De frågor som därvid aktualiseras är om styrelseledamoten, uppsåtligen eller genom oaktsamhet, överträtt någon regel i prospektförordningen, om det uppkommit någon skada och om det finns ett orsakssamband mellan överträdelsen av regeln i prospektförordningen och den uppkomna skadan. Den första frågan torde inte vålla några större problem, medan den andra och tredje frågan är mer komplexa. I doktrinen har flera olika förslag presenterats för att definiera skadan och fastställa hur orsakssambandet ska bedömas.

För ansvar krävs dessutom, utöver att de ovan nämnda lagstadgade rekvisiten är uppfyllda, att den påstått skadelidande ingår i den ersättningsberättigade kretsen. Hur denna krets ska bestämmas är dock inte helt entydigt. I doktrin och förarbeten har flera olika förslag presenterats. Avslutningsvis krävs även att den påstått skadelidande kan visa på skadans omfattning. Hur detta ska göras är också något som diskuterats i doktrinen.

För att ytterligare konkretisera och analysera hur ansvarsprövningen ska göras, hur den ersättningsberättigade kretsen ska bestämmas, samt hur skadans storlek ska beräknas vid fall av prospektansvar, ska i nästföljande avsnitt redogöras för några härvid relevanta rättsfall.

5 Rättsfall

5.1 Inledning

Som inledningsvis nämnts i detta arbete är mål om prospektansvar sällsynta i svenska domstolar. Endast ett fåtal mål med koppling till innehållet i och ansvaret för prospekt har upptagits till prövning. Flera av dessa rättsfall har berört värdepappersinstituts ansvar vid medverkan i upprättandet av prospekt. Eftersom endast de personer som specificeras i 29 kap. 1 och 2 §§ aktiebolagslagen kan hållas ansvariga för fel och brister i prospekt enligt aktiebolagsrättsliga skadeståndsregler, har nämnda fall prövats enligt allmänna skadeståndsrättsliga regler. Rättsfallen är därför av begränsad betydelse för det aktuella arbetet.

Det finns dock tre fall som på olika sätt berört det aktiebolagsrättsliga skadeståndsansvaret. Det första fallet, som också är det enda som prövats av HD, avsåg revisors skadeståndsansvar på grund av brister i revisionen av en årsredovisning.

Det andra fallet är ett hovrättsavgörande som behandlade styrelsens ansvar för fel och brister i ett prospekt. De materiella prospektreglerna som fallet grundades på var dock från tiden före prospektförordningens ikraftträdande, varför denna dom främst är av intresse såvitt avser den aktiebolagsrättsliga ansvarsbedömningen.

Det tredje och sista fallet är ett tingsrättsavgörande, vilket innebär att det egentligen inte har något prejudikatvärde. Det är dock den första och hittills enda domen angående styrelseledamöters ansvar vid fel eller brister i prospekt enligt nu gällande prospektregler. Trots att domen saknar prejudikatvärde är den därför av intresse för uppsatsen.

I detta avsnitt ska var och en av dessa rättsfall presenteras och analyseras närmare.

5.2 BDO

NJA 2014 s. 272 (BDO-domen) rörde i huvudsak revisors skadeståndsansvar mot annan än bolaget, det vill säga aktieägare eller tredje man, på grund av brister i revisionen av en årsredovisning. Bakgrunden till målet var följande. Det börsnoterade bolaget Daydream Software AB (Daydream) skulle förvärva samtliga aktier i det onoterade bolaget 24hPoker AB (24hPoker). Förvärvet skulle genomföras genom en apportemission i vilken aktier i 24hPoker överläts till Daydream i utbyte mot nyemitterade aktier i Daydream (ett så kallat omvänt förvärv). Ett prospekt avseende erbjudandet till aktieägarna i 24hPoker upprättades och offentliggjordes av Daydreams

dåvarande styrelse. Kort efter att transaktionen genomförts upptäckte den nya styrelsen i Daydream, som nu bestod av personer från 24hPoker, att bolagets prognos för omsättning och resultat avseende koncernens ursprungliga verksamhet inte skulle uppnås. Vidare uppdagades det att redovisningen i Daydream hade varit behäftad med brister. Bristerna bestod dels i en felaktig värdering av en goodwill-post i ett dotterbolag, dels i en redovisad intäkt i ett annat dotterbolag för ett projekt som bolaget hade beslutat att avsluta, vilket medförde en återbetalning av majoriteten av beloppet. När denna information kommunicerades med marknaden, föll Daydreams aktiekurs kraftigt.¹⁸²

Trots att Daydreams redovisning visade sig innehålla flera brister, hade bolagets revisor, BDO Nordic Stockholm AB (BDO), utfärdat en ren revisionsberättelse för bolagets senaste årsredovisning och en anmärkningsfri granskning i samband med prospektet, vilka inkluderades i de revisionsutlåtanden som bifogades prospektet. En investerare som ägde aktier i 24hPoker före transaktionen stämde BDO för ren förmögenhetsskada som denne påstod sig lidit när Daydreams aktiekurs föll. Investeraren menade att om revisorn inte hade brustit i sin revision, utan anmärkt på de brister som förelåg i bolagets redovisning, skulle marknaden bedöma av Daydream och därmed bolagets börskurs ha påverkats.¹⁸³

HD:s prövning av målet grundade sig på hovrättens bedömningar i oaktamhetsfrågan. Domstolen framhöll att målet endast rörde frågan om skadeståndsansvar och att någon skadeberäkning inte var aktuell. HD noterade också att beslutet om deltagande i emissionen fattades i samband med undertecknandet av ett samgåendeavtal. Följaktligen ansågs de revisionsutlåtanden som utfärdats i anslutning till prospektet, vilket upprättades efter samgåendeavtalets undertecknande, inte vara av relevans för utgången i målet.¹⁸⁴

Den första frågan som HD prövade var hur den ersättningsberättigade kretsen ska avgränsas i fråga om revisorns ansvar gentemot aktieägare eller tredje man. Domstolen framhöll inledningsvis att svensk rätt intar en restriktiv inställning till ansvaret för ren förmögenhetsskada i utomobligatoriska förhållanden, med hänvisning till flodvågsargumentet.¹⁸⁵ Vid tolkningen av begreppet *annan* i 29 kap. 1 och 2 §§ aktiebolagslagen konstaterades att vägledning får hämtas från den överträdde normens skyddsändamål enligt normskyddsläran, samt att intresset som revisorns granskningsplikt avser att skydda inte kan bestämmas abstrakt och entydigt för alla situationer. Vidare framhölls att bestämmelserna om granskning av årsredovisningen enligt god revisionssed bland annat syftar till att skydda de som baserar affärsbeslut på årsredovisningens riktighet, under förutsättning att tilliten till denna riktighet

¹⁸² NJA 2014 s. 272 p. 1–7.

¹⁸³ NJA 2014 s. 272 p. 8–9 och 61.

¹⁸⁴ NJA 2014 s. 272 p. 10–15.

¹⁸⁵ NJA 2014 s. 272 p. 16–17.

har varit befogad. Det framhölls också att normskyddet omfattar även andra än aktieägare.¹⁸⁶ HD förklarade dessutom att kravet på att revisionen ska ske enligt god revisionssed och har som syfte att säkerställa att årsredovisningen är förenlig med god redovisningssed, det vill säga att den ger en rättvisande bild av bolagets ekonomiska ställning och resultat.¹⁸⁷

HD förklarade vidare att det åligger den skadelidande att bevisa att vederbörande har fäst tillit till årsredovisningen. Domstolen noterade dock att faktisk tillit normalt kan presumeras om det finns grund att anse att tilliten var befogad.¹⁸⁸ HD konstaterade sedan att endast tillit av viss styrka och relevans för den förlustbringande transaktionen kan ligga till grund för ett skadeståndsansvar. Enligt HD måste tilliten till en årsredovisning generellt anses vara befogad om den utgör en väsentlig del av beslutsunderlaget, även om omständigheterna i det enskilda fallet kan leda till en annan bedömning. Vidare gjorde HD det principiellt viktiga uttalandet att en genom börskursen förmedlad tillit till årsredovisningens riktighet, normalt inte bör vara tillräcklig för att en revisor ska bli ersättningsskyldig enligt 29 kap. aktiebolagslagen.¹⁸⁹ I målet fann HD att befogad tillit till årsredovisningens riktighet hade förelegat. Avseende prospekt gjorde HD det intressanta uttalandet, *obiter dicta*, att det ofta kan presumeras att en person som tecknar aktier inom ramen för en emission i förekommande fall har haft befogad tillit till uppgifterna i prospektet.¹⁹⁰

