

PER SAMUELSSON

IN
FORMA
TION
OCH
ANSVAR

NORSTEDTS

INFORMATION OCH ANSVAR

Juridikbok se

Denna digitala version av verket är nedladdad från juridikbok.se.

Den licens som tillämpas för de verk som finns på juridikbok.se är **Creative Commons CC BY-NC 4.0**. Licensvillkoren måste följas i sin helhet och dessa finner du här <https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/legalcode.sv>

Sammanfattningsvis innebär licensen följande:

Tillstånd för användaren att:

- Kopiera och vidare distribuera materialet oavsett medium eller format
- Bearbeta och bygga vidare på materialet

Villkoren för tillståndet är:

- Att användaren ger ett korrekt erkännande, anger en hyperlänk till licensen och anger om bearbetningar är gjorda av verket. Detta ska göras enligt god sed.
- Att användaren inte använder materialet för kommersiella ändamål.
- Att användaren inte tillämpar rättsliga begränsningar eller teknik som begränsar andras rätt att göra något som licensen tillåter.

Se även information på

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/deed.sv>

E-boken är publicerad av Juridiska fakulteten vid Lunds universitet 2023

eISBN: 9789198899979

DOI: <https://doi.org/10.37852/oblu.247>



Denna text är licensierad under CC BY-NC 4.0, Erkännande.

(Se fullständiga villkor: <https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/deed.sv>).

Enligt licensen får verket spridas och bearbetas utan att tillstånd behövs, men ej användas i kommersiella syften. Verkets upphovsperson måste anges.

PER SAMUELSSON

INFORMATION OCH ANSVAR

Om börsbolagens ansvar för bristfällig
informationsgivning på aktiemarknaden

WITH A SUMMARY IN ENGLISH:

Information and Remedies

Listed Companies and their Responsibility for False and Misleading
Information in the Stock Market

NORSTEDTS

ABSTRACT

Samuelsson, P., Information och ansvar: Om börsbolagens ansvar för bristfällig informationsgivning på aktiemarknaden.

INFORMATION AND REMEDIES: Listed Companies and their Responsibility for False and Misleading Information in the Stock Market. Norstedts Juridikförlag. 368 s. Stockholm 1991. 91-1-908162-6. CODEN: ISRN LUJDV/JUCI -91/1001-SE368. Date of issue: March 21, 1991

In this thesis I have chosen to examine the problem concerning the responsibility of listed companies for false and misleading information in the secondary segments of the stock market.

The thesis begin with a description of the rise and wide acceptance of the doctrine of "equal opportunity" in Swedish, English and American law *inter alia*. This view breaks through in Sweden in the 1970's and thereafter represents the established view on how to provide investor-protection.

One may criticize the use of the doctrine of equal opportunity as a frame of reference in the regulation of the stock market. This criticism might be summarized as concentrated on legislator's failure to pay enough attention to the fact that share quotations are sources of information *per se*.

It is not necessary however to stress the incompatibility of the doctrine of equal opportunity and modern economic theory. Fundamentally this conflict is about legislation of disclosure in the stock market, which neither ought nor can be reduced to an entrepreneurial problem. You must take into account the influence of information on price-formation. Where the equilibrium between conflict and complementarity lies is a question which needs careful weighing.

The existence of false and misleading information in the stock market might have dire consequences. Investment decisions may be rendered impossible and existing shareholders, as well as new investors, can be enticed into capital investments which they would not have otherwise ventured. This in its turn will have immediate and negative effects on price formation.

Due to Swedish law, liability may be of topical interest on a series of different grounds: (a) criminal liability; (b) liability due to stock exchange rules and regulations; (c) liability according to company law and (d) tort liability.

Sanctions following from criminal and stock exchange rules respectively are likely to be looked upon as main sanctions. However, damages cannot be ruled out in a research of responsibility for false and misleading information in the market. When the more precise conditions of tort liability are treated, it is done with support of economic analysis. This allows a transformed view of the system of sanctions generally and of liability specially. Particularly the technical definition of the concept of damage introduced in the dissertation is an immediate result of economic analysis.

Key words: Market fraud Negligence Securities

Per Samuelsson, Juridiska institutionen, Lunds universitet, Box 207, S-211 00 Lund, Sweden

Mångfaldigande av innehållet i denna bok, helt eller delvis, är enligt Lag (1960:729) om upphovsrätt till litterära och konstnärliga verk förbjudet utan medgivande av Norstedts Juridikförlag, Stockholm. Förbudet gäller varje form av mångfaldigande genom tryckning, stencilering, bandinspelning etc

ISBN 91-1-908162-6

© Per Samuelsson/Norstedts Juridikförlag 1991

Norstedts Juridikförlag ger ut böcker inom juridik, ekonomi och politik. Förlaget ingår i C E Fritzes AB. Formgivning: Rolf Hernegran

Tryck: Graphic Systems, Göteborg 1991

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Förord	11
Vissa förkortningar	13

Inledning

Avhandlingens ämne	17
Uppläggning	19
Avgränsningsfrågor	24
Metodfrågor	27

Huvudavdelning I

Historisk och ekonomisk bakgrund

Inledning	31
1. <i>Aktiemarknadens reglering – kort historik och utvecklingslinjer</i>	
Inledning	36
1.1 Sverige	38
1.1.1 Bolagsrättens utveckling	38
1.1.2 Lagstiftning om börsverksamhet m m	51
1.2 England	56
1.3 USA	71
2. <i>Aktiemarknad och information</i>	
Inledning	81
2.1 Aktiemarknadens informationseffektivitet	83
2.2 Insamling och bearbetning av information	87
2.3 Informationsdoktrinen och marknadens professionalisering	91

Huvudavdelning II

Börsbolagens informationsskyldighet

Inledning	95
3. <i>Redovisningsinformation</i>	
Inledning	98
3.1 Redovisningens utveckling	100
3.2 Redovisningsmedia	
Inledning	103
3.2.1 Kommunikation av redovisnings- information	104
3.2.2 Årsbokslut	107
3.2.3 Årsredovisning	108
3.2.4 Framtidsinriktad information m m	111
3.2.5 Interimsredovisning	112
3.2.6 Koncernredovisning	114
3.3 Extern kontroll	115
4. <i>Prospekt</i>	
Inledning	118
4.1 Emissionsprospekt	119
4.2 Introduktionsprospekt	121
4.3 Prospekt i samband med ett offentligt erbjudande	125
4.4 Underlåtenhet att upprätta prospekt	126
5. <i>Offentliga erbjudanden om aktieförvärv</i>	
Inledning	128
5.1 Offentliggörande av beslut att lämna ett offentligt erbjudande	131
5.2 Förhandlingsskyldighet enligt MBL 11 §	135
5.3 Styrelsens skyldighet att kommentera ett erbjudande	137
5.4 Upplyningsplikt under acceptfristen	137
6. <i>Uppgiftsskyldighet i övrigt</i>	
Inledning	139

Innehållsförteckning

6.1	Transaktioner med närstående	140
6.2	Förändrat innehav av aktier	142
6.3	Förändringar i bolagets ledning	144
6.4	Andra betydelsefulla händelser	145
7.	<i>Skyldigheten att korrigera offentliggjorda uppgifter</i>	147
8.	<i>Sekretess</i>	153

Huvudavdelning III

Ansvar och påföljder

Inledning	159
9. <i>Teorin om marknadsbedrägeri – The Market Fraud Theory</i>	
Inledning	163
9.1 De federala ansvarsreglerna i översikt	166
9.2 Särskilt om SEC rule 10b-5	
Inledning	168
9.2.1 Väsentlighet	172
9.2.2 Tillit som orsaksrekvisit	173
9.2.3 Graden av uppsåt	176
9.3 Presumerad tillit på aktiemarknaden	
Inledning	178
9.3.1 Marknadsbedrägeri och grupptalan	179
9.3.2 Beroendet av ekonomiska forskningsrön	180
9.3.3 Marknadsmässiga förutsättningar	183
9.3.4 Utvidgad tillämpning i en marknadskontext	185
9.3.5 Hävning av tillitspresumtionen	189
9.4 Argument mot tillämpningen av teorin om marknadsbedrägeri	
Inledning	190
9.4.1 Oförenlig med common law	192
9.4.2 Oförenlig med motiven bakom informations- reglerna	193

Innehållsförteckning

9.4.3	Oförenlig med hittillsvarande praxis	194
9.4.4	Vagheten hos begreppet "integrity of the market price"	195
10.	<i>Straffrättsligt ansvar – svindleri</i>	
	Inledning	197
10.1	Gärningsmannaskap	199
10.2	Spridande – offentliggörande	201
10.3	Vilseledande – oriktighet	202
10.4	Påverkan av priset eller analysunderlaget	203
10.5	Brottets subjektiva sida	206
10.6	Översikt över Målet mot Refaat El-Sayed (svindleridelen)	208
10.7	Tryckfrihetsförordningens inverkan	210
11.	<i>Fondbörsens möjligheter att ingripa mot bristfällig informationsgivning</i>	
	Inledning	212
11.1	Börsstyrelsens tillsyn av börsbolag	216
11.2	Lagreglerade sanktioner	
	Inledning	217
	11.2.1 Varning	218
	11.2.2 Avregistrering utan egen ansökan	219
11.3	Lagreglerade åtgärder	
	Inledning	222
	11.3.1 Föreläggande om åtgärd	222
	11.3.2 Börsstopp	225
11.4	Avtalsrättsligt reglerade sanktioner	
	Inledning	228
	11.4.1 Erinran	228
	11.4.2 Avtalsvite	230
11.5	Börsstyrelsens utredningsinstrument	
	Inledning	233
	11.5.1 Rätten att begära tillsynsinformation	233
	11.5.2 Fondbörsens observationslista	234
11.6	Börsföretagens processuella skydd	235
11.7	Pågående reformarbete	

Inledning	240
11.7.1 De nuvarande sanktionerna	241
11.7.2 Bidrag till rättegångskostnader m m	241
11.7.3 Disciplinnämnd	243
12. Skadeståndsansvar	
Inledning	245
12.1 Det bolagsrättsliga ansvarets struktur	
Inledning	247
12.1.1 Ansvaret mot bolaget (internt ansvar)	249
12.1.2 Ansvaret mot aktieägare och annan (externt ansvar)	
Inledning	254
12.1.2.1 Ansvarsgrunder	255
12.1.2.2 Direkt skada	258
12.1.2.3 Indirekt skada	259
12.1.3 Den juridiska personens eget ansvar	260
12.2 Ansvaret för ren förmögenhetsskada på aktiemarknaden	
Inledning	263
12.2.1 Den skadeståndsrettsliga "spärregeln"	266
12.2.2 Riskspridningsargumentet	275
12.3 Förutsättningar för skadeståndsansvar	
Inledning	281
12.3.1 Principer för ansvarsbedömningen – översikt	284
12.3.2 Det tillämpade skadebegreppet	287
12.3.3 Aktsamhetsbedömningen	291
12.3.4 Omständigheter som utesluter ansvar eller lindrar aktsamhetsbedömningen	298
12.3.5 Orsak och adekvans	
Inledning	301
12.3.5.1 Allmänt om orsakskravet	302
12.3.5.2 Adekvanskravet	304
12.3.5.3 Orsaksproblemet och den aktuella skadetyper	307

Innehållsförteckning

12.4	Skadeståndets beräkning	314
13.	<i>Sammanfattande diskussion om regleringen av börsbolagens informationsgivning</i>	
	Inledning	318
13.1	Motiv för reglering	318
13.2	Strukturella aspekter	321
13.3	Sanktioner och påföljder	327
	Summary in English	335
	Källförteckning	
	Propositioner, kommittébetänkanden m m	351
	Litteratur	352
	Rättsfall	360
	Rekommendationer, skrivelser m m	363
	Sakregister	365

FÖRORD

Professor Carl Martin Roos gav uppslaget till det valda ämnet och har tillsammans med professor Michael Bogdan varit min handledare under hela avhandlingstiden. Båda har läst avhandlingsmanus i olika omgångar och därvid givit goda råd och anvisningar.

Vid sidan av mina handledare har juris kandidaterna Gunnar Nord och Robert Ohlsson med stort tålamod och intresse följt avhandlingsarbetet från början. Jag har funnit deras reservationer, förslag och korrigeringar mycket värdefulla.

Utöver de nämnda personerna har flera andra vid olika tidpunkter läst manusutkast och bistått med värdefulla synpunkter. Denna möjlighet till tankeutbyte har varit utomordentligt givande och ett av de mest stimulerande inslagen i ett annars ensamt arbete.

Min förhoppning är att jag skall ha gjort alla dessa bidrag rättvisa. Detta innebär inte att de som läst hela eller delar av avhandlingen håller med om allt som påstås. Tvärtom har jag goda skäl att betvivla att så skulle vara fallet.

Utan bibliotek ingen avhandling. Under hela avhandlingstiden har personalen vid juridiska seminariebiblioteket alltid lika beredvilligt bistått med råd och hjälp.

Juridiska fakulteten vid Lunds universitet har frikostigt ställt erforderliga resurser till förfogande. Därutöver har ekonomiskt stöd erhållits från Torsten och Ragnar Söderbergs stiftelser, Institutet för rättsvetenskaplig forskning, Stiftelsen Företagsjuridik, Tore Alméns minnesfond, Emmy Ekbergs stipendiefond no 1 och Stiftelsen för främjande av ekonomisk forskning vid Lunds universitet. Resebidrag har tilldelats mig av Svenska Institutet, Stiftelsen Företagsjuridik, Stiftelsen för Börsrätt, Hans Emil Hanssons forskningsfond, Landshövding Per Westlings minnesfond samt Knut och Alice Wallenbergs Stiftelse.

Översättningen av "Summary in English" samt språkgranskning har utförts av universitetslektor Rolf Johansson.

Emil Heijnes stiftelse, Stiftelsen för Börsrätt, Torsten och Ragnar Söderbergs stiftelser, samt Stiftelsen för främjande av ekonomisk forskning vid Lunds universitet har lämnat bidrag till bokens tryckning.

Var och en som brottats med ett avhandlingsprojekt vet vad detta för med sig för den närmaste omgivningen. Mitt tack till min hustru och familj måste därför bli av ett särskilt slag. Utöver de rent intellektuella bidragen har de också bistått med ständig uppmuntran och förståelse. Dessutom har de låtit mig hållas och funnit sig i att mycket tid och uppmärksamhet måste ägnas åt ett arbete av detta slag.

Av detta framgår, om inte annat, att avhandlingsskrivande tar många personers tid och betydande resurser i anspråk. Till envar vill jag rikta ett uppriktigt och varmt tack!

Lund den 1 oktober 1990

Per Samuelsson

VISSA FÖRKORTNINGAR

A a s	Anfört arbete sidan.
A a s s	Anfört arbete samma sida.
ABL	Aktiebolagslag. Om inget annat anges åsyftas <i>aktiebolagslag (1975:1385)</i> .
AF	Aktiemarknadsbolagens Förening.
AMEX	American Stock Exchange.
AmN	Aktiemarknadsnämnden.
ASL	Admission of Securities to Listing, ISE (London).
AvtL	Avtalslagen.
BCLC	Butterworths Company Law Cases.
BF	Förordning (1979:996) om Stockholms fondbörs.
BFL	Bokföringslag (1976:125).
BFN	Bokföringsnämnden.
Bi	Bankinspektionen.
BiH	Börsinformation – en handledning.
BL	Lag (1979:749) om Stockholms fondbörs.
BrB	Brottsbalken.
<i>Bus Law</i>	<i>Business Lawyer.</i>
<i>Cal L Rev</i>	<i>California Law Review.</i>
CA	Companies Act.
CCH	Commerce Clearing House.
CFTC	Commodities and Futures Trading Committee.
Cmnd	Command Paper (Paper represented by Command of Her Majesty).
DTI	Department of Trade and Industry.
EG	Europeiska gemenskaperna.
EEC	European Economic Community.
<i>Ekon Deb</i>	<i>Ekonomisk Debatt.</i>
FAR	Föreningen Auktoriserade Revisorer.

Vissa förkortningar

FASB	Federal Accounting Standards Board.
Fed Sec L Rep	Federal Securities Law Reporter.
Fin Serv Rep	Financial Services Reporter.
<i>Fordham L Rev</i>	<i>Fordham Law Review.</i>
FSA	Financial Services Act 1986.
<i>Geo Wash L Rev</i>	<i>The George Washington Law Review.</i>
<i>Harv L Rev</i>	<i>Harvard Law Review.</i>
HD	Högsta domstolen.
Hovr	Hovrätt.
IECL	International Encyclopedia of Comparative Law.
IRK	Inregistreringskontraktet mellan Stockholms fondbörs och börsföretag.
IRK (Bas)	IRK, baskontraktet.
IRK (Bil 1)	IRK, Bilaga 1.
IRK (Bil 2)	IRK, Bilaga 2.
ISE	The International Stock Exchange of the United Kingdom and the Republic of Ireland.
<i>J Marshall L Rev</i>	<i>The John Marshall Law Review.</i>
<i>J Bus</i>	<i>Journal of Business.</i>
<i>J Bus L</i>	<i>The Journal of Business Law.</i>
<i>J Corp L</i>	<i>The Journal of Corporation Law.</i>
<i>J Fin</i>	<i>Journal of Finance.</i>
<i>J L & Econ</i>	<i>Journal of Law and Economics.</i>
JustR	Justitieråd.
KBrB (I)	Beckman m fl: <i>Kommentar till Brottsbalken I</i> (1987).
K M:t	Kunglig Majestät.
<i>L Libr J</i>	<i>Law Library Journal.</i>
<i>L Q Rev</i>	<i>Law Quarterly Review.</i>
LRE	Lag (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag m m.
LSF	Lag (1990:409) om skydd för företagshemligheter.
LU	Lagutskottet.
<i>Mal L Rev</i>	<i>Malaya Law Review.</i>
<i>Mich L Rev</i>	<i>Michigan Law Review.</i>
MLR	<i>The Modern Law Review.</i>
MBL	Lag (1976:580) om medbestämmande i arbetslivet.
NASD	National Association of Securities Dealers.

Vissa förkortningar

NBK	Näringslivets börskommitté.
NBK:F	Näringslivets Börskommitté. Rekommendation rörande offentliggörande vid förvärv av större aktieposter m m (1984).
NBK:OE	Näringslivets börskommitté. Rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv (Juni 1988).
NBK:P	Näringslivets börskommitté. Rekommendation om utformning av prospekt (Mars 1986).
NJA	Nytt juridiskt arkiv avdelning I.
NJA II	Nytt juridiskt arkiv avdelning II.
<i>N Y U L Rev</i>	<i>New York University Law (Quarterly) Review.</i>
NYSE	New York Stock Exchange.
OTC	Over the Counter.
<i>Oxf JLS</i>	<i>Oxford Journal of Legal Studies.</i>
PRV	Patent- och registreringsverket.
para	Paragraph.
prop	Proposition.
RB	Rättegångsbalken (1942:740).
RedR	Redovisningsrådet.
RF	Regeringsformen.
RICO	The Racketeer Influenced and Corrupt Organizations Act.
SA 1933	Securities Act of 1933.
SAR	The Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares.
SEA 1934	Securities Exchange Act of 1934.
SEC	Securities and Exchange Commission.
<i>Sec Reg L J</i>	<i>Securities Regulation Law Journal.</i>
SIB	Securities and Investments Board.
SkL	Skadeståndslag (1972:207).
SOU	Statens offentliga utredningar.
SRO	Self Regulating Organisation.
<i>Stan L Rev</i>	<i>Stanford Law Review.</i>
<i>SvJT</i>	<i>Svensk Juristtidning.</i>
<i>TfR</i>	<i>Tidsskrift för Rettsvetenskap.</i>
<i>TJFF</i>	<i>Tidskrift för Juridiska Föreningen i Finland.</i>
TT	Tidningarnas Telegrambyrå.

Vissa förkortningar

<i>Va L Rev</i>	<i>Virginia Law Review.</i>
Vd	Verkställande direktör.
VMK	Värdepappersmarknadskommittén (Slutbetänkande SOU 1989:72).
VML	Lag (1985:571) om värdepappersmarknaden.
VPC	Värdepapperscentralen.
<i>Wash & Lee L Rev</i>	<i>Washington and Lee Law Review</i>
<i>Yale L J</i>	<i>The Yale Law Journal.</i>

INLEDNING

I could begin again of course, he said with a slight weariness, but it would mean wasting some very good stuff.

*Flann O'Brien**

Avhandlingens ämne

Det problem jag valt att behandla är börsbolagens ansvar för bristfällig informationsgivning på aktiemarknadens sekundärmarknadssegment.¹

I vid mening tjänar kapitalmarknaderna – där aktiemarknaden utgör en del – huvudsakligen två syften.²

På det individuella planet medger de en periodisering av enskilda personers konsumtion. Om t ex A har höga inkomster under åren 1–5 och låga under år 6–10, kan han välja att spara under de ”goda åren” och hålla jämn konsumtionsnivå under hela 10-årsperioden. Kapitalmarknaderna underlättar denna individuella planering genom de placeringsmöjligheter som finns. För det andra tillgodoser kapitalmarknaderna det för hela samhälls-ekonomi avgörande allokeringensbehovet av kapital från sparande till investeringar. Dessa två funktioner står i ett ömsesidigt beroendeförhållande till varandra. Genom att den konsumtion som enskilda personer avstår idag, frigör kapital som kan investeras, möjliggörs i sin tur produktion av varor m m som kan konsumeras i framtiden.

Det ligger alltså i hela samhällets intresse att kapitalmarknaderna kan fylla sina uppgifter på bästa möjliga sätt.

Marknadens allokering funktion kommer främst till uttryck på *primär-*

* Ur ”At Swim-Two-Birds”.

¹ Den valda terminologin förklaras efterhand i det närmast följande.

² Kapitalmarknaden har tre huvuduppgifter som alla står i ett ömsesidigt beroendeförhållande till varandra. På *primärmarknaden* introducerar företagen riskkapitalinstrument (t ex aktier) eller skuldinstrument (t ex långfristig upplåning av obligationer eller kortfristig upplåning på penningmarknaden). *Sekundärmarknaden* möjliggör omedelbara omfördelningar eller likvidering av enskildas innehav. *Options- och terminsmarknaderna* medger ytterligare möjligheter till riskfördelning. Se SOU 1989:72 s 269. För en beskrivning av optionsmarknaderna, se SOU 1988:13.

marknaden. På detta marknadssegment kan företagen t ex anskaffa riskkapital genom nyemissioner. En förutsättning för att företagen skall kunna genomföra emissioner och därmed öka sitt eget investeringskapital är en fungerande *sekundärmarknad*.³ Om inte aktieägare kan omsätta sina aktier på en sekundärmarknad till kurser som avspeglar all tillgänglig information, minskar också deras benägenhet att placera kapital i nyemitterade aktier.⁴

Aktiemarknaden fyller således en viktig funktion i samhällsekonomin genom att medge omfördelning av såväl kapital som risker till låga kostnader. Dess betydelse har ökat på ett dramatiskt sätt under det senaste decenniet. Inte minst märks detta genom att de svenska aktiebolagens anskaffning av riskkapital, som fram till slutet av 1970-talet till övervägande delen skedde via banksystemet, numera till betydande del sker via aktiemarknaden.⁵

Det indirekta sparandet via olika fonder har också gett aktiemarknaden en central plats i det allmänna medvetandet. Värdepappersmarknadskommittén SOU 1989:72 (förkortas VMK i det följande), konstaterade i sitt betänkande att denna utveckling delvis skett i obalans.⁶ Den volymmässiga ökningen har inte följts upp på andra områden och debatten om börsetik är ett välkänt exempel på att allt större krav också måste ställas på de emitterande bolagen (aktiemarknadsbolagen), bankerna, fondkommissionsbolagen, börsen m fl.

Som övergripande målsättning för regleringen av aktiemarknaden har sedan länge framförts vikten av att "värna allmänhetens förtroende för marknaderna". Även VMK betonar denna aspekt. Till detta lägger utredningen att verksamheterna måste bedrivas effektivt och säkert samt att börshandeln också skall kunna bedrivas "varaktigt och uthålligt" i vårt land.⁷ VMK preciserar dessa allmänna mål i några mer konkreta punkter:⁸

1. Systemen för handel och clearing måste vara snabba och säkra.
2. Handeln skall präglas av hög likviditet.

³ På *primärmarknaden* emitterar företag riskkapitalinstrument t ex aktier. Detta marknadssegment omfattar sålunda den "första" transaktionen i ett bolags aktier, ex vis genom försäljning av aktier genom en nyemission. Det emitterande bolaget är part i denna transaktion. Till *sekundärmarknaden* hänförs alla transaktioner i ett bolags aktier som sker därefter. Kännetecknande är att de sker på en anonym marknad och att partsställningen oftast är oklar.

⁴ Claesson (1987) s 2.

⁵ Se SOU 1988:13 s 46. Jfr med den målsättning som ställdes upp för de reformer av den engelska marknaden som så småningom ledde fram till införandet av FSA, se avsnitt 1.2 vid not 135.

⁶ SOU 1989:72 (Del 1) s 271.

⁷ A a s s.

⁸ A a s s.

Uppläggnig

3. Konkurrens på marknaden måste upprätthållas.
4. Kurssättningen bör baseras på all tillgänglig information.
5. Informationsgivningen skall präglas av
 - omedelbarhet,
 - samtidighet,
 - öppenhet,
 - fullständighet,
 - korrekthet,
 - snabbhet *och*
 - likabehandling.
6. God sed på marknaden skall iakttas.

För att säkerställa dessa mål måste regelsystemet utvecklas och effektiva kontroll- och tillsynsmöjligheter skapas.⁹

Redan av ovanstående uppräknig framgår att informationsflödet från bolag till marknad (p 4–5) på flera sätt är helt avgörande för aktiemarknadens funktionsförmåga. För det första är detta flöde en förutsättning för att prisbildningen på de olika marknadssegmenten (primär- respektive sekundärmarknaden) skall fungera tillfredsställande. För det andra anses obligatorisk informationsgivning vara det mest effektiva instrumentet för att åstadkomma ett investerarskydd.

Det är denna betoning av informationens betydelse på aktiemarknaden, exemplifierat med det senaste i raden av övergripande lagstiftningsinitiativ, som utgör grunden till ämnesvalet.

Avhandlingsarbetet har inte präglats av ett sökande efter definitiva svar. Den vägledande målsättningen har i stället varit att försöka presentera ett delvis nytt perspektiv på informationsreglerna och på vissa ansvarsfrågor.

Uppläggnig

Avhandlingen är uppdelad på tre huvudavdelningar. I stort sett bör den valda dispositionen vara självförklarande men några kommentarer skall ändå ges.

Huvudavdelning I behandlar framväxten av det som i avhandlingen benämns informationsdoktrinen. Denna regleringsfilosofi tycks utgöra – reflekterat eller oreflekterat – den bakomliggande orsaken till att lagstadgad

⁹ A a s 272.

informationsplikt kommit att få den betydelse den har på snart sagt alla aktiemarknader när det gäller att skapa ett investerarskydd.

Tanken bakom att åstadkomma ett investerarskydd genom informationsgivning är i korthet följande. Om varje bolag som vänder sig till allmänheten med ett erbjudande om aktieteckning samtidigt åläggs en långtgående skyldighet (genom lag och självreglering) att offentliggöra information, av betydelse för bedömningen av dess ställning i ekonomiskt hänseende, möjliggör detta för placerare att fatta väl underbyggda placeringsbeslut. Riskerna att bli vilseledd minskar därmed också.

Metoden att en statlig myndighet genomför en kvalitetskontroll av de emitterande bolagen, innan de tillåts vända sig till allmänheten med ett erbjudande om aktieteckning, är visserligen tänkbar, men har likväl aldrig slagit igenom som ett godtagbart alternativ till informationsdoktrinen.¹⁰

När informationsregler började användas som ett lagtekniskt instrument, låg tonvikten på information i samband med erbjudande om aktieteckning (prospektkrav). Därefter har betoningen förskjutits till skyldigheten att regelbundet offentliggöra redovisningsinformation (periodisk informationsgivning) och betydelsefulla händelser i övrigt (kontinuerlig informationsgivning). Ett skäl till denna förskjutning är förmodligen de ökade insikterna om informationsgivningens betydelse för prusbildningen på sekundärmarknaden.

Enligt den berörda regleringsfilosofin är den ideala modellen för placeringsbeteende att alla individuella investerare noggrant studerar all relevant information som finns tillgänglig om ett enskilt företag innan han eller hon fattar sitt placeringsbeslut. Investeraren antas vara en självständig ekonomisk aktör som eftersträvar så mycket information som möjligt. Målet med lagstiftning och självreglering är därför att skapa garantier för att dessa behov tillgodoses.

De rättvisepprinciper (rätten till "equal opportunity") rörande informationens samtidiga tillgänglighet för alla placerare, som särskilt tydligt framträder i de amerikanska Securities Acts, är för övrigt ett av argumenten för att upprätthålla ett insiderförbud.¹¹ Om informationsdoktrinen är styrande för lagstiftarens syn

¹⁰ I detta sammanhang bör det dock anmärkas att Stockholms fondbörs genomför en undersökning av varje bolag innan börsintroduktion beviljas. Häri ligger en form av kvalitetskontroll som i vart fall omfattar introduktionsfasen.

¹¹ Se även det utkast till europarådskonvention rörande insiderregler som förelagts European Committee on Legal Cooperation den 23–27 november 1987. De två hänsyn som skall styra denna konvention är (a) "equality of opportunity between investors" och (b) "the credibility of the market".

på informationsgivning, innebär insiderhandel ett brott mot principen om alla placerares jämställdhet. Detta förklarar också varför insiderhandel ofta framställs som inbegreppet för illojala beteenden på aktiemarknaden och att insiderförbud ofta utformas som en regel av typen "disclose or abstain".

Informationsdoktrinen framväxt, utveckling och breda accepterande i vårt land, England och USA, beskrivs i kapitel 1 inom ramen för bolags- och börsrättens utveckling i dessa länder. England och USA dominerar framställningen. Detta är delvis en följd av tillgången på material. Andra orsaker är att marknaderna i dessa länder är större, att den rättsliga utvecklingen pågått under längre tid osv.

Det rimliga i den syn på hur ett investerarskydd bäst tillhandahålls, som informationsdoktrinen representerar, har blivit starkt ifrågasatt. Många föredrar att i stället se informationsgivning som en form av sofistikerad kommunikation mellan de uppgiftsskyldiga företagen och de professionella marknadsaktörerna. Privatpersoner och andra mindre placerare har mycket små möjligheter att hävda sig på denna nivå.¹² I de flesta fall saknar denna grupp aktieägare erforderliga resurser i form av kunskaper och tid för att analys av data skall bli meningsfull och lönsam.¹³ Denna kritik är koncentrerad till kapitel 2 och analysen sker där i huvudsak med stöd av ekonomisk teori.

Huvudavdelning II (kap 3–8) ägnas i det närmaste helt åt de materiella informationsreglerna. Framställningssättet är till övervägande delen deskriptivt, men ambitionen har också varit att lyfta fram åtminstone några principiella problem.¹⁴ Däremot har jag inte alls strävat efter att mångfaldiga antalet praktiska exempel. Eftersom avsikten inte varit att skriva en handbok och de analytiska (och förmodligen även de praktiska) vinsterna av ett sådant till-

¹² Denna uppdelning i två grupper placerare kommer att motiveras närmare i kap 2.

¹³ Information är en term som används flitigt i avhandlingen. Med information avses data som är meningsfull (eller analytiskt användbar) för mottagarna – i praktiken allting som underlättar förutsägelser om ett företags framtida ekonomiska ställning. Data är det råmaterial som möjliggör produktion av information. Mängden data i ett börsföretag är oöverblickbar för utomstående och måste därför bearbetas till information redan i företaget. Detta innebär inte att information i någon mening är direkt applicerbar som beslutsunderlag, men väl användbar som analysmaterial i samband med den beslutsprocess som föregår ett placeringsbeslut. Förenklat innebär detta att data möjliggör produktion av information och att information i sin tur möjliggör förståelse. Se Samuelsson (1989) s 200.

¹⁴ I ett arbete av detta slag kan det diskuteras om det är meningsfullt att försöka dra någon demarkationslinje mellan de deskriptiva och de värderande momenten med tanke på den stora betydelse systematiken har för arbetet som helhet.

vägagångssätt får anses begränsade, har inriktningen i stället varit att skapa en användbar kuliss för den senare analysen av sanktions- och ansvarsreglerna.

I avhandlingen har den analytiska ansatsen koncentrerats till *huvudavdelning III*. Där analyseras de rättsliga problem som är förknippade med ansvaret för bristfällig informationsgivning på aktiemarknadens sekundärmarknadssegment.¹⁵ Med bristfällig informationsgivning avses i detta sammanhang *dels* felaktig information, *dels* uppgifter som i strid med en skyldighet i lag, kontrakt eller självreglering förtigs.

Enligt en empirisk undersökning som företogs i USA är de förekommande bristfälligheterna vanligen av följande art:¹⁶

1. Under- eller övervärdering av historiska eller aktuella intäkter.
2. Under- eller övervärdering av tillgångar och dess effekt på intäktsberäkningen.
3. Förtigande av beslut och händelser, t ex nya upptäckter, planerade offentliga erbjudanden, pågående rättsliga processer osv.
4. Väsentliga händelser är offentliggjorda, men på ett sådant sätt att deras rätta betydelse förringas.
5. "Övriga fall".

Förekommer bristfällig informationsgivning på aktiemarknaden kan det få flera allvarliga konsekvenser. Det kan tänkas att investeringsbeslut omöjliggörs eller försvåras och såväl befintliga aktieägare som nya investerare kan förledas till kapitalplaceringar som de inte skulle ha genomfört om de hade varit korrekt informerade. I sin tur får detta omedelbara och negativa effekter på prisbildningen.

