

# Kommentar till Aktiebolagskommitténs förnyade överväganden i SOU 2001:1

Catarina af Sandeberg 2001 01 18

*Prospektansvaret, 2001  
Iustus Förlag AB, ISBN 91-7678-459-2  
Supplement februari 2001*

## *Inledning*

Aktiebolagskommittén har i sitt slutförslag till ny aktiebolagslag, SOU 2001:1, bl a föreslagit en reglering av ansvaret för prospekt som skall offentliggöras när ett publikt aktiebolag eller en aktieägare i ett sådant bolag till en vidare krets riktar inbjudan att förvärva fondpapper i bolaget.<sup>1</sup> Kommittén föreslår att ansvaret skall regleras genom att prospektreglerna i ABL upphör att gälla och att prospektregler i stället införs i LHF, samt att ansvarsregeln i 15 kap 1 § ABL utökas till att omfatta även prospektreglerna i LHF samt LBC.

Enligt gällande rätt kan organledamot, i första hand med stöd av ABL, åläggas skadeståndsskyldighet gentemot aktieägare eller annan som på grund av oaktsamhet från organledamotens sida orsakats skada. Ett aktiebolag kan emellertid inte åläggas skadeståndsskyldighet gentemot sina aktieägare när dessa personers skadeståndsanspråk hänför sig till teckning eller förvärv av aktier eller andra fondpapper som utgivits av bolaget.

## *Bolagets och organledamöternas ansvar*

Kommittén konstaterar bl a att, i ljuset av aktiemarknadens snabba internationalisering, denna ordning skiljer sig från vad som gäller i länder som vi brukar jämföra oss med i aktiemarknadsrättsliga frågor. Kommittén menar att de argument som kan anföras för att ålägga bolaget ett skadeståndsansvar väger så tungt at den nuvarande principen att aktiebolag inte kan bli skadeståndsskyldigt gentemot sina aktieägare när dessa personers anspråk hänför sig till teckning eller förvärv av aktier eller andra fondpapper som utgivits av bolaget skall överges, och att i likhet med vad som gäller i andra länder det bör vara möjligt för aktieägare att få skadestånd av bolaget på grund av fel eller brist i prospekt, och detta utan några begränsningar till bolagets fria egna kapital. Kommittén föreslår att ansvaret för prospekt skall åläggas bolaget. Vidare anför kommittén att en likabehandling av emissionsprospekt och erbjudandeprospekt bör ske. Även vid en aktieägares utförsäljning av aktier skall bolaget sålunda

---

<sup>1</sup> Kommittén berör i förslaget inte ansvaret för det prospekt som skall offentliggöras i anslutning till handel med finansiella instrument vilkas syfte inte är kapitalanskaffning.

ansvara för prospektet. Har aktieägaren till prospektet lämnat uppgifter som senare lett till att bolaget ålagts skadeståndsskyldighet menar kommittén att bolaget kan kräva ersättning för sålunda utbetalt belopp av ifrågavarande aktieägare.

Enligt kommitténs förslag skall bolagets ansvar regleras genom införande av en skadeståndssanktion i LHF. Vidare skall lokutionen i 15 kap 1 § utökas med att omfatta även prospektreglerna i LHF och LBC. Ersättning skall med stöd av LHF kunna utkrävas av bolaget om bolaget förfarit uppsåtligt eller vårdslöst, och med stöd av ABL vid organledamots culpösa överträdelse av åsyftat regelverk. Kommittén diskuterar emellertid inte i vilka situationer den skadelidande kan rikta sina ersättningsanspråk mot bolagets organföreträdare. Möjligen är det i förslaget underförstått att den skadelidande har valrätt. Det rimligaste torde emellertid vara att bolaget och dess företrädare samt övriga medverkande parter ansvarar för prospektinnehållet till den del respektive ansvarssubjekt ansvarat för den aktuella uppgiften, varvid den individuella culpabedömningen blir avgörande för ansvarsfrågan.