Avslutningsvis tog HD upp frågan om kausalitet. Domstolen påpekade inledningsvis att det måste föreligga ett orsakssamband mellan den oaktsamma revisionen och den ekonomiska skada som transaktionen medförde.¹⁹¹ Vidare förklarade HD att bedömningen normalt bör baseras på vad som skulle ha hänt om årsredovisningen hade varit korrekt, snarare än vad som skulle ha hänt om årsredovisningen fortfarande varit felaktig men revisorn hade gjort anmärkningar i revisionsberättelsen. HD underströk dock att undantag från denna huvudregel kan behöva göras i enskilda fall.¹⁹² I målet handlade det ytterst om att hypotetiskt och på objektiva grunder pröva huruvida riktiga uppgifter i årsredovisningen hade inneburit att den skadelidande allvarligt skulle ha övervägt ett annat handlande. Det ska med andra ord vara fråga om en beslutsrelevant informationsbrist. HD konstaterade också att när flera händelseförlopp framstår som rimliga och närliggande, bör utgångspunkten vara den händelseutveckling som framstår som mest sannolik.¹⁹³

¹⁸⁶ NJA 2014 s. 272 p. 18–20.

¹⁸⁷ NJA 2014 s. 272 p. 21.

¹⁸⁸ NJA 2014 s. 272 p. 22.

¹⁸⁹ NJA 2014 s. 272 p. 26–27.

¹⁹⁰ NJA 2014 s. 272 p. 8.

¹⁹¹ NJA 2014 s. 272 p. 35.

¹⁹² NJA 2014 s. 272 p. 36–38.

¹⁹³ NJA 2014 s. 272 p. 44–48.

I det aktuella fallet konstaterade HD att aktieutbytet motiverades av tillgången till börsplatsen, att det var känt att Daydreams lönsamhet var dålig, samt att bristerna i årsredovisningen, såsom goodwill-posten och återbetalningen, motsvarade ett felaktigt värde om högst cirka 5 miljoner kronor, vilket var marginellt jämfört med transaktionsvärdet om cirka 1,9 miljarder kronor. Mot denna bakgrund kunde bristerna i årsredovisningen inte anses ha varit ”ägnade att motivera ett allvarligt övervägande av ett annat handlande än att ansluta sig till samgåendeavtalet”. Därmed ansågs ingen kausalitet föreligga mellan felaktigheterna i årsredovisningen och beslutet att genomföra transaktionen, och investerarens skadeståndstalan ogillades.¹⁹⁴

5.3 Countermine

I HovR 1845-12 (Countermine- domen) behandlades frågan om styrelseledamöters ansvar för påstått vilseledande information i det börsnoterade bolaget Countermine Technologies AB (Countermine). Bolaget, som huvudsakligen var verksamt inom minsanering, hade sedan dess grundande aldrig uppvisat ett positivt resultat och var således beroende av externt kapital. Under en elvaårsperiod genomförde Countermine 16 nyemissioner. Bland bolagets tio största aktieägare fanns Aktiebolaget Superbus (Superbus) och Yggdrasil AB (Yggdrasil). Superbus och Yggdrasil benämns härefter gemensamt som storägarna.¹⁹⁵

Under hösten 2009 offentliggjorde Countermine sin avsikt att genomföra ytterligare en nyemission, med företrädesrätt för bolagets aktieägare, om cirka 70 miljoner kronor. Inför nyemissionen upprättades och offentliggjordes ett prospekt, där även bolagets delårsrapport införlivades genom hänvisning. Därefter tecknade storägarna aktier i nyemissionen i enlighet med tidigare lämnade teckningsåtaganden.¹⁹⁶

Kort efter att nyemissionen genomförts uppdagades det att viss information som bolaget tidigare offentliggjort genom pressmeddelande, delårsrapport och prospekt, varit felaktig. Informationen gav en missvisande bild av bolagets utveckling och finansiella ställning. Några månader senare sålde Yggdrasil hela sitt aktieinnehav i Countermine, och ytterligare en tid senare försattes bolaget i likvidation, varmed bolagets aktier blev värdelösa.¹⁹⁷

Storägarna väckte därefter talan mot Countermine styrelseordförande och verkställande direktör, tillika styrelseledamot, för den skada de lidit genom att delta i den aktuella nyemissionen. Storägarna menade att deras beslut att delta i nyemissionen fattats på felaktiga grunder, baserat på den felaktiga och

¹⁹⁴ NJA 2014 s. 272 p. 68–69.

¹⁹⁵ HovR 1845-12, s. 3 ff.

¹⁹⁶ HovR 1845-12, s. 8 f.

¹⁹⁷ HovR 1845-12, s. 9 f.

vilseledande informationen som bolaget hade offentliggjort.¹⁹⁸ Aktieägarna grundade sin talan i hovrätten på ansvarsregeln i 29 kap. 1 § aktiebolagslagen.¹⁹⁹

Den första frågan som hovrätten tog ställning till var vid vilken tidpunkt storägarna skulle anses ha fattat sina investeringsbeslut, samt om bedömningen endast skulle anses baseras på informationen i prospektet. Hovrätten ansåg att prövningen skulle utgå från den tidpunkt då storägarna lämnade sina teckningsåtaganden till Countermine. Vidare förklarade hovrätten att det faktum att det var fråga om en nyemission och att ett prospekt upprättats, inte i sig uteslöt att aktieägarna kunde ha grundat sina investeringsbeslut på felaktig information som lämnats i annan form, exempelvis i en delårsrapport.²⁰⁰

Därefter övergick hovrätten till att pröva de uppgifter som storägarna påstod vara felaktiga eller vilseledande. En första påstådd felaktighet avsåg beskrivningen av ett produkttest och resultatet därav, som bolaget meddelat i en delårsrapport. Vid en jämförelse av bolagets interna testrapport fann hovrätten att flera uppgifter avseende produkttestet var felaktiga eller vilseledande.²⁰¹

En annan påstådd felaktighet avsåg redovisningen av en goodwill-post om cirka 140 miljoner kronor i bolagets delårsrapport, hänförligt till ett tidigare bolagsförvärv. Storägarna menade att denna post borde ha skrivits ned och att värdet av bolagets tillgångar därmed, i bolagets delårsrapport, framstod som större än vad de faktiskt var. Hovrätten fann dock inte att storägarna lyckats bevisa att en nedskrivning av goodwill-posten borde ha skett, och ansåg därmed inte att delårsrapporten var felaktig i denna del.²⁰²

Efter att ha fastställt att informationen i Countermine's delårsrapport varit felaktig eller missvisande avseende beskrivningen av produkttestet, poängterade hovrätten att bolaget inte heller genom pressmeddelande eller dylikt korrigerat den felaktiga informationen. Vidare klargjorde hovrätten att informationen om produkttestet varit sådan information av väsentlig betydelse som ska ingå i en delårsrapport enligt 9 kap. 3 § fjärde stycket årsredovisningslagen, samt att tilltänkta aktieköpare eller investerare tillhör den grupp av intressenter som information i en delårsrapport är avsedd för.²⁰³

¹⁹⁸ HovR 1845-12, s. 12.

¹⁹⁹ I tingsrätten hade aktieägarna dessutom grundat sin talan på 2 kap. 2 § skadeståndslagen med hänvisning till brottslig handling samt på allmänna rättsgrundsatser, men frånföll alltså dessa grunder i hovrätten. Se HovR 1845-12, s. 4

²⁰⁰ HovR 1845-12, s. 5 f.

²⁰¹ HovR 1845-12, s. 6 ff.

²⁰² HovR 1845-12, s. 9 f.

²⁰³ HovR 1845-12, s. 10 f.