Huvudavdelning III inleds med en beskrivning av hur man i amerikansk rätt betraktar de ansvarsfrågor som kan uppkomma när en person kräver skadestånd för ekonomiska förluster till följd av bristfällig informationsgivning. Det finns en rad olika ansvarsgrunder, men jag har valt att beskriva amerikansk praxis i anslutning till SEC rule 10b-5. Skälet till att just 10b-5 valts är *dels* att regeln har en central roll som sanktionsinstrument, *dels* att

¹⁵ Avhandlingen tillämpar den definition av börsbolag som ges i lag (1985:571) om värdepappersmarknaden (VML) 4 § 3 p. Ett börsbolag är enligt definitionen ett svenskt aktiebolag som utgivit aktier som är inregistrerade vid Stockholms fondbörs eller som trätt i stället för utgivare av sådana aktier. Termen aktiemarknadsbolag inbegriper även OTC-bolag men avhandlingen behandlar bara börsbolag.

¹⁶ Jennings-Reckers-Kneer *12 Sec Reg L J (1985)* s 352.

amerikanska domstolar i några fall bl a uppmärksammat ekonomisk teori i domskålen på ett sätt som också kan vara av intresse för svensk rätt.

Enligt svensk rätt kan ansvar aktualiseras på en rad olika grunder.¹⁷

1. Straffrättsligt ansvar.
2. Börsrättsligt ansvar.
3. Aktiebolagsrättsligt ansvar.
4. Skadeståndsrättsligt ansvar.

Dessa ansvarsgrunder beskrivs och analyseras i tur och ordning. Bolags- och skadeståndsrättsligt ansvar behandlas parallellt i kap 12.

Det ter sig förmodligen främmande för vår rättskultur att ställa skadeståndssanktionen i centrum.¹⁸ De sanktioner som följer av de straff- respektive börsrättsliga reglerna torde av många betraktas som huvudsanktioner. Svindleriparagrafen (BrB 9 kap 9 §) utgör otvivelaktigt ett kraftfullt redskap i detta sammanhang.¹⁹ De börsrättsliga sanktionerna utgörs av erinran, varning, vite och avregistrering i stigande skala.

Skadestånd, på aktiebolagsrättslig eller allmän skadeståndsrättslig grund, kan trots sin tillbakaskjutna roll inte utelämnas vid en undersökningen av ansvaret för bristfällig informationsgivning på sekundärmarknaden. Det finns nämligen en individuell och privaträttslig dimension i handeln med aktier som i händelse av att en förlust åsamkas till följd av bristfällig informationsgivning inte kan tillgodoses genom de övriga sanktionerna.

Förmögenhetsskador till följd av bristfällig informationsgivning är ju heller ingen ovanlig företeelse och de kan uppkomma på en rad olika sätt. Om ett kreditupplysningsföretag av vårdslöshet lämnar felaktiga solvensupplysningar som sedan läggs till grund för bedömningen av en viss persons kreditvärdighet, kan skada drabba både den som upplysningarna avser och den som begärt dem. I dessa och liknande fall torde det inte vara förenat med några större principiella svårigheter att se det berättigade i skadestånds-

¹⁷ Begreppet ansvar används i skiftande betydelser i juridiskt språkbruk. Se Hart-Honoré (1985) s xliii. I avhandlingen relateras termen primärt till ansvarssubjekten och får därför närmast följande innebörd: ansvarig är den person (fysisk eller juridisk) som enligt rättsliga normer eller överväganden skall stå för följderna av en viss handling eller underlåtenhet.

¹⁸ Se Roos (1990) s 21–25.

¹⁹ På senare år har det framförts från rättsvetenskapligt håll att svindleristadgandet i BrB 9 kap 9 § hittills haft en alltför undanskymd roll som sanktion för bristfällig informationsgivning. För dessa synpunkter och en behandling av andra grunder för straffansvar hänvisas till Löfmarck (1987). Se även Lüning (1986) s 28 ff.

anspråken, rekonstruera skadeförloppet, bestämma partsförhållandet, orsakssambandet osv.²⁰

När denna skadetyper förekommer på en aktiemarknad är situationen annorlunda. Bortsett från de principiella svårigheter som möjligen är förbundna med att medge ersättning för denna skadetyper, finns det också en rad praktiska svårigheter. Om exempelvis ett emissionsprospekt innehåller felaktiga uppgifter i positiv riktning, leder detta som regel till att fler investerare blir intresserade av att placera pengar i det emitterande företaget än vad fallet varit om korrekt information lämnats. Samtidigt kan andra investerare ha tagit del av den information som ges i prospektet och sedan köpt aktier på den öppna marknaden.

Att avgöra huruvida en placerare överhuvudtaget åsamkats någon förlust som en följd av att felaktig information offentliggjorts, och om så är fallet hur denna skadas storlek skall beräknas, är andra exempel på svårigheter som möter. Därutöver är såväl mottagarkretsens storlek, dess identitet som användningen av upplysningarna obestämda faktorer. Vid första anblicken verkar det närmast utsiktslöst att fastställa alla relevanta fakta på ett sådant sätt att det är möjligt att gå vidare och diskutera eventuella skadeståndsanspråk.

I kap 12 diskuteras bl a de nämnda svårigheterna. När de närmare förutsättningarna för skadeståndsansvar analyseras i avsnitt 12.3 sker detta mot bakgrund av de slutsatser som presenterades i kapitel 2 (och i viss mån även kapitel 9), nämligen att informationsdoktrinen inte längre representerar en helt igenom verklighetstrogen bild av placerarbeteende och prisbildning. Denna förändring bör även påverka synen på sanktionssystemet i allmänhet och ansvarsbedömningen i synnerhet. Särskilt den förespråkade tekniska definitionen av skadebegreppet som presenteras i avsnitt 12.3.2 är en direkt konsekvens av beskrivningen i kap 2.

Avgränsningsfrågor

Avhandlingens analys av ansvaret för bristfällig informationsgivning omfattar i princip bara problem relaterade till svensk rätt och den svenska aktiemarknadens sekundärmarknadssegment.²¹ Ämnesområdet är redan med denna långtgående avgränsning mycket vidsträckt och någon gång

²⁰ Se t ex Kleinman (1987); Heuman (1987) och Moberg (1987).

jämförelsevis komplicerat. För att i görligaste mån fokusera på de principiella frågeställningarna har jag försökt att använda ett koncentrerat framställnings-sätt.

I de fall korsnotering av aktier förekommer, dvs att något bolag låtit notera aktier vid mer än en nationell fondbörs, kan särpräglade problem uppkomma. Om ett bolag t ex låtit notera sina aktier både i Stockholm och New York tillämpas olika krav på informationsgivning.²² Problem av denna natur behandlas inte.²³

När transaktioner sker på aktiemarknaden utgör aktierna lös egendom och kan på vanligt sätt överlätas och förvärvas under iakttagande av de begränsningar som följer av lag eller avtal. Vid överlåtelse av aktie mot vederlag i kontanta medel föreligger ett köp och om vederlaget utgörs av annan egendom än pengar föreligger byte och i båda fallen kan obligations-rättsliga regler tillämpas.

Även när bolaget företar en nyemission av aktier kan ett förvärv ske på olika sätt. Den enklaste formen är kontantemission, där förvärvaren erhåller en aktie i bolaget mot att han till bolaget betalar in ett överenskommet penningbelopp. En annan variant är apportemission som innebär att aktieförvärvaren i stället för pengar tillskjuter egendom, t ex aktier. När transaktionen sålunda sker på primärmarknaden kan i princip både de inom- och utomobligatoriska ansvarssystemen, de börsrättsliga sanktionerna och det straffrättsliga ansvaret för svindleri aktualiseras parallellt. Enligt den nya köprätten som träder i kraft den 1 januari 1991 förändras dessutom ansvaret på flera punkter.

Ett förvärv av aktier vid en nyemission eller vid ett bolags bildande anses enligt nu gällande rätt inte utan vidare kunna klassificeras som ett förvärv genom köp eller byte.²⁴ Detta medför i sin tur att förvärv av aktier i samband med en nyemission inte passar in i den etablerade förmögenhetsrättsliga

²¹ Huvudavdelning I är dock mer allmänt hållen och behandlar informationsproblematiken med utgångspunkt från aktiemarknaden som helhet. Angående distinktionen mellan primär- och sekundärmarknad se ovan vid not 2.

²² Anta att aktieägare på den amerikanska marknaden erhåller utförligare information än de som placeras på den svenska marknaden. Strider detta mot de för bolagsrätten centrala likabehandlingsprinciperna?

²³ Konsekvensen blir således att internationellt privat- och straffrättsliga problem inte beaktas i avhandlingen. Se Nerep (1983) s 203–261. Förf behandlar där den alltmer aktuella frågan om de amerikanska reglernas tillämplighet i rummet.

²⁴ Se Lüning (1986) s 24–27 med hänvisningar.

systematiken. I stället utgör det en särskild form av förvärv som innehåller avtalsrättsliga komponenter. En fråga man kan ställa sig är om allmänna förmögenhetsrättsliga principer kan tillämpas på omständigheter vid avtalets ingående eller om det finns särskilda bolagsrättsliga aspekter som hindrar detta, t ex skyddet för bolagets kapital.²⁵

Den traditionella och tämligen väl etablerade synen är att en aktieteckning inte får angripas med utgångspunkt från de allmänna ogiltighetsreglerna i civilrätten efter tidpunkten då registrering av kapitalökningen har skett.²⁶ Skyddet för bolagets bundna kapital är den främsta orsaken till att just denna tidpunkt valts.²⁷ Detta gäller både när bolaget är under bildande och när aktiekapitalet skall ökas i ett befintligt bolag.

Möjligen kommer den reformerade köprätten att innebära en ny situation i berört hänseende. Att förvärv av aktier i samband med nyemissioner kommer att omfattas av det köprättsliga ansvarssystemet torde i sig vara okontroversiellt.²⁸ Skador som uppkommer i kontraktsförhållanden beaktas emellertid inte i avhandlingen. Detta följer av att avhandlingen koncentreras till de ansvarssituationer som uppkommer på sekundärmarknaden. När transaktioner sker på sekundärmarknaden förefaller det inte rimligt att tillämpa obligationsrättsliga regler. Oklarheter i partsställningen är alltför stor.

Av samma skäl berörs inte heller på kontraktsförhållanden grundade garantifiktionser av det slag som ibland förekommer i rättspraxis och diskussioner i doktrin.²⁹ Ansvaret för garantier och andra uttalanden skulle kunna få betydelse som en följd av den glidning som ibland sker mellan de inom- och utomobligatoriska ansvarsgrunderna. Genom att ställa upp en sådan fiktion kan ett visst uppgiftslämnande kanaliseras till kontraktssfären, med åtföljande ansvar för det bolag som offentliggjort uppgifterna.³⁰

²⁵ Se Karlgren *SvJT* (1938) s 187; Danielsson (1952) s 83 ff.

²⁶ Rodhe (1989) s 43.

²⁷ Bundet eget kapital är enligt terminologin i ABL aktiekapitalet, reservfonden och eventuell uppskrivningsfond, ABL 11 kap 7 §.

²⁸ Enligt förslaget (1 §) gäller lagen köp av lös egendom. I prop 1988/89:76 s 61 sägs att aktier omfattas av den gemensamma beteckningen "lös egendom". Där påpekas också följande: "Köpeobjektets speciella karaktär kan därför motivera avsteg från de regler som gäller i fråga om köp av lös egendom i allmänhet." Se även Hästad (1990) s 25. Exakt vad den nya köprätten kommer att innebära i nyemissionsfallen är bl a mot denna bakgrund svårt att närmare förutse. Jfr norsk rätt, Aarbacke *TjR* (1989).

²⁹ Den gräzon som i garantifallen uppkommer mellan kontrakts- och delikträttsligt ansvar diskuteras bl a av Hellner (1984) s 265 ff, 313 ff; Kleineman (1987) s 153 ff och André (1984) s 237 ff.

³⁰ Återigen bör det anmärkas att den nya köprätten ställer saken i ett annat läge.

Metodfrågor

Inte heller beaktas försäkringsrättsliga aspekter eftersom aktieplacerares möjligheter att försäkra sig mot skador av det slag det här är frågan om (kursförluster) *a priori* bedömts vara obefintlig. I vilken mån ansvarsförsäkring på den skadevällandes sida täcker anspråk av ifrågakommande slag är inte undersökt.

Metodfrågor

Tyvärr kan jag inte påstå att arbetet följt en på förhand bestämd metod, däremot har metodfrågor varit en ständigt aktuell och angelägen fråga under hela avhandlingstiden. Eftersom jag i ett annat sammanhang i korta drag beskrivit några av den rättsvetenskapliga metodens kännetecken, koncentreras det följande på två områden som kan ha betydelse för förståelsen av avhandlingen:³¹

1. Bruket av utländska rättskällor.
2. Bruket av ekonomiska forskningsrön.

Engelsk och amerikansk rätt har stor betydelse för avhandlingen. Dokumenterade erfarenheter inom dessa rättsordningar ger nämligen stöd för uppfattningen att de rättsliga frågor som rör informationsansvaret på aktiemarknaden är betydelsefulla, kanske t o m avgörande för marknadens funktionsförmåga.

Utländsk rätt ger också möjligheter till en annan iakttagelse, närmast av rättssystematisk karaktär. Redan i inledningen av arbetet med avhandlingen valde jag att studera engelsk rätt. Bakom låg funktionella överväganden.³² London-marknaden var och är den dominerande i Europa och utvecklingen inom EG kunde lämpligen studeras inom ramen för engelsk rätt.³³

I England inleddes vid mitten av 1980-talet ett gigantiskt reformprogram som så småningom ledde fram till genomförandet av the Financial Services Act 1986 (förkortas FSA i det följande), inrättandet av the Securities and Investments Board (SIB), m fl synnerligen genomgripande strukturella förändringar.³⁴ Vad FSA bl a gjorde mig uppmärksam på var att denna lagstift-

³¹ Se Samuelsson-Skoggh (1989) s 101–110.

³² Zweigert-Kötz (1987) s 31; Peczenik (1988) s 271 ff; Farrar-Dugdale (1984) s 223.

³³ För en översikt hänvisas till Werlauff (1989). Se även Farrar (1985) s 641 ff och Wymeersch (1989).

³⁴ För en översiktlig framställning hänvisas till Rider-Abrams-Ferran (1989).

ning innebar ett "börsrättens" definitiva uppbrott från bolagsrätten i England.

Det symposium som anordnades av juridiska fakulteten i Lund år 1984 för att bl a diskutera forsknings- och lagstiftningsbehoven i anslutning till kapitalmarknaderna, kunde ses som en första antydning till att börsrätten höll på att växa ur den bolagsrättsliga kostymen även i vårt land.³⁵ Det blir således allt tydligare att rättsliga problem relaterade till aktiemarknadsbolagen, marknadens organisation av handel och leveranser, de finansiella mellanhänderna m m kan komma att aktualisera en ny indelning av de befintliga rättsreglerna.

I amerikansk rätt är situationen av historiska skäl annorlunda. Där benämns detta rättsområde "securities law".³⁶ Anledningen till att man redan på 1930-talet separerade dessa rättsregler är förmodligen att *marknaden* snarare än *bolagen* bildade utgångspunkt för den lagstiftningsteknik man tillgrip vid införandet av Securities Acts på 1930-talet. Tyngdpunkten i det reformprogram som genomfördes i USA efter börskraschen den 24 oktober 1929 låg på det federala planet. Eftersom bolagsrätten av tradition varit (och är) en delstatlig angelägenhet, var man mer eller mindre tvingad att välja en annan väg. En federal bolagsrätt var inte att tänka på då.

För Skandinavien och de övriga europeiska länderna, inklusive England i detta fall, har bolagsrätten hittills varit den naturliga utgångspunkten när behovet av reformer gjort sig gällande till följd av handeln med värdepapper. I takt med marknadernas ökade samhällsekonomiska betydelse, uppkomsten av derivatmarknader och den tilltagande internationaliseringen av dessa marknader, har den nationella bolagsrättens betydelse som rättssystematisk hemvist minskat även i de europeiska länderna.³⁷

Utöver de nämnda influenserna har hänvisningar till utländsk rätt också ett tredje syfte. I svensk rätt har det aldrig prövats i vad mån det föreligger ett culpaansvar för bristfällig informationsgivning på aktiemarknaden. Inte heller har – så vitt jag kunnat finna – någon högre domstolsinstans tagit ställning till enskilda skadeståndsanspråk i relation till svindleristadgandet i BrB 9 kap 9 §. Det bör därför ha ett visst intresse att någorlunda detaljerat

³⁵ Roos (1984).

³⁶ En översikt över de amerikanska rättskällorna på detta område ges i Sargent-Greenberg 75 *L. Libr J* (1982) s 98.

³⁷ De amerikanska *Securities Acts* hämtade inspiration från den engelska bolagsrätten, vilket antyder just detta förhållande. Se vidare avsnitt 1.3 nedan.

redovisa hur i detta fall amerikansk rätt behandlar likartade problem. Därigenom blir det möjligt att visa att ett annat rättssystem lyckats lösa de juridisk-tekniska problem som är förknippade med den aktuella skadetypen.³⁸ Utländsk rätt är naturligtvis ett mycket svagt argument vid tolkningen av inhemsk rätt och används därför inte heller på detta sätt.³⁹ Avsikten har i första hand varit att fördjupa förståelsen av de behandlade problemen. I viss utsträckning används också utländsk rätt som stöd för den rättspolitiska argumentationen.

Eftersom ansvaret för vilseledande information på aktiemarknaden inte minst kan ge upphov till komplicerade skadeståndsrättsliga bedömningar är det kunskapsstillskott ekonomisk teori erbjuder värdefullt. Bl a tillhandahålls en stabil grund för det tillämpade skadebegreppet, som i sin tur har betydelse för analysen av sanktions- och påföljdssystemet i huvudavdelning III.

Ekonomisk teori har dessutom medgett kritik av den s k informationsdoktrinen. Den snabba utvecklingen inom den finansiella ekonomin riktar faktiskt allt fler grundskott mot den rådande synen på behovet av lagstiftning och investerarskydd. Det förefaller därför nödvändigt att beakta dessa forskningsrön, särskilt som det i senare amerikansk praxis går att finna exempel på avgöranden som explicit beaktat ekonomisk analys och de ekonomiska teorierna om effektiva marknader.⁴⁰

Argument från ekonomisk teori har utnyttjats fritt där analysen av uppkomna juridiska problem berikats. Ett stort mått av försiktighet har dock iakttagits. Skälet för detta är det självklara faktum att de ståndpunkter som just nu har allmän uppslutning inom t ex den finansiella ekonomin vidareutvecklas i takt med att nya forskningsrön blir kända. Risken är överhängande att ett alltför lättsinnigt accepterande av ekonomiska forskningsrön som referensram för den rättsliga regleringen av kapitalmarknaderna konserverar ett föråldrat ekonomiskt paradigm. Regelsystemet fortlever då oberoende av legitimiteten hos de premisser som var styrande vid dess införande.⁴¹ Gordon-Kornhauser uttrycker det på följande sätt:

³⁸ Engelsk praxis av relevans för avhandlingen, härrörande från tillämpningen av FSA s 150–152, saknas när detta skrivs varför det dessvärre inte är möjligt att presentera hur reformen utfallit i detta avseende.

³⁹ Peczenik (1979) s 3.

⁴⁰ Se kap 9 nedan.

⁴¹ Gordon-Kornhauser 60 *N Y U L Rev* (1985) s 808–810.

Inledning

“... legal policy and its underlying corporate legal theory must rest not on what we would wish the world to be or on the overinterpretation and haphazard use of dimly understood economic models, but on the sensitive application of our best understanding of these models and the phenomenon they seek to describe.”⁴²

Bortsett från att avhandlingen i vissa fall är präglad av ekonomisk teori, har det traditionella rättsvetenskapliga idealet varit vägledande för arbetet. Huvudsyftet har m a o varit att systematisera och detaljanalysera åtminstone de centrala delarna av det befintliga rättsliga materialet.

⁴² A a s 766.

Huvudavdelning I

HISTORISK OCH EKONOMISK BAKGRUND

Inledning

Denna avdelning är koncentrerad till de mest framträdande principer och regleringsfilosofiska överväganden som haft (och fortfarande har) ett bestämmande inflytande över synen på företagens informationsskyldighet till marknaden samt denna skyldighets effekt på ansvarsreglerna. Beskrivningen av de historiska utvecklingslinjerna tjänar syftet att antyda hur den nu rådande strukturen utmejslats i vårt land. Genom att också beskriva två andra rättsordningar (England och USA) demonstreras hur stora likheter det faktiskt finns mellan olika länders syn på regleringsbehoven.

Valet av England och USA som primära jämförelseobjekt kan naturligtvis diskuteras, men det är betingat av ett personligt intresse parat med riklig tillgång på material. När det gäller diskussioner om den regleringsfilosofi som de materiella reglerna är en följd av, är det få länder som har så mycket att erbjuda (Canada möjligen undantaget).¹ Ofta tjänar dessutom de regleringsmetoder som England och USA valt som förebilder för mindre utvecklade marknader när behovet av reformer aktualiseras.² Dessutom blir det möjligt att spegla den globalisering som gör sig alltmer påmind både vad gäller kapitalanskaffning och övervakning. Regleringen i England (och därmed indirekt även EG) och USA utgör tveklöst frontlinjen när detta skrivs.³

¹ Den som önskar studera canadensisk rätt på området kan lämpligen utgå från Ontario, eftersom denna provins utgör sk "lead regulator" för de övriga provinserna.

² SEC och andra amerikanska regleringsorgan konsulteras av flera öststater som nu står i begrepp att återupprätta sina finansiella marknader. SEC har te ingått avtal med Ungern om tekniskt bistånd (SEC: International Series Releases, June 27, 1990).

³ Uppgiften för lagstiftare runt om i världen är långt ifrån avundsvärd. En huvudfråga är hur det skall vara möjligt att vidmakthålla sund konkurrens hela vägen från nationell till global nivå så att inte möjligheterna att anskaffa kapital äventyras vare sig på de inhemska eller internationella marknaderna. Finansieringsbehoven kommer att vara enorma under det närmaste decenniet, inte minst beroende på de uppdämda investeringsbehov som öststaterna och Sovjetunionen kan uppvisa. Expansionen i sydostasien kommer sannolikt att fortsätta osv. Betalnings- och clearing-systemen måste därför utvecklas (och regleras). Regleringar måste också tillskapas för att begränsa enskilda (allt större) finansinstituts risktagande eftersom de i takt med koncentrationen faktiskt kan äventyra hela det finansiella systemets funktionsförmåga osv. Se t ex Neate (1987).

Bland de EG-direktiv som har direkt betydelse för utformningen av medlemsländernas lagstiftning på börs- och bolagsrättens område kan särskilt följande nämnas:⁴

*Första bolagsdirektivet, 9.3 1968 (68/151/EEC).*⁵

Ålägger alla aktiebolag att publicera information. Påverkar också rätten att ingå avtal med bindande verkan för bolaget.

*Andra bolagsdirektivet, 13.12 1976 (77/91/EEC).*⁶

Avser att garantera aktietecknares och tredje mans intressen. Kallas ibland kapitaldirektivet.

*Tredje bolagsdirektivet, 9.10 1978 (78/855/EEC).*⁷

Benämns vanligen "fusionsdirektivet". Omfattar bara vad som i svensk rätt benämns aktiemarknadsbolag. Ålägger omfattande offentlighet kring fusionen. Gäller bara utbyteserbjudande, dvs samgående där bolag A lämnar aktier som likvid till aktieägarna i det bolag B som överlåter sina tillgångar till B.

*Fjärde bolagsdirektivet, 25.7 1978 (78/660/EEC).*⁸

Behandlar offentliggörande av redovisningsinformation, främst innehållet i årsredovisningshandlingarna. Omfattar inte bara aktiemarknadsbolag utan även mindre aktiebolag.

*Femte bolagsdirektivet (utkast).*⁹

Behandlar bolagsrättsliga strukturfrågor och formerna för de anställdas medbestämmande. De senaste utkastet innehåller bl a regler om styrelsens behörighet, revisorernas och bolagsstämans ställning, m m.

*Sjätte bolagsdirektivet, 17.12 1982 (82/891/EEC).*¹⁰

Behandlar delfusioner, dvs den situation som uppkommer när ett aktiemarknadsbolag överlåter alla sina tillgångar och skulder till ett antal andra aktiemarknadsbolag i samma medlemsland.

*Sjunde bolagsdirektivet, 13.6 1983 (83/349/EEC).*¹¹

Ställer upp principer för koncernredovisning och kompletterar det fjärde direktivet.

⁴ Angående direktivens ställning som rättskälla från engelsk utgångspunkt, se Farrar-Dugdale (1984) s 195 ff. För en mer detaljerad genomgång av dessa direktiv, se Werlauff (1989).

⁵ OJ L 065 14.03.68 p 8; OJ L 002 01.01.73 p 1.

⁶ OJ L 026 30.01.77 p 1.

⁷ OJ L 295 20.10.78 p 36.

⁸ OJ L 222 14.08.78 p 11; OJ L 193 18.07.83 p 1; OJ L 314 04.12.84 p 28; OJ L 395 30.12.89 p 36.

⁹ Se Werlauff (1989) s 63.

¹⁰ OJ L 378 31.12.82 p 47.

¹¹ OJ L 193 18.07.83 p 1; OJ L 395 30.12.89 p 36.

Inledning

*Åttonde bolagsdirektivet, 10.4 1984 (84/253/EEC).*¹²

Behandlar revisorernas kvalifikationer och oberoende.

*Nionde direktivet (utkast).*¹³

Behandlar materiella koncernfrågor. Är under stark påverkan av tysk rätt på området.

*Tionde direktivet (utkast).*¹⁴

Behandlar internationella fusioner, till skillnad från det tredje direktivet som bara berör fusioner inom ett medlemsland.

*Elfte direktivet 21.12 1989 (89/666/EEC).*¹⁵

Behandlar offentliggörande av redovisningsinformation när ett företag etablerar filialer i ett annat medlemsland.

*Direktivet om introduktionsprospekt, 17.3 1980 (80/390/EEC).*¹⁶

Behandlar informationskraven i samband upprättandet av introduktionsprospekt inför börsnotering av ett bolags aktier. Genom en s k "home country rule" blir ett prospekt som upprättas i en medlemsstat regelmässigt giltigt också i de övriga.

*Prospektdirektivet, 17.4 1989 (89/298/EEC).*¹⁷

Behandlar kraven på innehåll, kontroll och offentliggörande av emissionsprospekt när ett erbjudande om aktieteckning riktas till allmänheten.

*Informationsdirektivet, 15.2 1972 (82/121/EEC).*¹⁸

Behandlar kraven på periodisk informationsgivning från aktiemarknadsbolag.

*Börsintroduktionsdirektivet, 5.3 1979 (79/279/EEC).*¹⁹

Behandlar kraven för börsnotering av aktier.

*Flagningsdirektivet, 12.12 1988 (88/627/EEC).*²⁰

Behandlar upplysningsplikten i samband med förvärv och avyttring av betydande andelar i aktiemarknadsbolag.

*Takeoverdirektivet (utkast).*²¹

Behandlar offentliga erbjudanden m m. Frågor rörande likabehandling, erbjudandeplikt m m behandlas. Målbolagets styrelse åläggs skyldigheter i informa-

¹² OJ L 126 12.05.84 p 20.

¹³ Har ej varit offentliggjort, se Werlauff (1989) s 99.

¹⁴ Se Werlauff (1989) s 105.

¹⁵ OJ L 395 30.12.89 p 36.

¹⁶ OJ L 100 17.04.80 p 1; OJ L 185 04.07.87 p 81; OJ L 112 03.05.90 p 24.

¹⁷ OJ L 124 05.05.89 p 8.

¹⁸ OJ L 048 20.02.82 p 26.

¹⁹ OJ L 066 16.03.79 p 21; OJ L 062 05.03.82 p 22.

²⁰ OJ L 348 17.12.88 p 62.

²¹ Offentliggjordes i reviderad form den 10.9 1990.

tionshänseende, bl a skall de upplysa om de själva, i sin egenskap av aktieägare, har för avsikt att acceptera erbjudandet.

*Insiderdirektivet, 13.11 1989 (89/592/EEC).*²²

Avser att harmonisera medlemsländernas regler om förbud mot insiderhandel. Direktivet art 10 ålägger också de övervakande myndigheterna att utbyta information i samband med en utredningen av ett påstått insiderbrott.²³

En central frågeställning för denna huvudavdelning är att undersöka vilken relevans den rådande regleringsfilosofin (informationsdoktrinen) fortfar att ha. Det historiska avsnittet mynnar i korthet ut i ett konstaterande av att det egentligen är först nu, i början av 1990-talet, som det går att skönja en begynnande omprövning av äldre förhållningssätt till regleringen av värdepappersmarknaderna. Genom att mycket kortfattat beskriva några grundläggande ekonomiska forskningsrön från ekonomisk teori blir det möjligt att belysa i vad mån informationsdoktrinen fortfarande äger berättigande som ledande princip.

På ett så förhållandevis tekniskt, föränderligt och samhällsekonomiskt vitalt område som aktiemarknaderna är det utan tvekan av stor praktisk och begreppsmässig betydelse att den bakomliggande regleringsfilosofin är något så när väldefinierad och relevant. Inte minst ansvarsreglerna måste ju tillämpas i högst skiftande situationer och utan en övergripande målsättning kan reglerna bli onödigt svårtillämpade och ibland direkt motsägelserfulla. Detta kan illustreras med ett enkelt exempel. Under flera decennier har det varit en rådande uppfattning att användandet av förtrolig företagsinformation är oacceptabelt om kännedom om uppgifterna är en följd av en viss position i ett företag. I de flesta rättsordningar, däribland den svenska, har detta utmynnat i ett ofreflekterat införande av regler typ "disclose or abstain", dvs en skyldighet att offentliggöra de förtroliga uppgifterna eller att helt avstå från att företa några transaktioner. Eftersom den som känt till uppgifterna i de flesta fall inte har rätt att fatta ett självständigt beslut att offentliggöra uppgifterna, innebär regeln att informationen förtigs. En sådan regel är därmed i strid med den övergripande principen att all väsentlig information

²² OJ L 334 18.11.89 p 30.

²³ Se också Europarådets konvention om insiderhandel (20 april 1989). Konventionen under-tecknades av Sverige den 15 september 1989. Konventionen skall enligt sin lydelse ratificeras. När detta skrivs har riksdagen ännu inte godkänt den. Även konventionen ålägger de anslutna staternas övervakande myndigheter att utbyta information.

om företagen skall offentliggöras omedelbart.²⁴ Detta nämnt som ett exempel på (en kanske nödvändig) inkonsekvens som kan lindras eller ibland elimineras om lagstiftarens förståelse och kunskap om värdepappersmarknadernas funktionssätt hålls på en hög nivå.

Avsnittet "aktiemarknaden och information" (kap 2) har, utöver ambitionen att ifrågasätta informationsdoktrinen, även betydelse för de principer för ansvarsbedömningen som presenteras i huvudavdelning III. Det i avhandlingen förordade skadebegreppet kan t ex legitimeras med stöd av de ekonomiska forskningsrön rörande effektiva marknader som beskrivs i kapitel 2.

²⁴ Fin Serv Rep (CCH) ¶ 1–000.

1. Aktiemarknadens reglering – kort historik och utvecklingslinjer

Inledning

Ämnet för avhandlingen är så rikt på svårlösta rättsfrågor att en omfattande historisk beskrivning vid första anblicken framstår som överflödigt och onödigt tyngande. Vid närmare betraktande visar det sig emellertid omöjligt att helt avstå från en tillbakablick. All rättslig utveckling sker organiskt och förståelsen av nu gällande rätt förutsätter åtminstone en rudimentär bild av de olika stegen i denna utveckling och vilka motiv som varit styrande. Det finns heller inget svenskt rättsvetenskapligt arbete som det går att bygga vidare på.

På börsrättens område visar en historisk återblick, som även inbegriper andra länder, att de svårigheter som är förknippade med regleringen av värdepappersmarknaderna har en hög grad av allmängiltighet. Principiellt sett möter man samma problem i Stockholm, London och New York. Målsättningen med föreliggande kapitel blir därför att skildra den rättsliga utvecklingen i Sverige, England och USA och särskilt lyfta fram de mål och motiv som framförts i samband med regleringen av börsbolagens informationsplikt och ansvaret för bristfällig informationsgivning.

Regleringen av aktiemarknaden är sprungen ur ett erfarenhetsmässigt behov av att tillhandahålla ett investerarskydd för enskilda personer. Detta är förstaeligt mot bakgrund av att de första aktiebolagen ofta vände sig direkt till allmänheten med inbjudan om aktieteckning. Missbruk ledde till statliga initiativ i form av regleringar. Sådana skyddsregler antas öka allmänhetens förtroende för marknaden, vilket i sin tur gör att företagen lättare och framförallt till lägre kostnader får tillgång till kapital. Det yttersta målet är således att värna värdepappersmarknadernas ställning i samhällsekonomin.