Kommittén påpekar att i vissa köprättsliga situationer ansvaret kan vara strikt, men eftersom något kontraktsförhållande inte föreligger mellan aktietecknaren och styrelsen strikt ansvar för organledamöterna inte föreligger. Detta innebär att ersättning ej skall utgå om det inte kan påvisas att organledamöterna varit försumliga.

Kommittén anför som argument för att det är bolaget som skall åläggas eventuell skadeståndsskyldighet även i de fall en aktieägare gjort en utförsäljning av aktier att en börsintroduktion ligger i bolagets intresse, eftersom bolaget härigenom får tillgång till kapitalmarknaden för sin kapitalförsörjning, vilket kan antas reducera bolagets framtida kapitalanskaffningskostnader.

Som konstaterats i avhandlingen utgör utförsäljning av tidigare aktieinnehav en omfattande del av de erbjudanden om förvärv som sker över börs eller auktoriserad marknadsplats. Det är i dessa fall inte bolaget utan tidigare ägare av aktierna som tillförs kapital.<sup>2</sup> Det kan sålunda ifrågasättas om det är riktigt att ålägga bolaget skyldighet att utbetala ersättning även i de fall utförsäljning sker av förutvarande aktieägares innehav av aktier. I det i avhandlingen exemplifierade Telia-fallet såldes ca 900 miljoner aktier, varav 150 miljoner aktier nyemitterades. Teckningspris var 85 kronor, varigenom staten som förutvarande aktieägare tillfördes 64 miljarder kronor, och bolaget tillfördes ca 12,7 miljarder kronor. En kursnedgång med 30 kronor per aktie leder till ett kumulerat skadebelopp om ca 27 miljarder kronor, allt förutsatt att de inblandade parterna handlat culpöst. Det kan ifrågasättas om, i fall av oaktsamhet från bägge parter

---

<sup>2</sup> År 1995 tillfördes hela 97 procent av kapitalet de tidigare ägarna, se s 62.

sida, det är bolaget Telia eller den utförsäljande ägaren staten, som tillförts huvuddelen av beloppet, som skall åläggas skyldighet att utbetala ersättning till skadelidande aktieförvärvare. Är säljaren huvudägare, med starkt inflytande i bolaget samt över dess organföreträdare, borde i stället en bedömning av ansvarsfrågan resultera i att säljaren bedöms vara i vart fall medansvarig. Sålunda skulle ansvar aktualiseras för säljaren i fall där säljaren är huvudägare, eller på annat sätt har ett dominerande inflytande över eller insyn i bolagets verksamhet och/eller utformningen av prospektet.

Kommittén tar inte ställning till frågan om möjligheten till ogiltigförklaring av aktieteckningen, vilket inte är i konsekvens med resonemanget rörande bolagets obegränsade skadeståndsskyldighet för skada hänförlig till primärmarknadstransaktioner. Att aktieteckning inte kan ogiltigförklaras efter det aktieteckningen registrerats grundas på samma argument som förbudet mot utbetalning av skadestånd till aktieägare på grund av dennes innehav av aktier, dvs hänsynen till skyddet för bolagets kapital. Kan bolaget åläggas obegränsad skadeståndsskyldighet gentemot aktieägare borde i konsekvens härmed ogiltigförklaring av aktieförvärvet kunna ske.

Den bästa lösningen torde emellertid vara att med stöd av en särskild regel förvärvet ogiltigförklaras, i vart fall vid grövre fall av vilseledande och därmed kurspåverkan, med innebörden att bolaget eller den utförsäljande aktieägaren åläggs skyldighet att återköpa aktierna från den skadelidande investorn. En återköpskyldighet för bolaget medför att bolaget blir ägare av aktierna såsom vid förvärv av egna aktier, varvid reglerna rörande bolagets förvärv av egna aktier i 7 kap ABL kan tillämpas på bolagets innehav. Det torde vara mer förmanligt för bolaget att mot ersättning erhålla aktierna än att endast utbetala ersättning. Bolaget har ju alltid möjlighet att åter erbjuda marknaden aktierna, och denna gång till ett korrekt pris. Att den försumlige åläggs skyldighet att återköpa aktierna till förvärvspriset torde i synnerhet vara lämpligt vid utförsäljning av aktier samt vid nyemission, vilket är fallet i fråga om börsnoterade bolag.