Därefter övergick hovrätten till frågan om orsakssamband mellan lämnandet av den felaktiga eller missvisande informationen och den påstådda skadan. Hovrätten framhöll att prövningen i förvarande fall inte primärt avsåg frågan om den felaktiga informationen legat till grund för storägarnas investeringsbeslut, utan snarare om storägarna skulle ha avstått från att investera om de hade fått korrekt och icke-vilseledande information.²⁰⁴

Hovrätten inledde sin kausalitetsanalys med att framhålla att information som lämnas i exempelvis en delårsrapport om väsentliga händelser typiskt sett får anses vara sådan att den ligger till grund för investeringsbeslut. Vidare betonade hovrätten att det är svårt för en enskild investerare att fullt ut bevisa att viss felaktig information eller brist på korrekt information varit en nödvändig orsak till att en förlustbringande investering har gjorts. Därför bör, enligt hovrätten, beviskravet inte ställas alltför högt. Samtidigt framhöll hovrätten att inte varje felaktighet ska kunna leda till skadeståndsansvar. Hovrätten underströk även att hänsyn måste tas till de specifika omständigheterna i varje enskilt fall där ett orsakssamband påstås föreligga.²⁰⁵

I sin prövning av huruvida storägarna skulle ha avstått från att investera i nyemissionen om de hade fått korrekt och icke-vilseledande information, konstaterade hovrätten att resultaten av produkttestet inte var så illavarslande i nu aktuella avseenden att en korrekt framställning av dessa i delårsrapporten skulle ha orsakat en så kraftig negativ reaktion bland de berörda och på marknaden att det i sig skulle ha lett till att Countermine helt övergett sin affärsidé eller till dramatiskt förändrade förutsättningar för bolaget.²⁰⁶ Vidare ansåg hovrätten att vid bedömningen av orsakssambandet bör även andra faktorer än de direkta konsekvenserna av den felaktiga informationen beaktas. Domstolen framhöll att storägarna hade ett särskilt förhållande till bolaget och därför inte kunde jämföras med vanliga investerare eller aktieköpare i denna prövning. Storägarna hade varit engagerade i Countermine genom stora aktieinnehav och omfattande lån redan innan publiceringen av delårsrapporten. De hade även ställt sig bakom genomförande av en nyemission redan före publiceringen av delårsrapporten. Med hänsyn till detta och det faktum att storägarna ställt ut lån till Countermine redan under våren 2009, vilket sannolikt baserades på antagandet att en nyemission skulle genomföras, ansåg hovrätten att det inte hade gjorts sannolikt att korrekt information om produkttestet skulle ha fått dem att ändra inställning till nyemissionen. Samma resonemang tillämpade hovrätten på frånvaron av rättelser av Countermine genom pressmeddelande, efterföljande delårsrapport eller prospekt.²⁰⁷

²⁰⁴ HovR 1845-12, s. 11 f.

²⁰⁵ HovR 1845-12, s. 12.

²⁰⁶ HovR 1845-12, s. 13 f.

²⁰⁷ HovR 1845-12, s. 15.

Sammanfattningsvis fann hovrätten att det saknades ett sådant nödvändigt orsakssamband mellan den information som bedömts vara felaktig eller vilseledande och storägarnas beslut att delta i nyemissionen, som skulle ge upphov till skadeståndsskyldighet. Utifrån denna bedömning av orsakssambandet ansåg hovrätten det inte finnas någon anledning att vidare pröva frågorna om oaktsamhet, adekvans, skadan och dess omfattning, samt huruvida storägarna hade gjort vad som krävs av dem för att begränsa sin skada.

5.4 Hudya

I TR 10146-20 (Hudya- domen) behandlades frågan om prospektansvar för styrelseledamöterna i bolaget Hudya AB (Hudya). Hudya, som var moderbolag till det norska bolaget Hudya Group AS, vilket i sin tur ägde andra dotterbolag vari koncernens verksamhet huvudsakligen bedrevs, noterades på Nasdaq First North Growth Market i februari 2020. I samband med noteringen genomfördes en nyemission, där bland annat två investerare, på grundval av tidigare ingångna garantiåtaganden, tecknade aktier.²⁰⁸

Inför noteringen hade Hudya beställt en rapport från ett aktieanalyföretag i oktober 2019 (uppdragsanalysen), som innehöll prognoser över Hudyas förväntade nettoomsättning för verksamhetsåret 2019. Dessa prognoser presenterades i tre scenarier: ett negativt, ett medel och ett positivt. Utöver detta presenterade Hudyas ledning bolaget för potentiella investerare och allmänheten, bland annat vid en presentation i Malmö i november 2019 (Malmöpresentationen). Malmöpresentationen inkluderade även en prognos över koncernens nettoomsättning för 2019.²⁰⁹

I januari 2020 publicerades ett prospekt med anledning av Hudyas notering och tillhörande nyemission. Prospektet (ett EU-tillväxtprospekt) fanns tillgängligt på bolagets hemsida, tillsammans med uppdragsanalysen och Malmöpresentationen, under fliken ”IPO”²¹⁰.

I slutet av mars 2020 offentliggjorde Hudya sin delårsrapport för det fjärde kvartalet 2019 (så kallad bokslutskommuniké), vari där det framgick att nettoomsättningen för 2019 var betydligt lägre jämfört med de prognoser som bolaget tidigare presenterat. Vidare meddelade Hudya i slutet av juni 2020 att dess helägda dotterbolag, Hudya Group AS, hade ansökt om konkurs.

De två investerarna (härefter gemensamt benämnda garanterna) väckte därefter talan mot bolagets styrelse med påståendet att styrelsen hade brutit mot prospektförordningen. Garanterna argumenterade att denna överträdelse hade orsakat dem skada eftersom de inte skulle ha tecknat aktier om

²⁰⁸ TR 10146-20, s. 5.

²⁰⁹ TR 10146-20, s. 5.

²¹⁰ IPO står för *Initial Public Offering*, vilket är den engelska termen för börsintroduktion.

informationen som förmedlades i samband med noteringen hade varit i enlighet med reglerna i prospektförordningen. Enligt garanterna inkluderade överträdelserna att felaktig och vilseledande information förmedlats i uppdragsanalysen och Malmöpresentationen (härefter gemensamt benämnda marknadsföringsmaterialet), att information som presenterats i materialet inte stämde överens med innehållet i prospektet, att viss lagstadgad information inte lämnats i prospektet samt att tilläggsprospekt inte upprättats trots att så rätteligen borde ha gjorts.²¹¹

Tingsrätten inledde sin prövning med att konstatera det i aktiebolagslagen finns särskilda regler för ren förmögenhetsskada, bland annat för en styrelseledamot som, när denne fullgör sitt uppdrag, uppsåtligen eller av oaktsamhet skadar en aktieägare genom överträdelse av prospektförordningen (29 kap. 1 § andra stycket aktiebolagslagen). Därefter förklarade tingsrätten att det för ansvar enligt bestämmelsen krävs, förutom en uppsåtlig eller oaktsam ansvarsgrundande handling, att en skada har uppstått, att det föreligger ett orsakssamband mellan skadevållarens agerande och skadan, samt att den skadelidande ingår i den ersättningsberättigade kretsen. Tingsrätten betonade även att det är den påstått skadelidande parten som har bevisbördan för att de ansvarsgrundande omständigheterna föreligger.²¹²

Därefter prövade tingsrätten om marknadsföringsmaterialet skulle anses omfattas av bestämmelserna om annonsering i prospektförordningen. Tingsrätten ansåg att dessa dokument utgjorde sådan annonsering eftersom de under erbjudandeperioden var tillgängliga på Hudyas hemsida under fliken IPO tillsammans med prospektet.²¹³

Domstolen övergick sedan till att pröva om marknadsföringsmaterialet innehållit felaktig och vilseledande information. Garanterna gjorde gällande att prognoserna i uppdragsanalysen om Hudyas förväntade nettoomsättning 2019, det förväntade EBITDA-resultat²¹⁴ för 2019, samt prognoserna i Malmöpresentationen om förväntad nettoomsättning för andra halvåret 2019, hela 2019 och hela 2020 var felaktiga och vilseledande. Domstolen noterade att prognoserna i efterhand visade sig avvika från den faktiska nettoomsättningen och EBITDA-resultatet, men framhöll samtidigt att prognoser till sin natur är osäkra. Därefter refererade tingsrätten till de förarbetsuttalanden i vilka framförts att det bör krävas en ”väsentlig avvikelse” för att ansvar ska kunna utkrävas för brister i prognoser. Trots denna tämligen höga tröskel, fann domstolen att garanterna lyckats styrka att

²¹¹ TR 10146-20, s. 7.