I huvudsak har två olika vägar beträffs för att åstadkomma ett investerarskydd. Antingen skapas en kontinuerlig kvalitetskontroll av alla börsnoterade bolag av något därför särskilt inrättat organ. Innan bolag får vända sig till allmänheten med en inbjudan att teckna aktier måste ett godkännande i någon form ha inhämtats. Alternativt väljer man den numera dominerande vägen, nämligen långtgående krav på offentlighet kring de börsnoterade företagens verksamhet; ofta i form av lag- och självreglering i samverkan. Denna sistnämnda inställning till investerarskyddet – benämnd informationsdoktrinen i avhandlingen – går kort sagt ut på att börsbolagen

skall offentliggöra all information av väsentlig betydelse för bedömningen av bolagets ekonomiska ställning så snart det kan ske. Avsikten är att alla placerare skall beredas möjligheter att ta del av denna information samtidigt och därefter kunna fatta väl övervägda beslut.¹

Synsättet att kontinuerligt offentliggörande av information är av vital betydelse för värdepappersmarknadernas funktionsförmåga är ett gemensamt drag hos de undersökta länderna. Så långt har också informationsdoktrinen stöd av empiriska forskningsrön i de ekonomiska vetenskaperna.

Likheterna på det regleringsfilosofiska planet möjliggör ett förhållandevis fritt idéutbyte mellan dessa länders regleringsmetoder. Ett sådant utbyte har förutsättningar att bli särskilt fruktbart när den rättsliga regleringen av ansvaret för bristfällig informationsgivning på den svenska marknaden omsider skall analyseras. Jämfört med de engelska och amerikanska aktiemarknaderna är ju den svenska förhållandevis liten och erfarenheterna av att reglera en aktiemarknad är begränsade.² Rättsliga avgöranden i högsta instans med specifikt börsrättslig signifikans är dessutom få. Återkommande hänvisningar till utländska rättskällor kan därför medverka till att i någon mån vidga perspektivet och berika analysen.³

Detta kapitel är i grova drag upplagt på följande sätt. Först beskrivs den svenska utvecklingen på bolags- och börsrättens område med tonvikt på ansvarsreglerna för bristfällig informationsgivning vid nyemissioner. Därefter berörs utvecklingen i England fram till införandet av Financial Services Act (1986) i april 1988. Slutligen behandlas den rättsliga utvecklingen i USA från och med införandet av Securities Acts på 1930-talet fram till Brady-kommissionens betänkande 1988.⁴

¹ Att alla placerare skall ha samtidig tillgång till all information benämns i amerikansk doktrin principen om "equal opportunity".

² Så vitt jag kan bedöma finns betydande "luckor" i det svenska regelsystemet som inte heller beaktats av den senaste utredningen av värdepappersmarknaderna, SOU 1989:72. Ett exempel utgör regler som begränsar möjligheterna att vidta kursstabiliserande åtgärder genom stödköp etc. Problemet aktualiserades senast i samband med Fermenta, men det finns ingen anledning att tro att det inte förekommer också i andra bolags aktier. Jfr de amerikanska reglerna, se Hazen (1984) s 173 ff.

³ Notera att avhandlingen inte genomför någon regelrätt komparativ undersökning.

⁴ De federala ansvarsreglerna behandlas inte i detta kapitel utan först i kapitel 9.

1.1 SVERIGE

1.1.1 Bolagsrättens utveckling

Medvetenheten hos lagstiftaren om behovet av en särskild reglering av värdepappersmarknaderna vaknade först i början av 1900-talet. Som så ofta är fallet aktualiseras reformbehov i samband med att skilda former av oärlighet och missbruk uppmärksammas i samband med aktiebolagens kapitalanskaffning (primärmarknaden) och formerna för handel i de emitterade värdepappren (sekundärmarknaden).

Aktiebolaget blev först genom den Kungl Förordningen av 6 oktober 1848 en lagligen erkänd rättsfigur i vårt land. Långt tidigare hade dock verksamhet bedrivits i aktiebolagsliknande former. I Sverige bildades under främst holländskt inflytande flera handelskompanier redan under 1600-talet.⁵ Dessa hade en stark offentligrättslig prägel och det var inte sällan staten som tog initiativet till eller understödde den planerade verksamheten genom att ge privilegier i form av monopol och ibland också genom att satsa kapital.⁶ Bildandet av aktiebolag föregicks av ett särskilt tillstånd från statsmakten (oktroj).

Sannolikt beroende på fransk påverkan avvek 1848 års förordning från den tendens som hittills kan sägas ha varit dominerande för svenska bolagsbildningar, där några delägare var huvudpersoner och övriga närmast framstod som förlagsgivare utan egentligt inflytande över verksamheten.⁷ Den nya associationsformen anpassades istället till det faktum att ekonomisk verksamhet alltmer bedrevs fristående från statsmakten och oberoende av oktroj, koncession, privilegier och monopol. Skillnaden gentemot de enklare bolagsformerna märks tydligt därigenom att delägarskapet representerades av särskilda andelar, som ofta var fritt överlåtbara och att delägarna inte deltog i den löpande förvaltningen av bolagets angelägenheter.

För att erhålla personlig ansvarsfrihet enligt 1848 års förordning krävdes enligt § 1 att kapitalet gjordes "bestående af lotter, ställda på innehafwaren eller på wiss man", samt att konungen stadfäste bolagsordningen. Förordningen är mycket kortfattad, vilket berodde på att man tillämpade ett annat system för tillståndsgivning än vad som senare kommit att praktiseras.

⁵ Smiciklas *SvJT* (1989) s 50.

⁶ Nial (1946) s 9 ff.

⁷ 1848 års förordning var starkt påverkad av den franska Code de Commerce 1807. Se Werlauff (1989) s 33.

Detta s k sanktionssystem innebar att K M:t gjorde en individuell prövning av det tilltänkta bolagsprojektets soliditet och samhällsnytta samt huruvida föremålet för bolagets verksamhet berättigade den särskilda förmånen att bilda ett särskilt rättssubjekt för vars förbindelser aktieägarna inte hade något personligt ansvar. I viss mån fick de stadfästa bolagsordningarna, efter betydande tillägg och utvidgningar, karaktär av speciell lagstiftningsprodukt och de innehöll ofta ett stort antal bestämmelser med syftet att skydda allmänheten mot missbruk av aktiebolagsinstitutet.⁸

Den industriella expansionen under 1870-talet skedde huvudsakligen genom att privata subjekt satsade kapital i de industriprojekt som påbörjades under denna epok. Vissa av de större köpmanshusen fungerade som kapitalförmedlare, ibland mellan inhemska industriprojekt och utländska finansjärler. Järnvägsnätet finansierades t ex primärt genom aktieemissioner och privata obligationslån.⁹ Bristen på samordning mellan de olika finansieringsinstituten – riksbank, privatbanker och de större köpmanshusen – skapade svåra problem. Ännu 1850 saknades i allt väsentligt en fungerande samordning och det fanns inget ledande kreditinstitut.¹⁰

Även marknaden för aktier var svagt utvecklad och organisationen av fondbörsverksamheten var ytterst bristfällig.¹¹ Kursnoteringarna fungerade t ex överhuvudtaget inte. Förhållandena präglades av spekulationslusta som också spritt sig till grupper inom befolkningen som för att kunna delta belånade de förvärvade aktierna. Särskilt terminsaffärerna hade vid början av 1900-talet nått en sådan omfattning att de ansågs hota landets ekonomiska och industriella utveckling genom att betydande mängder kapital drogs från eftersträlvade industrisatsningar till ren spekulatlon.¹² Ett annat problem var att de personer som deltog ofta saknade erforderliga insikter om hur marknaden fungerade. Detta ledde under början av 1900-talet till en rad reformer av börsverksamheten.

Om ett bolag under 1848 års förordnings giltighetstid var i behov av ökat rörelsekapital fanns två utvägar. Det ena var att uppta lån hos något kredit-

⁸ Bergendal (1922) s 249. Se också Hagströmer (1872) och förf:s omfattande genomgång av bolagsordningar.

⁹ Peterson (1983) s 597.

¹⁰ Montgomery (1931) s 200.

¹¹ *Fondhandeln och dess reglerande*. Betänkande avgivet av inom Finansdepartementet utsedda kommitterade. Stockholm (1914) s 10.

¹² A a s 11 ff.

institut eller öka aktiekapitalet. Ökning av aktiekapitalet kunde ske genom nyemission av aktier eller genom aktieägartillskott. Vanligtvis genomfördes dock kapitalökningen i form av en nyemission.¹³ De nya aktieägarna inträdde då i samma rättigheter och skyldigheter som de förutvarande, såvida inte de nya aktierna gavs särskilda företrädesrätter. Aktierättens förvärvande ansågs grundad på ett avtal mellan förvärvarna och bolagsmännen, de senare representerade av styrelsen. Det fanns inga särskilda regler som avsåg att skydda aktieförvärvare i samband med erbjudanden om aktieteckning. Behovet var förmodligen heller inte särskilt stort med tanke på den begränsade grupp i det dåvarande svenska samhället som hade tillräckligt med kapital för att kunna ifrågakomma som aktieägare.

Rörande det bolagsrättsliga ansvarets olika aspekter vid denna tid gällde enligt Hagströmer i korthet följande.¹⁴ Bolagsmännen i sin egenskap av bolagets huvudmän utsåg regelmässigt en styrelse som hade ställning som deras sysslomän (mandatarier).¹⁵ Enligt förordningens 9 § 3 p ålades ett solidariskt ansvar för styrelsens medlemmar vid överträdelse av den av konungen stadfästa bolagsordningen. Att inte överträdelse av förordningen sanktionerades berodde sannolikt på att den knappast innehöll någon regel vars överträdande kunde medföra skada, medan däremot bolagsordningen mycket väl kunde innehålla sådana bestämmelser.¹⁶ Vidden av styrelsens skyldigheter och befogenheter grundade sig därutöver på fullmakt, dvs det bestämdes på samma sätt som för andra sysslomän.

Om bolagsmännen eller styrelsen gentemot tredje man begått en rättsstridig handling, som även var skadeståndsgrundande, svarade bolagsmännen eller de styrelsemedlemmar som tagit del i handlingen personligen. I dessa fall kunde även anspråk på ersättning riktas mot bolagsförmögenheten vilket innebar att man erkände ett ansvar för bolaget som sådant. Visserligen ådrog inte varje skadebringande handling bolaget ansvar, men föll den skadegörande handlingen formellt inom styrelsens behörighet, kunde tredje man tillerkännas ersättning även från bolaget. Om tex styrelsen vid en nyemission i inbjudan till aktieteckning lämnade felaktiga uppgifter om bolagets ställning borde den som förletts till aktieteckning även kunna göra gällande ersättningstalan gentemot bolaget. Om ett rättsligt anspråk med

¹³ Hagströmer s 249.

¹⁴ A a s 134.

¹⁵ A a s 240.

¹⁶ Bergendal (1922) s 243.

framgång riktats mot bolagsförmögenheten, dvs mot den juridiska personen, kunde regressrätt utövas mot den som orsakat skadan.¹⁷

Högkonjunkturen vände mot slutet av 1870-talet i en djup depression. Flera aktiebolag gick i konkurs och det avslöjade flera allvarliga brister i den gällande lagstiftningen. De problem som uppstod betingades ofta av missbruk av den personliga ansvarsfriheten och därmed sammanhängande skyddsproblem för bolagets kreditgivare.

En bärande orsak till att en ny aktiebolagslagstiftning infördes 1895 var att sanktionssystemet skulle upphävas. Många aktiebolag bildades utan att kunglig stadfästelse söktes. Den allmänna åsikten för tiden tycks ha varit att sådan stadfästelse i realiteten inte erfordrades för att komma i åtnjutande av den eftersträvade personliga ansvarsfriheten. I 1895 års tyskinfluerade ABL åtgärdades detta genom att sanktionssystemet (kravet på kunglig stadfästelse av bolagsordningen) övergavs till förmån för normativsystemet som innebär att aktiebolag får bildas fritt under förutsättning att de legala begränsningar som uppställts iakttas. Praktiskt sett utgörs det av ett administrativt system med registrering av bolagsordningen.¹⁸

Det äldre systemet hade den fördelen att lagstiftningen kunde göras kortfattad emedan bolagsordningen officiellt krävde stadfästelse och nödvändiga korrigeringar kunde, åtminstone i teorin, ännu göras på det stadiet. Regeringen kunde i samband med varje bolagsbildning fylla i de luckor i lagen som ansågs påkallade av utvecklingen utan att för den skull behöva reformera den ålderdomliga 1848 års förordning. Nackdelarna ansågs emellertid överväga och särskilt den bristande förutsebarheten rörande sanktionssystemets tillämpning poängterades.¹⁹ En annan önskad effekt av sanktionssystemet var att dess tillämpning kunde invagga allmänheten i en falsk säkerhet och ge en skev bild av riskerna med att satsa kapital i bolagsverksamhet.

I 1890 års kommittébetänkande rörande reformering av aktiebolagsrätten framgår att utredarna uppmärksammat de missförhållanden som aktiebolagsformens användning åsamkat enskilda personer i andra länder, men samtidigt poängteras att:²⁰

¹⁷ Hagströmer (1872) s 283.

¹⁸ Förslag till lagar om enkla bolag och handelsbolag, om aktiebolag samt om föreningar för ekonomisk verksamhet m m (1890) s 108.

¹⁹ Särskilda utskottet 4 april 1895.

²⁰ Förslag till lagar om enkla bolag och handelsbolag, om aktiebolag samt om föreningar för ekonomisk verksamhet m m (1890) s 108.

”Äfven om hos oss några svåra missförhållanden hittills ej yppats, måste dock, när fråga är om en ny lagstiftning i ämnet, försiktigheten mana att ej lemna den från andra länder erhållna varningen opåaktad.”

Kommittén föreslog därför att de som ville stifta ett aktiebolag skulle åläggas att upprätta en stiftelseurkund som enligt 8 § bl a skulle innehålla uppgifter rörande föremålet för bolagets verksamhet, aktiekapitalets storlek, styrelsens sammansättning och grunderna för dess beslutförhet. Särskilda informationskrav för ökning av aktiekapitalet infördes dock inte. Det enda formella kravet var att det förutvarande aktiekapitalet blivit till fullo inbetalt och att beslutet om ökning registrerats.²¹

I NJA 1915 s 226 förklarades i linje härmed (med stöd av 22 § i 1895 års ABL) att nyteckning av aktier, som skett innan bolagets beslut om aktiekapitalets ökning genom ny aktieteckning blivit registrerat, inte var bindande för tecknaren.

I vissa fall ansågs överträdelse av en föreskrift i 1895 års lag böra rendera en straffrättslig påföljd.²² Så var t ex fallet om någon i registreringsanmälan ”mot bättre vetande” meddelade oriktiga uppgifter. Lagen erbjöd även en civilrättslig påföljd i 65 §. Denna paragraf tycks ha en föregångare i 9 § 3 p i 1848 års förordning. Avsikten med den 65 § var, enligt 1890 års motiv, att stipulera ersättningsskyldighet även gentemot tredje man, trots att lagen inte närmare anger vilka som ingick i kretsen skadeståndsberättigade. Kommittén ansåg vidare att det åvilade domstolarna att i varje enskilt fall närmare utreda frågan om och i vad mån aktieägare vid något tillfälle skall anses delaktiga i en överträdelse.²³

Det förekom ingen annan bestämmelse angående styrelseledamöternas civilrättsliga ansvar i 1895 års lag än 65 §. Enligt Kallenberg avsågs emellertid inte att ansvaret skulle vara begränsat till överträdelser av lag eller bolagsordning utan det ålåg styrelseledamöterna att visa samma omsorg som sysselmän. Deras ansvar omfattade därigenom varje skada de av vårdslöshet förorsakat bolaget.²⁴ Lagens ställningstagande till ansvaret gentemot tredje man var dock mer svävande och det är omöjligt att utläsa huruvida ett ansvar

²¹ Lag om aktiebolag (1895 s 65) 22 §.

²² Lag om aktiebolag (1895 s 65) 76 §.

²³ Förslag till lagar om enkla bolag och handelsbolag, om aktiebolag samt om föreningar för ekonomisk verksamhet m m (1890) s 129.

²⁴ Förslag till lag om aktiebolag äfvensom till andra därmed sammanhängande författningar. Stockholm (1908) Särskildt yttrande af professoren Kallenberg s 149.

inbegrep tredje man eller bara bolaget. Om skadeståndsskyldigheten även omfattade tredje man torde den under alla förhållanden inskränkt sig till de fall då överträdelse av lag eller bolagsordning var skadeorsak.²⁵

Bestämmelsen i 65 § uppfattades främst som en skyddsregel för en bestämd grupp tredje män, nämligen bolagets borgenärer. Avsaknaden av delägarnas personliga ansvarsfrihet medförde att det uteslutande var bolagsförmögenheten som stod borgenärerna till buds: borgenärsskyddet var därför enligt Bergendal aktiebolagslagstiftningens huvuduppgift.²⁶ Vid en överträdelse av lagen i denna del ansågs det därför som nödvändigt att borgenärerna kunde rikta ersättningsanspråk mot de personer som vållat skadan.

I ett mål i högsta domstolen från 1904 berördes informationsansvaret för styrelsen i ett aktiebolag. Frågan var *dels* om de gjort sig skyldiga till bedrägeri, *dels* om ABL 1895, 76 § var tillämplig då styrelseledamöter avgivit oriktiga uppgifter rörande aktiekapitalets inbetalning och bolagets ställning.²⁷ Bolaget skulle enligt bolagsordningen ha ett minimikapital på 650 tkr, men av detta belopp hade bara 475 tkr blivit inbetalt. Trots detta hade de två ledande styrelseledamöterna C och K emitterat aktier motsvarande ett aktiekapital på 650 tkr. Även vid registreringen meddelades felaktigt att hela aktiekapitalet blivit erlagt.

Åklagaren lyckades dock inte styrka att C och K förfarit svikligt och därmed åsamkat aktieägarna skada.²⁸ Brottet mot registreringsskyldigheten (ABL 1895, 76 §) ådrog emellertid C och K böter. Målet avgjordes efter cirkulation i HD.²⁹

Redan år 1910 infördes en ny och moderniserad aktiebolagslagstiftning; även denna gång under påverkan av tysk rätt.³⁰ Revisionen föranleddes av att man med stöd av vunna erfarenheter såg behov av att stärka allmänhetens skydd mot osunda bolagsbildningar och aktieägarnas – särskilt minoritetens – ställning i aktiebolag. I förstnämnda avseende ansågs ökad in-

²⁵ A a s 151.

²⁶ Bergendal (1922) s 244.

²⁷ NJA 1904 s 538.

²⁸ Se beskrivningen av det nu gällande svindleristadgandet (BrB 9 kap 9 §) i kap 10 nedan.

²⁹ Se också NJA 1905 s 323 där frågan var om delägare i ett aktiebolag är behöriga att mot bolagets styrelse föra talan om ansvar enligt ABL 1895 76 § och strafflagen 22 kap. HD avgjorde målet efter cirkulation och meddelade att käranden ej var behörig att yrka tillämpning av nämnda lagrum. HD påpekade också att käranden "ej i någon mån styrkt, att hon af samma anmälan lidit skada".

³⁰ Prop 1910:54.

formationsgivning genom införande av "vidtgående publicitetsbestämmelser" bäst tillgodose dessa syften. Tanken var att man genom att öka tillgången på information rörande de förhållanden som utgör grundvalen för aktiebolagsbildning (eller ökning av aktiekapitalet), "i den mån sådant i lagstiftningsväg är möjligt", minskar risken för att placerare skall förledas satsa kapital i bolag som inte är lämpliga placeringsobjekt.³¹ En vanlig form av missbruk var att den tillskjutna egendomens värde vid apportemissioner väsentligen understeg vad stiftarna uppgivit. Inte sällan tog stiftarna ut arvode för bildandet med belopp som inte stod i rimlig proportion till det nedlagda arbetets värde för bolaget. Vidare övertog många gånger bolagen egendom vars verkliga värde väsentligen understeg det betingade priset.

Reglerna om ökning av aktiekapitalet anslöt till motsvarande bestämmelser om bildande av aktiebolag. Den roll som stiftarna hade vid bildandet innehades vid ökningen av bolaget genom dess organ. Ökningsbeslut fattades av bolagsstämman, varefter det omedelbart skulle registreras, publiceras i tidningar samt meddelas varje aktieägare i brev. Beslutet motsvarade stiftelseurkunden vid bildandet.³² Enligt 36 § skulle ökningsbeslutet innehålla viss minsta information och alltid fogas till nyteckningslistorna (42 § 2 mom). Till skillnad från vad som gällde enligt 1895 års lag skulle visserligen registrering av ökningsbeslutet ske "ofördröjligen" men teckningslistor kunde utfärdas och nyteckning genomföras oberoende av registreringen såvida inte ändring av bolagsordningen krävdes.³³

Straffstadgandet i 1895 års lag som förbjöd stiftare att mot bättre vetande i stiftelseurkund meddela oriktiga uppgifter rörande bolagets angelägenheter utvidgades i 1910 års lag till att även omfatta varje skriftlig handling som styrelseledamöter eller likvidatorer presenterade för aktieägarna.³⁴ Brott mot ABL 1910, 132 § låg under allmänt åtal, men en målsägande kunde vid uppdagat brott mot 132 § även föra skadeståndstalan.

Om styrelseledamöter genom att överträda aktiebolagslagen eller bolagsordning eller uppsåtligen eller av vårdslöshet vållade bolaget skada skulle de enligt 70 § svara solidariskt. Endast i undantagsfall torde annan än

³¹ Aktiebolagskommitténs betänkande 1908, Motiv s 3.

³² Skarstedt (1942) s 109.

³³ Enligt 94 § var inte ändringen av bolagsordningen giltig förrän den registrerats. Se Skarstedt (1942) s 304–305.

³⁴ ABL 1910, 132 § 4 mom.

aktiebolaget ha kunnat betraktats som målsägande vid tillämpningen av dessa ansvarsbestämmelser.³⁵

Vad angår styrelseledamöternas ansvar gentemot tredje man gällde att ersättningsskyldighet förutsatte direkt tillfogad skada. Stadgandet i 135 § 2 mom gav tredje man skydd mot överträdelser av bestämmelser i lag eller bolagsordning, men om tredje man var annan än aktieägare krävdes enligt både Bergendal och Skarstedt att bestämmelsen var av sådan beskaffenhet att den hade till uppgift att skydda allmänheten.³⁶ Särskild betydelse hade de regler som syftade till att vidmakthålla bolagsförmögenheten, men lagen innehöll även bestämmelser som t ex syftade till att skydda minoritetsägare.

Eftersom ansvarsreglerna i den svenska bolagsrätten alltjämt har denna principiella utformning, dvs ett till överträdelser av aktiebolagslagen eller bolagsordningen begränsat culpaansvar, kan det finnas skäl att något dröja vid de tänkbara orsakerna till varför denna begränsning infördes. I 1908 års kommittébetänkande föreslogs nämligen ett allmänt culpaansvar för styrelseledamöterna.³⁷ Stadgandet reglerade inte aktieägarnas och revisorernas ansvarighet. De förstnämndas ansvar inskränktes till de fall någon överträtt aktiebolagslagen eller bolagsordningen.³⁸ Revisorernas ansvar förutsatte grov vårdslöshet eller att oriktiga uppgifter lämnats mot bättre vetande.³⁹

I ett särskilt yttrande uttryckte Kallenberg invändningar mot den lydelse ansvarsregeln fått i kommittéförslaget. Den utvidgning av ansvaret gentemot tredje man som förslaget innebar var enligt Kallenberg så föga motiverad att han befarade att domstolarna skulle komma att tillämpa lagen som om inget ansvar alls var föreskrivet gentemot tredje man.⁴⁰

Även lagrådet invände mot vissa delar av kommittéförslaget.⁴¹ Styrelseledamöternas ansvarighet gentemot bolaget ansågs följa redan av allmänna regler rörande sysslomans ansvarighet. Några särskilda regler i detta avseende erfordrades därför inte, men då förslaget innehöll föreskrifter om

³⁵ Skarstedt (1942) s 350.

³⁶ A a s 358 ff; Bergendal (1922) s 248.

³⁷ Stadgandet föreslogs få följande lydelse: "Styrelseledamöter, som genom att öfverträda denna lag eller bolagsordning eller eljest uppsåtligen eller af vårdslöshet förorsaka skada, svare för skadan, en för alla och alla för en".

³⁸ Aktiebolagskommitténs betänkande 1908, Motiv s 45 (130 §).

³⁹ A a s 25 (72 §).

⁴⁰ Förslag till lag om aktiebolag äfvensom till andra därmed sammanhängande författningar. Stockholm (1908) Särskildt yttrande af professoren Kallenberg s 151.

⁴¹ Prop 1910:54 s 99.

stiftares och revisorers ansvar kunde det leda till missförstånd om det saknades explicita regler om styrelseledamöternas ansvar. Dessutom medgav lagens 57 § att någon utanför bolaget gavs rätt att utse styrelseledamöter och det kunde därför uppstå osäkerhet om dessa kategorier hade samma ansvar som de övriga ledamöterna. Detta ansvar borde enligt lagrådet utformas som kommittén föreslagit, dvs som en allmän culparegel.⁴² Bestämmelsen konfirmerade därmed den skyldighet som i överensstämmelse med allmänna förmögenhetsrättsliga principer rörande syssloman redan ålåg styrelseledamoten att ersätta all den skada som han uppsåtligen eller av oaktsamhet orsakade bolaget.⁴³

Vad angick ansvaret gentemot aktieägare och annan tredje man ansåg lagrådet att detta borde begränsas och inte göras lika vidsträckt som ansvarigheten gentemot bolaget. I detta hänseende borde man istället tillämpa de allmänna rättsgrundsatser om huvudmans och sysslomans ansvarighet för den senares handlande som innebar att det i allmänhet var huvudmannen (bolaget) ensam och endast undantagsvis sysslomannen (styrelsen, likvidatorer m fl) som ansvarade gentemot tredje man. I den mån dessa allmänna grundsatser skulle gälla, borde enligt lagrådet stadganden i ämnet inte inflyta i lagen. Endast en föreskrift om skadeståndsplikt gentemot tredje man för styrelseledamöter, som överträder aktiebolagslagen eller bolagsordningen torde i så fall erfordras. En sådan skadeståndsplikt följde inte alltid av allmänna rättsgrundsatser.

I 135 § 2 mom andra momentet gavs även tredje man ett skydd mot överträdelse av bestämmelser i lag eller bolagsordning. Skadeståndsansvar stadgades endast för styrelseledamöter och likvidatorer, inte för revisorer. För att stadgandet skulle kunna tillämpas ansåg Skarstedt att den överträdde bestämmelsen måste ha till ändamål att skydda allmänheten.⁴⁴

I ett rättsfall i HD från 1918 uppkom frågan huruvida en person som genom oriktiga uppgifter blivit förledd till att teckna aktier i bolag A hade rätt att bli fri från de förpliktelser som han ådragits genom aktieteckningen. På en till teckningslistan fogad handling framställdes A felaktigt som innehavare av

⁴² Regeln (70 §) fick slutligen följande lydelse: "Styrelseledamöter, som genom att överträda denna lag eller bolagsordningen eller eljest uppsåtligen eller av vårdslöshet tillskynda bolaget skada, svare för skadan, en för alla och alla för en. Angående styrelseledamöters skadeståndsansvar gentemot tredje man stadgas i 135 §".

⁴³ Se SOU 1941:9 s 633.

⁴⁴ Skarstedt (1942) s 360.

vissa betydelsefulla patent. Käranden Friis yrkade att hans teckning av aktier skulle förklaras ogiltig och att bolaget A skulle återbetala vad Friis inbetalt till följd av aktieteckningen. HD avgav följande dom:

”... även om Friis blivit till aktieteckningen förledd av oriktiga uppgifter i en av stiftarna vid teckningslistan fogad handling, denna omständighet icke kunde föranleda, att han ägde undandraga sig de förpliktelser, som på grund av aktieteckningen åläge honom gentemot det sedermera bildade bolaget.”⁴⁵

HD ansåg tydligen att bolaget som juridisk person inte kunde belastas med ansvaret för de vilseledande uppgifterna eftersom dessa lämnats av företrädare för bolaget.

I ett liknande mål från 1920 var det fråga om en kommun som tecknat aktier i ett järnvägsföretag.⁴⁶ Kommunen hade vid aktieteckningen fäst villkor om att järnvägen skulle få viss sträckning. Detta blev inte fallet varför kommunen återkrävde sitt satsade kapital av bolaget. HD ansåg inte att bolagets avtalsbrott gav kommunen rätt att få det inbetalda aktiekapitalet återbetalt.

I ett HD-fall från 1929 var det fråga om ansvar för styrelseledamöter då det vid en teckningslista för nyemission fogats en balansräkning som inte upprättats enligt reglerna i den då gällande ABL med följd att vissa tillgångar övervärderats samt att vissa skulder inte redovisats.⁴⁷ HD ansåg inte att dessa brister åsamkat aktietecknaren någon skada samt att det inte blivit styrkt i målet att de som upprättat inbjudan till aktieteckning med vetskap om balansräkningens oriktighet åberopat denna i avsikt att förmå personer att teckna aktier i bolaget.

I samband med Kreuger & Tolls konkurs fick HD vid flera tillfällen anledning att ta ställning till olika rättsliga anspråk. I ett fall från 1935 berördes direkt ansvaret för oriktiga och vilseledande uppgifter som bolaget offentliggjort i samband med inbjudan att teckna sk participating debentures.⁴⁸ HD jämställde debenturesinnehavarna med aktieägare och därigenom frånkändes de rätt till skadestånd från bolaget trots de omständigheter som föranlett dem att förvärva dessa förbindelser.

I ett fall från 1942 underlät styrelseledamöterna i ett rederiaktiebolag att

⁴⁵ NJA 1918 s 394 (s 401).

⁴⁶ NJA 1920 s 638.

⁴⁷ NJA 1929 s 338.

⁴⁸ NJA 1935 s 270. Se även *Karlgren SofT (1938)* s 187; *Danielsson (1952)* s 83 ff.

på bolagsstämman anmäla att aktiekapitalet gått förlorat till två tredjedelar.⁴⁹ Enligt 98 § i 1910 års lag om aktiebolag hade styrelsen en skyldighet att ofördröjligen lämna bolagsstämman meddelande när så skett. Bolagets aktiekapital sjönk under denna gräns genom försäljning av ett fartyg den 16 mars 1936. Den 10 januari 1937 upptogs ett lån till bolaget på 25 tkr av J A Roten utan att uppgifter lämnades som visade bolagets belägenhet. Inte heller hade styrelseledamöterna uppfyllt kraven i 98 § vid upptagandet av lånet. Bolaget trädde i likvidation den 20 maj 1937. HD ålade styrelseledamöterna att i enlighet med 98 § 4 st solidariskt fullgöra den betalningsskyldighet som uppkommit i bolaget gentemot Roten.

Sverige har till skillnad från många andra länder förskonats från återkommande allvarliga bedrägerier med utnyttjande av aktiebolagsformen. De enda egentliga exempel som kan nämnas är Kreuger-koncernens sammanbrott i och med moderbolaget Kreuger & Tolls konkurs 1932, Högbroforsmålet och turerna kring Fermenta på 1980- och början av 1990-talet.⁵⁰ Enligt de utredningar som gjordes rörande Kreuger-koncernens affärer förefaller redovisningen i stor utsträckning ha varit falsk.⁵¹ Denna konkurs medförde stora skadeverkningar även utanför Sverige och avslöjade brister i den då gällande svenska straff- och aktiebolagslagstiftningen.⁵²

En utredning rörande omarbetning av 1910 års ABL påbörjades den 26 juni 1933, alltså redan året efter Kreuger & Tolls konkurs. Genom ett beslut den 1 februari 1935 upplöstes emellertid aktiebolagskommittén och utredningen övertogs av lagberedningen. Arbetet bedrevs i samråd med delegerade för Norge, Danmark och Finland, men sedan utredningen hade pågått i fem år, kom andra världskriget och rysk-finska kriget att innebära slutet på det nordiska samarbetet i detta lagstiftningsarbete. År 1944 fick vi en ny aktiebolagslag, som dock trädde i kraft först den 1 januari 1948. Den eftersträvade rättslikheten med de övriga nordiska länderna uppnåddes inte.

⁴⁹ NJA 1942 s 696.

⁵⁰ Rörande Fermenta kan hänvisas till Svea hovrätt B 1918/89 och kap 10 nedan.

⁵¹ SOU 1971:15 s 84. Se även biografien över Torsten Kreuger; af Trolle (1989).

⁵² Kreuger-koncernens internationella och synnerligen vidlyftiga värdepapperstransaktioner torde haft en direkt betydelse för införandet av den federala lagstiftningen på värdepappersmarknadernas område i USA. Ivar Kreuger ansökte tex år 1929 om inregistrering vid NYSE av 30-åriga debentures med rätt att byta ut de värdepapper som tjänade som underliggande säkerhet mot andra. Detta skedde också när Kreuger senare bytte ut franska statsskuldebrev mot jugoslaviska av lägre värde. NYSE hade aldrig tidigare medgivit ett förfarande av detta slag och blev uppenbarligen förd bakom ljuset av Kreuger. Se Seligman *9 J Corp L (1983)* s 55.

Även ABL 1944 bygger på normativsystemet som innebär att aktiebolag får bildas fritt utan särskilt tillstånd av myndighet under förutsättning att de formella kraven är uppfyllda. Dessa formalia kring bildandet syftar till att bereda den aktietecknande allmänheten skydd. Skyddet erhålls i första hand genom krav på offentliggörande av viss information.⁵³ Vid ökning av aktiekapitalet genom nyteckning infördes motsvarande bestämmelser som gällde för bildandet. Aktieteckning kunde därför inte ske förrän (a) bolagsstämmans beslut om ökning av aktiekapitalet registrerats och (b) teckningslista och kungörelse om beslutet godkänts av registreringsmyndigheten samt (c) kungörelse införts i allmänna tidningarna och ortstidning. Innan ökningsbeslutet fattades skulle också viss information om bolagets ställning presenteras i ett förslag till ökningsbeslut.⁵⁴

Karaktäristiskt för lagen är dess detaljrikedom och omfattning, vilket bl a beror på de rikhaltiga reglerna av publicitets- och formalitetskaraktär.⁵⁵ Syftet med dessa bestämmelser var att så långt som möjligt förebygga att aktiebolag bildas och drivs på ett bedrägligt eller ansvarslöst sätt till förfång för aktieägare, borgenärer, anställda och det allmänna. Särskilt utförliga var dessa regler i fråga om aktiebolags bildande och om ökning av aktiekapitalet.