#### *Begränsningen till det bundna egna kapitalet*

Kommittén diskuterar vidare om utrymmet för skadestånd i dessa sammanhang bör begränsas på ett sådant sätt att det inte tillåts inkräkta på bolagets egna bundna kapital, men menar att avgränsningen av den ersättningsberättigade kretsen till primärmarknadstransaktioner bör ge ett rimligt skydd åt bolagets borgenärer mot att bolaget går under på grund av alltför omfattande ersättningsanspråk. Kommittén konstaterar att i den mån bolaget saknar förmåga att utge skadestånd till den krets som regeln anger, de vanliga reglerna om tvångslikvidation och konkurs får tillämpas. Möjligheten att vid bolagets obestånd rikta

anspråk om ersättning mot de personer som medverkat vid emissionen berörs som ovan nämnts ej.

#### *Regressrätten*

Kommittén menar att det belopp bolaget ålagts skyldighet att betala på grund av bristfälliga uppgifter är att betrakta som ett prisavdrag. Eftersom bolaget enligt kommittén alltid får behålla så mycket av emissionsbeloppet som motsvarar aktiernas verkliga värde, bolaget inte har lidit någon skada på grund av styrelsens försumlighet. Bolaget kan emellertid lida skada genom att drabbas av rättegångskostnader eller, som kommittén anför, konsulttjänster som inte kunnat användas på avsett sätt. För dessa kostnader menar kommittén att bolaget kan kräva ersättning av styrelsen med stöd av 15 kap 1 § ABL.

Denna inställning kan emellertid ifrågasättas. Inställningen förutsätter att beräkningen av prisseffekten på de felaktiga uppgifterna kan uppskattas till marknadsvärdet på informationen, vilket kanske inte är det verkliga fallet. Då marknaden får kännedom om att felaktig information förekommit kan investorer vara mindre benägna att betala fullt pris för aktien av flera skäl, t ex beroende på den badwill som kan vara förknippad med den bristfälliga uppgiften, eller att man förväntar sig att bolaget kan komma att drabbas av t ex just höga rättegångskostnader i anledning av den bristfälliga uppgiften. Kursen på aktien påverkas då delvis av den bristfälliga uppgiften, men den badwill offentliggörande av misstaget kan leda till kan komma att påverka kursen i högre grad än vad som egentligen var motiverat av offentliggörande av att en uppgift varit bristfällig. Investorererna kan helt eller delvis förlora förtroendet för bolaget som investeringsobjekt.

#### *Skadeberäkningen*

För beräkning av skadans storlek förordar kommittén en tillämpning av den skiljningsläran, dvs att skadan uppskattas till skillnaden mellan å ena sidan det belopp som den skadelidande erlagt för fondpapperet i samband med teckningen eller köpet, och å andra sidan det belopp som han skulle ha erlagt om uppgifterna i prospektet i aktuellt hänseende hade varit korrekta. Eftersom aktiens prisutveckling som nämnts kan påverkas av många olika faktorer, kan det emellertid vara svårt att fastställa den hypotetiska kursutveckling som skulle skett om inte informationen varit bristfällig. På grund av detta ger differensläran endast en grov uppskattning av skadans storlek. En avvikelse på ett mindre belopp kan framstå som oväsentlig, men i situationer som rör ett börsnoterat företag med miljontals utestående aktier kan även en marginell skillnad i beräkning av ersättning per aktie medföra en mycket stor skillnad i skadestånd.