²¹² TR 10146-20, s. 25 ff.

²¹³ TR 10146-20, s. 27 ff.

²¹⁴ EBITDA är den engelska förkortning för *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortisation*, och är ett finansiellt nyckeltal som visar företagets rörelseresultat före avdrag för räntekostnader, skatter, avskrivningar och nedskrivningar.

prognoserna i marknadsföringsmaterialet var vilseledande vid den relevanta tidpunkten och att detta utgjorde en överträdelse av prospektförordningen.²¹⁵

Vidare prövade tingsrätten garanternas påstående att prognoserna i marknadsföringsmaterialet var vilseledande eftersom det inte framgick därav att det var baserat på proformaredovisning²¹⁶. Eftersom det inte framgick att prognoserna var baserade på proformaredovisning, ansåg tingsrätten att garanterna hade rätt att anta att så inte var fallet. Mot denna bakgrund och eftersom en prognos baserad på faktiska siffror skulle ha visat en lägre förväntad nettoomsättning för andra halvåret 2019, fann tingsrätten att garanterna styrkt att prognoserna var vilseledande.²¹⁷

Tingsrätten behandlade därefter frågan om det hade lämnats alternativa resultatmått i marknadsföringsmaterialet som inte ingick i prospektet. Domstolen påpekade att enligt den delegerade förordningen får information som ges i samband med ett erbjudande inte inkludera alternativa resultatmått som inte är med i prospektet. Dessutom, om sådana resultatmått finns med i prospektet, får de enligt den delegerade förordningen endast avse sådana finansiella mått som definieras i det tillämpliga ramverket för finansiell rapportering. Tingsrätten konstaterade att prognoserna om nettoomsättning och EBITDA för 2019 i marknadsföringsmaterialet var alternativa resultatmått som inte inkluderades i prospektet och inte stämde överens med det tillämpliga ramverket för finansiell rapportering.²¹⁸

Domstolen prövade därefter om prospektet innehöll all väsentlig information nödvändig för att investerare ska kunna göra en välgrundad bedömning av emittentens tillgångar och skulder, vinster och förluster, finansiella ställning och framtidsutsikter. Tingsrätten noterade härvid att det i ett rörelsekapitalutlåtande i prospektet angavs att Hudyas styrelse bedömde att emissionslikviden, tillsammans med tillgängliga medel, skulle vara tillräcklig för att möta bolagets rörelsekapitalbehov och täcka det dåvarande rörelsekapitalunderskottet minst tolv månader framåt under förutsättning att nyemissionen fullföljdes enligt plan. Vidare konstaterade tingsrätten att det hade varit möjligt att förutse att rörelsekapitalet inte skulle räcka tolv månader om de faktiska siffrorna hade redovisats och om det hade klargjorts att bedömningen byggde på att affärsplanen skulle uppfyllas. Enligt tingsrätten borde styrelsen vid tidpunkten för prospektets publicering ha varit medveten och informerat om Hudyas större skulder jämfört med prognoserna, bolagets faktiska finansiella ställning, och att en förutsättning för bedömningen i

²¹⁵ TR 10146-20, s. 29 ff.

²¹⁶ Proformaredovisning är en typ av justerad redovisning som används för att visa hur ett företags finansiella rapporter skulle kunna se ut efter en betydande verksamhetshändelse, såsom en fusion eller ett förvärv. Syftet med proformaredovisning är att ge investerare och andra intressenter en mer relevant bild av företagets finansiella ställning och resultat. Se exv. Christensen et al. (2012).

²¹⁷ TR 10146-20, s. 33.

²¹⁸ TR 10146-20, s. 36 ff.

rörelsekapitalutlåandet var att affärsplanen skulle infrias. Eftersom dessa uppgifter inte framgick i prospektet ansåg tingsrätten att det inte kunde anses uppfylla kravet på att innehålla nödvändig och väsentlig information för att investerare ska kunna göra en välgrundad bedömning av emittentens tillgångar och skulder, vinster och förluster etcetera.²¹⁹

Tingsrätten övergick sedan till att behandla frågan om styrelsen i Hudya borde ha gett ut ett tilläggsprospekt. Domstolen konstaterade att prognosen i marknadsföringsmaterialet om Hudyas nettoomsättning för 2019 avvek väsentligt från det faktiska utfallet. Enligt tingsrätten utgjorde detta en sådan väsentlig felaktighet som enligt prospektförordningen kräver att ett tilläggsprospekt ska ges ut. Tingsrätten poängterade vidare att det enligt 8 kap. 4 § aktiebolagslagen åligger styrelseledamöter att fortlöpande bedöma bolagets och koncernens ekonomiska situation. För att uppfylla denna skyldighet är det nödvändigt att styrelseledamöterna kontinuerligt håller sig informerade om bolagets ekonomiska förhållanden. Domstolen framhöll att styrelseledamöterna därför borde ha märkt att prognosen för nettoomsättningen 2019 var felaktig redan innan garanterna tecknade sina garantiåtaganden i februari 2020. Mot denna bakgrund ansåg tingsrätten att det funnits en skyldighet för styrelsen att senast vid tidpunkten för garanternas tecknande av garantiåtaganden uppge den väsentliga felaktigheten i ett tilläggsprospekt.²²⁰

Avslutningsvis prövade tingsrätten om de allmänna förutsättningarna för skadeståndsansvar var uppfyllda. Härvid inledde tingsrätten med att konstatera att styrelseledamöterna visserligen inte kunde ansvara för att det uppskattade utfallet i prognoserna underskred det faktiska utfallet, men eftersom prognoserna i det här fallet omfattades av bestämmelserna om annonsering i prospektförordningen, hade det ålegat dem att löpande bevaka prognosernas aktualitet och informera marknaden så snart det stod klart att de avvek väsentligt från det verkliga utfallet. Detta hade styrelseledamöterna inte gjort. Mot den bakgrunden ansåg tingsrätten styrelseledamöterna begick överträdelsena av oaktsamhet.²²¹

Vidare, beträffande frågan om garanterna tillfogats skada, framhöll tingsrätten att Hudya redan vid tidpunkten då garanterna ingick garantiåtagandena befann sig i en sämre ekonomisk situation än vad den tillhandahållna informationen angav. Domstolen fann inga skäl att ifrågasätta garanternas påstående att de inte skulle ha tecknat sig för aktier i Hudya om bolagets verkliga finansiella ställning hade presenterats för dem. Följaktligen ansåg tingsrätten att garanterna lidit skada genom att de ingick

²¹⁹ TR 10146-20, s. 37 ff.

²²⁰ TR 10146-20, s. 40 f.

²²¹ TR 10146-20, s. 42 f.

garantiåtaganden. Detta oavsett att andra omständigheter också kunde ha påverkat aktiekursen.²²²

Vid bedömningen av orsakssambandet konstaterade tingsrätten, i enlighet med NJA 2014 s. 272, att prövningen ska baseras på ett hypotetiskt händelseförlopp. För att ett orsakssamband mellan felaktigheter i ett beslutsunderlag och en påstådd skada ska anses föreligga, måste felaktigheten på ett relevant sätt ha påverkat beslutssituationen. Det avgörande är vad som typiskt sett skulle ha varit en trolig händelseutveckling. Tingsrätten ansåg det uppenbart att den bristfälliga informationen i det aktuella fallet var av sådan karaktär att den typiskt sett är relevant för en investerares beslut att teckna aktier. Mot bakgrund av att garanterna lidit skada genom att teckna sig för aktier i Hudya, och att det stod klart att de inte hade gjort detta om de haft korrekt information om bolagets ekonomi, ansågs skadan vara en påräknelig följd av styrelseledamöternas oaktsamma agerande. Tingsrätten ansåg därför inte att orsakerna till Hudyas aktiekurssänkning var relevanta för kausalitetsbedömningen i detta fall. Följaktligen fann tingsrätten det bevisat att adekvat kausalitet förelegat mellan styrelseledamöternas oaktsamma handlande och garanternas skada.²²³