De bestämmelser om skadeståndsskyldighet för bolagsorganen m fl gentemot bolaget som infördes med 1944 års lag innebar ett betydande avsteg från vad som tidigare gällt.⁵⁶ Äldre lag tillämpade t ex ett solidariskt ansvar för styrelsens ledamöter och någon individuell culpabedömning behövde inte göras. Detta befanns vara orättvist eftersom graden av vållande hos de enskilda ledamöterna inte beaktades. När skada uppkommer genom samverkan av flera personer i organställning, kan också arten av de olika personernas handlande och deras medverkan till skadan skifta högst avsevärt. Konsekvensen blev att den interna arbetsfördelningen mellan t ex styrelse och Vd hädanefter kunde påverka ansvarets fördelning.

I ett särskilt stadgande (209 §) gavs regler om organledamots skadeståndsansvar gentemot aktieägare och tredje man. Förutsättningen för att skadeståndsskyldighet skulle inträda enligt denna paragraf var att en sådan bestämmelse överträtts som avsåg att ge rättsskydd åt aktieägare, borgenär eller tredje man.⁵⁷ Ett exempel på skada som kunde vara ersättningsgill var

⁵³ SOU 1941:9 s 6.

⁵⁴ ABL 1944, 48 § 2 st.

⁵⁵ SOU 1971:15 s 84.

⁵⁶ SOU 1941:9 s 28.

⁵⁷ Stenbeck-Wijnblad-Nial (1970) s 491 ff; SOU 1941:9 s 651.

det fall bolagets årsredovisningshandlingar var vilseledande och någon på basis av dennas informationsinnehåll köpt aktier till för högt pris respektive sålt till för låg kurs.

Ställföreträdare för ett aktiebolag kunde dessutom ådra sig skadeståndsskyldighet gentemot tredje man enligt de allmänna reglerna om skadestånd i utomobligatoriska rättsförhållanden. Även bolaget kunde bli ansvarigt enligt de regler som gällde rörande ansvarighet för skada vållad av ställföreträdare för aktiebolag.⁵⁸ Härmed sammanhängande frågor var dock inte behandlade i svensk lagstiftning och rättsläget var oklart.

År 1953 uppdrog regeringen åt professor Håkan Nial att göra en förberedande utredning av möjligheterna att förenkla aktiebolagslagen. Arbetet utmynnade i en lång rad förslag som i stort gick ut på att minska och förenkla lagens formalitetsföreskrifter. Dessa ansågs inte längre tjäna sitt syfte att minska bedrägliga beteenden med användandet av aktiebolag som medel. År 1958 avgav utredningsmannen sitt betänkande, det s k förenklingsförslaget.⁵⁹

I de övriga nordiska länderna bedrevs under 1950-talet arbetet på revideringar av dessa länders bolagslagstiftning och det föreföll därför naturligt att försöka utarbeta en enhetlig nordisk aktiebolagslagstiftning.⁶⁰ År 1960 fick professor Håkan Nial uppdraget att delta i en samnordisk översyn av aktiebolagslagstiftningen samt följa utredningsarbetet i de övriga nordiska länderna. År 1962 utvidgades uppdraget på förslag av utredningsmännen till att omfatta utarbetandet av en enhetlig nordisk lagstiftning om aktiebolag. Den svenska aktiebolagsutredningen avgav sitt betänkande (SOU 1971:15) i januari 1971.

Även om utredarna insåg behovet av skyddsregler vid bildandet och kapitalökningar var man mer angelägen om att förenkla bolagens kapitalanskaffning än att skapa ett ökat investerarskydd. Dessa senare aspekter tillvaratogs i högre grad av fondbörs- och samarbetsutredningen som i sina förslag bl a tog med regler om emissionsprospekt och bolagens informationsgivning.⁶¹ Med emissionsprospekt avsågs meddelanden om emission etc avsett för tidigare eller nytillkommande aktieägare och innehållande utförlig in-

⁵⁸ SOU 1941:9 s 638.

⁵⁹ SOU 1958:27.

⁶⁰ SOU 1971:15 s 75.

⁶¹ Samarbetsutredningen avlämnade sitt betänkande "Företag och samhälle" i augusti 1970 (SOU 1970:41–42) och Fondbörsutredningen avgav ett delbetänkande "Större företags offentliga redovisning" i januari 1971 (SOU 1971:9).

formation om vederbörande företag. Sådant prospekt skall t ex upprättas då bolaget riktar inbjudan till en vidare krets att teckna eller köpa aktier i bolaget.

1.1.2 Lagstiftning om börsverksamhet m m

Sverige saknade länge en börs av det slag som på kontinenten bildades genom sammanslutningar av affärsmän. Under den senare hälften av 1700-talet byggdes börshuset som fortfarande utgör Stockholms fondbörs lokaler. Fondbörsverksamhet var dock bara en gren av börsverksamheten, men den fick tidigt ett allmänt intresse p g a den kurssättning av värdepapper som skedde i samband med börsauktionerna.⁶² De fondauktioner som hölls mot slutet av 1800-talet och början av 1900-talet realiserade emellertid detta ändamål på ett högst ofullständigt och otillfredsställande sätt. De kurslistor som publicerades i tidningarna var t ex många gånger direkt vilseledande. Det kunde också förekomma att avslut fingerades för att driva kurserna åt ena eller andra hållet.⁶³

Sverige fick sin första egentliga fondbörs år 1901, men först 1907, då affärsbankerna fick tillträde till börsen, blev det en fondbörs i modern mening. De typiska problemen på aktiemarknaden i början av 1900-talet rörde främst den omfattande spekulationshandeln i form av terminsaffärer. Även den för svensk börshandel egenartade haussespekulationen vållade allvarliga störningar. Spekulationsvågor fick till följd att privatpersoner och mindre investerare förlorade sina besparingar, men detta berodde snarare på att oacceptabla affärsmetoder praktiserades från banker och mäklare i kombination med okunnighet från placerarnas sida än brister från de börsnoterade företagens sida.⁶⁴

Under tjuugoårsperioden 1902–1921 upplevde börsen en omsättnings-

⁶² Fondhandeln och dess reglerande. Betänkande avgivet av inom Finansdepartementet utsedda kommitterade. Stockholm (1914) s 23.

⁶³ A a s 24–25.

⁶⁴ A a s 10.

höjning som i absoluta tal inte överträffades förrän på 1970-talet. Följande tabell visar denna ökning:⁶⁵

1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911
1 365	1 616	6 324	7 183	2 847	36 508	28 558	38 661	87 400	180 527
1912	1913	1914	1915	1916	1917	1918	1919	1920	1921
318 247	180 017	51 598	50 918	604 751	1 321 858	1 586 059	526 208	328 387	161 818

Fig 1: Omsättningen på Stockholms fondbörs åren 1902–1922 i tusental kronor.

Den jämförelsevis stora omsättningsvolymen gör de förekommande problemen desto allvarligare om de betraktas ur samhällsekonomisk synvinkel. Ett citat hämtat ur 1918 års betänkande med förslag till lag om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet är måhända belysande för den tidiga svenska börshandeln:

”Bland missförhållanden, som vidlåda vår fondhandel, nämna trustkommitterade den omständigheten, att en stor del av fondaffärerna göras utanför fondbörsen; den ensidiga haussespekulationen, en företeelse, som är egendomlig för svensk fondspekulation och synnerligen otillfredsställande, emedan den, när bakslaget kommer, föranleder kursfall, som lätt giva upphov till panik; den alltför ensidiga sammansättningen av fondbörskommitterade, vilka utgöra den egentliga styrelsen för Stockholms fondbörs och vilka till övervägande delen består av bankchefer; klena personliga kvalifikationer hos fondhandlarna och det mindre lämpliga sätt, varpå såväl dessa som bankerna bedriver sin rörelse.”⁶⁶

Svårigheter saknades alltså inte. Som ett ytterligare problem av mer allvarlig natur kan nämnas lättheten att högbelåna förvärvade aktier. Detta ökade möjligheterna till spekulering högst väsentligt i hausse-tider. Tendensen i relativt måttliga kurssvängningar förstärktes därigenom på ett onaturligt sätt genom den kedjereaktion som snabba utförsäljningar orsakade. Dessa försäljningar var nödvändiga för att värdet av placerarnas innehav inte skulle sjunka under belåningskursen och åsamka privatekonomiska problem av mer allvarlig art.

Den lagstiftning om fondhandel och börsverksamhet som infördes år

⁶⁵ A a s 40; se även *Stockholms fondbörs 100 år*. (1963) s 91; 245. En orsak till den stora ökningen 1907 var att affärsbankerna då för första gången godtogs som börsmedlemmar. Anmärkningsvärt är också bankernas kreditgivning mot säkerhet i aktier under åren 1914–1920. Under denna tidsperiod var kreditgivningen aldrig mindre än 36,4 % av bankernas totala kreditvolym och som mest 45,8 %! År 1918, det år då omsättningen var som högst, hade bankerna lånat ut inte mindre än 1.811.034 tkr mot säkerhet i aktier.

⁶⁶ Förslag till lag om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet m m. Avgivet inom Kungl Finansdepartementet särskilt tilkallade sakkunniga. Stockholm (1918) s 35–36.

1919 syftade till att sanera fondhandeln. Särskilt belånings- och emissionsaffärerna behövde regleras. Lagen medförde också ett koncessionstvång för att få bedriva fondbörsverksamhet och ett krav som uppställdes för Stockholmsbörsens del var att en av regeringen fastställd börsordning fortsättningsvis skulle tillämpas. Börsordningen skulle även ange villkoren för att ett fondpapper skulle kunna göras till föremål för handel vid börsen. Vidare föreskrevs i fondkommissionslagen att börsen skulle stå under bankinspektionens tillsyn.

Frågan om börsbolagens kommunikation till aktiemarknaden har formellt sett varit underordnat kvalitetskravet (fondbörsens ställningstagande till ett bolags värde som placeringsobjekt vid inregistreringstillfället) fram till införandet av lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs (förkortas BL) och förordningen (1979:996) om Stockholms fondbörs (förkortas BF).⁶⁷ De uppgifter som ett företag tidigare lämnade fondbörsen i samband med ansökan om inregistrering var inte offentliga och det fordrades heller inget åtagande från företagets sida att publicera exempelvis introduktionsprospekt i syfte att möjliggöra för marknaden att företa en självständig prövning av bolagets värde ur placeringssynpunkt. I och med reformerna 1979 ålades bolagen *dels* att underteckna ett inregistreringskontrakt som bl a innehåller åtaganden rörande kontinuerlig informationsgivning till fondbörsen och allmänheten *dels* att offentliggöra ett introduktionsprospekt om börsstyrelsen begär det.⁶⁸ Den nuvarande ståndpunkten enligt svensk rätt kan belysas med följande motivuttalande:

”Däremot har börsstyrelsen ej möjlighet att efter inregistreringstillfället fortlopande garantera att på kurslistan förekommande aktier utgör tillfredsställande placeringsobjekt. Någon ändring härvidlag medför inte den av utredningen föreslagna ordningen. Emellertid kan såväl i dag som framdeles inregistrering vid börsen i stort sett sägas vara en garanti för att allmänheten får en relativt utförlig information om bolagets ekonomiska utveckling och därigenom möjlighet att kontinuerligt bedöma sina investeringar.”⁶⁹

I senare lagförarbeten, exempelvis i motiven till lag (1985:571) om värdepappersmarknaden (VML) anges som en allmän målsättning med den svenska regleringen av aktiemarknaden:

⁶⁷ SOU 1973:60 s 68.

⁶⁸ BF 13 §.

⁶⁹ SOU 1973:60 s 94.

”På grund av värdepappersmarknadens stora samhällsekonomiska betydelse och spridningen av värdepapper hos en bred allmänhet är marknaden i många avseenden reglerad genom olika lagar och andra författningar. En bärande tanke i denna reglering är att så långt som möjligt skydda allmänheten mot ekonomiska förluster och hålla marknaden fri från företeelser som är ägnade att minska allmänhetens förtroende för den.”⁷⁰

Det dominerande motivet för lagstiftning på den svenska aktiemarknaden förefaller vara vikten av att upprätthålla allmänhetens förtroende för marknaden, som genom sin allokeringsfunktion har stor betydelse för samhälls-ekonomi. Detta mål uppnås då delvis genom ett utbyggt investerarskydd. För svensk lagstiftnings vidkommande vore det emellertid en överdrift att påstå att obligatorisk informationsgivning från börsföretagen till allmänheten haft en lika stark ställning som regleringsmetod som i USA och England. Trots detta finns det mycket små skillnader mellan den hållning som intagits i vårt land och motsvarande amerikanska och engelska ställningstaganden. I samtliga tre fall är kvalitetskontrollen knuten till introduktionsfasen av värdepapper och kontinuerlig kontroll av företagens periodiska informationsgivning genom revisorer.

Kvalitetskontroll av särskilt förordnad myndighet eller motsvarande är numera sekundär i svenska lagstiftningssammanhang, men kan fortfarande spåras i exempelvis motiven till reglerna om inregistrering av värdepapper vid Stockholmsbörsen.⁷¹ Enligt dessa motivuttalanden skall beslut om inregistrering fattas genom ”en kombination av formella grunder och diskretionär bedömning”, vilket också sägs vara i överensstämmelse med de förutsättningar som gäller för inregistrering i såväl USA som England.⁷² Detta motivuttalande formulerades 1973 men gäller i lika hög grad idag.

En viss initial kvalitetskontroll av ett bolag inför introduktionen av dess värdepapper sker således av ledningen i den aktuella fondbörsen i samband med att ett bolag ansöker om inregistrering. Från börsens sida är denna kontroll generellt sett av engångskaraktär, dvs värdepappret skall framstå som ett godtagbart placeringsobjekt vid introduktionen.⁷³ Några garantier för att bolagets värdepapper också i framtiden kommer att utgöra en acceptabel placering kan inte ges och värdet av kvalitetskontrollen är därför begränsad

⁷⁰ Prop 1984/85:157 s 20.

⁷¹ Se SOU 1973:60 s 63 och s 65 ff.

⁷² A a s 65.

⁷³ Avregistrering och andra liknande mindre ingripande sanktioner kan dock betraktas som uttryck för en kvalitetskontroll av kontinuerlig karaktär.

till förhållandena vid denna tidpunkt.⁷⁴ Emellertid kan inregistrering vid en fondbörs innebära en garanti för att placerare erhåller information som medger kontinuerlig bedömning av de egna placeringarna. Vidare kan det tänkas att en börsintroduktion medför ökad uppmärksamhet kring bolagets aktiviteter från den finansiella pressens och placerarnas sida vilket i sig innebär en form av kontinuerlig kvalitetskontroll.

Till detta kommer också att exceptionella beteenden eller drastiska försämringar i ett bolags ställning som har värdepapper registrerade, kan mötas med åtgärder från börsstyrelsens sida, exempelvis genom beslut om börsstopp eller t o m avregistrering. Dessa sanktioner kan visserligen ses som möjliga konsekvenser av att en viss lägsta kvalité underskridits, men samtidigt får de enligt BL 24 § bara tillämpas om det inte framstår som olämpligt ur allmän synpunkt. De aspekter av överindividuell eller allmän karaktär som skall vägas in i beslut om avregistrering är t ex olägenheter för anställda och aktieägare.⁷⁵

Värdepapperskommittén (VMK) lämnade sitt betänkande mot slutet av år 1989.⁷⁶ Uppdraget gick ut på att allsidigt belysa frågor rörande regler för värdepappersmarknaden och om möjligt analysera vilka problem som kan uppstå i framtiden och hur dessa skall lösas.⁷⁷ En allmän målsättning med arbetet var att föreslå regler som så nära som möjligt ansluter till EG.⁷⁸

I VMK:s allmänna överväganden rörande de krav som kan och bör ställas på en värdepappersmarknad märks bl a målsättningen att information om handeln till deltagarna och allmänheten skall vara omedelbar och samtidig, dvs informationsdoktrinen vidhålls.⁷⁹

Kommitténs arbete beskrivs inte närmare här, utan de enskilda reformförslagen beaktas om och när det påkallas i den fortsatta framställningen. En allmän iakttagelse är dock att hållningen till värdepappersmarknadens reglering är liberal. Måhända saknas en analys av behovet av skydd mot "illojala beteenden", särskilt sådana som uppmärksammats på andra marknader.

⁷⁴ SOU 1973:60 s 94.

⁷⁵ A a s 95.

⁷⁶ Dir 1987:11 och 1988:27.

⁷⁷ SOU 1989:72 s 191.

⁷⁸ A a s 19.

⁷⁹ A a s 271.

1.2 England

Den skandal som i England går under benämningen "the South Sea Bubble", dvs den katastrofala kursnedgång och börs kollaps som kulminerade år 1720 på Londonbörsen, bildar en lämplig utgångspunkt⁸⁰ för beskrivningen av utvecklingen i England.⁸¹

Om en kort tillbakablick görs förefaller bolagsformen vara den samverkansform som var vanligast bland de engelska köpmän som genomförde handelsexpeditioner över haven. Dessa expeditioner var vanliga redan på 1500-talet, men bolagens syfte var vid denna tid mer av administrativ betydelse, dvs bolagen utgjorde en form för reglering av handeln som sådan. Först senare blev ändamålet att aktiebolaget skulle bedrivas i vinstsyfte till förmån för delägarna. Det är egentligen först vid början av 1600-talet man finner spår av aktiebolag i vår tids mening. År 1613 ombildades t ex det engelska ostindiska kompaniet, som tidigare var ett s k regulated company, till ett aktiebolag.⁸²

Vid denna tid var bolagsbildning ett av statsmakten meddelat särskilt privilegium. South Sea Company erhöll sådan koncession 1711 genom ett parlamentsbeslut.⁸³ Härigenom åtnjöt bolaget ett eftertraktat monopol på all handel med bl a Sydamerika, men även slavhandel var en viktig inkomstkälla för bolaget.⁸⁴ Framgångarna var så stora att bolaget år 1719 erbjöd sig att ta över alla statliga skuldförbindelser med undantag för de som innehades av East India Company. Skulderna uppgick då till minst 9 milj pund och var en följd av krigsansträngningar på den europeiska kontinenten. Somliga påstår att skulden skulle varit än större, upp mot 31 milj pund och att landet i själva verket stod på ruinens brant. Borgenärerna fick i utbyte aktier i South Sea Company.⁸⁵

⁸⁰ Detta betyder inte att medvetandet om värdepappersmarknadernas typiska problem var okända innan dess. Redan 1285 gav Edward I "The Court of Aldermen" rätt att auktorisera mäklare i City of London. Redan på 1200-talet finns också nedtecknade rättsfall mot mäklare. 1697 införde parlamentet en lag med syftet att "restrain the number and ill practice of brokers and stock jobbers". Med jobbers åsyftades såväl mäklare som jobbers (market makers i modern mening). Se Fin Serv Rep (CCH) ¶ 1–100. Se även Braudel (1988) och Braudel (1982) s 97–114.

⁸¹ Uttrycken "England" och "engelsk rätt" används genomgående i detta arbete även om vissa rättsregler och viss lagstiftning gäller hela Storbritannien. Se t ex FSA Part I s 1(3). Avsikten med att använda denna inskränkta terminologi är att vinna i klarhet och undvika upprepade diskussioner rörande viss lagstiftnings territoriella giltighet.

⁸² Manchester (1980) s 348.

⁸³ Act of Parliament (9 Ann c 37) 1711. George I var fö bolagets "governor".

⁸⁴ Smiciklas *SvJT* (1989) s 42.

⁸⁵ Farrar (1985) s 16.

De framgångar South Sea Company upplevde skapade en enorm efterfrågan på aktier i detta och andra bolag. Börshausen tillsammans med närmast fullständig avsaknad av investeringsalternativ gjorde att kurserna steg till oanade höjder och skapade ett ursinnigt spekulerande i aktier.

I januari 1720 var kursen i South Sea Company £ 128, i maj £ 550, i juni £ 900 och i juli mer än £ 1.000. I september hade den fallit till £ 190 och i december stod den i £ 124.⁸⁶ Vad som orsakade kursfallet är omtvistat, men vilka orsakerna än var stod tusentals investerare helt ruinerade. En undersökningskommission sattes upp av parlamentets underhus och man fann då att flera ministrar hade accepterat mutor från South Sea Companys grundare, advokaten John Blunt, för att förslaget om att överta statskulden skulle lyckas och själva sedan företagit omfattande spekulationer i bolagets aktier.⁸⁷ Betydande konfiskationer företogs och i vissa fall utmättes stränga fängelsestraff, vilket bl a drabbade den dåvarande Chancellor of the Exchequer, John Aislabie.⁸⁸

Statsmaktens svar på börskraschen blev omfattande inskränkningar i rätten att genomföra emissioner riktade till allmänheten och hårdare regler för aktiebolagsbildningar. Kritiken och åtgärderna riktades mot aktiebolaget som företeelse snarare än mot de möjligheter till svindlerier som det rådande systemet var vidöppet för.⁸⁹ Lagstiftarens intentioner framkommer tydligt i "The Bubble Act" från 1719 som refererar till:⁹⁰

"the growth of dangerous and mischievous undertakings and projects wherein the undertakers and prescribers have presumed to act as if they were corporate bodies and have pretended to make their shares transferable."

Denna lagstiftning stoppade effektivt utvecklingen av aktiebolagsformen för resten av århundradet och först genom upphävandet av dessa regler 1825 öppnas dörren åter för bolagslagstiftning i vår tids mening.⁹¹ Lagstiftning infördes emellertid först 1844 och i mellanperioden krävdes antingen ett "charter of incorporation" som kunde sökas hos regeringen eller att stiftarna vände sig till parlamentet och där sökte utverka "a private act of Parliament".

⁸⁶ Bolagets företrädare sålde aktier för £ 5 milj när kursen stod som högst – möjligen ett ännu gällande insiderrekord?

⁸⁷ Se Gower 68 *L. Q. Rev.* (1952) s 216.

⁸⁸ Hahlo-Farrar (1987) s 5.

⁸⁹ Manchester (1980) s 348.

⁹⁰ Bubble Act 1719 (6 Geo I c 18) Citatet hämtat från Manchester (1980) s 349.

⁹¹ Bubble Act 1719 upphävdes genom Stat 6 Geo IV 91. Enligt Loss-Seligman (s 5) var lagen från första början en konsekvens av South Sea Companies eget politiska inflytande och var främst avsedd att hindra konkurrens.

Dessa "special acts" beviljades mycket sparsamt och var förenade med stora kostnader för sökandena. Under de dryga hundra år Bubble Act var gällande rätt lades det visserligen ner mycket små ansträngningar i syfte att garantera dess efterlevnad, men när den upphävdes blev äldre principer i common law åter gällande rätt och dessa erkände ingen personlig ansvarsfrihet för bolagets skulder utan bolagsmännen svarade personligen, "to the utmost fathoming of his property".

När Bubble Act upphävts uppstod också frågan om det stred mot common law att bilda bolag med fritt överlåtbara aktier överhuvudtaget. Var dessa att betrakta som "illegal partnerships"? Så småningom etablerades den uppfattningen att dessa bolagsbildningar inte stred mot common law. Denna nyvunna frihet att emittera fritt överlåtbara aktier skapade naturligtvis i sig en ansvarsfrihet *de facto* eftersom aktiebrevens innehavare inte nödvändigtvis måste ange aktierättens innehavare. Konsekvensen blev också att en ny våg av svindlerier drog fram över England.⁹²

Det kan också nämnas att The London Stock Exchange formellt bildades 1802. Innan dess hade handeln skett under något mer oorganiserade former. Betydande självreglering rörande mäklarnas agerande infördes av börsen redan 1812 (börsens första regelbok infördes det året), en åtgärd som nödvändiggjordes av den stora mängd bedrägerier som förekom inom aktiehandeln. Alternativet till självreglering var lagstiftning, vilket börsen ville undvika – ett mönster som sedan upprepats.⁹³

Genom Joint Stock Companies Act 1844 lades grunden till den moderna engelska bolagsrätten och följde också de första prospektreglerna.⁹⁴ Denna reform framtvingades av att järnvägsnätets utbyggnad tagit fart och behovet av kapital för detta ändamål var betydande.⁹⁵ Den äldre lagstiftningen, baserad på erfarenheterna från South Sea Bubble, hade allvarligt försvårat verksamhet i bolagsform. Dessutom minskade Bubble Act möjligheterna att vända sig till allmänheten för att anskaffa kapital.⁹⁶

Även om den nämnda förklaringen till 1844 års lags tillkomst sannolikt är tillfredsställande, förefaller dock den direkta orsaken vara en annan, nämligen förekomsten av omfattande och utbredd ekonomisk brottslighet.

⁹² Hagströmer (1872) s 43.

⁹³ Rider-Abrams-Ferran (1989) s 5.

⁹⁴ 7 & 8 Vict c 110.

⁹⁵ Farrar (1985) s 17.

⁹⁶ Se Bubble Act (6 Geo 1 c 18).

En kommitté tillsattes år 1841 (Select Committee on Joint Stock Companies), där William Gladstone fö erhöll ordförandeskapet 1843,⁹⁷ för att undersöka förhållandena bland aktiebolagen med det uttalade syftet att tillförsäkra allmänhetens placeringar i aktier större säkerhet.⁹⁸ Kommittén föreslog åtgärder rörande bolagsbildning, ett särskilt registreringsförfarande och införande av prospektregler. De föreslagna ändringarna genomfördes redan 1844.

Genom 1844 års lag kom bolagsbildningen således att ske genom ett registreringsförfarande och den engelska bolagsrätten kan därför sägas ha utvecklats från enkla samarbetsavtal mellan enskilda personer snarare än från koncessionstvång eller kungligt tillstånd (royal charter). Bolagsbildning upphörde nu också att vara ett direkt privilegium, som det ofta uppfattades som tidigare, och blev istället närmast en rättighet tillgänglig för om inte alla så i alla fall för det större flertalet. Först med 1844 års Joint Stock Companies Act är det också befogat att tala om en medvetenhet rörande betydelsen av informationsregler. Ett citat ur lagen som berör kravet på registrering av prospekthandlingar m m kan belysa detta påståande:

“ . . . a copy of every prospectus or circular, handbill or advertismment or other such document at any time addressed to the public, or to the subscribers or others, relative to the formation or modification of such a company.”⁹⁹

Prospektinnehållet var dock inte bestämt i lag. Detta reparerades emellertid så småningom av domstolarna. Ett klassiskt rättsfall är *New Brunswick and Canada Railway and Land Company v Muggeridge*.¹⁰⁰ Vice Chancellor Kindersley formulerade innehållskraven i prospekt på följande sätt:

“ . . . those who issue a prospectus holding out to the public the great advantages which will accrue to persons who will take shares in a proposed undertaking, and inviting them to take shares on the faith of the representations therein contained, are bound to state everything with strict and scrupulous accuracy, and not only to abstain from stating as fact that which is not so, but to omit no one fact within their knowledge the existence of which might in any degree affect the nature, or extent, or quality of the privileges and advantages which the prospectus holds out as inducement to take shares.”¹⁰¹

⁹⁷ Gladstone var då en ung tory-ordförande för the Board of Trade, se Loss-Seligman (1989) s 6.

⁹⁸ Farrar (1985) s 17.

⁹⁹ 7 & 8 Vict c 119 s 4 (8) (1844).

¹⁰⁰ 1 Dr & Sm 363, 62 ER 418 (Ch 1860).

¹⁰¹ Citerat från Hahlo-Farrar (1987) s 198.

Samtidigt med genomförandet av 1844 års Companies Act bildades också en registermyndighet: Registrar of Companies. Om ett bolag riktade en emission till allmänheten krävdes att ett prospekt skulle registreras. En balansräkning, vederbörligen reviderad, måste presenteras på den årliga bolagsstämman och därefter skulle även dessa handlingar registreras. Aktier var fritt överlåtbara, men ännu fanns ingen begränsad ansvarighet för bolagsmännen, varför det ännu inte var frågan om aktiebolag i modern mening.¹⁰²

Redan i den första bolagslagen från 1844 har engelsk lagstiftning och praxis således börjat introducera en informationsdoktrin.¹⁰³ Vid denna tidpunkt sågs skyldigheten att offentliggöra upplysningar som ett krav för att få driva verksamhet i bolagsform. Från 1856 års Joint Stock Companies Act (då begränsad ekonomisk ansvarighet för delägarna samtidigt infördes) uppfattades informationsplikten som en konsekvens av denna begränsning av delägarnas personliga risktagande.¹⁰⁴ Härigenom tillgodosågs vissa basala behov hos kreditgivare m fl. Att genom ett registreringsförfarande medge allmän insyn i bolagets finansiella ställning ansågs inte som ett hot mot företagets ekonomiska intressen.¹⁰⁵

År 1856 och 1857 års lagstiftning förblev inte gällande lag mer än ett fåtal år. Nästföljande stora bolagsrättsliga reform genomfördes redan den 7 augusti 1862.¹⁰⁶ Denna lag betraktas allmänt som den direkta föregångaren till de moderna Companies Acts.¹⁰⁷

Det kan i detta sammanhang vara på sin plats att nämna något om den ställning bolagslagstiftningen har i England. Närhelst en ny Companies Act genomförts har det aldrig inneburit en kodifikation av engelsk bolagsrätt. Avsikten har som regel endast varit att konsolidera ett antal lagregler som i praktiken är en överbyggnad på rättspraxis och sedvanerätt. Så var fallet med 1862 års lagstiftning. I vissa fall är det dock också fråga om att ändra praxis som uppstått, vilket t ex är fallet med Directors Liability Act 1890.

Lagstiftningen är närmast obegriplig med mindre man känner till de bakom-

¹⁰² Hahlo-Farrar (1987) s 6.

¹⁰³ Joint Stock Companies Act 1844.

¹⁰⁴ Begränsad ansvarighet infördes egentligen året innan genom Limited Liability Act 1855 (18 et 19 Vict c 133) i syfte att stimulera brittisk industri, men denna lagstiftningsprodukt omarbetades nästan omedelbart. Se Joint Stock Companies Act 1856 (19 et 20 Vict c 47). Den senare upphävdes och utvidgades genom The Joint Stock Companies Act 1857 (20 et 21 Vict c 14).

¹⁰⁵ Schmitthoff (1973) s 11 ff.

¹⁰⁶ 25 et 26 Vict c 89.

¹⁰⁷ Farrar (1985) s 19.

liggande domstolsavgöranden emedan de centrala bolagsrättsliga principerna sällan eller aldrig återfinns i lagstiftningen.¹⁰⁸ Lagens "rätta ansikte" framträder därför bara i ljuset av rättspraxis. Till viss del gäller detta även en lagstiftningsprodukt som FSA, som helt saknar historiska förebilder i engelsk rättstradition.¹⁰⁹

En annan lagstiftning av centralt intresse i sammanhanget infördes år 1890 genom Directors Liability Act.¹¹⁰ Härigenom lades ett betydande ansvar på ett bolags stiftare och styrelseledamöter rörande falska uppgifter i prospekt.¹¹¹ Detta innebar ett effektivt åsidosättande av rättsfallet *Derry v Peek*,¹¹² som i allt väsentligt sagt motsatsen, eller i vart fall inte medgav att godtroende styrelseledamöter hölls ansvariga för uppgifter i prospektet.

Den lagstiftning som infördes år 1900 (efter en utredning genomförd av "Lord Davey Committee") är anmärkningsvärd i så måtto som den formulerar de grundläggande intentionerna hos den informationsdoktrin som fortfarande kännetecknar både den amerikanska och engelska lagstiftningen. Följande citat är belysande:

"[I]t must be generally acknowledged that a person who is invited to subscribe to a new undertaking has practically no opportunity of making any independent inquiry before coming to a decision. Indeed, the time allowed between the issue of the prospectus and the making of any application does not permit of any real investigation. The maximum of Caveat Emptor has in the opinion of your Committee but a limited application in such cases.

It is therefore of the highest importance that the prospectus upon which the public are invited to subscribe shall not only not contain any misrepresentation but shall satisfy a high standard of good faith. It may be a counsel of perfection and impossible of attainment to say that a prospectus shall disclose everything which could reasonably influence the mind of an investor of average prudence. But this in the opinion of your Committee is the ideal to be aimed at, and for this purpose to secure the utmost publicity is the end to which new legislation on the formation of companies should be directed."¹¹³

¹⁰⁸ Detta gäller t ex principerna om *ultra vires*, regler om enskilda styrelseledamöters behörighet i *Royal British Bank v Turquand* (1856) 6 E & B 327 [1843–60] All ER Rep 435, regeln i *Foss v Harbottle* (1843) 2 Hare 461, som säger att en enskild aktieägare inte kan stämma en skadevållare när bolaget åsamkats skada, eftersom rätt part i detta fall *prima facie* är bolaget självt, osv. Se även det senare rättsfallet *Prudential Assurance Co Ltd v Newman Industries Ltd and others (No 2)* [1982] Ch 204; [1982] 1 All ER 354 (CA).

¹⁰⁹ Se Gower 4 *Mal L Rev* (1962) s 36–47.

¹¹⁰ 53 & 54 Vict c 64.

¹¹¹ The Directors' Liability Act 1890 (53 & 54 Vict c 64).

¹¹² (1889) 14 App Cas 337.