Kommittén påpekar möjligheten för domstolen att uppskatta skadan till skäligt belopp med stöd av bestämmelsen i 35 kap 5 § rättegångsbalken. Emellertid finns ett tydligt behov av klara riktlinjer för beräkning av ersättningens storlek i förhandenvarande situationer.

#### *Emissionsinstitutets ansvar*

Ansvaret för medverkande emissionsinstitut är de lege lata inte lagreglerat. Kommittén konstaterar att det utomlands föreligger ett långtgående ansvar för det emissionsinstitut som genom underwritingavtal medverkat vid försäljning av värdepapperen. Visar sig prospektet innehålla oriktigheter kan sålunda ett emissionsinstitut bli skadeståndsskyldigt gentemot investerarna. Kommittén har emellertid valt att lämna frågan om emissionsinstitutets ansvar obesvarad. Möjligheten att emissionsinstitutet skulle komma att åläggas köprättsligt ansvar, eller ansvar enligt kommissionslagens regler berörs ej.<sup>3</sup> I stället framhålls risken för att emissionsinstitutet ej skulle kunna erhålla ersättning från bolaget i enlighet med av bolaget lämnade garantier som ett av argumenten för att det är bolaget som framdeles skall åläggas ansvar.

I förslaget framförs att det är bolaget som skall åläggas ansvar även i de fall ett underwritinginstitut trätt in som mellanled vid försäljningen. Förhållandet väcker frågan om detta skall vara fallet även i de fall det är emissionsinstitutet som varit försumligt. Betänkandet ger inte heller härvidlag vägledning. Det är oklart om kommittén avser särreglera emissionsinstitutets ansvar för prospektet - ingenting nämns i betänkandet i denna fråga. Frågan är om det är rimligt att bolaget åläggs ansvaret i det fall emissionsinstitutet haft ett betydande inflytande över emissionen eller försäljningen av aktierna. Visserligen kan bolaget regressvis kräva ersättning från ett försumligt emissionsinstitut, men att bolaget är primärt ansvarigt även vid emissionsinstitutets försumlighet medför betydande olägenhet för bolaget.

I avhandlingen konstateras att culpabedömningen i förevarande sammanhang delvis är objektiviserad. Detta innebär att bl a en regelöverträdelse anses vara ansvarsgrundande. Den praktiska hanteringen inför en emission eller utförsäljning av aktier innebär av nödvändighet att emissionsinstitutet och emittenten samarbetar om insamling av uppgifter och material. De uppgifter som bolaget tillhandahåller används av emissionsinstitutet som underlag för den ekonomiska presentationen av bolaget. Eftersom det är emissionsinstitutet som besitter kunskapen om förfarandet måste det åligga emissionsinstitutet att värdera och kontrollera de uppgifter bolaget tillhandahåller. Man torde kunna kräva att en självständig värdering görs av de aktuella uppgifterna, varvid

---

<sup>3</sup> Se avsnitt 15.3.3.1.

emissionsinstitutet måste utnyttja de källor och informationskanaler som normalt utnyttjas vid denna yrkesutövning. Det torde exempelvis åligga emissionsinstitutet att ansvara för att all den information som behövs för att investorer skall kunna skapa sig en tillräckligt god bild av investeringen medtages i prospektet.

Det är inte ovanligt att ett emissionsinstitut tar initiativet till börsintroduktion av ett bolags aktier, samt påtar sig ansvaret att skaffa investorer. Följaktligen bör vid ansvarsbedömningen hänsyn tas till styrkeförhållandet mellan emittentbolaget och emissionsinstitutet. I de fall emissionsinstitutet burit ett större ansvar för såväl informationen i samband med försäljningen av aktier som för introduktionen, ligger det nära till hands att bedöma institutets ansvar gentemot skadelidande aktieförvärvare som ganska stort.