Avseende beräkningen av skadan konstaterade tingsrätten att det saknas allmänna regler om beräkning av ersättning för ren förmögenhetsskada, men att utgångspunkten enligt allmänna skadeståndsrättsliga principer är att den skadelidande ska kompenseras med ett belopp som så precist som möjligt motsvarar skadan. Tingsrätten konstaterade att garanterna inte kunde ha känt till att de drabbats av en skada förrän det stod klart för dem att prospektet och informationen om erbjudandet var bristfälligt och vilseledande. Den relevanta tidpunkten för detta måste enligt tingsrätten ha varit då bokslutskommunikén presenterades, i slutet av mars 2020. Mot den bakgrunden och eftersom garanterna inte hade möjlighet att agera för att begränsa sin skada före denna tidpunkt, beslutade tingsrätten att skadans storlek skulle beräknas utifrån aktiekursen vid den tidpunkten.²²⁴

Sammanfattningsvis fann tingsrätten att styrelseledamöterna begått flera överträdelser av prospektförordningen inklusive den delegerade förordningen, att överträdelserna begåtts av oaktsamhet och att det förelegat adekvat kausalitet mellan det oaktsamma handlandet och den uppkomna skadan. Skadan bestod i att garanterna hade tecknat aktier, något de inte skulle ha gjort om de hade varit medvetna om Hudyas verkliga finansiella ställning. Följaktligen ansågs styrelseledamöterna vara skadeståndsskyldiga enligt 29 kap. 1 § aktiebolagslagen. Skadans storlek fastställdes till skillnaden mellan det belopp garanterna betalade för aktierna och aktiernas värde vid den tidpunkt då bristerna i prospektet och marknadsföringsmaterialet blev

²²² TR 10146-20, s. 43 f.

²²³ TR 10146-20, s. 44 f.

²²⁴ TR 10146-20, s. 45 f.

kända, det vill säga i slutet av mars 2020 då bokslutskommunikén offentliggjordes (med avdrag för erhållen garantiersättning).²²⁵

5.5 Summering av avsnitt 5

Av de ovan refererade rättsfallen framgår hur domstolarna i respektive fall hanterat några av de frågor som uppkommer vid ansvar mot aktieägare eller tredje man enligt 29 kap. 1 och 2 §§ aktiebolagslagen. Noteras kan emellertid att ingen av domstolarna tydligt adresserar samtliga de kriterier som krävs för ansvar. Till exempel tog HD inte upp skadeberäkningsfrågan i BDO-domen. I Countermine-domen prövade hovrätten aldrig frågorna om oaktsamhet och adekvans, och i Hudya-domen behandlade tingsrätten inte uttryckligen frågan om den påstått skadelidande ingick i den ersättningsberättigade kretsen. Därmed kan dessa rättsfall ses som delar av ett pussel, där varje dom bidrar med olika insikter i ett försök att nå mer allmänna slutsatser.

Vad som härvid kan sägas är att rekvisitet att styrelseledamoten ska ha vållat skadan vid fullgörandet av sitt uppdrag som styrelseledamot, framstår som oproblematiskt. Ingen av domstolarna i de refererade rättsfallen ägnar detta rekvisit särskilt stor uppmärksamhet. Detta är kanske inte så förvånande, eftersom upprättandet av ett prospekt (eller en årsredovisning eller en delårsrapport) ingår i en styrelseledamots arbetsuppgifter.

Vidare framstår det som klart att de aktsamhetsnormer som ska tillämpas vid oaktsamhetsbedömningen är de som återfinns i aktiebolagslagen, årsredovisningslagen, bolagsordningen eller, särskilt vid fall av prospektansvar, prospektförordningen. Möjligen kan andra normer ha en indirekt inverkan på oaktsamhetsbedömningen, genom att skärpa den tillämpliga aktsamhetsstandarden.

När det kommer till frågan om orsakssamband, tycks samtliga domstolar tillämpa samma prövningsmodell, nämligen vad som skulle ha inträffat om den relevanta handlingen (årsredovisningen, delårsrapporten eller prospektet) hade varit korrekt. Således handlar det om en bedömning av ett hypotetiskt händelseförlopp. För att ett orsakssamband mellan felaktigheter i den relevanta handlingen och den påstådda skadan ska anses föreligga, måste felaktigheten på ett relevant sätt ha påverkat investeringsbeslutet. Avgörande är den händelseutveckling som typiskt sett skulle ha varit mest trolig.

Vad gäller frågan om den ersättningsberättigade kretsen, behandlas denna endast av HD i BDO-domen. Enligt HD ska avgränsningen av kretsen göras i två steg. Det första steget innebär en tillämpning av normskyddsläran, där vägledning hämtas från den överträdde normens skyddsändamål. Det andra steget innebär ett krav på befogad tillit. I det aktuella fallet, som behandlade

²²⁵ TR 10146-20, s. 46 f.

en revisors ansvar för brister i revisionen av en årsredovisning, ansåg HD att det krävdes faktisk befogad tillit till den felaktiga informationen. Avseende prospekt framhöll HD emellertid att befogad tillit kan presumeras hos den som tecknar aktier i enlighet med ett erbjudande i ett prospekt. Eftersom detta uttalande gjordes i förbifarten, bör det tolkas med försiktighet. För närvarande utgör det dock den bästa tillgängliga vägledningen för hur den ersättningsberättigade kretsen ska bestämmas i fall av fel eller brister i prospekt.

Avslutningsvis ger de refererade rättsfallen en indikation på vilka delar av prospekt som är särskilt benägna att drabbas av fel eller brister. Dessa områden inkluderar framtidsprognoser, rörelsekapitalutlåtanden, finansiella rapporter som införlivas genom hänvisning, särskilt goodwill-poster i sådana rapporter, finansiella nyckeltal, särskilt alternativa sådana, annonser som inte överensstämmer med innehållet i prospektet, samt tilläggsprospekt, i de fall sådant inte upprättas trots att nya omständigheter av betydelse har uppkommit. Styrelser som upprättar prospekt gör därför klokt i att vidta särskild aktsamhet vid lämnandet av dessa uppgifter och handlingar. De bör även bevaka bolagets ekonomiska situation och vara uppmärksamma på nya omständigheter som kan påverka bedömningen av värdepapperen, vilka uppkommer eller uppmärksammas mellan den tidpunkt då prospektet godkänns och utgången av erbjudandeperioden alternativt den tidpunkt då handeln på reglerad marknad påbörjas.

6 Sammanfattande slutsatser och avslutande kommentarer

Värdepappersmarknaden fyller en central funktion i samhället genom att möjliggöra ekonomisk avkastning på sparande samt omfördelning av kapital och risker mellan olika aktörer. En avgörande förutsättning för att marknaden ska kunna uppfylla denna funktion är att allmänheten har förtroende för den. Detta förtroende är inte permanent, utan måste ständigt underhållas och kan snabbt eroderas. Reglerna om upprättande av prospekt syftar bland annat till att just stärka förtroendet för värdepappersmarknaden genom att främja investerarskydd och marknadseffektivitet. Prospekt är investerares huvudsakliga informationskälla vid en börsnotering och/eller nyemission. Om informationen, som syftar till att öka allmänhetens förtroende för marknaden och minska företagens informationsövertag gentemot investerarna, visar sig vara felaktig kan detta innebära att det i stället uppstår en motsatt effekt. Eftersom marknaden antas vara informationseffektiv, leder felaktig eller bristfällig information till att priset på ett värdepapper blir förvrängt och missvisande. Vilseledda investerare riskerar således att drabbas av förmögenhetsskada.

För att förhindra att investerare drabbas av förmögenhetsskada till följd av fel eller brister i prospekt, har det införts särskilda regler om prospektansvar. Dessa regler fyller både en reparativ och en preventiv funktion. Den som drabbats av förmögenhetsskada till följd av fel eller brister i ett prospekt ska ges möjlighet att få ersättning för sin skada. För att säkerställa att reglerna om prospekt efterlevs, är det nödvändigt att det finns effektiva ansvarsbestämmelser för prospektets innehåll. Såväl prospektansvarets reparativa som preventiva funktion bidrar till det mer övergripande målet att upprätthålla allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden. Det lagstadgade prospektansvaret i svensk rätt gäller bland annat styrelseledamöter enligt 29 kap. 1 § aktiebolagslagen. För att en påstått skadelidande aktieägare eller investerare ska kunna tillerkännas ersättning av en styrelseledamot som lämnat felaktig eller vilseledande information enligt denna bestämmelse, måste flera kriterier vara uppfyllda.