¹¹³ §§ 5 och 6 (1895 Cmnd 7779) citerat från Loss-Seligman (1989) s 7.

Härefter skedde genomgripande reformer av bolagsrätten, först ungefär vart tjugonde år (1908, 1929, 1948 och 1967) och senare i allt högre takt (1976, 1980, 1981, 1985, Financial Services Act of 1986 och reformer av bolagsrätten 1989).¹¹⁴ 1948 års lag styrdes påtagligt av "disclosure" och "gold fish bowl philosophy".¹¹⁵ En tydlig strävan fanns att skapa ökat investerarskydd och aktiebolagens ansvarighet gentemot samhället i stort poängterades genom utökade undersökningsbefogenheter för Board of Trade.¹¹⁶ Detta är en intressant utveckling från informationsgivning som ett uttryck för bolagets interna ansvarsförhållande till bolagets ställning i samhället och visar på två olika aspekter av informationsgivning.

Efter införandet av 1948 års lag skedde egentligen inga större ändringar förrän 1985. Reformförsök förekommer även i mellanperioden, men det lyckades aldrig för någon regering att genomföra de förslag som Jenkinskommittén presenterade i sin rapport på 1960-talet. En del mindre förslag antogs visserligen som en följd av deras arbete, men i stort sett skedde ingen mer genomgripande reform på bolagsrättens område förrän Companies Act 1985 konsoliderade de olika Companies Acts med diverse tillägg som genomförts mellan åren 1948 till 1983, däribland section 9 i European Act 1972.¹¹⁷

Sedan 1867, då man i England införde lagreglerad informationsplikt rörande prospekt, sanktionerade med såväl civil- som straffrättsliga regler, och fram till 1939, har informationsgivning varit det enda reella regleringsinstrumentet och detta har alltså återfunnits i bolagslagstiftningen (prospektregler) och i börsens självreglering.

Flera skandaler gjorde dock att ytterligare åtgärder krävdes. Dessa strävanden kommer för första gången till uttryck i Prevention of Fraud (Investments) Act 1939. Lagen byggde på en utredning under Sir Archibald Bodkins ordförandeskap som skulle "...consider operations commonly known as share-pushing and share-hawking and similar activities".¹¹⁸ Förslagen från

¹¹⁴ Reformerna som genomfördes 1989 var delvis en följd av det sjunde (83/349/EEC) och åttonde (84/253/EEC) EG-direktivet. Det sjunde direktivet rör redovisningsreglerna för vissa bolag och det åttonde revisorernas kvalifikationer och hur de skall utses. Reformering av reglerna rörande *ultra vires* är att vänta.

¹¹⁵ Hahlo-Farrar (1987) s 7.

¹¹⁶ Sedan 1970 "The Secretary of State for Trade and Industry".

¹¹⁷ England blev som bekant medlem i EG den 1 januari 1973. Detta innebär att Rom-fördraget och dess behandling av harmonisering av bolagsrätten påverkar utvecklingen i här berörda avseenden.

¹¹⁸ Rider-Abrams-Ferran (1989) s 6; Fin Serv Rep (CCH) ¶ 1-250.

den kommitté som förberedde reformerna godtogs i stort sett och lagförslaget genomfördes.

År 1958 ersattes 1939 års lag med en Prevention of Fraud (Investments) Act 1958. Någon större förändring var det inte fråga om utan i allt väsentligt var det samma lagstiftning. 1958 års lag krävde att alla som handlade med värdepapper skulle erhålla auktorisation från Department of Trade and Industry (DTI), med vissa undantag, dit bl a banker och börsens medlemmar hörde. Enligt lagen kunde DTI även formulera vissa regler rörande vad som med ett svenskt uttryck närmast kan benämnas "god sed på värdepappersmarknaden". Lagen innehöll också en regel (Section 13) som förbjöd utnyttjandet av falsk eller vilseledande information i syfte att förmå någon att investera pengar i värdepapper. Genom restriktiv tolkning från DTI:s sida, sannolikt på direkt uppmaning av regeringen, kom denna sistnämnda regel emellertid att sakna snart sagt varje form av praktisk betydelse.¹¹⁹

Regleringen av de finansiella marknaderna i England har trots vidlyftig bolagsrättslig lagstiftning historiskt sett dominerats av självreglering. Hörnstenarna har under senare årtionden varit Bank of England, Londonbörsen och The Panel on Take-overs and Mergers.¹²⁰ Denna modell och dessa institutioner har också fungerat förhållandevis väl tills helt nyligen. En av orsakerna till detta är att City of London, som dominerar den ekonomiska scenen i England, utgjort ett litet och förhållandevis slutet socialt system. Klubb- och småstadskänslan i betydelsen att alla känner alla präglade miljön. Denna hegemoni underlättar naturligt nog framväxten av ett homogent regelsystem. Om inte annat konserveras på så sätt systemet som helhet i de för tillfället ledandes intressen.¹²¹

Det finns fler orsaker till att självregleringen har minskat i betydelse och ersatts med lagstiftning. London City bestod fram till 1979, då valutarestriktionerna (exchange control) helt upphävdes, av två närmast helt isolerade segment – ett nationellt och ett internationellt orienterat. Den nationella

¹¹⁹ Rider-Abrams-Ferran (1989) s 7. Jfr det svenska svindleristadgandets sparsamma tillämpning.

¹²⁰ The Panel on Takeovers and Mergers är ett av de mest ansedda självreglerande organen i England och har tjänat som förebild för bl a svenska NBK. The Panel bildades 1968.

¹²¹ En intressant iakttagelse är att de engelska domstolarna inte är särskilt benägna att ge sig i kast med förhållandena på aktiemarknaden. I *Prudential Assurance Co Ltd v Newman Industries Ltd (No 2)* [1982] Ch 204 slog Court of Appeal helt framt fast att "In our view the voluntary regulation of companies is a matter for the City. The compulsory regulation of companies is a matter for Parliament". Citerat från Hahlo-Farrar (1987) s 515.

delen har av tradition centrerats kring börsen, de inhemska bankerna och försäkringsmarknaden. Den internationella delen dominerades bl a av penningmarknaden. Oljekrisen 1973 skapade också nya behov genom att det å ena sidan saknades pengar samtidigt som det å andra sidan fanns ett betydande överskott i arabvärlden. Cirkulationen av "petro-dollars" blev därmed en mycket viktig del av London Citys internationella segment, som för totalt kom att dominera denna marknad.¹²²

Fram till slutet av 1970-talet var också de olika finansiella aktiviteterna på den nationella marknaden starkt åtskilda. Försäkring, bankverksamhet och börshandel saknade i allt väsentligt direkta samband. De som sålde försäkringar eller aktier gjorde uteslutande detta. Omfattande och i praktiken konkurrenshämmande regler konserverade denna separation. Som ett exempel kan nämnas att börsmäklarfirmor inte fick ägas av andra än börsmedlemmar.

När valutalagstiftningen upphävdes år 1979 raserades formellt sett muren mellan de två delarna av London City. Nästan omedelbart uppmärksammades då att den nationella marknaden saknade konkurrenskraft internationellt sett. Det skydd som valutarestriktionerna skapade upphörde och förspelet till vad som kommit att kallas "the Big Bang" inleddes.¹²³

Till detta orsaksregister får läggas det engelska klasssystemet, som med sin mångfald institutioner och sin förutsägbarhet rörande värderingar och yrkesroller, ytterligare hjälpt till att hålla samman strukturen i London City. När den engelska modellen med självreglering diskuteras måste dessa och andra liknande faktorer beaktas. Systemet kan enligt min mening knappast skiljas från sitt sociala sammanhang eftersom dess effektivitet (som inte utan rätt imponerat på omvärlden) åtminstone delvis förutsätter just denna inramning.

London City mister dock i allt större utsträckning den tidigare sociala homogeniteten. Nya aktörer – främst amerikanska och japanska banker – saknar de traditionella banden med de lokala aktörerna, vilket gör att systemet inte längre kan väntas fungera som förut. Rädslan för uteslutning, som tidigare var den avgörande sanktionen vid regelbrott, saknar i stort sett den prägel av socialt stigma som den en gång haft.¹²⁴

¹²² Rider-Abrams-Ferran (1989) s 9.

¹²³ A a s.

¹²⁴ A a s 12.

Medvetenheten om att en ny situation höll på att utvecklas kan märkas redan från början av år 1974 då DTI sände ut ett frågeformulär till olika institutioner för att få synpunkter på hur de finansiella marknaderna i England borde regleras. Svaren är inte publicerade, men det framkom i alla fall (från de som gjorde sig besväret att svara) att självreglering allmänt sett ansågs lika effektivt som andra existerande system.

London City har alltid tagit avstånd från tanken att ett centralt myndighetsorgan, typ det amerikanska SEC eller CFTC, skulle övervaka marknaden.¹²⁵ När sådana tongångar hörs från statsmaktens sida brukar detta (och enligt många endast då) leda till krafttag från de ledande institutionerna i City. The Panel on Takeovers and Mergers bildades t ex under hot om statlig intervention.¹²⁶ Frågeformuläret från DTI ledde om inte annat till insikten om att lagstiftning på längre sikt var oundviklig. Den enda konkreta effekten av undersökningen blev så vitt jag kunnat utröna införandet av ett insiderförbud.¹²⁷

I juli 1981 utsågs en ny utredare av de engelska finansiella marknaderna, professor L C B Gower, tidigare sekreterare i Jenkins-kommittén.¹²⁸ Motivet för att tillsätta en ny utredning var dels det uttalade behovet av att öka skyddet för investerare och dels att det förekommit ett antal besvärande skandaler där såväl Bank of England som DTI ansågs ha intagit en alltför passiv roll och härigenom medverkat till att effekterna för den investerade allmänheten blev större än nödvändigt.

Redan ett år senare, den 28 januari 1982, publicerades ett diskussionsunderlag som till stor del upptas av ett försök att finna en lämplig balans mellan lagstiftning och självreglering.¹²⁹ De reformförslag som presenterades innebar att Prevention of Fraud (Investments) Act 1958 och reglerna om nyemissioner, som då fanns i CA 1948 och CA 1980, skulle ersättas med en ny Securities Act. Reaktionen blev i högsta grad blandade men påfallande

¹²⁵ A a s 12–13.

¹²⁶ År 1959 sattes en arbetsgrupp samman på initiativ av the Governor of the Bank of England Dess arbete ledde till sammanställningen av den första City Code och till bildandet av The Panel on Takeovers and Mergers.

¹²⁷ Rider-Abrams-Ferran (1989) s 13.

¹²⁸ Det kan då nämnas att en kommitté under ledning av Sir Harold Wilson år 1980, alltså bara ett år tidigare, avgett ett betänkande rörande de finansiella institutionerna i London City (1980 Cmnd 7939). Professor Gower, som utsågs att leda den nya utredningen, byggde inte vidare på Wilson-rapporten.

¹²⁹ *Review of Investor Protection – A Discussion Document*. London (1982 HMSO).

negativa. Mitt intryck är att Gower i hög grad kom att beakta den kritik som framfördes mot diskussionsunderlaget och de senare förslagen var mer grundligt genomarbetade.¹³⁰

Diskussionsunderlaget följdes av en rapport som också den innehöll en kritisk granskning av den rådande situationen, en diskussion om hur marknaden bäst bör regleras samt en omfattande lista på nödvändiga reformer.¹³¹ De mest långtgående delarna av förslaget innebar att en särskild statlig myndighet skulle inrättas som hade ansvaret för marknadsövervakningen på ett övergripande plan, medan den dagliga övervakningen skulle ombesörjas av självreglerande organ som erhållit auktorisation av det statliga organet.¹³² Förslaget att reformera Prevention of Fraud (Investments) Act 1958 upprepades.¹³³

Reglerna för nyemission, take-overs och insiderhandel, som då fanns utspridda i olika lagar, föreslogs bli sammanförda till den nya Investor Protection Act.¹³⁴ Rapporten presenterades som "Part I" och tanken var att den skulle följas av en "Part II", avsedd att innehålla Gower's förslag till den nya lagstiftningens lydelse.

Den andra rapporten, som publicerades i mars 1985, föregicks dock av publikationen av ett dokument upprättat av regeringen (januari 1985), utan direkt medverkan av professor Gower. Detta "White Paper" angav målsättningen med en ny lagstiftning i följande fyra punkter:¹³⁵

¹³⁰ Vid intervjuer med personer som berördes av Gowers uppdrag framkom ofta den synpunkten att det särskilda diskussionsunderlaget rörde en besvärande okunnighet om de finansiella marknadernas sätt att fungera. Förslagen kom därför att betraktas med större skepsis än vad motsvarande reformförslag dittills mött. Helt klart är dock att Gower, tillsammans med den man från DTI (Philip Bovey) som fungerade som hans utredningssekreterare, ägnade större delen av 1981 åt vad som närmast får betecknas som studiebesök vid olika institutioner i London City.

¹³¹ Review of Investor Protection: Part I January 1984 (1984 Cmnd 9125) och March 1985 (HMSO).

¹³² På samma sätt är amerikanska SEC:s verksamhet upplagd. Den huvudsakliga övervakningen och regleringen sker vid marknadsplatserna av självreglerande organ, vilka i sin tur övervakas av SEC.

¹³³ Influenserna från USA är således i hög grad märkbara. Vad professor Gower föreslog var inget mindre än att det skulle skapas en engelsk motsvarighet till den amerikanska Securities and Exchange Commission (SEC). Även SEC samverkar med självreglerande organ.

¹³⁴ Flera av de förslag rörande nyemissioner riktade till allmänheten som professor Gower presenterade i sin rapport återfinns i liknande form i Jenkins-kommitténs betänkande från 1962 (Cmnd 1749), där Gower fö var sekreterare.

¹³⁵ Financial Services in the United Kingdom (1985 Cmnd 9432) s 6.

1. *Efficiency* – the financial services industry of the United Kingdom should be able to provide services to industry and commerce, private investors and Government in the most efficient and economic way.
2. *Competitiveness* – the industry must be competitive both domestically and internationally. Regulation must stimulate competition and encourage innovation; it must be responsive to international developments and not a cover for protectionism.
3. *Confidence* – the system of regulation must inspire confidence in issuers and investors by ensuring that the financial services sector is, and is seen to be, a 'clean' place to do business.
4. *Flexibility* – the regulatory framework must be clear enough to guide but not cramp structural and other change in the industry. It must have the resilience not to be over-run by events.

De principer som skall styra det nya systemet i önskad riktning är således marknadsekonomiskt orienterade, även om förarbetena till lagstiftningen inte tagit hänsyn till etablerad ekonomisk teori eller företagit några beräkningar av det framtida regleringssystemets kostnader.¹³⁶ Det understryks att regleringen av marknaden inte är ägnad att minska den enskilde placerares ansvar för sina egna val av investeringar. En ny lagstiftning får därför aldrig bli mer än en minimireglering och det får inte bli tal om att reglera i syfte att eliminera risktagande.

Förslaget till reglering betonar också betydelsen av självreglering och etiskt godtagbart beteende på marknaden för att generera förtroende hos investerare och utgivare av värdepapper.¹³⁷

För att uppnå den målsättning som angavs ovan föredrog regeringen följande principiella tillvägagångssätt. Marknaden antas kunna möta placerares behov och förväntningar. Detta skall förenklas *dels* genom att konkurrensbegränsande åtgärder förhindras *dels* genom att mer och kvalitativt bättre information offentliggörs. Huruvida marknaden genom att uppmuntra till ökad konkurrens i sig innebär ett effektivt medel för att minska förekomsten av bedrägliga beteenden återstår att se.¹³⁸

Professor Gower publicerade aldrig någon "Part II" där hans egna förslag till lagstiftningens lydelse presenterades. Istället fick han uppdraget att ge kommentarer till regeringens lagförslag. Han förespånade däri bl a att en ny dominerande självreglerande organisation skulle uppstå. Så blev också

¹³⁶ Detta kritiserades av Seldon (1988) s 17–31.

¹³⁷ Financial Services in the United Kingdom (1985 Cmnd 9432) s 6–7.

¹³⁸ Se Rider-Abrams-Ferran (1989) s 19–20.

fallet genom inrättandet av Securities and Investments Board (SIB). Förslaget att alla erbjudanden om förvärv av aktier som riktas till allmänheten skall genomgå en form av "kvalitetskontroll" innan erbjudandet får offentliggöras blev inte lagfäst. Däremot förekommer en form av kvalitetskontroll rörande de företag som söker officiell börsnotering och således omfattas av FSA Part IV. Detta innebar dock ingen nyordning eftersom börsens Quotations Department sedan lång tid tillbaka utfört en kontroll av de uppgifter som ingår i dessa prospekt (listing particulars).

Rörande nyemissioner riktade till allmänheten poängterades behovet av att samla alla regler på ett ställe och samtidigt med detta ge dem en konsekvent utformning.¹³⁹ Två viktiga mål utöver dessa redaktionella förbättringar sades vara att skapa enhetliga sanktioner vid bristfällig och vilseledande informationsgivning i prospekthandlingar samt att göra innehållskraven mer samstämda.

Den nya övergripande regleringsstrukturen på den engelska marknaden är utan överdrift komplicerad.¹⁴⁰ I korthet bygger det på en delegation av statlig normgivningsmakt från the Secretary for Trade and Industry till ett privaträttsligt organ (SIB) som i sin tur förväntas operera genom att auktorisera självreglerande organ men utan möjlighet att delegera motsvarande normgivningsmakt till dessa organ.¹⁴¹

Ansvarsreglerna har genomgått en betydande reformering genom FSA. Den nya lagstiftningen ersätter egentligen bara vissa stadganden i Companies Act, men genom sin direkta anpassning till förhållandena på värdepappersmarknaderna är den allmänna uppfattningen att lagen kommer att få en framträdande roll som ansvarsgrund.¹⁴²

Genom FSA ersätter en lagstadgad kompensationsform två förutvarande i CA 85, nämligen s 66 som avsåg konsekvenserna av att viss information inte offentliggjordes i prospektet, samt s 67–69, den civilrättsliga kompensa-

¹³⁹ Vid denna tidpunkt var reglerna utspridda i CA 1948, Prevention of Fraud (Investments) Act 1958 och The Stock Exchange (Listing) Regulations 1984 (SI 1984 No 716). Den sistnämnda lagen reglerade formerna för inregistrering av aktier vid Londonbörsens officiella lista. Denna lag började gälla den 1 januari 1985 och upphörde huvudsakligen den 16 februari 1987 med införandet av FSA Part IV. Den äldre lagen syftade till att införa tre EG-direktiv och innebar att det uppstod två separata regleringar, dels för nyemissioner av aktier i samband med börsintroduktion dels övriga emissioner.

¹⁴⁰ Se översiktsschemat i Fin Serv Rep (CCH) ¶ 2–350.

¹⁴¹ Denna delegation har ifrågasatts av bl a Page 49 *M. I. Rev* (1986) s 141–167.

¹⁴² Sealy (1989) s 315.

tionsmöjligheten vid falsk och vilseledande information.¹⁴³ Dessa har ersatts av i första hand FSA s 150 (Compensation for false or misleading particulars), som gäller ansvaret för den information som ingår i det introduktionsprospekt som skall upprättas inför en börsintroduktion (official listing). Om en sådan börsintroduktion inte är aktuell, men ett prospekt likväl offentliggjorts, kommer istället FSA s 166 (Compensation for false or misleading prospectus) att reglera uppkomna ansvarsfrågor.¹⁴⁴

Utöver de ersättningsmöjligheter som FSA erbjuder kan som nämnts flera av de olika kompensationsmöjligheter beaktas som återfinns i den allmänna civilrätten och common law. FSA innebär således inte någon kodifiering av de hittillsvarande ansvarsformerna. I FSA s 150(4) stadgas istället följande:

”This section does not affect any liability which any person may incur apart from this section.”

Konsekvensen blir att FSA ökar antalet ansvarsgrunder.¹⁴⁵ I vilken utsträckning äldre praxis fortfarande skall anses gälla är osäkert. En iakttagelse är att dessa avgöranden till övervägande delen härstammar från det engelska imperiets sista årtionden, alltså tiden omkring 1800-talets slut och början av 1900-talet. Preliminärt gäller att stor försiktighet är påkallad och att tiden får utvisa i vilken mån FSA och dess sanktionssystem kommer att dominera. Vissa av de tillgängliga sanktionerna förefaller dock överlappa varandra varför vissa, t ex på grund av högre beviskrav för kändanden, kan väntas bli mindre använda.

Ansvaret för den kontinuerliga informationsplikten är inte reglerat i FSA mer än såtillvida att s 145 medger börsstopp och avregistrering som påföljder om bolaget inte uppfyller de krav som framgår av börsens regelbok ASL. De möjligheter till skadestånd som eventuellt finns får baseras på de principer som gäller för det allmänna civilrättsliga skadeståndsansvaret. Det centrala lagrummet rörande prospekt (listing particulars) finns i s 150(1) och det lyder på följande sätt:

¹⁴³ Delvis betingas reformerna av harmoniseringssträvanden inom EG.

¹⁴⁴ En konsekvens av denna reform är att det lagreglerade ansvaret för innehållet i prospekt flyttats från CA 85 till FSA som inte utan vidare kan klassificeras som bolagsrättslig. Följden blir att beröringspunkterna mellan engelsk och svensk rätt minskat med införandet av FSA jämfört med den situation som var rådande när CA 85 s 66–69 var gällande rätt.

¹⁴⁵ För en översiktlig framställning av befintliga ansvarsgrunder tillsammans med ansvarssubjekten, se Sealy (1989) s 315–316.

“... the person or persons responsible for any listing particulars or supplementary listing particulars shall be liable to pay compensation to any person who has acquired any of the securities in question and suffered loss in respect of them as a result of any untrue or misleading statement in the particulars or the omission from them of any matter required to be included by section 146 or 147 above.”¹⁴⁶

Section 163 innehåller ett allmänt stadgande om informationsplikt. Skadeståndet skall förmodligen beräknas enligt skadeståndsrättsliga och inte kontrakterättsliga principer. Detta beror enligt Farrar på att lagrummet är ägnat att medge sådan kompensation som förvägrades i *Derry v Peek*.¹⁴⁷ Innan FSA s 150 (1) genomfördes kunde endast aktietecknare påräkna skadestånd och då med stöd av CA 85 s 67–69, medan t ex köpare på den öppna marknaden var hänvisade till *Hedley Byrne & Co Ltd v Heller & Partners Ltd*.¹⁴⁸ Den teoretiskt möjliga kretsen av skadelidande var dock redan då extremt stor, men detta till trots har antalet tvister varit få i England.¹⁴⁹ Generellt sett innebär FSA s 150 (1) en väsentlig utvidgning av ansvaret för vilseledande information jämfört med äldre rätt.

De personer som enligt FSA ingår i den personkrets som ansvarar för innehållet i ett prospekt följer av s 152.¹⁵⁰ Den uppräknade som återfinns där anger följande personkategorier när emittenten är ett aktiebolag:

1. Den juridiska personen.
2. De styrelseledamöter som innehade denna ställning när prospektet ingavs till Londonbörsen (ISE).
3. Var och en som godkänt att anges och verkligen också anges i prospektet som (a) varande styrelseledamot, eller (b) accepterat att ingå i bolagets styrelse omedelbart eller i framtiden.
4. Var och en som accepterat ansvar för prospektet, helt eller delvis, under förutsättning att det av prospektet framgår att vederbörande åtagit sig just detta ansvar.
5. Övriga personer som godkänt (authorised) innehållet i prospektet, helt eller delvis.

¹⁴⁶ Motsvarande stadgande rörande prospekt finns i s 166(1).

¹⁴⁷ Farrar-Furey-Hannigan (1988) s 515–516.

¹⁴⁸ *Derry v Peek* ledde till en reform påföljande år (1890), genom införandet av Directors' Liability Act 1890. Dessa stadganden har alltsedan dess ingått i bolagslagstiftningen för att nu ha blivit överförda till FSA. Den allmänna princip som *Derry v Peek* är ett uttryck för ändrades i common law för första gången genom *Hedley Byrne & Co v Heller & Partner Ltd*. Mellan dessa båda fall är det 75 år. *Derry v Peek* anses för allmänt vara obsolet vad ankommer bolagsrätten, Sealy (1989) s 316. Se dock *Caparo Industries plc v Dickman and others* [1989] BCLC s 154. Fallet prövades också i House of Lords; [1990] 2 WLR 359.

¹⁴⁹ Angående det så kallade "floodgate-argumentet" se Kleinman (1987) s 459. Se också nedan i kap 12 där en avvikande åsikt redovisas.

¹⁵⁰ FSA s 152 företer vissa likheter med CA 85 s 67 (2) men FSA är mer omfattande.

Lagen stadgar inte uttryckligen att någon bestämd person är skyldig att upprätta något prospekt. I FSA s 146 sägs tex bara att ett prospekt skall innehålla viss information, utan hänvisning till vem som skall tillhandahålla den. Oavsett vem som är skyldig att upprätta ett prospekt nämner s 152 en bestämd grupp som kan bli ansvarig för den händelse prospektet innehåller felaktig och vilseledande information.

Om en person ingår i den krets som bär ansvar kan flera ansvarsfrihetsgrunder åberopas.

1.3 USA

De historiska banden mellan England och USA är av kända orsaker mycket starka, vilket också märks vid en undersökning av den historiska framväxten av regelsystemen på bolagsrättens och värdepappersmarknadernas områden. England kan dessutom förevisa ett aktiesvindels skräckkabinett som få andra länder och dessa erfarenheter har USA i hög grad tillgodogjort sig.¹⁵¹ Det förefaller alltså befogat att ge England heder av att introducera det grundläggande synsättet att lagreglerad informationsplikt kan skapa ett tillfredsställande investerarskydd. På samma sätt är det tvivelsutan USA som fört denna regleringsteknik längst – på gott och ont.

Som jag tidigare redogjort för framstår ofta valet för statsmakten när det gäller aktiemarknadens reglering mellan (a) att införa en omfattande kvalitetskontroll av de företag och värdepapper som skall erbjudas allmänheten och (b) att införa regler om informationsplikt och låta investerarna själva göra kvalitetsbedömningen. I USA löstes denna principiella fråga på 1930-talet genom den lagstiftning som följde efter den stora börskraschen.¹⁵² Hela

¹⁵¹ Det följande avsnittet, på samma sätt som de tidigare, löper risken att överförenkla de komplicerade samband som styr utvecklingen. SEC administrerar i princip sju olika lagstiftningsprodukter som inte är baserade på samma intentioner eller "policy-considerations". Detta följer av de huvudsakliga problemområden som ofta förs fram i debatten om regleringen av värdepappersmarknaderna, nämligen common laws hypertekniska och alltför begränsade ansvarsgrunder i samband med vilseledande information, otillräckligheten hos företagens informationsgivning, missbruk av fullmaktsinstrumentet, insiders, klubbatmosfären på de nationella börserna, den lätthet varmed marknaderna kan manipuleras osv. Se Loss-Seligman (1989) s 26.

¹⁵² För USA:s del var detta val en mycket realistisk fråga eftersom det fanns delstatlig lagstiftning som hade kvalitetsprövning, s k "blue sky laws". Enligt dessa skulle varje erbjudande till allmänheten om förvärv av värdepapper föregås av omfattande prov rörande såväl rättvisa och

→

debatten om regleringar i spåret av denna omstörtande händelse var naturligt nog mer accentuerad än vad som varit fallet om börskraschen fått andra proportioner.

Redan innan Franklin D Roosevelt tillträdde som president 1933 hade det genomförts en undersökning av olika former av missbruk och bedrägliga beteenden som förekom på aktiemarknaden.¹⁵³ Denna genomfördes på uppdrag av senatens Banking and Currency Committee under ledning av Ferdinand D Pecora.¹⁵⁴ Den slutsats man drog var att marknaden i grunden misslyckats att skapa och upprätthålla ett sådant förtroendefullt förhållande som borde känneteckna relationen mellan allmänheten och de personer som anförtröts privatpersoners penningmedel och besparingar. Den regleringsideologiska "kampen" utkämpades också inom ramen för ett vidare spektrum av åsikter än man i förstone föreställer sig. Debattens vågor gick så höga att man på vissa håll till och med ifrågasatte det marknadsekonomiska systemets funktionsförmåga överhuvudtaget. Krav restes om införandet av kontroll rörande formerna för marknadsföring av investeringar, men också att det skulle krävas särskilda tillstånd för att rikta erbjudanden till allmänheten om t ex aktieförvärv.¹⁵⁵

Från federalt håll bestämdes emellertid att man inte skulle införa något system som möjliggjorde kvalitetskontroller av företag och aktier utöver den som förekom implicit i samband med ansökan om att erhålla börsnotering. Ett citat från president Roosevelt kan användas för att illustrera och sammanfatta den lagstiftningsideologi som sedan dessa varit den dominerande i USA och senare tycks fått allt större genomslag i andra länders val av regleringsformer:

"Of course, the Federal Government cannot and should not take any action which might be construed as approving or guaranteeing that newly issued

jämlikhet som marknadsföringsmetoder och villkor. Det kan också nämnas att L Brandeis redan 1914 i sin bok *Other Peoples Money* förespråkade offentlighet som åtgärd för att komma till rätta med olika "social and industrial diseases".

¹⁵³ Med risk att formulera en truism bör det understrykas att 1930-talets reformverksamhet i USA betingades av olika slag av missbruk och inte av ett liberaliseringsbehov. I Sverige har det aldrig företagits någon undersökning av förekomsten av brottslig verksamhet relaterad till värdepappersmarknaderna.

¹⁵⁴ Hearings on S 14 and S 56, *Stock Exchange Practices, Before the Senate Committee on Banking and Currency, 72d & 73d Congs, 1st & 2nd Sess (1932–34)*. Se även Landis *28 Geo Wash L Rev (1959–1960)* s 29–49.

¹⁵⁵ Landis *28 Geo Wash L Rev (1959–1960)* s 30.

securities are sound in the sense that their value will be maintained or that the properties which they represent will earn profit.

There is, however, an obligation upon us to insist that every issue of new securities to be sold in interstate commerce shall be accompanied by full publicity and information, and that no essentially important element attending the issue shall be concealed from the buying public.

The proposal adds to the ancient rule of caveat emptor, the further doctrine 'let the seller also beware'. It puts the burden of telling the whole truth on the seller. It should give impetus to honest dealing in securities and thereby bring back public confidence.

The purpose of the legislation I suggest is to protect the public with the least possible interference to honest business.

This is but one step in our broad purpose of protecting investors and depositors. It should be followed by legislation relating to the better supervision of the purchase and sale of all property dealt in on exchanges, and by legislation to correct unethical and unsafe practices on the part of officers and directors of banks and other corporations.

What we seek is a return to a clearer understanding of the ancient truth that those who manage banks, corporations, and other agencies handling or using other people's money are trustees acting for others."¹⁵⁶

Citatet illustrerar tydligt åsikten att grunden för ett investerarskydd erhålls genom regler om informationsplikt tillsammans med åtgärder mot bedrägliga beteenden och att detta i sin tur är avsett att generera det eftersträvade, breda förtroendet hos allmänheten för värdepappersmarknaden. Detta uttalande kan lämpligen jämföras med de fyra punkter som sammanfattar motiven för att reformera den engelska marknaden genom införandet av Financial Services Act 1986.¹⁵⁷

De federala lagar som genomfördes i USA 1933 och 1934 är starkt influerade av Louis Brandeis och olika marknadsekonomiska idéer.¹⁵⁸ Ett klart artikulert syfte med regleringarna var också att förbättra marknadens funktionsförmåga och på så sätt erhålla en bättre resursallokering. Detta kan

¹⁵⁶ H R Rep No 85, 73d Cong 1 st Sess 2 (1933). Citerat från Loss-Seligman (1989) s 178–179. Citatet avser ett uttalande av president Roosevelt till kongressen den 29 september 1939. Jfr ovan citatet från Lord Davey Committee från 1895 vid not 114.

¹⁵⁷ Se ovan vid not 135.

¹⁵⁸ Se Brandeis (1932). Boken publicerades första gången 1914 och är en populariserad framställning av de resultat som presenterades av den s k Pujo Committee. Han formulerade den i dessa sammanhang bevingade frasen att "Publicity is justly commended as a remedy for social and industrial diseases. Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman". Se Loss-Seligman (1989) s 159 och 173.

illustreras med ytterligare ett citat, som även innehåller ett (av många) försök till förklaring av orsaken till den stora börskraschen:

"[S]ignificant . . . is the wastage that this irresponsible selling of securities has caused to the industry . . . [I]nvestment bankers with no regard for the efficient functioning of industry forced corporations to accept new capital for expansion purposes in order that new securities might be issued for public consumption. Similarly, real estate developments would be undertaken, not on the basis of caring for calculated needs but merely as an excuse for the issuance of more securities to satisfy an artificially created market. Such conduct has resulted both in the imposition of unnecessary fixed charges upon industry and in the creation of false and unbalanced values for properties whose earnings cannot conceivably support them. Whatever may be the full catalogue of the forces that brought to pass the present depression, not least among these has been the wanton misdirection of the capital resources of the nation."¹⁵⁹

De amerikanska Securities Acts innehåller således primärt regler om informationsplikt och endast sekundärt direkta interventioner rörande förhandskontroll av investeringar.¹⁶⁰ Särskilt tillkomsten av Securities Act of 1933 (förkortas SA 1933) är intressant eftersom den bygger på den engelska Companies Act från år 1929 och dess målsättning att garantera "full and fair disclosure" i samband med nyemissioner.¹⁶¹ Till denna idé om fullständig och rättvisande informationsgivning fogades sedan den betydelsefulla distinktionen mellan offentliga och privata erbjudanden om aktieförvärv, där lagstiftningen bara omfattar den förstnämnda formen.¹⁶²

Kritik framfördes på ett tidigt stadium och gick bl a ut på att registreringskraven i SA 1933 slog väldigt olika beroende på vilken typ av företag det var fråga om. Oljebolag och andra affärsverksamheter med ensartad

¹⁵⁹ H R Rep No 85, 73d Cong, 1st Sess 2-3 (1933).