Även medverkande emissionsinstitut borde i samband med ogiltigförklaring av förvärvet ges möjlighet att förvärva aktierna från sina skadelidande kunder, varpå de åter kan utbjuda aktierna till försäljning med stöd av en korrekt värdering.

#### *Skillnaden i primär- respektive sekundärmarknadstransaktioner*

I betänkandet ställs frågan hur kretsen av skadelidande bör bestämmas. Kommittén ifrågasätter huruvida det finns skäl att göra skillnad mellan å ena sidan dem som tecknar eller köper aktier eller andra fondpapper direkt hos bolaget respektive hos den aktieägare som föranlett prospektet, och å andra sidan dem som under samma tid köper fondpapper av samma slag av annan än bolaget eller aktieägaren. I förslaget konstateras att det sakligt är svårt att hävda att den ena kategorin är mer skyddsvärd än den andra. Kommittén kommer emellertid till slutsatsen att en avgränsning av den ersättningsberättigade kretsen bör ske av hänsyn till bolagets borgenärer. Avgränsningen skall enligt förslaget ske genom att ersättning endast utgår för skada vid primärmarknadstransaktioner, omfattande även de förvärv som skett med ett värdepappersinstitut som mellanled i transaktionen. Detta innebär att investorer som förvärvat aktier av annan än det emitterande bolaget eller medverkande emissionsinstitut ej kan erhålla ersättning, oavsett hur kort tid efter teckningstiden förvärvet skett. En kortsiktig investerare som spekulerat i en underprissättning och säljer sin aktie omedelbart kommer att vara ersättningsberättigad, medan en kanske långsiktig investor som i sin tur förvärvat aktien av den primäre aktietecknaren i förlitan på de uppgifter som offentliggjorts ej kommer att bli berättigad att uppbära ersättning för sin förlust. I samband med en nyemission eller utförsäljning i ett tidigare noterat bolag sker handel i bolagets sedan tidigare noterade aktier parallellt med att de nytillkomna aktierna tecknas. Även denna handel påverkas i hög grad av den information

bolaget offentliggjort i samband med det nya erbjudandet. Inte heller dessa investorer blir enligt kommitténs förslag ersättningsberättigade.

För denna typ av gränsdragning finns inget rättsligt argument, utan kommittén har gjort en gränsdragning som är jämförbar med det s k riskspridningsargumentet, dvs kretsen av skadelidande begränsas på grund av kretsens storlek i sig.<sup>4</sup> En sådan begränsning strider emellertid mot allt ersättningsrättsligt tänkande. Inte heller kan denna slutsats anses överensstämma med kommitténs inställning att någon kapitalgräns för bolagets ersättningsskyldighet inte skall finnas. Samma argument rörande möjligheten till ersättning till skadelidande aktieförvärvare på sekundärmarknaden torde göra sig gällande som möjligheten till ersättning vid aktieteckning. Om principen rörande skyddet för bolagets egna bundna kapital överges till förmån för skadelidande aktieägare på primärmarknaden finns ingen rättslig grund för att förvägra även skadelidande investorer på sekundärmarknaden ersättning. Bolaget borde sålunda kunna åläggas skadeståndsskyldighet gentemot skadelidande aktieförvärvare även på sekundärmarknaden.

I avsikt att undvika att bolaget åläggs ersättningsskyldighet gentemot *the world at large* torde i stället en snäv preskriptionstid vara att föredra. Kommittén har emellertid inte i betänkandet övervägt möjligheten att förkorta preskriptionstiden. En preskriptionstid för anspråk om sex månader från den tidpunkt förvärvaren fick kännedom om att uppgiften var vilseledande skulle kunna utgöra ett kompletterande skydd för såväl bolaget och dess företrädare som för borgenärerna.

---

Catarina af Sandeberg  
Prospektansvaret, 2001  
Iustus Förlag AB, ISBN 91-7678-459-2  
Supplement februari 2001

---

<sup>4</sup> Se avsnitt 4.4.4.3.2.