För det första måste den påstått skadelidande kunna påvisa att denne har lidit en skada. Skadan som uppstår i samband med bristfällig information på värdepappersmarknaden är en ren förmögenhetsskada och manifesterar sig som en prispåverkan på det aktuella värdepappret vilken inte skulle ha uppstått om den felaktiga eller vilseledande informationen inte hade lämnats. Exempelvis kan en aktieägare som till följd av felaktiga uppgifter i ett prospekt har köpt aktier till ett för högt pris drabbas av en sådan skada. Vidare står det klart att en skada måste vara fullbordad för att vara ersättningsgill. En

diskuterad fråga i doktrinen är emellertid om en aktieägare måste ha realiserat en förlust genom försäljning av sina aktier för att en fullbordad, och därmed ersättningsgill, skada ska anses föreligga. Att detta skulle vara en nödvändig förutsättning framgår inte av vare sig BDO-, Countermine- eller Hudya-domen. Att dra långtgående slutsatser av detta är dock vanskligt. En försiktig tolkning av fallen, tillsammans med de åsikter som framförts i doktrinen, är dock att rätt till ersättning åtminstone föreligger när det kan göras sannolikt att aktierna har blivit värdelösa eller endast har ett obetydligt värde, vilket inte nödvändigtvis innebär att aktierna måste ha avyttrats. Personligen anser jag att det är alltför högt krav att ställa, och något som riskerar att leda till situationer där aktieägare väljer att sälja aktier enbart i syfte att realisera en förlust och därmed säkerställa en ersättningsgill skada. Det skulle vara både ineffektivt och strida mot prospektreglernas syfte.

En fråga som ligger nära den om en skada har uppstått, är frågan om hur skadan ska beräknas. I enlighet med vad tingsrätten uttalade i Hudya-domen saknas allmänna regler om beräkning av ersättning för ren förmögenhetsskada, men utgångspunkten enligt allmänna skadeståndsrättsliga principer är att den skadelidande ska kompenseras med ett belopp som så precist som möjligt motsvarar skadan. I doktrinen har föreslagits att differensmetoden tillämpas vid fall av bristfällig information på aktiemarknaden. Generellt innebär metoden att skadans storlek beräknas som skillnaden mellan det faktiska händelseförloppet efter den skadegörande händelsen och det hypotetiska händelseförloppet som mest sannolikt skulle ha förverkligats om händelsen inte hade inträffat. Denna metod var även den som tillämpades av tingsrätten i Hudya-domen. Även om tillämpningen av differensmetoden inte är utan utmaningar, har det visats att dessa utmaningar inte är oöverkomliga och att välutvecklade ekonomiska modeller och metoder finns för att med precision beräkna skadans storlek. Vid svårigheter att bevisa skadans exakta omfattning kan domstolen under alla omständigheter uppskatta skadan till ett skäligt belopp, i enlighet med 35 kap 5 § rättegångsbalken.

För att en styrelseledamot ska kunna hållas ansvarig för felaktig eller bristfällig information i ett prospekt, krävs vidare att skadan har vållats av styrelseledamoten i samband med fullgörandet av dennes uppdrag. Detta rekvisit bör inte föranleda några större tolknings- eller tillämpningsproblem. När en styrelseledamot är delaktig i upprättandet och offentliggörandet av ett prospekt, följer det med nödvändighet att handlingen har utförts i samband med fullgörandet av uppdraget som styrelseledamot.

Ytterligare ett krav för ansvar är att styrelseledamoten genom oaktsamhet har lämnat felaktig eller vilseledande information, eller genom oaktsam underlåtenhet har bidragit till den bristfälliga informationen. Det anges inte i aktiebolagslagen vilken aktsamhetsnorm som ska tillämpas vid oaktsamhetsbedömningen. Däremot anges uttryckligen att ansvar endast kan

aktualiseras vid överträdelse av aktiebolagslagen, årsredovisningslagen, bolagsordningen eller prospektreglerna. Följaktligen bör de däri stadgade reglerna utgöra måttstocken för oaktsamhetsbedömningen. Mot denna bakgrund bör oaktsamhet kunna presumeras vid en överträdelse av de regler som anges i 29 kap. 1 § aktiebolagslagen.

En begränsning av skadeståndsansvaret utgörs av kravet på orsakssamband, eller adekvat kausalitet. Detta krav innebär att skadan ska ha varit en normal och påräknelig följd av det oaktsamma handlandet. I enlighet med vad HD anförde i BDO-domen, görs kausalitetsbedömningen som huvudregel utifrån ett hypotetiskt händelseförlopp, det vill säga vad som skulle ha inträffat om korrekt information hade lämnats. Vidare klargjorde HD att det vid fall av vilseledande information på värdepappersmarknaden, ytterst handlar om att hypotetiskt och på objektiva grunder pröva huruvida korrekta uppgifter i den relevanta handlingen (årsredovisningen, delårsrapporten eller prospektet) hade lett till att den skadelidande allvarligt skulle ha övervägt ett annat handlande. Det ska med andra ord röra sig om en beslutsrelevant informationsbrist. HD poängterade också att när flera händelseförlopp framstår som rimliga och närliggande, bör utgångspunkten vara den händelseutveckling som framstår som mest sannolik.²²⁶ Vidare görs genom adekvanskravet ytterligare en begränsning av skadeståndsansvaret. Det innebär att skadan ska ha varit en adekvat följd av orsakssambandet, det vill säga ett visst händelseförlopp som var någorlunda förutsebart och normalt. I fall som rör felaktig eller vilseledande information på värdepappersmarknaden, innebär det att den påstått skadelidande måste kunna styrka att förlusten är en direkt följd av den skadebringande handlingen.

Syftet med kravet på adekvat kausalitet, liksom kravet på överträdelse av aktiebolagslagen, årsredovisningslagen, bolagsordningen eller prospektreglerna, är att begränsa skadeståndsansvaret så att inte varje oaktsam handling ger upphov till skadestånd. Dessa krav har emellertid inte ansetts vara tillräckliga för att entydigt avgränsa ansvaret, varför ytterligare begränsningsläror har diskuterats inom doktrinen för att begränsa den ersättningsberättigade kretsen. Trots detta var rättsläget länge oklart gällande hur denna krets skulle avgränsas vid vilseledande information på värdepappersmarknaden. Med BDO-domen kan rättsläget dock sägas ha blivit något klarare.

I BDO-domen förklarade HD att den ersättningsberättigade kretsen ska begränsas i två steg. Först ska vägledning sökas i den aktuella regelns skyddsändamål, vilket innebär att normskyddsläran ska tillämpas. Därefter ska ett tillitsrekvisit användas. I det aktuella fallet, som rörde revisors ansvar mot annan än bolaget på grund av brister i revisionen av en årsredovisning,

²²⁶ Samma resonemang framfördes i allt väsentligt av hovrätten och tingsrätten i Countermine- respektive Hudya-domen.

uppställde HD ett krav på faktisk befogad tillit. Detta höga tillitskrav uppställdes mot bakgrund av att en årsredovisning enligt HD ligger till grund för olika bolagsstämmobeslut men typiskt sett inte har något ändamål som externt beslutsunderlag, även om den de facto kan komma att ligga till grund för affärsbeslut av skiftande slag. Däremot, när det gäller frågor om fel eller brister i prospekt, en handling som enligt HD syftar till att ge investerare på primärmarknaden information inför ett ställningstagande till ett specifikt erbjudande, är situationen annorlunda. HD uttalade att det i sådana fall kan vara motiverat att presumera att befogad tillit föreligger hos den som tecknar aktier i enlighet med erbjudandet. Då uttalandet gjordes av HD *obiter dicta*, är det något vanskligt att med säkerhet konstatera att HD i ett framtida rättsfall om prospektansvar skulle anse att det finns en presumerad tillit hos investerare till informationen i prospekt. Enligt min tolkning, som också verkar vara i linje med tingsrättens uppfattning i Hudya-domen, finns det emellertid indikationer på att HD skulle komma till denna slutsats. En sådan tolkning skulle innebära ett rättsläge där en tämligen stor krets av investerare skulle vara ersättningsberättigade vid fel eller brister i prospekt.