¹⁶⁰ SA 1933 och SEA 1934. Allmänt sett rör 1933 års lag – ibland kallad "truth-in-securities law" – bara primärmarknaden, dvs regler om marknadsintroduktioner av aktier m m. 1934 års lag innehåller regler rörande sekundärmarknaden, dvs om kontinuerlig informationsgivning såsom innehållet i årsredovisningshandlingar, kvartalsrapporter, information vid fullmaktsinsamling (proxies) osv. Se t ex Hobér (1988) för en kortfattad översikt.

¹⁶¹ Enligt Landis (1932) s 34 skrevs ett förslag till 1933 års lag ihop över en weekend i Washington av tre personer under ledning av dåvarande professorn Felix Frankfurter (senare domare i Supreme Court). Kommittén bestod av J M Landis (Medlem av Federal Trade Commission 1933-1934 och ordförande för SEC 1935-1937), Thomas G Corcoran (rådgivare till the Reconstruction Finance Corporation) handplockades av Frankfurter och slutligen B V Cohen (en praktiserande jurist med bolagsrätt som specialitet). Se även Kessler 44 *Yale L J* (1934-1935) s 1133-1165 där förf jämför de europeiska motsvarigheterna till SA 1933.

¹⁶² Landis (1932) s 34.

produktionsinriktning klarade sig lindrigt undan medan "business with far flung units, with complicated details, with kaleidoscopic activities" klarade sig sämre eftersom deras skyldigheter blev oproportionerligt stora. En annan typ av kritik, som också framförts senare, gick ut på att den information bolagen lämnade inte var begriplig för gemene man.¹⁶³

Securities and Exchange Act of 1934 (förkortas SEA 1934) utgör en betydligt mer ingripande lagstiftningsprodukt. Även den vilar på samma grundläggande idéer om informationsgivningens betydelse både vad gäller möjligheten att garantera tillgången till information och för att motverka prismanipulationer och andra oönskade beteenden som SA 1933. SEA 1934 reglerar huvudsakligen kontinuerlig informationsgivning och skyldighet att rapportera i samband med särskilda händelser som fullmaktsinsamlingar och offentliga erbjudanden om aktieförvärv m m.

Investerarskyddet tillhandahålls således på två sätt. Först och främst skall alla placerare garanteras en viss minsta mängd information från företagen i samband med offentliga erbjudanden för att därigenom möjliggöra informerade placeringsbeslut. Dessa krav uppfylls genom registrering av uppgifter hos regleringsorganet SEC som bildades i början av 1934 i syfte att administrera lagarna från 1933 och 1934. Genom SEC:s sätt att tillämpa och tolka ändamålet med reglerna har förbättringen av marknadens allokering förmåga kommit i bakgrunden för skyddet av investerare.

SEC har vidsträckta möjligheter att införa kompletterande regleringar i anslutning till dessa lagar. Även här kan med fördel jämförelser göras med engelska SIB som erhållit en motsvarande möjlighet. Genom informationsplikten erhålls också ett indirekt skydd genom att de (oönskade) metoder för t ex kapitalanskaffning från allmänheten, som är beroende av hemlighetsmakeri, skall försvinna från marknaden.¹⁶⁴ För det andra skall åtgärder vidtas som direkt angriper oetiska och i övrigt oönskade beteenden som kan leda till omfattande manipulationer av aktiemarknaden. Förbud mot insiderhandel är ett tydligt exempel på en sådan åtgärd.

Genom att införa och tillämpa värdepapperslagstiftningen mot bakgrund av dess syfte att skapa ett investerarskydd har SEC också kommit att bygga regeltillämpningen på en rad antaganden, bl a på en idealiserad bild av den välinformerade "lekmanplaceraren" (am: informed layman), som

¹⁶³ Se Loss-Seligman (1989) s 175 ff.

¹⁶⁴ Hewitt 32 *Bus Law* (1977) s 891.

fattar placeringsbeslut på en marknad befolkad av likvärdigt informerade "lekmän". I syfte att skapa likartade förutsättningar för alla som deltar på marknaden har SEC strävat efter att styra och utforma informationsflödet på ett sätt som gör det tillgängligt för alla. SEC har i huvudsak litat till två medel för att uppnå detta mål:¹⁶⁵

1. Obligatorisk informationsgivning.
2. Förbud mot insiderhandel.

I den amerikanska debatten framkommer ofta den synpunkten att det finns en spänning mellan möjligheten att erbjuda ett investerarskydd och marknadens funktionsförmåga. Under senare år har detta markerats ytterligare genom den regleringsevolution som innebär att SEC tillämpar Securities Acts på ett delvis nytt sätt, innebärande att man använder informationsplikt i syfte att direkt styra och influera företagens beteende. Detta sker under åberopande av att behovet av investerarskydd kräver det. Ett exempel på detta är då SEC vidtog åtgärder mot ett stort antal amerikanska företag som betalat mutor och givit illegala kampanjbidrag till politiker. När åtal sedermera väcktes baserades det inte på beteendet som sådant utan på det faktum att företagen inte offentliggjort upplysningar om att betalningar förekommit.¹⁶⁶

I ett försök att sammanfatta målsättningen med den amerikanska värdepapperslagstiftningen kan följande tre punkter formuleras:¹⁶⁷

1. Erbjudna investerare ett godtagbart placeringsunderlag genom krav på informationsgivning.
2. Erbjudna ett investerarskydd genom att bedrägliga beteenden motarbetas.
3. Skydda investerare genom att påverka företagens beteende i vidare mening.

Denna splittrade målsättning har skapat en betydande osäkerhet både hos domstolarna och hos SEC rörande tillämpning, tolkning och räckvidd hos den amerikanska värdepapperslagstiftningen.¹⁶⁸ Härtill kommer senare års utveckling som pekar på att informationsgivningen som regleringsinstrument utvecklas i nya och hittills oanade riktningar.

¹⁶⁵ Saari 29 *Stan L Rev* (1977) s 1033.

¹⁶⁶ Stevenson (1980) s 164.

¹⁶⁷ A a s 84. Se även Seligman 9 *J Corp L* (1983) s 9.

¹⁶⁸ Stevenson (1980) s 82.

Genom en av SEC initierad studie från 1969, som går under den halv-officiella benämningen "The Wheat Report", ändrades tonvikten i lagstiftningen från initial registrering av uppgifter till kontinuerlig informationsgivning.¹⁶⁹ Tyngdpunkten förflyttades m a o från SA 1933 till SEA 1934. Skälen för denna nya betoning var *dels* insikten om att emissionsvolymen vida understeg marknadsvärdet av alla noterade aktier¹⁷⁰ *dels* att den information som offentliggjordes i prospekt m m snabbt blev föråldrad genom analys inom det professionella marknadssegmentet.¹⁷¹

Den regleringspolicy som valts i USA utsattes för hård kritik redan vid införandet. Under 1930-talet höjdes visserligen inga röster mot behovet av regleringar i och för sig, men väl att de var för komplicerade och försvårade kapitalanskaffningen. Först med en artikel av professor George Stigler började kritik riktas mot själva grundvalen för den valda regleringsformen.¹⁷² Kritiken har haft liten eller ingen effekt alls på den efterföljande reformverksamheten som drivits av SEC.¹⁷³ heller den praktiska tillämpningen av lagstiftningen tycks ha påverkats. I en undersökning – som delvis initierades på grund av den kritik som riktades mot SEC och Securities Acts från Stigler-Manne-Benston – drog SEC följande slutsats:

"... the disclosure system established by Congress in the Securities Act of 1933 and the Securities and Exchange Act of 1934, as implemented and developed by the Securities and Exchange Commission since its creation 1934, is sound and does not need radical reform or renovation."¹⁷⁴

¹⁶⁹ SEC, Disclosure to Investors: A Reappraisal of Federal Administrative Policies under the '33 and '34 Securities Acts (1969). Se även Schoenbaum 40 *Fordham L Rev* (1972) s 569 och Wheat 24 *Bus Law* (1968) s 33 ff. Den sistnämnda artikeln är författad av Wheat-kommissionens ordförande Francis M Wheat.

¹⁷⁰ Mellan 1920 och 1967 utgjorde det genomsnittliga värdet av emissionerna 3,15 % av de noterade aktiernas börsvärde; Loss-Seligman (1989) s 607 not 22.

¹⁷¹ Kommittén noterade t ex att medlemsantalet i Financial Analysts Federation hade ökat från 2.422 år 1950 till 11.752 vid slutet av 1967. Loss-Seligman (1989) s 607 not 23.

¹⁷² Stigler 37 *J Bus* (1964) s 117 ff och Benston (1980). En annan kritiker från samma period är Henry Manne. Se för en redogörelse av denna kritik Loss-Seligman (1989) s 182 ff. Stiglers kritik gick ut på att 1933 års lagstiftning inte hade någon kvalitativ effekt på erbjudanden om aktieteckning. Metodologiskt kan dock mycket stark kritik riktas mot den använda metoden, vilket Stigler senare också erkände, se Seligman 9 *J Corp L* (1983) s 11. För en undersökning i Stigler-Benstons anda, se Jarrell 24 *J L & Econ* (1981) s 613 ff.

¹⁷³ Enligt Seligman 9 *J Corp L* (1983) s 4–5 med noter, kan kritiken härledas till ekonomisk teori, främst teorin om effektiva marknader och portföljvalsteorin.

¹⁷⁴ House Committee on Interstate and Foreign Commerce, 95th Cong, 1st Sess, Report of the Advisory Committee on Corporate Disclosure to the Securities and Exchange Commission

→

Denna rapport medförde dock inget slut på debatten. Långa och omfattande volymer skrivs fortfarande i syfte att kritisera SEC i synnerhet och lagreglerad informationsplikt i allmänhet. Det förefaller också som om denna senare kritik mötts med större förståelse från lagstiftarens sida än vad som var fallet under 1960-talet. Inte minst märker man från 1970-talet en större förståelse från regleringsorganets sida för den allt mer etablerade ekonomiska forskningen kring marknadens effektivitet.¹⁷⁵

Ett problem med den kritik som ivrigt framfördes under 1960- och 70-talen var att den till viss del bortsåg (och fortfarande bortser) från den stora omfattningen av uppsåtliga bedrägerier med utnyttjande av värdepapper, garantigivarnas (underwriters) väl tilltagna provisioner¹⁷⁶ och behovet av att värna allmänhetens förtroende för marknaderna i stort.¹⁷⁷

Flera undersökningar har företagits i syfte att skapa en bild av vilken omfattning aktiemarknadsbedrägerier egentligen har. Undersökningarna har som regel tagit sikte på (a) omfattningen av bedrägerier på primärmarknaden bland emittenter som är undantagna från SA 1933 och (b) i vad mån väsentlig information förtigits av företag som inte omfattas av SEA 1934.¹⁷⁸ Samtliga undersökningar visar att bedrägerier förekommer i betydande utsträckning medan andra författare menar att dessa beskrivningar är alltför anekdotiska för att vara värda tilltro. Vad studierna ofta vill visa (och naturligtvis också lyckas visa) är att bedrägerierna ökar i avsaknad av statlig reglering och vice versa.¹⁷⁹

(Comm Print 95–29, 1977). Kommittén uttalade också att prisbildningen till betydande del berodde på de professionella marknadsaktörernas aktivitet: *competition among analysts results in securities prices that reflect a broad set of information.*

¹⁷⁵ Loss-Seligman (1989) s 608.

¹⁷⁶ SEC har alltsedan 1930-talets slut genomfört undersökningar av s k "flotation-costs" men som Loss-Seligman (1989) s 215 not 117 påpekar är dessa inte jämförbara beroende på stora skillnader i metod. Numera måste dessa kostnader offentliggöras i prospektet och detta antas ha reducerat kostnaderna.

¹⁷⁷ Loss-Seligman (1989) s 186–187. Benston (1980) s 99. Förf anför tex följande tänkbara argument för en statlig reglering av informationsgivning: (1) the obligation of government to provide for the enforcement of contracts; (2) a concept of fairness in dealings among people; (3) protection of non-shareholders who are affected by companies; (4) improved efficiency of resources allocation; (5) improved administration of government and the public's and the the employees' right to know; and (6) political considerations. Benston diskuterar dock bedrägeriarargumentet relativt utförligt, se s 104–117.

¹⁷⁸ Loss-Seligman (1989) s 207.

¹⁷⁹ Jfr Benston (1980) s 105 ff. Seligman bemöter denna kritik av Benston och menar bl a att bedrägerier som regel inte utgör straffrättsliga mål utan snarare civilrättsliga skadeståndsmål. Se Seligman 9 J Corp L (1983) s 14.

Argumentet att informationsgivning ökar allmänhetens förtroende för aktiemarknaderna har gamla anor. Förtroendeaspekten hänger samman med placerarnas förmodade riskaversion. Om alla faktorer är gemensamma utom risken kommer investerare att välja den placering som har lägst risknivå. För att förmå dem till ett högre risktagande måste den förväntade avkastningen följaktligen ökas. Informationsreglerna kan då, lyder argumentet, reducera den riskpremie som alltid är förenad med nyemissioner och därmed frigöra kapital för ekonomisk tillväxt.¹⁸⁰ Studier av bl a Benston visar att så inte är fallet och att den federala lagstiftningen därför enbart haft till effekt att öka företagets kostnader för kapitalanskaffning.¹⁸¹

I samband med börsnedgången i oktober 1987 uppmärksammades för första gången på allvar ett problem med regleringen av värdepappersmarknaderna i USA som betingas av det ömsesidiga beroendet mellan de olika nationella marknadssegmenten och deras känslighet för händelser på andra dominerande marknadsplatser som London och Tokyo.¹⁸² Problemet är att övervakningen och regleringen är uppdelad på två skilda organ i USA, nämligen SEC och Commodity Futures Trading Commission (CFTC).¹⁸³ Medan SEC ansvarar för aktier inklusive derivatinstrument och indexoptioner, svarar CFTC för terminskontrakten, dvs kontrakt för framtida leverans av vitt skilda slag av nyttigheter.¹⁸⁴ Vissa oklarheter och dispyter har förekommit i

¹⁸⁰ Loss-Seligman (1989) s 219. Se även Benston som närmast drar slutsatsen att självreglering via fondbörserna hade kunnat fylla samma funktion som den federala lagstiftningen rörande informationsplikt. Samtidigt bör det påpekas att en orsak till införandet av Securities Acts var New York Stock Exchanges oförmåga att klara just denna uppgift, vilket Londonbörsens Quotations Department däremot klarade utmärkt.

¹⁸¹ Benston (1980) s 146–147.

¹⁸² Options- och futuresmarknaderna i USA började på 1970 och 1980-talen att expandera i takt med att man började erbjuda derivatprodukter avsedda att hjälpa placerare med riskhanteringen (hedging). Problemet med dessa produkter är att de påstås influera kurserna i de bakomliggande värdepapperna, vilket oktober-kraschen 1987 förefaller visa. Empiriska undersökningar av detta fenomen har jag inte funnit.

¹⁸³ SEC och CFTC har formellt sett jämbördig status som administrativa kontrollorgan men i enlighet med Commodity Exchange Act Section 2(a)(8) har CFTC en skyldighet att informera och rådgöra med SEC i vissa fall. CFTC är emellertid inte bunden av den uppfattning SEC ger till känna i något enskilt ärende. Olikheterna i de materiella reglerna rör t ex kapitaltäckningskrav, när kontrollorganet kan besluta om börsstopp respektive börsstängning, blankning (short selling), clearing osv.

¹⁸⁴ Section 101(a) of the Commodity Futures Trading Commission Act of 1974 definierar en "commodity" på följande sätt: ". . . all other goods and articles . . . services, rights and interests in which contracts for future delivery are presently or in the future may be dealt in". Före

fråga om vilket kontrollorgan som har att övervaka handeln i ett visst slags värdepapper.¹⁸⁵

Den kanske viktigaste slutsatsen Brady-kommissionen m fl¹⁸⁶ kom fram till var att de olika segmenten av värdepappersmarknaden i praktiken utgör en enda marknadsplats och att en stor del av de problem som uppstod runt den 19 oktober 1987 ("Black Monday") berodde på att marknaden vare sig regleringsmässigt eller på andra sätt kunde fås att fungera som en enhet.¹⁸⁷ Till detta får sedan läggas det faktum att även de internationella marknadsplatserna integreras i allt större utsträckning, vilket inom en inte alltför avlägsen framtid innebär att det bara kommer att finnas en marknad.¹⁸⁸ Dessa integrationsaspekter utgör onekligen dagens och kanske även morgondagens, regleringstekniska frontlinje och innebär en utmaning som kräver ett betydande mått av nytänkande och internationellt samarbete.¹⁸⁹

lagändringen 1974 var "commodities" som juridiskt-tekniskt begrepp förbehållet särskilda jordbruksprodukter, med följd att terminskontrakt, med t ex guld som underliggande vara, inte omfattades av Commodity Exchange Act.

¹⁸⁵ År 1981 ingicks en överenskommelse mellan ordförandena i respektive organ som syftade till att lösa dessa konflikter. På självregleringsnivån finns sedan 1981 den s k Intermarket Surveillance Group (ISG) med syfte att utbyta information mellan olika marknadsplatser, särskilt med avseende på aktie- och optionsmarknaderna. Det finns därför en möjlighet att upptäcka (och beivra) missbruk med utnyttjande av flera marknadsplatser, men där reglerna på en av dem inte förbjuder beteendet i sig.

¹⁸⁶ Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms, January 1988. Liknande studier genomfördes parallellt bl a av GAO (US General Accounting Office Preliminary Report to Congress) January 26, 1988 och SEC (The October 1987 Market Break, SEC Staff Report), February 1988.

¹⁸⁷ Kraschen innebar en kursnedgång med 23 % eller 508 punkter på New York Stock Exchange's Dow Jones Industrial Average. Hade nedgången fortsatt ytterligare en dag hade synnerligen allvarliga störningar i hela det amerikanska finansiella systemet blivit följden. De första 19 dagarna innebar en nedgång med hela 34 % eller motsvarande \$ 1 biljon (10¹²). Även VMK berörde händelserna i oktober 1987, se SOU 1989:72 (Del 1) s 275–276.

¹⁸⁸ Eftersom skyddsbehovet mot bedrägerier med utnyttjande av värdepappersmarknaderna får anses vara ett mycket starkt skäl för reglering av dessa marknader, kan möjligen en lärdom dras från de amerikanska delstaternas försök att komma till rätta med detta problem på 1910 och 20-talen. Under den bedrägerivåg som då svepte över USA blev det uppenbart att de s k blue sky laws var ett otillräckligt instrument just p g a dessa lagars begränsade territoriella giltighet.

¹⁸⁹ Från och med oktober-kraschen 1987 har en ny fas inträtt i synen på regleringen av finansiella marknader åtminstone i USA. Mer och mer uppmärksammas det förhållandet att det bara tycks finnas en marknad (på den tidsaxel som New York-London-Tokyo skapar), men många olika ömsesidigt beroende marknadsplatser. Denna tendens har dock ännu så länge mindre betydelse för ansvarsreglernas utformning, men även här finns antydningar till ett internationellt perspektiv. Se t ex den amerikanska International Securities Enforcement Cooperation Act of 1989.

2. Aktiemarknad och information

Inledning

Avhandlingen inleddes med en beskrivning av informationsdoktrinen framväxt och vidsträckta acceptering, bl a i svensk, engelsk och amerikansk lagstiftning. I vårt land slår denna syn igenom på 1970-talet och representerar därefter den etablerade synen på hur behovet av investerarskydd bäst tillgodoses lagstiftningsvägen. England intog en motsvarande ståndpunkt vid mitten av 1800-talet i samband med reformer på bolagsrättens område. De engelska reglerna influerade i sin tur de amerikanska lagstiftarna vid utformningen av Securities Acts på 1930-talet.

Innebörden av denna regleringsfilosofi är kort sagt att regler om offentliggörande av information på aktiemarknaden, tillsammans med direkta förbud mot vissa bedrägliga beteenden och missbruk av information skapar ett godtagbart investerarskydd för den genomsnittlige aktieplaceringen – "the average prudent investor". Åtgärder av nämnda slag anses ha särskilt stor betydelse för primärmarknadens funktionsförmåga. När ett nystartat bolag vänder sig till allmänheten för att anskaffa kapital saknar placering den referenspunkt för bedömningen av erbjudandets värde som aktiekursen utgör för redan noterade företag. Obligatorisk informationsgivning inför en nyemission antas kunna lösa denna svårighet.

Informationsdoktrinen inflytande på regleringen av sekundärmarknaden baseras på tanken att alla aktörer (eller "allmänheten") skall få tillgång till all den information börsbolagen offentliggör samtidigt. Ett belysande exempel på denna inställning är Stockholms fondbörs formulering av informationskyldighetens syften i inregistreringskontraktet (IRK):

"Allmänheten skall genom informationen få underlag för att bilda sig en välgrundad uppfattning om börsbolagens ekonomiska situation ..."¹

Om alla placeringar har tillgång till samma placeringsunderlag förmodas de också ha likartade möjligheter att fatta välgrundade investeringsbeslut. Härigenom åstadkoms "equal opportunity" för alla placeringar. Den individuella förmågan hos enskilda placeringar att tolka alla de uppgifter som ingår i detta informationsflöde beaktas egentligen inte. Idéerna bygger därför på det

¹ BiH p 1.1.

implicita antagandet att en avgörande svårighet i fråga om val av placeringsstrategi är bristen på information från företagen.

Lagstiftaren använder informationsregler i syfte att maximera mängden information och upphäva den asymmetri i tillgången till information som annars förmodas prägla aktiemarknader. Målsättningen med informationsreglerna är därför att säkerställa att all relevant information är samtidigt tillgänglig för alla som träder in på marknaden. Asymetrisk kompetens tillmäts ingen betydelse, vilket inte minst framgår av det faktum att exempelvis redovisningsreglerna är högggradigt tekniska och förutsätter särskild expertis för att kunna bearbetas.

Från mitten av 1970-talet märks en förskjutning av regleringen av börsbolagens informationsgivning från primär- till sekundärmarknaden. Särskilt tydligt är detta i amerikansk lag- och självreglering. Samma trend kan dock även märkas i vårt land t ex i reformeringen av det svenska IRK och NBK:s rekommendationer. Den ändrade betoningen – från företags- till marknads- perspektiv – torde ha två förklaringar. För det första kan den vara en följd av insikten om att emissionsvolymen bara utgör en bråkdel av det totala börsvärdet och att nyemissioner som regel inte sker direkt från bolaget utan via garantigivande banker, fondkommissionsbolag osv. För det andra kan sambandet mellan prisbildningens effektivitet och informationsflödet från börsbolagen ha fått större uppmärksamhet. Tydligt är att influenser från ekonomisk teori – särskilt hypoteserna om effektiva marknader – börjat göra sig gällande även i lagstiftningssammanhang.

Att informationsdoktrinen fortfarande används som referensram för regleringen av aktiemarknaden kan kritiseras. Denna kritik kan sammanfattas genom att peka på det förhållandet att lagstiftaren inte i tillräckligt hög grad uppmärksammat att aktiekurserna i sig är informationsgivare.

Motsättningen mellan informationsdoktrinen och "modern" ekonomisk teori behöver dock inte överbetonas. Vad konflikten principiellt sett handlar om är att lagstiftning rörande informationsgivning på aktiemarknaden varken kan eller bör reduceras till ett företagsproblem. Informationsflödets betydelse för prisbildningen måste också beaktas. Var balansen mellan konflikt och komplementaritet ligger är en avvägningsfråga som jag inte går in på. De rättsliga implikationerna av ekonomisk teori på detta område är ännu så länge alltför utforskade för att något med bestämdhet kan sägas.

Det bör i detta sammanhang tilläggas att markeringen av prisernas (aktiekursernas) betydelse som informationssignal och grundläggande referens för alla

ageranden på aktiemarknaden utgör den teoretiska grunden till att skadebegreppet i avsnitt 12.3.2 ges en rent teknisk utformning.

2.1 Aktiemarknadens informationseffektivitet

Det finns en betydande samstämmighet inom ekonomisk teori rörande påståendet att en aktiemarknad är effektiv först om den vid varje tidpunkt fullständigt återspeglar all tillgänglig information i priserna.² Formellt innebär detta att aktiemarknaden är effektiv med hänsyn till en viss mängd information, om aktiekurserna inte påverkas av att dessa uppgifter sprids till alla marknadsaktörer. Ingen relevant information antas vara ignorerad av marknaden.³ Effektivitet i detta sammanhang hänsyftar endast på marknadens förmåga att bearbeta information och avviker därmed från det effektivitetsbegrepp som ekonomer vanligtvis använder, nämligen Pareto-effektivitet.⁴

Inom den finansiella ekonomin dominerar föreställningen att prisbildningen på aktiemarknaden sker genom analys av nya data och olika aktörers försök att genom portföljjusteringar exploatera de potentiella vinstmöjligheterna som finns i dessa nya data. Denna handel resulterar i förändringar på såväl utbuds- som efterfrågesidan på marknaden varefter en ny aktiekurs etableras. Eftersom det är varje investerares förmodat rationella värdering av den nya informationen som utlöst portföljjusteringarna, som i sin tur resulterat i prisförändringarna, kommer den nya kursen också att reflektera denna information. Priserna är m a o effektiva informationsbärare och prisförändringar är sannolikt den bästa approximationen av marknadens samlade bedömning av och reaktion på ny information som står till buds.⁵

² Se Malkiel (1987) s 120; Fama 35 *J Fin* (1970) s 383. Se även Andersen *Kredit und Kapital* (1985) s 347 rörande den avvikelse från äldre effektivitetsbegrepp i ekonomisk analys som dessa finansiella teorier formulerar. Även Claesson (1987) s 5.

³ Detta effektivitetsbegrepp är mer restriktivt än vad som vanligen brukat anges som kännetecken på en perfekt marknad. Definitionen av perfekta marknader används bl a vid härledning av modeller för prisbildningen på aktiemarknaden. Se Claesson (1987) s 5.

⁴ Pareto-effektivitet innebär i korthet att resursfördelningen är sådan att ingen omfördelning kan ske, i syfte att någon skall få det bättre, utan att någon annan samtidigt får det sämre. Informationseffektivitet är en förutsättning för Pareto-effektivitet. I ekonomisk analys är detta ofta ett implicit antagande. Se Hägg (1988) s 26 och Sen (1989) s 93–114.

⁵ Hansson-Högfeldt *Ekon Deb* (1988) s 639.

Ett enkelt exempel får belysa vad som avses med att "priserna ger korrekta signaler". Antag att vi har två slags statsobligationer (A och B) med samma löptid. Om båda har samma avkastning skall de också ha samma pris. Har de olika avkastning under i övrigt identiska förhållanden skall också priserna återspegla detta förhållande.⁶ Priserna är då "korrekta".

Om priserna inte är korrekta innebär det att priset inte längre kan relateras till den förväntade avkastningen. Det aktuella värdepappret är då antingen över- eller undervärderat.

Påståendena om aktiemarknadens funktionssätt och mer specifikt, dess förmåga att bearbeta information, har sin grund i de sk hypoteserna om effektiva marknader. Dessa empiriskt genererade hypoteser har debatterats i flera decennier men förefaller i dag utgöra den dominerande förklaringsmodellen rörande aktiemarknadens funktionssätt som tillhandahålls inom ekonomisk teori.⁷ Kopplingen mellan marknadens effektivitet och information samt den terminologi som brukas vid beskrivning och klassificering av marknaders effektivitet får närmast tillskrivas den amerikanske ekonomen Harry Roberts.⁸

Klassificeringen av olika empiriska prov av marknaders prisbeteende och informationseffektivitet innebär en gradering och definition av olika grader av aktiemarknadens förmåga att bearbeta information. Dessa steg benämns vanligen "svag"⁹ (weak), "medelstark"¹⁰ (semi-strong) och "stark"¹¹ (strong). Hypoteserna har blivit föremål för mycken diskussion och ett stort antal empiriska undersökningar har företagits, främst i USA men också i många andra länder, däribland i vårt land.¹²

⁶ Detta enkla exempel antyder också att priserna är kopplade till den förväntade avkastningen av en viss investering.

⁷ Någon fullt utvecklad teoribildning är det dock inte fråga om. Brealey-Myers (1984) s 271; Fama 25 *J Fin* (1970) s 388-410.

⁸ Brealey-Myers (1984) s 270 som hänvisar till en opublicerad uppsats av H V Roberts: *Statistical Versus Clinical Prediction of Stock Market*. University of Chicago (1967).

⁹ Hypotesen rörande svaga former av effektivitet påstår endast att historiska data om ett visst värdepapper är otillräckliga för att göra korrekta förutsägelser av dess framtida prisbeteende.

¹⁰ Hypotesen om de medelstarka formerna av effektivitet bygger vidare på och ökar kraven på informationsbearbetning jämfört med de svaga formerna. Priserna skall nu också återspegla all information av intresse för investerare som är allmänt tillgänglig och att sådan information också omedelbart återspeglas i kurserna i takt med att offentliggörande sker.

¹¹ Enligt den starka formen inkluderas även bearbetning av sådan information som inte är offentliggjord utan bara är känd av en privilegierad grupp placerare eller av insiders.

¹² Forsgårdh-Hertzen (1975). Deras studie gällde effektiviteten i medelstark form och deras resultat var ganska nedslående vad gällde den svenska aktiemarknadens effektivitet. Sedan 1975

De empiriska tester som faktiskt utförts av marknadens reaktionshastighet på nya data tyder på att informationsbearbetningen sker mycket snabbt. Strängt taget varje form av information påverkar priserna näst intill omedelbart. Detta gäller oberoende av om det är uppgifter som offentliggörs frivilligt eller om det rör information som enligt lag skall offentliggöras.¹³ Claessons (1987) undersökning understöder i allt väsentligt hypotesen att aktiepriserna är svagt informationseffektiva och att alla historiska data är återspeglade i kurserna. Det finns således ingen förbisedd information i de historiska kurserna som kan användas för att förutsäga framtida prisförändringar. Om alla historiska data är bearbetade i kurserna, är det bara ny information som kan driva fram prisförändringar på aktiemarknaden.¹⁴

Testresultaten av de medelstarka formerna av hypotesen om effektiva marknader visar att marknaden inte bara assimilerar allmänt tillgänglig information som emanerar från de börsnoterade bolagen utan också att uppgifter från de mest skiftande källor beaktas. Avvikelse som registrerats är alltför små för att falsifiera hypotesen om medelstark effektivitet.¹⁵

Den slutsats som ofta dras av dessa och andra testresultat är att det inte går att överträffa marknadens genomsnittliga avkastning genom att företa placeringar på grundval av sådan information som kontinuerligt offentliggörs eller som på annat sätt blir allmänt tillgänglig. Finansanalytiker skall inte heller kunna erbjuda placeringsråd som ger systematiskt högre (riskjusterad) avkastning än marknadsindex.¹⁶ Inte heller kan man förvänta sig att regelbundet genom analyser eller efterforskningar finna information som inte redan är avspeglad i kurserna.

har dock mycket hänt. Se även en mer aktuell undersökning, Claesson (1987). Hennes studie gav stöd för hypotesen att aktiekurserna är svagt informationseffektiva. Undersökningsperioden omfattade åren 1978–1984.

¹³ Saari 29 *Stan L Rev* (1977) s 1046. Se även Scholes 45 *J Bus* (1972) s 179 där det framkommer att priserna även assimilerar negativ information som t ex frigörs när en insider säljer ut ett större innehav av aktier.

¹⁴ Ny information är definitionsmässigt oförutsebar. Prisförändringarna sker därför slumpmässigt. Claessons (1987) undersökning omfattade också avvikelser från denna slumpmässighet, s k "anomalier". De första empiriska bevisen för slumpmässigheten hos prISRörelserna är mycket äldre än de här diskuterade hypoteserna. Redan 1900 studerade en fransman råvarumarknaden i Paris och noterade då en motsvarande tendens i prisutvecklingen. Se L Bachelier: *Théorie de la Speculation*. Paris (1900) översatt till engelska i P H Cootner (ed): *The Random Character of Stock Market Prices*. Cambridge, Mass (1964) s 13–78.

¹⁵ Hansson-Högfeldt *Ekon Deb* (1988) s 640.

¹⁶ Hägg (1988) s 27.

Utöver gruppen insiders är analytikerna hos stora investmentbolag etc den grupp som sannolikt borde ha störst möjligheter att överträffa marknadens genomsnittliga avkastning. De kan ha kontakter i företagsvärlden som ger dem en från informationssynpunkt privilegierad ställning. Empiriska undersökningar av dessa professionella placerares avkastning tyder emellertid med stor samstämmighet på att inte heller de regelbundet lyckas överträffa marknadens genomsnittliga avkastning. Om inte dessa specialister har tillgång till icke offentliggjord priskänslig information minskar sannolikheten att andra placerare har det. I vart fall torde detta gälla regelbunden tillgång till sådan information.

Även om det teoretiskt är möjligt att genom analyser finna företag som är undervärderade ("sleepers") och därmed göra betydande vinster genom att köpa aktier i dessa företag, kräver detta i allmänhet så stora insatser att det på regelbunden basis bedöms vara antingen omöjligt eller ekonomiskt olönsamt för icke-professionella marknadsaktörer eftersom vinsten av dessa placeringar konsumeras av sökkostnaderna.¹⁷

Ett problem med hypoteserna är att de bara behandlar informationsbearbetningens hastighet och att de inte ger någon förklaring till hur prisbildningen som sådan går till. För att kunna testa en marknads effektivitet måste därför också prisbildningen beaktas.¹⁸ Alla grundläggande data rörande priser och prisförändringar kan bara tolkas inom ramen för en mer omfattande modell rörande placeringsbeteende och marknadens funktions sätt i stort.¹⁹ Varje test blir därför ett samtidigt test av den modell som används.²⁰

En annan svårighet förefaller vara betoningen av de rationella momenten i prisbildningsprocessen. Som ofta är fallet inom ekonomisk teori är ett grundantagande att aktörer agerar rationellt, vilket i detta fall närmast bör innebära att aktiekurserna antas ha ett klart samband med det underliggande värdet hos företaget. Detta samband tycks ofta gå förlorat vid spekulationsvågor, där kurserna stiger eller sjunker på ett sätt som saknar just det antydda sambandet med företagets konkreta situation. Ett exempel på detta är 1987 års börskrasch som innebar en kraftig revidering av finansmark-

¹⁷ Kripke (1979) s 84.

¹⁸ Hägg (1988) s 27.

¹⁹ Se Gordon-Kornhauser *60 N Y U L Rev* (1985) s 772.

²⁰ Claesson (1987) s 4.

nadens nuvärden. Enligt teorin om effektiva marknader betraktas emellertid sådana revisioner som normala engångshändelser.²¹

Efterhand har den terminologi som används i hypotesen också kommit att användas på ett för denna teoribildning främmande sätt. Det förekommer att svag, medelstark och stark används som klassificeringsinstrument både för marknader och för olika typer av information. Exempelvis kan det påstås att priserna effektivt assimilerar en viss typ av information som är medelstark eller offentlig, men misslyckas med att assimilera information som ingår i den starka kategorien, dvs icke offentliggjorda upplysningar. Problemet med denna vidsträckt användning är *dels* att tillämpningarna ofta saknar empirisk grund, *dels* att de bakomliggande ekonomiska teorierna som vunnit erkännande utanför ekonomernas krets, t ex bland jurister, används för att dra alltför långtgående slutsatser om marknadens funktionssätt.

2.2 Insamling och bearbetning av information

Sekundärmarknaden tjäna viktiga och uppenbara syften genom att skapa möjligheter till riskspridning och hög likviditet.

Indirekt är sekundärmarknaden också en nödvändig betingelse för primärmarknadens funktionsförmåga. Om det inte skapas förutsättningar för omsättning på en andrahandsmarknad blir det svårt för företagen att emittera aktier. Saknar placerare möjligheter att omsätta sina aktier till kurser som avspeglar den tillgängliga informationen om företaget minskar sannolikt deras benägenhet att placera kapital i nyemitterade aktier.²²

Aktiekurserna är en funktion av en stor mängd olika aktörers agerande. Hur dessa erhåller information om händelser av betydelse för förväntningsbildningen förbigås i stort sett här,²³ men några betydelsefulla faktorer som beaktas inför placeringsbeslut kan ändå förtjäna att omnämnas:²⁴

1. ALLMÄNT POLITISKT SKEENDE
2. EKONOMISKA FÖRHÅLLANDEN
 - a. Utlandet
 - konjunkturutveckling

²¹ Eliasson (1988) s 170.

²² Claesson (1987) s 3.

²³ Forsgårdh-Hertzen (1975).

²⁴ Jfr SOU 1973:60 s 156.

- strejker
- handelspolitiska åtgärder
- inflation
- växelkurser
- b. Sverige
 - konjunkturutveckling
 - inflation
 - sysselsättning
 - penning- och finanspolitiska åtgärder
- 3. KURSUTVECKLINGEN VID UTLÄNDSKA BÖRSER
- 4. FÖRETAGSLEDNINGENS ÅTGÄRDER
- 5. KONKURRENTERS ÅTGÄRDER
- 6. KAPITALMARKNADSFÖRHÅLLANDEN
 - Lånemöjligheter
 - Ränteläge
 - Fastighetspriser
 - Parallella marknadssegment
- 7. ENSKILDA FÖRETAGS UTVECKLING
 - Marknadsställning
 - Produktion
 - Finansiering
 - Vinster
- 8. FÖRVÄNTAD KURSUTVECKLING (KORT OCH LÅNG SIKT)
- 9. LIKVIDITET
 - Beslutsfattarens nuvarande och förväntade ändringar
- 10. ALTERNATIVA INVESTERINGSMÖJLIGHETER
- 11. SKATTEKONSEKVENSER
- 12. UTBUDS- OCH EFTERFRÅGEFÖRÄNDRINGAR

Eftersom placeringsbesluten till övervägande delen baseras på prognoser, dvs subjektiva värderingar rörande framtiden, kommer skillnaderna i uppfattningen om ett bolags värde att variera högst betydligt och varje förändring i denna uppfattning kan teoretiskt sett leda till köp eller försäljning av aktier. Konsekvensen blir samtidigt den att ju fler personer som företar analyser av ett företags förväntade prestationer och genomför handel på grundval av dessa analyser, desto mer exakt kommer priset på en viss aktie att fastställas. Den tillgängliga informationen blir först då effektivt bearbetad.

Genom tillgång till och analys av nya data blir tidigare uppgjorda prognoser bekräftade eller justerade. Analysen kan innebära att informationsunderlaget vidgas, att en fördjupad analys företas av befintlig information etc. Dessutom är alla analytiker inbegripna i en aktivitet som går ut på att

försöka tolka rykten av olika slag och bestämma deras trovärdighet. Huvuddelen av alla fakta som placeringsbeslut baseras på är upplysningar som erhålls i andra hand från källor av varierande trovärdighet. Den osäkerhet som dessa uppgifter är behäftade med försöker placerare på olika sätt att reducera.

Alla aktörer företar placeringsbeslut på grundval av både kända fakta och prognoser. Olika aktörer har varierande uppfattning om icke verifierade fakta och har olika skicklighet att tolka tillgänglig information, vilket ger olikheter i deras köp- och säljbeteende. Eftersom alla aktörer handlar under samma grundläggande begränsningar kommer det slutliga priset att avspegla summan av det sammanlagda prognosvärdet hos dem alla.

Det är således aldrig fråga om att bara lägga de nya uppgifterna till dem som redan finns, utan det krävs ett tolkningsinslag för att relatera dessa till de befintliga uppgifterna. Ny information står därför inte i ett additivt utan snarare i ett hierarkiskt förhållande till den existerande informationen. Dessutom är den samlade informationen holistisk i betydelsen att helhetsintrycket av alla de uppgifter placeraren besitter är avgörande för den bild han skapar sig av ett visst värdepapper. Helheten är i detta sammanhang något annat och mera än summan av de enskilda uppgifterna. Konsekvensen blir att all aktuell och relevant information konstant är aktiv som analys- och placeringsunderlag och marknadspriset påverkas kontinuerligt av all information, dvs det sker en ständig omprövning av alla befintliga datas värde som placeringsunderlag.

Sannolikheten för att alla placerare bygger på exakt samma informationsbas är därför inte särskilt stor eftersom det förutsätter att alla hade samlat in all existerande information från exakt samma tidsperiod och både rangordnat och tolkat den på exakt samma sätt. Olika analytiker har olika urvalskriterier och tillmäter ofta samma information skiftande betydelse. Informationen är alltså inte heller självtolkande i den meningen att insamlade av data är tillräckligt som grundval för placeringar även utan analys.

På aktiemarknaden gäller därför att de som har ett informations- respektive kompetensövertag kan använda detta i vinstsyfte. De kan dock aldrig utnyttja hela vinstpotentialen rörande en viss uppgift eftersom andra marknadsaktörer med samma kompetens kommer att uppnå samma informationsstandard inom loppet av en kort tidsrymd. Flera aktörer kommer därvid att agera på grundval av de aktuella uppgifterna och dessa kommer snart att vara assimilerade i kurserna. När detta skett finns det inte längre någon

möjlighet att använda dessa uppgifter för att uppnå onormalt stora vinster. Det nya priset kommer att assimilera den aktuella informationen, vilket förhindrar den person som först fick kännedom om uppgifterna att utnyttja den fullt ut.²⁵

Eftersom alla vet att det bara finns begränsade möjligheter att utnyttja informationens värde när informationsbaserad handel initieras, gäller det att skapa en rationell förväntan rörande prisförändringarna. Ett sätt att öka värdet av den ursprungliga informationen är att initiera en form av "free ride", dvs sprida informationen vidare och låta andra aktörer fritt utnyttja den. Genom att andra placerare också förmås att agera på den analytikerproducerade informationen ökar i praktiken värdet av denna för den som först erhöll den, dvs analytikern. Erbjudande om "free ride" innebär ett sätt att öka värdet av den ursprungliga informationen och orsaka dess assimilering i priserna.²⁶

All information är inte offentlig ens om man räknar in sådan information som bara professionella handlare känner till. Insiders har tillgång till uppgifter som andra saknar. Analytiker kan också företa djupanalyser som för en kort tid ger ett informationsövertag.

I de flesta fall sker kursförändringar så snart den aktuella informationen offentliggjorts. Om den inte blir offentlig kommer sannolikt ren tipsgivning från insiders till andra personer att spela en betydande roll. Utöver denna direkta form av (otillåten) tipsgivning förekommer derivativt informerad handel genom systematiska tolkningar av köp- och säljtrender respektive pristrender hos vissa utvalda aktörer och värdepapper.

Tolkning av köp- och säljtrender är för handen närhelst oinformerade aktörer studerar beteendet hos informerade aktörer. I grunden handlar det om att imitera köp- eller säljbeteende efter analyser av orsakerna till deras aktivitet. Särskilt mäklare har möjligheter att följa sina klienters beteende och spåra information den vägen. Detta gäller dock inte för tolkning av rena pristrender, som endast kräver att de oinformerade aktörerna observerar och analyserar anonyma prisdata och aktiviteten i ett visst värdepapper och sammanställer detta med annan relevant information.

²⁵ Easterbrook-Fischel 70 *Va L Rev* (1984) s 681.

²⁶ Ett problem är att det kan förekomma störningar i form av flera aktörer med olika motiv. Resultatet kan bli annorlunda än det som antyds i detta principiellt förda resonemang.

2.3 Informationsdoktrinen och marknadens professionalisering

Oberoende av i vilken utsträckning informationsdoktrinen historiskt sett haft och fortfarande har ett berättigande, är val av placeringsstrategi numera en synnerligen komplicerad verksamhet. Det finns en växande flora av finansiella instrument. De bolag som emitterar aktier är ofta högteknologiska företag vars framtidsutsikter ingen lekman och knappast mer än ett litet fåtal experter har förutsättningar att bedöma. På motsvarande sätt utvecklas den ekonomiska redovisningstekniken ständigt för att uppnå större precision. Precis som många andra områden i samhället har sett framväxten av experter och specialister har denna utveckling inte lämnat värdepappersmarknaderna oberörda.

Uppkomsten av nya yrkesgrupper bestående av professionella marknadsaktörer som t ex finansanalytiker och portföljförvaltare (experter), är en relativt sen företeelse. De var ännu på 1930-talet mer eller mindre okända som yrkeskår, medan de i dag ofta ses som den avgörande mekanismen för marknadens funktionsförmåga.²⁷ Flera amerikanska författare menar att särskilt analytikernas ökade betydelse är en konsekvens av marknadens koncentration och institutionalisering.²⁸ Med denna koncentration av aktieägandet uppstod på allvar en marknad för de professionella analytikerna. En annan orsak är att den ekonomiska redovisningen från företag endast i mindre omfattning varit utformad för att tillgodose placerarnas behov. Analytiker har mot den bakgrunden till uppgift att tolka och bearbeta denna information.

Eftersom de icke-professionella placerarna (lekmännen) inte har särskilt stora utsikter att konkurrera med analytiker om de arbitragemöjligheter som ständigt skapas av informationsflödet, återstår för dem primärt två möjligheter att uppnå "equal opportunity" om det är vinstmöjligheterna som är målet med deras placeringar på aktiemarknaden. Först och främst kan placeringar ske i aktiefonder för att *dels* dra nytta av den riskspridning fondens innehav skapar, *dels* att enskilda placerare på detta sätt får tillgång till de analysresurser fonden förfogar över. Det är också enklare att jämföra olika

²⁷ Coffee 70 *Va L Rev* (1984) s 723; Kripke *Bus Law* (1973) s 63.

²⁸ Coffee 70 *Va L Rev* (1984) s 728 särskilt not 35. Enligt Coffee kan yrkesbeteckningen "securities analyst" bara spåras tillbaka till 1960-talet, även om det redan tidigare fanns antydningar till liknande verksamhet. Se också SOU 1988:38 om aktieägandets institutionalisering i vårt land.

fonders avkastning och resultat än att separat jämföra alla de företag som ingår i fondens värdepappersportfölj. För det andra kan vederbörande använda priserna (aktiekurserna) som en informationssignal och ur denna utläsa värdet på olika aktier och de framtida förväntningar som finns diskonterade i priserna. Med priserna som grund kan sedan en portfölj ställas samman.

Sambandet mellan avkastning och risk är väl verifierat i ekonomisk teori. Detta gäller även det välkända påståendet att risk kan reduceras genom diversifiering: dvs att man inte skall "lägga alla ägg i samma korg". Anledningen till att det fungerar är att olika aktiers avkastning varierar över tiden. En värdepappersportfölj kan därför ge en jämnare avkastning jämfört med ett enskilt värdepapper.²⁹

En ekonomiskt och normtekniskt avgörande faktor är således hur priserna skall kunna bli optimalt effektiva informationsbärare. I första hand torde detta vara en uppgift för de aktörer på marknaden som har tillgång till analytiker. Deras vinst, dvs värdet av informationen från deras utgångspunkt, ligger i att vara först och innan priserna nått det jämviktsläge som den nya informationen kommer att ge, utnyttja sitt tidsmässiga överläge och göra arbitragevinster baserat på den information man utvärderat.

Förenklat uttryckt står således två olika synsätt mot varandra. Å ena sidan den traditionella synen på placeringsbeteende som ligger implicit i informationsdoktrinen och å andra sidan marknadsmodellen för placeringsbeteende. Den traditionella modellen innebär att varje enskild placerare noggrant analyserar den från företagen emanerande informationen tillsammans med all annan kursrelevant information som är känd för honom. Enligt denna modell är investerare ekonomiska agenter som eftersträvar så mycket information som möjligt.

Håkan Bohllins undersökning "Aktieägarna och årsredovisningen" (1987) visar att årsredovisningshandlingarna bara läses av en liten grupp investerare. Förståelsen av innehållet är dessutom svag. Att betrakta årsredovisningshandlingarna som det primära kommunikationsmedlet mellan bolag och aktieägare är därför inte realistiskt. Förenklade presentationer medför bara en marginellt ökad förståelse.³⁰

²⁹ Hansson-Högfeldt *Ekon Deb* (1988) s 637. Se även Brealey-Myers (1984) s 117–118. Där redogör förf för en undersökning av R G Ibbotson-R A Sinquefeld: *Stocks, Bonds, Bills and Inflation: The Past and the Future*. Charlottesville (1982). Denna undersökning sägs tydligt visa sambandet mellan risk och avkastning för fyra olika slags värdepapper.

³⁰ Bohllins (1987) undersökning var inte inriktad på redovisningsinformationens betydelse för prisbildningen utan som ett kommunikationsmedel mellan företag och aktieägare.

För att investerare inte skall bli vilseledda bör dessutom informationen utformas på ett visst sätt och förbud mot spridande av vilseledande information införas. Det grundläggande antagandet är att om meningsfull information offentliggörs regelbundet kommer alla investerare att använda den som grund för att fatta placeringsbeslut.

Den fundamentala bristen i denna modell är antagandet att det fyller ett syfte för den enskilde placeraren att analysera den information som offentliggörs av t ex bolagen innan han fattar sina investeringsbeslut. Vad kan han hoppas vinna genom denna aktivitet? Denna form av analys är mot bakgrund av den ovan givna beskrivningen av marknadens effektivitet bara meningsfull om den möjliggör upptäckten av under- eller övervärderade aktier snabbare och kvalitativt bättre än andra aktörers på marknaden. På en aktiemarknad är det snarare så att aktiekursen återspeglar all offentliggjord och i övrigt tillgänglig information om de börsnoterade aktierna. Eftersom aktiekursen i sig förmedlar alla tillgängliga data saknas det skäl för att undersöka andra källor.

Även om detta synsätt har allmän giltighet finns det anledning att uppmärksamma följande. Ett problem med aktieägandets institutionalisering är att analytikerna inriktar sin uppföljning av värdepapper och företag till de bolag som dominerar de institutionella placerarnas värdepappersportföljer. Detta är en naturlig konsekvens av institutionernas efterfrågan på information. De bevakar alltså inte alla företag lika noggrant, vilket kan betyda att det finns ett underskott på information rörande majoriteten av de börsnoterade företagen. Samtidigt visar detta hur svårt och kostnadskrävande det är att följa många värdepapper. När inte ens de professionella placerarna kan hantera detta, trots arbitragemöjligheterna, kan man fråga sig hur enskilda personer utan tillgång till motsvarande kompetens och resurser skall kunna klara denna uppgift.

Om denna hierarkiska syn på marknadens funktionssätt tillåts influera innebär det en anpassning till förhållandet att prissignalen normalt sett är tillräcklig som placeringsunderlag för den genomsnittlige aktieplaceraren. Denne kan på ett tillfredsställande sätt diversifiera sin aktieportfölj uteslutande med ledning av priserna. Härigenom blir kurserna ett substitut för omfattande offentliggörande av triviala data. Att detta förefaller vara en

rimlig lösning bestyrks av det förhållandet att den information företagen distribuerar inte på långt när utgör all analytiskt relevant information.³¹

Motsäger då inte det faktum att de professionella aktörerna använder så mycket tid och resurser för att finna felvärderade aktier att prissignalen är informationsbärare? Så är inte fallet. I stället kan man se marknaden segmenterad, bestående av experter och lekmän. Experterna har genom sitt relativa övertag i form av större kompetens och resurser större möjligheter att anskaffa, tolka och använda kursrelevant information. Lekmännen saknar dessa möjligheter.

Under alla förhållanden bör marknadsens professionalisering få effekter på informationsreglernas utformning såtillvida att experternas behov kan vara styrande. Någon anpassning av den företagsspecifika informationen behöver inte ske för att tillgodose lekmännen till priset av minskad användbarhet för de professionella.³²

Även om marknadsmodellen accepteras innebär den inte att placerare som litar på marknadspriset har undkommit faran att bli vilseledda. Det finns inga garantier för att aktiekursen bara har diskonterat korrekt information. Om kursrelevant information förtigs, eller felaktiga uppgifter sprids, kommer priserna att återspegla även detta. I så fall har alla de placerare som förlitade sig på prissignalen åsamkats en förlust.

För den kommande analysen av ansvaret för bristfällig informationsgivning har detta stor betydelse. Det är tydligen irrelevant om den enskilde skadelidande har haft tillgång till all offentliggjord information eller ej. Det saknar därmed också betydelse om den skadelidande kan styrka att han förlitade sig på just den felaktiga informationen eller att han skulle handlat annorlunda om han känt till de förtigna uppgifterna. Den enda relevanta faktorn är huruvida priset på aktien varit artificiellt lågt eller att vissa felaktiga uppgifter offentliggjorts eller att kursrelevanta data förtigits.

³¹ Ett betydande problem i detta sammanhang är att den företagsdistribuerade informationen inte är framtagen i syfte att underlätta prisbildningen. Årsredovisningarnas utformning styrs av redovisningskonventioner och skattelagstiftningens inverkan är betydande, sannolikt avsevärt mer än vad som är berättigat vad gäller att bedöma företagets värde.

³² Se Kripke *Bus Law* (1973) s 631 ff.

Huvudavdelning II

BÖRSBOLAGENS INFORMATIONSSKYLDIGHET

Inledning

Många länder, däribland märks särskilt England, Canada och USA, har under lång tid haft väl utvecklade regler för börsbolagens informationsgivning både vad gäller dess utformning och innehåll. De externa informationskraven på bolag med börsnoterade aktier har med tiden blivit alltmer omfattande även i vårt land.¹ NBK:s rekommendationer rörande redovisning från 1968, förbättrad ekonomijournalistik, FAR:s rekommendationer, de nya bokförings- och aktiebolagslagarna som infördes vid mitten av 1970-talet är alla exempel på åtgärder som medverkat till att höja nivån på företagets informationsgivning. Även börsens inregistreringskontrakt (IRK) har haft betydelse för att höja standarden genom att precisera tidpunkt och form för offentliggörande och distribution av kursrelevanta data.

De informationsregler som införts i Sverige är i grova drag uppbyggda kring uppgiftsskyldighet vid inträdet på marknaden (prospektregler m m), skyldighet att regelbundet offentliggöra redovisningsinformation (periodisk informationsgivning) och ett kontraktsåtagande om att lämna kontinuerlig informationsgivning för att få kvarbli på marknaden (IRK, NBK:s rekommendationer m m). Härtill kommer förbuds- och sanktionsregler som antingen är inriktade på att hindra enskilda personer från att utnyttja icke offentliggjorda upplysningar (insiderhandel) eller att i allmänhet motverka spridandet av falsk eller vilseledande information (börsens påföljder, svindleri och skadestånd).

Insiderhandel har varit och är fortfarande föremål för betydande uppmärksamhet och stora ansträngningar ägnas åt att försöka skapa fungerande regler och övervakningssystem.² Orsaken är förmodligen att insiderhandel i högre grad än något annat beteende på aktiemarknaden symboliserar angrepp på allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaderna. Svindleri

¹ Med *extern information* avses sådana upplysningar som aktiebolag med börsnoterade aktier är skyldiga att offentliggöra till marknaden. Denna informationsskyldighets negativa sida är sekretess. Se SOU 1983:52 s 113.

² För en beskrivning av reglerna kring insiderhandel se Moberg-Samuelsson (1989).

har av olika skäl aldrig stått i centrum för debatt och lagstiftning på samma sätt.³

Skyldigheten att offentliggöra marknadsinformation åvilar utgivaren av värdepapper, dvs börsbolaget. Företagens bokföring är inte offentlig utan uppgifterna får i form av årsredovisning, delårsrapporter etc offentlig karaktär genom sambandet mellan reglerna i bokförings- och aktiebolagslagstiftning.⁴ Dessa regler föreskriver att aktiebolag regelbundet skall publicera vissa ekonomiska rapporter tillsammans med redogörelser av betydelsefulla händelser som inträffat i bolagets verksamhet. Målet är att informationen skall produceras och kommuniceras på ett för alla börsbolag likformigt sätt, vilket möjliggör jämförelser och underlättar kontroll. Normalt sker ingen myndighetskontroll av de lämnade uppgifterna. Istället skall de verifieras av en från bolaget fristående expert (revisor) innan distribution och offentliggörande sker. IRK har stor betydelse genom att likforma börsbolagens rapportering.

Det finns inga särskilda regler i ABL som utökar informationsplikten eller i något annat avseende ökar kraven just på de börsnoterade bolagen. De regler om offentliggörande av information som uppställts gäller därför i stort sett för alla svenska aktiebolag. En viss skillnad görs dock mellan större och mindre bolag samt i vissa fall för koncerner. Om ett aktiebolag enligt de storleksrekvisit som uppställs i ABL 10 kap 3 § 2 eller 4 st är skyldigt att ha auktoriserad revisor skall det publicera en delårsrapport.⁵ Detta krav omfattar emellertid betydligt fler bolag än de som har aktier noterade på Stockholms fondbörs.

Behovet av information rörande aktiemarknadsbolag har tillgodosetts genom annan lagstiftning. De grundläggande reglerna om informationsplikt för svenska börsbolag finns i lagen (1979:749) och förordningen (1979:996) om Stockholms fondbörs (förkortas BL respektive BF i det följande). Enligt BL 19 § skall börsbolag utfästa sig att offentliggöra upplysningar om bolagets verksamhet. Bolaget skall vidare lämna börsstyrelsen de upplysningar som styrelsen anser sig behöva för att den skall kunna fullgöra sina uppgifter (BL 23 §).⁶ Förordningen ålägger börsbolagen att till ansökan om inregistrering av

³ Se den principiellt intressanta diskussionen i Löfmarck (1987).

⁴ Se fig 1.4 i Bohlin (1987) s 17.

⁵ ABL 11 kap 12 § och Kedner-Roos (II) s 222 ff.

⁶ Se kap 11.5.1 nedan.

Inledning

aktier vid börsen foga en utfästelse (IRK) att iaktta dessa skyldigheter. Kontraktets närmare innehåll beslutas enligt BF 11 § 6 p av börsstyrelsen.

Avhandlingens tredje del behandlar primärt informationsreglernas materiella innehåll och skall i första hand ses som en deskriptiv framställning av de olika informationskrav som åligger börsbolagen gentemot marknaden. Det finns en stor mängd föreskrifter som i detalj preciserar börsbolagens skyldigheter att informera. Den övergripande målsättningen med all sådan marknadsinformation är att bara betydelsefulla eller väsentliga uppgifter skall distribueras.

3. Redovisningsinformation

Inledning

En stor och viktig del av den informationsmängd börsbolagen är skyldiga att offentliggöra skall utformas som ekonomiska rapporter i räkenskapsform. Till skillnad från annan information som diskuteras i avhandlingen är den ekonomiska redovisningen i hög grad komplex och för att börsbolagen skall kunna uppfylla dessa informationskrav krävs ofta medverkan av kvalificerad expertis.¹

Nedanstående modell illustrerar att den sk redovisningsprocessen består av flera moment, som alla står i ett ömsesidigt beroendeförhållande till varandra.²

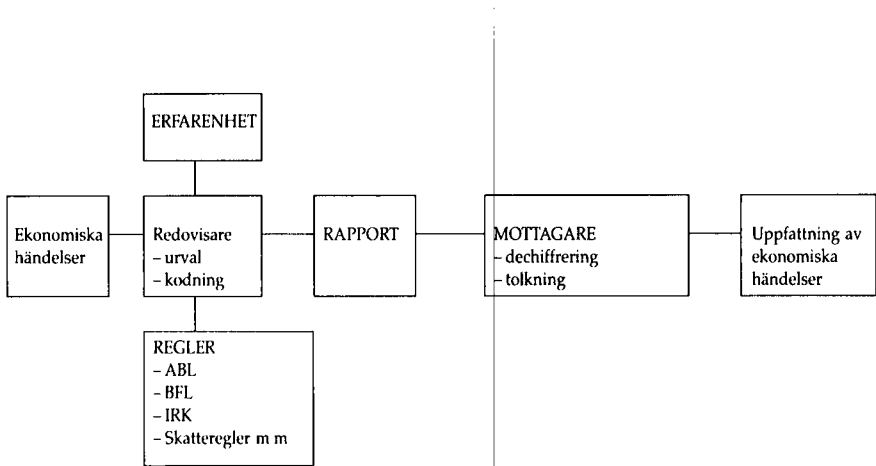


Fig 1: Redovisningsprocessen.

Modellen är begränsad såtillvida som den bara beaktar den information som sammanställs i företaget. För att skaffa ett beslutsunderlag använder placera-re också en lång rad andra informationskällor. Dessutom anges bara en mottagarkategori, trots att det i praktiken förekommer flera. Avsikten är nämligen bara att illustrera komplexiteten i själva processen; att information samlas in och bearbetas i företaget, sammanställs i rapporter som offentliggörs och slutligen dechiffreras och tolkas av mottagarna.

¹ Det kan få betydelse för ansvarsbedömningen att en expert medverkar vid framställningen av information för ett bolags räkning.

² Jfr Bohlin (1987) s 17.

I avhandlingen är beskrivningen av börsbolagens informationsplikt i förhållande till aktiemarknaden uteslutande relaterad till den juridiska personens och de olika organföreträdarnas ansvar för bristfälligt informationsgivning.³ När skyldigheten att redovisa ekonomisk information studeras är avsikten bl a att erhålla underlag för en analys av aktsamhetskraven. Helt tydligt kan en sådan analys inte baseras enbart på vad som betecknats som "regler" i fig (1) ovan. De rapporter som offentliggörs är visserligen utformade med beaktande av gällande regler på området (i första hand ABL, BFL och skattelagstiftningen) men presentationen utformas också med ledning av redovisarens erfarenhet, bransch- och företagsintern praxis, rekommendationer, redovisningsmanualer m m.⁴

Vid uppläggningsen av det föreliggande kapitlet får denna komplexitet till konsekvens att beskrivningen både blir kortfattad och översiktlig. Ett fördjupat detaljstudium av detta föränderliga område saknar värde för avhandlingens vidkommande. Koncentrationen är därför medvetet förskjuten mot de formella kraven, dvs vilka redovisningshandlingar som det åligger börsbolagen att offentliggöra.⁵ De materiella kraven – innehållet i dessa dokument – behandlas helt översiktligt.⁶ Den naturliga utgångspunkten är mot denna bakgrund reglerna i ABL kap 11–12 och IRK. Reglerna i BFL och principer fastställda av BFN och FAR rörande innebörden av god redovisningssed berörs inte. Inte heller det relativt nybildade Redovisningsrådets (RedR) verksamhet berörs. God redovisningssed är ofta branschspecifik och det skulle leda för långt att redogöra för den här. Rekommendationer utfärdade av t ex NBK,⁷ Finansanalytikernas förening m fl har stor betydelse

³ I centrum har jag valt att ställa den *juridiska personens* ansvar. Revisorernas ansvar är dock av särskilt intresse vid bristfälligheter i den ekonomiska redovisningen.

⁴ Det är ett kännetecken på svensk redovisningsteknik att sambandet mellan redovisning och beskattning är synnerligen starkt. Detta förhållande har kritiserats, se t ex Jönsson-Lundmark *Balans 5/86* s 18 ff med hänvisningar.

⁵ Redovisningsreglerna i BFL och ABL betonar särskilt hur tillgångsvärderingen och redovisningen skall ske, vilka redovisningshandlingar som skall avges och dess innehåll. Se prop 1975:103 s 255.

⁶ För en utförligare behandling av dessa frågor får jag hänvisa till speciallitteraturen på området.

⁷ NBK är en kommitté tillsatt av Stockholms Handelskammare och Sveriges Industriförbund 1966. Motivet var att utreda frågan om förbättrad informationsgivning från börsföretagen. Den första rekommendationen publicerades 1969 under namnet "Utlåtande med vissa rekommendationer för de börsregistrerade företagens informationsgivning". Rekommendationen fick stor betydelse för redovisningsutvecklingen och spred snabbt den öppna redovisningen av bokslutsdispositioner till flertalet börsbolag. Den brukar nämnas som ett exempel på framgångsrik självreglering. Se SOU 1971:9 s 38–39.

och båda organen har publicerat rekommendationer. Inte heller dessa kommer att beaktas.

Nästa avsnitt (3.1) beskriver några redovisningshistoriska milstolpar. Här antyds att det först på senare år skett en anpassning av redovisningsinformationen till placerares behov av uppgifter. Därefter (3.2) presenteras några riktlinjer för kommunikation av redovisningsinformation. Där framkommer att bl a väsentlighetsprincipen har stor betydelse. Sedan följer fyra avsnitt under rubriken "redovisningsmedia" (3.3) som berör huvuddragen av den skyldighet att offentliggöra redovisningsinformation som åligger börsbolag enligt ABL och IRK. Slutligen (3.4) berörs formerna för kontroll, vilket i stort sett inskränker sig till en beskrivning av revisorernas uppgifter.

3.1 Redovisningens utveckling

Redovisningstekniken har en lång historia, men det är under 1900-talet som sambandet mellan redovisning och utnyttjandet av aktiebolagsformen medfört att utvecklingen gått framåt. Aktiemarknadernas genombrott vid slutet av 1800-talet och början av 1900-talet ställde helt nya krav på redovisningen. Det ökade informationsflödet från företagen till intressenterna skapade också ett behov av att dessa uppgifter kontrollerades. I 1895 års aktiebolagslag infördes därför regler om revisorer för första gången i en svensk aktiebolagslag. Redan i 1886 års lag om bankaktiebolag fanns dock regler om revision.⁸

År 1929 upplevde USA börskraschen på Wall Street. Som en konsekvens infördes på 1930-talet en omfattande federal lagstiftning.⁹ En av hörnstenarna var "disclosure" av finansiella uppgifter. Det fanns emellertid ingen klar bild av vad som egentligen åsyftades med dessa regler. Enligt Kripke saknade även Securities and Exchange Commission (SEC), det vid denna tid inrättade statliga kontrollorganet, insikt om att redovisningsteorin dittills inte beaktat investerares behov av data.¹⁰ Trots de svårigheter som SEC ställdes inför, innebar detta för första gången att ett offentligt organ fick del av ansvaret för redovisningens utformning och utveckling.

Kreuger-kraschen fungerade som en väckarklocka i vårt och flera andra

⁸ Moberg (1986) s 20.

⁹ Se beskrivningen av den amerikanska utvecklingen i kapitel 1 ovan.

¹⁰ Kripke (1979) s 144.

länder och utvecklingen mot en öppnare och mer realistisk redovisning kom successivt på 1950- och 60-talet i de stora börsbolagen. Mot bakgrund av de erfarenheter man fick genom Kreuger-bolagen infördes bl a krav på koncernredovisning, men redovisningen styrdes fortfarande i hög grad av skatteregler och ett allmänt försiktighetstänkande, särskilt i förhållande till kreditgivare. En viktig målsättning var att utdelningen inte skulle bli för stor.

Redovisningsinformationen ger också ägarna en möjlighet att kontrollera hur företagsledningen skött förvaltningen av bolagets angelägenheter. Till viss del tillgodoses detta kontrollbehov också av revisorerna.