Som framhållits är prospektansvarets syfte tvådelat: dels att ge investerare som lidit ekonomisk skada på grund av fel eller brister i prospekt möjlighet till ersättning, dels att säkerställa efterlevnaden av prospektförordningens regler genom effektiva ansvarsbestämmelser. Det kan dock ifrågasättas om detta syfte verkligen upprätthålls enligt gällande rätt. Detta beror inte primärt på att kraven för ersättning vid fel eller brister i prospekt är för höga. Snarare verkar det som att kraven är något mer överkomliga när det gäller ansvaret för innehållet i ett prospekt jämfört med exempelvis innehållet i en årsredovisning. Det huvudsakliga skälet till att det kan ifrågasättas om syftet med prospektansvaret verkligen uppfylls är istället den osäkerhet som råder avseende vissa centrala rekvisit och förutsättningar för ansvar. Krävs det exempelvis att den skadelidande parten ska ha avyttrat sina aktier för att dennes skada ska anses fullbordad och därmed ersättningsgill? Finns det en särskild metod som ska användas vid beräkningen av skadans storlek vid fall av fel eller brister i prospekt? Kan befogad tillit presumeras vid fel eller brister i prospekt? Svaren på dessa frågor kan försiktigt antas utifrån vad som presenterats i uppsatsen, men några definitiva slutsatser låter sig inte göras.

Mot denna bakgrund kan det alltså ifrågasättas om de nuvarande reglerna om prospektansvar för styrelseledamöter är effektiva och ändamålsenliga, i bemärkelsen att reglerna är förutsägbara, lättillämpliga och uppfyller sina avsedda syften. Utifrån vad som framkommit av uppsatsen verkar så inte vara fallet. Min uppfattning är emellertid att detta inte nödvändigtvis är en fråga för lagstiftaren att hantera, åtminstone inte i det korta perspektivet. Eftersom de frågor som det råder osäkerhet om inte primärt är sådana som enligt svensk rättstradition regleras i lag, utan av allmänna principer och rättsutveckling genom praxis, skulle mycket vara vunnet på att HD prövade dessa frågor i ett mål om prospektansvar. Det vore därför gynnsamt för rättsutvecklingen att

Hudya-domen överklagades även i hovrätten, så att HD fick möjlighet att, *ratio decidendi*, klargöra hur ansvaret vid fel och brister i prospekt ska bestämmas.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

Sverige

Utredningsbetänkanden

SOU 1941:9 Lagberedningens förslag till lag om aktiebolag m.m. [cit. SOU 1941:9].

SOU 1971:15 Förslag till aktiebolagslag [cit. SOU 1971:15].

SOU 1995:44 Aktiebolagets organisation [cit. SOU 1995:44].

SOU 2001:1 Ny aktiebolagslag [cit. SOU 2001:1].

SOU 2005:18 Prospektansvar [cit. SOU 2005:18].

Propositioner

Prop. 1972:5 Med förslag till skadeståndslag m.m. [cit. prop. 1972:5].

Prop. 1984/85:157 Med förslag till lag om värdepappersmarknaden [cit. prop. 1984/85:157].

Prop. 1991/92:113 Om börslagstiftning m.m. [cit. prop. 1991/92:113].

Prop. 1997/98:99 Aktiebolagets organisation [cit. prop. 1997/98:99].

Prop. 2004/05:142 Marknadsmisbruk [cit. prop. 2004/05:142].

Prop. 2004/05:158 Prospekt [cit. prop. 2004/05:158].

Prop. 2006/07:65 Informationskrav i noterade företag m.m. [cit. prop. 2006/07:65].

Prop. 2018/19:83 Kompletterande bestämmelser till EU:s prospektförordning [cit. prop. 2018/19:83].

Departementspromemorior

Ds 2013:16 Prospektansvar [cit. Ds 2013:16].

Övrigt offentligt tryck

FI Dnr 21-22993 Konsekvenser av ett utsträckt prospektansvar för juridiska personer [cit. Finansinspektionen (2021)].

Europeiska unionen

Europeiska kommissionen

Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om ändring av förordningarna (EU) 2017/1129, (EU) nr 596/2014 och (EU) nr 600/2014 för att göra offentliga kapitalmarknader i unionen mer attraktiva för företag och för att underlätta tillgången till kapital för små och medelstora företag [cit. noteringsakten].

Litteratur

af Sandeberg, C., *Prospektansvaret: caveat emptor eller caveat venditor?*, Iustus Förlag, Uppsala, 2001 [cit. af Sandeberg (2001)].

Andersson, J, *Medelbar skada och aktieägares skadeståndsanspråk*, Nordisk tidsskrift for selskabsret, 1999:3, s. 81 [cit. Andersson (1999)].

Andersson, S., Johansson, S. & Skog, R., *Aktiebolagslagen: en kommentar*, Juno, Norstedts Juridik, 2023-06-05 [cit. Andersson et al. (2023)].

Bergström, C. & Samuelsson, P., *Aktiebolagets grundproblem*, 6 uppl., Norstedts Juridik, Stockholm, 2021 [cit. Bergström & Samuelsson (2021)].

Brealey, R. A., Myers, S.C., Allen, F. & Edmans, A., *Principles of corporate finance*, 13 uppl., McGraw Hill, New York, 2019 [cit. Brealey et al. (2019)].

Byström, H., *Finance: markets, instruments & investments*, 2 uppl., Lund, Studentlitteratur, 2010 [cit. Byström (2010)].

Christensen, T., Drake, M., & Thornock, J., *Optimistic reporting and pessimistic investing: do pro forma earnings disclosures attract short sellers?*, Contemporary Accounting Research, 2012, vol. 31, nr. 1, s. 67 [cit. Christensen et al. (2012)].

Dahlman, C., *Begreppet rättsskälla*, i: Dahlman, C. & Wahlberg, L. (red), *Juridiska grundbegrepp: en vänbok till David Reidhav*, Lund, Studentlitteratur, 2019 [cit. Dahlman (2019)].

Deuschl, CJ., *Bolagets ansvar vid fel eller brist i prospekt*, Juridisk Tidskrift, Nr 2 1999/00, s. 269 [cit. Deuschl (1999)].

Dotevall, R., *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, 3 uppl., Wolters Kluwer, Stockholm, 2017 [cit. Dotevall (2017)].

Eklund, K. & Stattin, D., *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, 3 uppl., Iustus, Uppsala, 2021 [cit. Eklund & Stattin (2021)].

Fama, E., *Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work*, *The Journal of Finance*, 1970, vol. 25, nr. 2, s. 383 [cit. Fama (1970)].

Frändberg, *Vad sker inom den rättsdogmatiska forskningen*, *Svensk Juristtidning*, 2023, s. 21 [cit. Frändberg (2023)].

Hellner, J., & Radetzki, M., *Skadeståndsrätt*, 11 uppl., Norstedts Juridik, Stockholm 2021 [cit. Hellner & Radetzki (2021)].

Hjertstedt, M., *Beskrivningar av rättsdogmatisk metod: om innehållet i metodavsnitt vid användning av ett rättsdogmatiskt tillvägagångssätt*, i: Mannelqvist, R., Ingmanson, S. & Ulander-Wänman, C. (red.), *Festskrift till Örjan Edström*, Juridiska institutionen, Umeå universitet, Umeå, 2019 [cit. Hjertstedt (2019)].

Härkönen, E., *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning: särskilt om amerikansk och svensk reglering av selektiv information på sekundärmarknaden för värdepapper*, *Jure*, Stockholm, 2013 [cit. Härkönen (2013)].

Jareborg, N., *Handling och uppsåt: en undersökning rörande doluslärans underlag*, Norstedt, Stockholm, 1969 [cit. Jareborg (1969)].

Jareborg, N., *Rättsdogmatik som vetenskap*, *Svensk Juristtidning*, 2004, s. 4 [cit. Jareborg (2004)].

Jareborg, N., *Uppsåt och oaktsamhet*, Norstedt, Stockholm, 1986 [cit. Jareborg (1986)].

Johansson, S., *Svensk associationsrätt i huvuddrag*, 13 uppl., Norstedts Juridik, Stockholm, 2022 [cit. Johansson (2022)].

Kleineman, J., *Ren förmögenhetsskada: särskilt vid vilseledande av annan än kontraktspart*, *Juristförlaget*, Stockholm, 1987 [cit. Kleineman (1987)].

Kleineman, J., *Rättsdogmatisk metod*, i: Nääv, M. & Zamboni, M. (red.), *Juridisk metodlära*, 2 uppl., Studentlitteratur, Lund, 2018 [cit. Kleineman (2018)].

Korling, F., *Rådgivningsansvar: särskilt avseende finansiell rådgivning och investeringsrådgivning*, Jure, Stockholm, 2010 [cit. Korling (2010)].

Mitelman Lindholm, S. & Örtengren, T., *Introduktion till värdepappersmarknaden*, i: Mitelman Lindholm, S. (red.), *Ledning och kontroll på värdepappersmarknaden*, 3 uppl., Studentlitteratur, Lund, 2022 [cit. Mitelman Lindholm & Örtengren (2022)].

Nerep, E., Adestam, J., Samuelsson, P., *Aktiebolagslagen: en kommentar*, Juno, Lexino, 2021-09-01, [cit. Nerep et al. (2021)].

Peczenik, A., *Vad är rätt?: om demokrati, rättssäkerhet, etik och juridisk argumentation*, Fritze, Stockholm, 1995 [cit. Peczenik (1995)].

Radetzki, M., *Skadeståndsberäkning vid sakskada*, Norstedts Juridik, Stockholm, 2019 [cit. Radetzki (2019)].

Reichel, J., *EU-rättslig metod*, i: Nääv, M. & Zamboni, M. (red.), *Juridisk metodlära*, 2 uppl., Studentlitteratur, Lund, 2018 [cit. Reichel (2018)].

Samuelsson, P., *Information och ansvar: om börsbolagens ansvar för bristfällig informationsgivning på aktiemarknaden*, Norstedt, Stockholm, 1991 [cit. Samuelsson (1991)].

Sandgren, C., *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare: ämne, material, metod och argumentation*, Norstedts Juridik, Stockholm, 2018 [cit. Sandgren (2018)].

Schmauch, M., *EU:s marknadsmissbruksförordning m.m.: en kommentar*, Norstedts Juridik, Stockholm, 2018 [cit. Schmauch (2018)].

Schroeder, R. G., Clark, M. W. & Cathey, J. M., *Financial Accounting Theory and Analysis*, 14 uppl., Wiley, West Mifflin, 2022 [cit. Schroeder et al. (2022)].

Schultz, M., *Adekvansläran: vänbok till Jan Kleineman och Stockholm Centre for Commercial Law*, Jure, Stockholm, 2010 [cit. Schultz (2010)].

Sevenius, R. & Örtengren, T., *Introduktion*, i: Sevenius, R. & Örtengren, T. (red.), *Börsrätt*, 5 uppl., Studentlitteratur, Lund, 2021 [cit. Sevenius & Örtengren (2021)].

Sevenius, R., *Företagsförvärv: en introduktion*, uppl. 2, Studentlitteratur, Lund, 2011 [cit. Sevenius (2011)].

Shleifer, A., *Inefficient markets: an introduction to behavioral finance*, Oxford University Press, New York, 2000 [cit. Shleifer (2000)].

Simon-Almendal, T., *Företrädaransvar*, Norstedts Juridik, Stockholm, 2015 [cit. Simon-Almendal (2015)].

Stattin, D., & Broneus, S., *Marknadsinformation och marknadsmissbruk*, Norstedts Juridik, Stockholm, 2022 [cit. Stattin & Broneus (2022)].

Stattin, D., *Företagsstyrning: en studie av aktiebolagsrättens regler om ägar- och koncernstyrning*, 2 uppl., Uppsala universitet, Uppsala, 2008 [cit. Stattin (2008)].

Svernlöv, C., *Styrelse- och VD-ansvar i aktiebolaget: en introduktion*, 2 uppl., Norstedts Juridik, Stockholm, 2012 [cit. Svernlöv (2012)].

Wendleby, B., *Prospektregler och prospektansvar*, i: Sevenius, R. & Örtengren, T. (red.), *Börsrätt*, 5 uppl., Studentlitteratur, Lund, 2021 [cit. Wendleby (2021)].

Westermarck, D. & Lagercrantz, M., *Om nyemission*, Norstedts Juridik, Stockholm, 2013 [cit. Westermarck & Lagercrantz (2013)].

Örtengren, T., *Noterade bolags informationsplikt*, i: Sevenius, R. & Örtengren, T. (red.), *Börsrätt*, 5 uppl., Studentlitteratur, Lund, 2021 [cit. Örtengren (2021)].

Östberg, J., *Styrelseledamöters lojalitetsplikt: särskilt om förbudet att utnyttja affärsmöjligheter*, Jure, Stockholm, 2016 [cit. Östberg (2016)].

Övrigt

Esma, Questions and Answers on the Prospectus Regulation, 2023-02-03, ver. 12, www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma31-62-1258_prospectus_regulation_qas.pdf. Hämtad 2023-12-29 [cit. Esma (2023)].

Esma, Riktlinjer om informationskrav enligt prospektförordningen, 2021-03-04, www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma32-382-1138_guidelines_on_prospectus_disclosure_sv.pdf. Hämtad 2023-12-29 [cit. Esma (2021)].

Fideres, Securities litigation, www.fideres.com/expertise/securities-litigation/. Hämtad 2023-12-29 [cit. Fideres (2023)].

Finansinspektionen, Regler för annonsering av prospektskyldiga erbjudanden följs dåligt, 2023-02-20, www.fi.se/sv/publicerat/nyheter/2023/regler-for-annonsering-av-prospektskyldiga-erbjudanden-foljs-daligt/. Hämtad 2023-12-29 [cit. Finansinspektionen (2023)].

Finansinspektionens prospektregister, www.fi.se/sv/vara-register/prospektregistret/. Besökt 2023-12-29 [cit. Prospektregistret].

Hemnet Group AB, prospekt, 2021-04-16, www.fi.se/sv/vara-register/prospektregistret/details/?id=21-3993. Hämtad 2023-12-29 [cit. Hemnet Group (2021)].

Kjell Group AB, prospekt, 2021-09-06, www.fi.se/sv/vara-register/prospektregistret/details/?id=21-16503. Hämtad 2023-12-29 [cit. Kjell Group (2021)].

Nasdaq First North Growth Market Rulebook for Issuers of Shares, 2023-06-01, www.nasdaq.com/docs/FNGM_Rulebook_01.07.2023.pdf. Hämtad 2023-12-29 [cit. Nasdaq First North (2023)].

Nationalencyklopedin, Regressionsanalys, www.ne.se/uppslagsverk/encyklopedi/l%C3%A5ng/regressionsanalys. Hämtad 2023-12-29 [cit. NE (2023)].

Spotlights regelverk, 2023-12-01, www.spotlightstockmarket.com/media/9072/spotlights-regelverk-2023-12-01.pdf. Hämtad 2023-12-29 [cit. Spotlight (2023)].

Volvo Car AB, prospekt, 2021-10-18, www.fi.se/sv/vara-register/prospektregistret/details/?id=21-19588. Hämtad 2023-12-29 [cit. Volvo Car (2021)].

Rättsfallsförteckning

Högsta domstolen

NJA 1966 s. 331.

NJA 1987 s. 692.

NJA 1993 s. 41 I och II.

NJA 1996 s. 3.

NJA 1996 s. 564.

NJA 1998 s. 893.

NJA 2001 s. 878.

NJA 2014 s. 272.

NJA 2016 s. 107.

NJA 2016 s. 609.

NJA 2017 s. 1101.

NJA 2019 s. 94.

NJA 2019 s. 978.

Hovrätt

Hovrätten för Västra Sveriges dom den 19 december 1997 i mål T 866-95 [cit. HovR 866-95].

Hovrätten över Skåne och Blekinges dom den 6 maj 2004 i mål nr T 532-99 [cit. HovR 532-99].

Svea hovrätts dom den 29 januari 2014 i mål nr T 1845-12 [cit. HovR 1845-12].

Tingsrätt

Attunda tingsrätts dom den 7 juni 2022 i mål nr T 10146-20 [cit. TR 10146-20].