Fondbörsutredningens delbetänkande från 1971 innebar att en förändring i synen på redovisningsinformationens betydelse inträder för svenskt vidkommande. För första gången observeras i lagstiftningssammanhang behovet av en förbättrad informationsgivning från de bolag som är av intresse från aktiemarknadens synpunkt.¹¹ Informationsgivningens frekvens och snabbhet betonades särskilt i betänkandet, men även behovet av prospekt vid nyemissioner. Utvecklingen hade dock redan påbörjats genom självreglering, men det första emissionsprospektet värt namnet publicerades likväl inte förrän i början av 1960-talet.¹² När lagstiftning sedermera genomfördes ålades bolag av viss storlek, och inte bara börsbolagen, utvidgad informationsplikt. Även skyldigheten att upprätta prospekt lagfästes.

Den ökade informationsmängden från företagen ledde också till att en ny yrkeskår uppstod. Finansanalytikerna som kår växte fram på 1950-talet i vårt land och kanske 20 år tidigare i USA. De har stor betydelse genom att de medverkar till att aktiemarknadernas effektivitet hålls på en hög nivå. Av större intresse i detta sammanhang är att deras krav på utökad och förbättrad redovisningsinformation drivit utvecklingen framåt.¹³

Utöver det faktum att minimikraven för den ekonomiska informationen höjdes genom den nya bokförings- och bolagslagstiftningen, som infördes vid mitten av 1970-talet, introducerades nya grupper som mottagare av redovisningsinformation. Vid denna tid förde den arbetsrättsliga lagstiftningen fram de anställda som en legitim intressentgrupp. Rätt till information för anställda behandlas t ex i lag (1976:580) om medbestämmande i arbetslivet (MBL) 18–22 §§. När sedan BFN inrättades bekräftades det att redovisning inte längre bara är ett led i förhållandet mellan företagen och

¹¹ SOU 1971:9 *Större företags offentliga redovisning*.

¹² SOU 1971:9 s 66.

¹³ Bohlin (1987) s 12.

dess ägare.¹⁴ Nu blev företagens externa informationsgivning också i vårt land en samhällelig angelägenhet.

Den förändrade synen på redovisningsinformationen beror förmodligen också på den förändrade synen på företagen. Tidigare betraktades företag som i första hand *ekonomiska* institutioner, medan man numera tenderar att lyfta fram och betona de *politiska* dimensionerna av särskilt de större företagens verksamhet. Redovisningen av information i vid mening tillhandahåller från detta perspektiv material som kan användas för att förändra företagets beteende i samhället.¹⁵

En annan orsak till den förändrade synen kan tillskrivas uppkomsten av nya intressentgrupper. Vissa placerare baserar hela sin placeringsstrategi på vad som skulle kunna kallas icke-finansiella data. En kategori kanske sätter särskilt värde på uppgifter rörande företagets jämställdhetsarbete, dess syn på vissa etiska frågor, synen på apartheid osv. I amerikansk doktrin går dessa grupper ibland under den gemensamma beteckningen "the ethical investor". Existensen av dessa grupper påverkar inte minst synen på vad som är väsentlig information.¹⁶

Ekonomisk teori förefaller ha haft ett relativt begränsat inflytande på utformningen av redovisningsreglerna och det tycks snarare vara de praktiskt verk samma ("kvalificerade användarna") som påverkat utvecklingen.¹⁷ Bland dessa märks särskilt finansanalytiker och revisorer. Även andra faktorer har influerat. Tävligen "Bästa årsredovisningen" som startades 1966 av bl a Skandinaviska Banken och Veckans Affärer hade särskilt under de första tio åren stor betydelse för årsredovisningarnas utveckling i vårt land. FAR:s rekommendationer och alltmer kvalificerad ekonomijournalistik är andra exempel på faktorer som påverkat utvecklingen.¹⁸

Samspelet mellan ambitiösa företag som i viss mån fungerar som föregångare, självreglering i form av rekommendationer från t ex FAR och NBK, samt lagstiftning (ABL och BFL) kännetecknar på många sätt utvecklingen på redovisningsområdet i vårt land.

¹⁴ A a s 15.

¹⁵ Stevenson (1980) s 143.

¹⁶ Thorson *1 J Corp L* (1976) s 115–161.

¹⁷ I vad mån teoretiskt verk samma ekonomer medverkat vid sammanställningen av regler och rekommendationer undandrar sig min bedömning, men möjligtvis har de övat inflytande genom sådant aktivt deltagande.

¹⁸ Bohlin (1987) s 14.

3.2 Redovisningsmedia

Inledning

Varje aktiebolag är skyldigt att föra räkenskaper på ett sätt som återger de transaktioner bolaget företagit. Bokföringen måste vara utformad så att revisorer och styrelseledamöter kan kontrollera att dess form och innehåll är i överensstämmelse med gällande regler. I praktiken är det i första hand revisorerna som kontrollerar bokföringen. Vid varje tidpunkt skall det också vara möjligt att med någorlunda exakthet erhålla en bild av bolagets resultat och ekonomiska ställning.

Det ingår i styrelsens ansvarsområde att se till att bokföring och medelsförvaltning innefattar en tillfredsställande kontroll, medan det åligger Vd att sörja för att bolagets bokföring fullgörs i enlighet med lag (ABL 8 kap 6 § 3 st).¹⁹ I börsbolag kan Vd inte själv övervaka att så sker. I stället åligger det honom att tillsammans med kvalificerade medarbetare utforma bokföringsrutinerna på ett ändamålsenligt sätt.

Varje räkenskapsår avslutas med att alla uppgifter och händelser sammanställs i en rapport (årsbokslutet). Med utgångspunkt från årsbokslutet tas sedan en offentlig årsrapport (årsredovisning) fram. När revisorerna granskat företagets redovisning samt styrelsens och Vd:s förvaltning fastställs resultaträkningen och balansräkningen (i moderbolag också koncernresultat- och koncernbalansräkningen) vid ordinarie bolagsstämma. Därefter registreras och offentliggörs årsredovisningen (och koncernredovisningen). Under räkenskapsåret offentliggörs också annan redovisningsinformation (se uppräknningen i nästa avsnitt) med avsikt att omgivningen skall ha så aktuell information som möjligt om bolaget.

I ABL finns vissa särbestämmelser rörande större bolags redovisning. Dessa bolag skall ha en öppnare redovisning än aktiebolag i allmänhet.²⁰ I första hand åsyftas bolag vars aktier är noterade vid Stockholms fondbörs men utvidgad redovisning skall lämnas av alla aktiebolag som är skyldiga att anlita auktoriserad revisor enligt ABL 10 kap 3 §. I det följande är det endast bolag som har aktier noterade vid Stockholms fondbörs som åsyftas.

¹⁹ Prop 1975:103 s 376.

²⁰ Såväl fondbörsutredningen (SOU 1971:9) som samarbetsutredningen (SOU 1970:41–42) lade fram förslag med denna innebörd. Se även prop 1975:103 s 257. Utvecklingen inom EG på redovisningens område belyses i Werlauff (1989). Det fjärde direktivet berör redovisningsinformation och är från den 25 juli 1978 (78/660/EEC). Redovisningspraxis har i många stycken passerat den standard som föreskrivs i detta direktiv (se t ex art 46) och Werlauff (1989) s 62.

3.2.1 Kommunikation av redovisningsinformation

Redovisningen av ekonomisk information från börsföretag är en viktig informationskälla för banker och andra kreditinstitut, leverantörer, kunder, konkurrenter, finansanalytiker, anställda samt nuvarande och presumtiva aktieägare m fl.²¹ Under ett år kan denna redovisning t ex bestå av följande rapporter:²²

1. Preliminär bokslutsrapport.
2. Definitiv bokslutsrapport.
3. Årsredovisning.
4. Kvartalsrapport.
5. Halvårsrapport.
6. Rapport över de tre första kvartalen.

Enligt Kedner är syftet med denna överföring av redovisningsinformation från företag till dess intressenter *kommunikation*.²³ För att den skall fungera som avsetts krävs att det råder en basal enighet mellan informationsgivare och mottagare rörande de använda symbolernas innebörd.

Att förmedla så komplexa sammanhang som det är fråga om här kan dock aldrig bli helt problemfritt. Eftersom personer uppfattar händelser olika, kan svårigheter t ex uppkomma vid bedömningen av av vad som hänt och vad som bör tas med i redovisningen. Därtill kommer den inneboende svårigheten att överföra affärshändelser till siffror. Dessa siffror är inte fakta i samma mening som de bakomliggande händelser de signifierar.²⁴ Dechiffring och tolkning är därför oundgängliga moment på mottagarnivån.

Såväl analytiskt som empiriskt visar det sig också att det bara är en viss grupp som använder informationsflödet för analys och därmed som grundval för placeringsbeslut, medan det normativt sett är en större grupp som skall tillgodoses; enligt IRK "allmänheten". Denna spänning mellan normer å ena sidan och analys och empiri å andra finner man i de flesta länder.²⁵ Normerna uttrycker vanligtvis att alla placerare skall ha tillgång till all väsent-

²¹ Kedner-Roos (I) s 12.

²² Det är ganska få bolag som lämnar preliminär bokslutsrapport. Många bolag lämnar bara en delårsrapport och då är en 8-månadersrapport vanligast. Andra rapporterar per tertial. Vid kvartalsrapportering är det vanligen så att man hoppar över det första kvartalet.

²³ Kedner (1974) s 14.

²⁴ Stevenson (1980) s 94.

²⁵ Särskilt i USA har denna konflikt uppmärksamats och det finns mängder av litteratur på området. En ofta citerad artikel är Kripke 28 *Bus Law* (1973) s 631–638. Se också Kripke (1979).

lig information samtidigt (equal opportunity).²⁶ Orsaken till denna diskrepans mellan målsättning och verklighet torde delvis vara en följd av mängden data, men också att den kompetens och de tekniska resurser som krävs för att dechiffrera informationsflödet är så omfattande att dessa resurser bara finns hos de professionella placerarna och analytikerna.²⁷

Svårigheterna accentueras ytterligare av att företaget som regel endast producerar en redovisningshandling. Med tanke på de skilda mottagargruppernas behov måste redovisningshandlingarnas utformning därför bli en kompromiss. I avhandlingen är det särskilt redovisningens användning som underlag för extern företagsanalys som står i centrum. Börsanalytiker tillsammans med nuvarande och presumtiva aktieägare dominerar denna grupp. Deras behov av data styrs av intresset att kunna säga något om företagens framtid.²⁸

Trots att behov och önskemål skiftar är det möjligt att ställa upp riktlinjer för börsföretagens informationsgivning. Utöver det självklara kravet på att redovisningen är korrekt och rättvisande kan också följande huvudpunkter nämnas:²⁹

1. Öppen.
2. Snabb.
3. Jämförbar.
4. Kontinuerlig (sammanhängande).

En helt öppen redovisning kan av sekretesskäl inte förekomma och i redovisningsteorin förespråkas därför att *väsentlighet* skall tillämpas som ett mått på den öppenhet som kan vara motiverad i olika situationer. Viss information är väsentlig (och skall offentliggöras) om kännedomen om den har signifikans för de beslutsprocesser som användare av redovisningsinformation normalt befinner sig i.³⁰

Väsentlighetsbegreppet har stor betydelse i redovisningsteorin och är

²⁶ I kapitel 2.3 ovan diskuterades equal opportunity och marknadens professionalisering.

²⁷ Bohlin's undersökningar visar att majoriteten lekmän saknar de kunskaper som krävs för att tolka företagets årsredovisningar och annan ekonomisk information. Samtidigt visar han att tillgängligheten i någon mån kan ökas genom förenklingar. Se Bohlin (1987) s 29 ff. Detta kan dock bara ske till en viss gräns och för att överskrida den måste ekonomikunskaperna ökas hos mottagarna av information, a a s 166.

²⁸ Det finns också andra intressenter, se Kedner-Roos (II) s 9–15.

²⁹ Kedner-Roos (II) s 13; Jönsson-Lundmark *Balans 5/86* s 20.

³⁰ Kedner-Roos (II) s 13.

den styrande urvalsprincipen för all informationsgivning från företag till intressenter. På grund av sin centrala betydelse har begreppets innebörd varit föremål för omfattande diskussioner i flera olika sammanhang, men någon allmängiltig operationell definition har egentligen aldrig kunnat formuleras. Inte minst revisorskåren och andra som berörs av principerna för den ekonomiska redovisningen har haft denna fråga på dagordningen under lång tid.

Stora ansträngningar har likväl företagits för att ge väsentlighet en mer allmängiltig definition. Det mest ambitiösa har förmodligen genomförts av amerikanska Financial Accounting Standards Board (FASB).³¹ Vid mitten av 1970-talet mynnade detta arbete ut i ett diskussionsunderlag om innebörden av väsentlighet (materiality). Där betonades särskilt att bedömningen skall ske från ett användarperspektiv.³² Denna allmänna inriktning lever fortfarande kvar, men på 1980-talet insåg man till sist att en definition inte kunde åstadkommas och därmed övergavs också ambitionen att försöka formulera en universellt giltig standard som inbegriper alla de faktorer som en erfaren beslutsfattare beaktar.

Enligt Jennings-Reckers-Kneer är den nuvarande hållningen hos FASB följande:

“The essence of the materiality concept is clear. The omission or misstatement of an item in a financial report is material if, in the light of surrounding circumstances, the magnitude of the item is such that it is probable that the judgement of a reasonable person relying upon the report would have been changed or influenced by the inclusion or correction of the item.”³³

Avsaknaden av en entydig professionell standard innebär att det personliga omdömet hos företagsledningen och revisorerna fortfar att spela en avgörande roll. Bland mottagarna finns flera kvalificerade kategorier, däribland kreditgivare och finansiella analytiker. Dessa är alla beroende av adekvata uppgifter från företagen i sitt beslutsfattande, men deras behov är inte identiska. En betydelsefull fråga är därför vilken grupp som redovisningsinformationen primärt är avsedd för.³⁴

I vårt land har placerarnas behov av information från börsföretagen

³¹ Detta organ bildades 1973 och redan från början var väsentlighetsfrågan aktuell.

³² FASB: *Discussion Memorandum, "Criteria for Determining Materiality"*. Stamford Conn (1975) s 8. Se Jennings-Reckers-Kneer *12 Sec Reg L J (1985)* s 340 not 9.

³³ Jennings-Reckers-Kneer *12 Sec Reg L J (1985)* s 340. Citatet är hämtat från FASB: *Statement of Financial Accounting Concepts No 2, "Qualitative Characteristics of Accounting Information"*. Stamford Conn (1980) § 132.

³⁴ Detta diskuterades i kapitel 2 ovan.

givits hög prioritet. I SOU 1989:72 (Värdepappersmarknaden och framtiden) är allmänhetens förtroende för aktiemarknaden det övergripande målet med sådan informationsgivning. För att detta förtroende inte skall skadas krävs att börsbolag lämnar "fullständig, korrekt, omedelbar och samtidig" information till samtliga aktieägare och andra som har behov och intresse av informationen.³⁵ Att väsentlighetsbegreppet påverkat utredningen märks kanske tydligast när utredarna föreslår att en allmän informationsregel bör införas som ålägger bolagen att offentliggöra sådana beslut eller händelser som i "inte oväsentlig grad" påverkar den bild av bolaget (eller koncernen) som den dittills offentliggjorda informationen förmedlat.³⁶

Värdet av de lämnade upplysningarna är vidare direkt avhängigt av hur snabbt de offentliggörs. Information bör därför alltid lämnas så snart det kan ske efter utgången av redovisningsperioden eller när informationsunderlag av annat slag föreligger. Enligt IRK och tillhörande handledning (BiH) skall rapportering helst ske på ett i förväg planerat och allmänt känt sätt, gärna genom att bolagen publicerar en kalender som anger datum för offentliggörande av de ekonomiska rapporterna.³⁷

Att alla börsföretag följer samma redovisningsprinciper, terminologi etc är av stor vikt *dels* för att möjliggöra jämförelser av samma företags informationsgivning över en längre tidsperiod *dels* för att jämförelser mellan olika företag i annat fall försvåras.³⁸ Olika branschers särförhållanden gör att denna målsättning inte alltid kan infrias. Även i likartade branscher finns skillnader som försvårar jämförelser.³⁹

Kravet på *kontinuitet* innebär att ny information skall anknyta till uppgifter som redan offentliggjorts samt att större informationsmängder presenteras med väl avvägda mellanrum.

3.2.2 Årsbokslut

För varje räkenskapsår skall den löpande bokföringen avslutas med ett årsbokslut bestående av resultat- och balansräkning med eventuella bilagor.

³⁵ SOU 1989:72 (Del 1) s 270 ff.

³⁶ A a s 474. Den skadeståndsrättsliga betydelsen av en sådan regel kan inte överskattas. En liknande regel finns t ex i amerikansk rätt (SEC rule 10b-5). Rule 10b-5 torde i hög grad ha medverkat till att utforma ansvaret för bristfällig informationsgivning i USA.

³⁷ BiH p 5.3.

³⁸ Se ABL 11 kap 2 § om årlig jämförbarhet rörande samma företags redovisning.

³⁹ Hendriksen (1982) s 509.

Förvaltningsberättelse, koncernredovisning och finansieringsanalys behöver inte tas in i årsbokslutet. Föregående års resultat- och balansräkning behöver inte heller tas med.⁴⁰ Årsbokslutet är inte offentligt.

Så snart ett aktiemarknadsbolags styrelse godkännt ett årsbokslut, skall bolaget omedelbart offentliggöra och delge börsen en bokslutsrapport som skall innehålla all sådan information i årsbokslutet som är väsentlig för värderingen av bolagets börsnoterade aktier.⁴¹ Följande uppgifter skall enligt BiH alltid tas med:⁴²

1. Bolagets/koncernens resultat efter finansiella intäkter och kostnader.
2. Extraordinära intäkter och kostnader som har betydelse för bedömningen av bolaget/koncernen.
3. Vinst per aktie före och efter extraordinära poster. Uppgiften skall avse vinsten per aktie efter full konvertering av eventuella utelöpande konvertibla skuldebrev eller fullt utnyttjande av andra värdehandlingar som ger rätt till nyteckning av aktier i bolaget. I stället för vinst per aktie kan annan information lämnas som med hänsyn till förhållandena i branschen eller dylikt kan anses utgöra ett bättre underlag för bedömning av aktiens värde.
4. Förslag till vinstutdelning.
5. Förslag till emission av aktier, konvertibla skuldebrev, skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning eller vinstandelslån.

Bolaget T, som lämnade sin bokslutsrapport avseende 1985 års fastställda årsbokslut 3 dagar för sent, ålades vite av börsstyrelsen.⁴³ Vid ett annat tillfälle ledde brister i en preliminär bokslutsrapport till allvarlig ryktesspridning, vilket i sin tur föranledde börsen att stoppa handeln i bolagets aktier.⁴⁴

Ändras bokslutet så att det på väsentliga punkter avviker från vad som angetts i bokslutskommunikén skall bolaget omedelbart offentliggöra och delge börsen ändringarna.⁴⁵

3.2.3 Årsredovisning

Årsbokslutet är som redan nämnts inte offentligt, men enligt ABL 11 kap 1 § skall aktiebolag också avge en offentlig årsredovisning som består av resultaträkning, balansräkning och förvaltningsberättelse. Lagstiftningen utgår vis-

⁴⁰ Kedner-Roos (II) s 22 p 01.

⁴¹ IRK (Bil 1) p 4.

⁴² BiH s 15.

⁴³ Stockholms fondbörs: *Styrelsens protokoll* 17.9.1986 § 1 (II).

⁴⁴ Stockholms fondbörs: *Styrelsens protokoll* 29.5.1986 § 3 (II).

⁴⁵ IRK (Bil 1) p 5.

serligen från att resultat- och balansräkningarna i årsbokslut respektive årsredovisning är samma handlingar, men eftersom årsredovisningen är offentlig finns inte riktigt samma innehållsmässiga krav på denna som för årsbokslutet.⁴⁶ Bestämmelserna för hur denna skall utformas finns *dels* i ABL kapitel 11, *dels* i BFL 11–21 §§.

Resultatredovisningen beskriver hur nettoresultatet uppkommit under verksamhetsåret. De uppgifter som bolaget väljer att offentliggöra sammanställs i huvudsak i *resultaträkningen*.⁴⁷ Syftet är att öppet redovisa hur intäkter och kostnader bidragit till årets nettoresultat samt möjliggöra jämförelser med förutvarande års motsvarande uppgifter. I BFL 18 § 2 st föreskrivs att resultaträkningen som huvudalternativ skall ha en särskild uppställningsform (s k rapportform).

Syftet med *balansräkningen* är enligt BFL 19 § att redovisa rörelsens samtliga tillgångar och skulder samt eget kapital. Även i detta fall föreskriver BFL direkt i lagtexten i första hand en särskild uppställningsform. Avvikelser från balansschemat som betingas av rörelsens art eller omfattning är tillåtna såvida de inte står i strid med god redovisningssed.⁴⁸

Alla uppgifter som krävs för att kunna göra en bedömning av bolagets rörelseresultat och bolagsledningens förvaltning kan inte lämnas i balans- och resultaträkningarna. De skall i stället omnämnas i *förvaltningsberättelsen*. Dessutom kan det ha inträffat händelser efter räkenskapsårets utgång som är av sådan vikt att de skall nämnas i förvaltningsberättelsen. Härutöver skall enligt ABL 11 kap 9 § följande uppgifter lämnas:⁴⁹

1. Genomsnittligt antal anställda under räkenskapsåret. Bedrivs verksamhet i flera länder skall varje land specificeras för sig.
2. Löner
 - sammanlagda kostnader för räkenskapsåret,
 - styrelseledamöternas ersättning med särskilt angivande av tantiem o dyl,
 - verkställande direktörens ersättning med särskilt angivande av tantiem o dyl.Finns anställda i flera länder skall löner, fördelning mellan kvinnor och män samt ersättningar specificeras för varje land.
3. Förslag till dispositioner beträffande bolagets vinst eller förlust.
4. Finansieringsanalys som redovisar bolagets finansiering och investeringar.

⁴⁶ Kedner-Roos (II) s 33 p 02.

⁴⁷ Kedner (1974) s 177; Kedner-Roos (II) s 90.

⁴⁸ Kedner-Roos (II) s 112 p 03.

⁴⁹ Prop 1975:103 s 270; Kedner-Roos (II) s 173–184.

Vissa uppgifter, som är till skada för bolaget, behöver inte lämnas trots att sådan sekretess inte uttryckligen medges i lagen.⁵⁰

Eftersom Vd ansvarar för bokföringen är han skyldig att låta upprätta ett förslag till års- och koncernredovisning som därefter presenteras för styrelsen. På det styrelsesammanträde (bokslutssammanträdet) där redovisningen läggs fram bör styrelsen erhålla en genomgång av de framlagda handlingarna. Styrelsen bör vid detta tillfälle ta ställning till om redovisningen är i formell överensstämmelse med lag m m.⁵¹

Årsredovisningen skall upprättas med iakttagande av god redovisningssed. Härmed avses en faktisk praxis hos en kvalitativt representativ krets bokföringsskyldiga.⁵² Praxis kan (och tillåts) också skifta branschvis. Framväxten av god redovisningssed sker organiskt i former som karaktäriseras av en ständigt pågående debatt. Det finns också särskilda organ (BFN och RedR) som har till uppgift att utveckla god redovisningssed. BFN är en statlig myndighet som inrättades 1976 medan RedR tillkom först 1989. Rådet har till uppgift att handlägga redovisningsfrågor för s k publika företag. FAR har främst genom sin rekommendationsgivning utfört ett betydande utvecklingsarbete inom redovisning och revision.

IRK understryker att årsredovisningen skall upprättas i överensstämmelse med lag, författning och god redovisningssed. Eftersom kvalitetskravet avseende börsbolagens årsredovisning nu finns inskrivet i IRK är dess påföljdsregler tillämpliga. Börsen sanktionerar bara exceptionella fall av avvikelser.⁵³

Årsredovisningshandlingarna skall enligt ABL 11 kap 3 § 1 st överlämnas till bolagets revisorer minst en månad före den ordinarie bolagsstämman. Senast två veckor före stämman skall revisorerna enligt ABL 10 kap 10 § 1 st överlämna sin revisionsberättelse till bolagets styrelse. Aktieägarna har rätt att ta del av redovisningshandlingarna och revisionsberättelsen minst en vecka före stämman (ABL 9 kap 9 § 4 st).⁵⁴ Överlämnandet av årsredovisningen till börsen skall ske samtidigt med att den sänds till aktieägarna och den får inte lämnas till massmedia för publicering innan den lämnats till börsen.⁵⁵

⁵⁰ Prop 1975:103 s 262 och 769; Kedner-Roos (II) s 172.

⁵¹ Kedner-Roos (II) s 37 p 03.

⁵² Kedner-Roos (II) s 33 p 03.

⁵³ IRK (Bil 1) p 9.

⁵⁴ Rodhe (1989) s 220–221.

⁵⁵ Stockholms fondbörs: *Styrelsens protokoll* 4.6.1987 § 6.

När resultat- och balansräkning fastställts av bolagsstämman skall en avskrift av årsredovisningen och revisionsberättelsen inom en månad sändas till PRV. När årsredovisning och revisionsberättelse kommit in till PRV är de offentliga handlingar. För börsföretagens del är handlingarna offentliggjorda långt dess för innan.

Enligt Dahlgren-Moberg är många tryckta årsredovisningar inte kongruenta med dem som sänts in till PRV. Av trycktekniska skäl stuvats texten om. Denna omdisposition kan vara så omfattande att läsaren inte alltid kan avgöra var årsredovisningen börjar och slutar.⁵⁶ Ibland kan det också vara svårt att veta vad som utgör förvaltningsberättelsen i ABL:s mening och vad som är en allmän redogörelse från t ex dotterbolagsdirektörer.

3.2.4 Framtidsinriktad information m m

All informationsgivning från börsbolag är principiellt avsedd att ge existerande och presumtiva aktieägare underlag för bedömningen av den framtida avkastning och risk som är förknippad med en investering i det bolag som lämnar upplysningarna.⁵⁷ I självreglering rörande innehållskraven i börsbolagens prospekt finns uttryckliga krav på en presentation av finansiella mål och framtidsutsikter.⁵⁸ Kraven på framtidsinriktad information i redovisningsreglerna rörande aktiebolag är generellt sett små och betoningen är lagd på historiska data. Fördelen är att dessa uppgifters tillförlitlighet är hög. Å andra sidan är relevansen som placeringsunderlag på motsvarande sätt lägre jämfört med framtidsinriktad information.⁵⁹

Med framtidsinriktad information avses bolagsledningens syn på företagets kortsiktiga ekonomiska utveckling respektive förutsättningarna för den mer långsiktiga utvecklingen. Flertalet bolag lämnar vinstprognoser för innevarande år – mer preciserade ju längre fram på året det är.

Emellanåt offentliggör börsbolagen för det löpande bokföringsåret också frivilliga resultatprognoser. Om sådana prognoser upprättats skall de lämnas till börsen så snart de fastställts. Vid upprepade tillfällen har börsen beslutat om vite för underlåtenhet att delge börsen prognoser i tid. Ett bolag B hade vid ett styrelsemöte på förmiddagen den 1 juni 1981 fastställt en prognos

⁵⁶ Dahlgren-Moberg (1990) s 52.

⁵⁷ Se NBK:P s 8.

⁵⁸ Se NBK:P och NBK:OE.

⁵⁹ Se Brudney 75 *Va L Rev* (1989) s 723–760.

avseende 1981 års resultat som man inte offentliggjorde förrän 14.30 samma dag sedan bolagsstämman avslutats. Börsstyrelsen bestämde ett vite på en årsavgift.⁶⁰

I ett annat fall delgav koncernchefen i bolag G en dagstidning uppgifter om 1983 års resultat utan att samtidigt informera fondbörsen. G invände att man inte fastställt någon prognos vid tiden för intervjun med koncernchefen. Denne hade bara givit uttryck för sin uppfattning om storleken på bolagets vinst som f ö låg i linje med de prognoser som redan tidigare publicerats av en välkänd affärstidning. Någon överträdelse av kontraktet hade inte ägt rum, men börsstyrelsen fann ändå anledning att erinra om avvikelser från de anvisningar som återgavs i skriften "Börsinformation, principer och praxis".⁶¹

I ett tredje fall hade huvudaktieägaren i bolag F vid flera tillfällen selektivt spritt information om bolagets resultatutveckling utan att dessa uppgifter officiellt meddelats av bolaget.⁶²

3.2.5 Interimsredovisning

Den redovisning som sker mellan två årsredovisningar kallas i ABL delårsrapport. Några krav på innehållet i delårsrapporter och andra ekonomiska meddelanden uppställer inte IRK. Redovisningsreglerna är därför ensamt tillämpliga vad avser innehåll och utformning. Det enda som sägs i kontraktet rörande dessa rapporter är att när bolaget publicerar sådana, skall de offentliggöras så snart de fastställts och omedelbart lämnas till börsen.⁶³ Uppgifter om tidpunkten för Vd:s behandling av delårsrapport skall sändas till börschefen så långt i förväg som möjligt.⁶⁴

Enligt ABL 11 kap 12 § skall bara de bolag som enligt ABL 10 kap 4 § 2 eller 4 st är skyldiga att ha auktoriserad revisor lämna delårsrapport. Dessa bolag skall minst en gång under ett räkenskapsår som omfattar mer än tio månader avge särskild redovisning (delårsrapport). Orsaken är att rapportering en gång om året ansetts otillräcklig särskilt för börsföretagen. Delårsrapporten skall avse bolagets verksamhet från början av räkenskapsåret. Minst en rapport skall omfatta en period av minst hälften och högst två

⁶⁰ Stockholms fondbörs: *Styrelsens protokoll* 1.10.1981 § 3.

⁶¹ Stockholms fondbörs: *Styrelsens protokoll* 2.2.1984 § 1.

⁶² Stockholms fondbörs: *Styrelsens protokoll* 29.5.1986 § 3.

⁶³ IRK (Bil 1) p 2.

⁶⁴ IRK (Bil 1) p 3.

tredjedelar av räkenskapsåret. Rapporten skall avges av styrelsen eller om styrelsen så bestämmer av Vd.⁶⁵ Även om Vd upprättar rapporten bör den föreläggas styrelsen innan offentliggörandet.⁶⁶

För att tillgodose offentlighetsintresset stadgas i ABL 11 kap 12 § 2 st att rapporten skall sändas in till PRV senast två månader efter rapportperiodens slut.

ABL uppställer inget krav på att en revisor skall granska delårsrapporten. Om en granskning företas torde det åligga honom att som ett led i revisionen övervaka att delårsrapport avges samt kontrollera att den uppfyller de innehållsmässiga kraven som uppställs i ABL.⁶⁷ IRK kräver att det skall framgå av delårsrapporten om bolagets revisorer har gjort en översiktlig granskning av rapporten eller ej eftersom detta har betydelse för bedömningen av rapportens kvalitet.⁶⁸

Delårsrapporten skall enligt ABL 11 kap 13 § innehålla en översiktlig redovisning för verksamheten och resultatutvecklingen samt för investeringar och förändringar i likviditet och finansiering under rapportperioden. Bestämmelserna i ABL 11 kap 9 § 1 st om förvaltningsberättelsens innehåll gäller enligt 11 kap 13 § i tillämpliga delar också för delårsrapporter. Detta ger ledning för hur beskrivningen av verksamhetens utveckling skall utformas. Det är således obligatoriskt att lämna upplysningar om alla för bedömningen av bolagets resultat och ställning viktiga förhållanden samt händelser av väsentlig betydelse för bolagets ställning även om de inträffat efter rapportperiodens slut.⁶⁹

Om möjligt skall delårsrapporten enligt ABL 11 kap 14 § innehålla uppgifter för motsvarande period föregående år. Rapporten skall enligt samma lagrum präglas av terminologisk konsekvens och vara i överensstämmelse med den senast avgivna årsredovisningen.⁷⁰

Om bolaget fattat beslut om förlängning av räkenskapsåret skall en delårsrapport avges för den tid som motsvarar det tidigare räkenskapsåret om börsen inte medger annat.⁷¹

⁶⁵ Prop 1975:103 s 471.

⁶⁶ Prop 1975:103 s 269 ff; Kedner-Roos (II) s 224 p 04.

⁶⁷ Kedner-Roos (II) s 225.

⁶⁸ IRK (Bil 1) p 9.

⁶⁹ Kedner-Roos (II) s 226.

⁷⁰ Kedner-Roos (II) s 224.

3.2.6 Koncernredovisning

ABL utgår från att aktiebolaget är ett ekonomiskt och juridiskt självständigt företag, men många börsbolag ingår i en grupp av företag som tillsammans bildar en koncern. Vissa regler om koncerner infördes redan i 1944 års ABL.⁷² Dessa regler avsåg främst redovisningen i sådana koncerner som bara bestod av aktiebolag, alltså inte så kallade "blandade" koncerner.⁷³

Om det inte finns särskilda koncernredovisningsregler löper de vanliga reglerna risk att bli verkningslösa eftersom det finns ett närmast oändligt antal möjligheter att manipulera med koncernbolagens årsbokslut och andra redovisningshandlingar.⁷⁴ Dessutom är värderingen av de tillgångar moderbolaget äger genom dotterbolaget att hänföra till dotterbolagets aktiestock och skilda rättsförhållanden inom koncernen kan försvåra utomståendes möjligheter att bedöma moderbolagets ställning i ekonomiskt hänseende.

Om ett aktiebolag A äger så många aktier i ett annat aktiebolag B att A har bestämmande inflytande över B betecknas enligt ABL 1 kap 2 § A som moderbolag och B som dotterbolag. Tillsammans utgör de en koncern.⁷⁵ Koncerndefinitionen i ABL förutsätter att moderbolaget är ett svenskt aktiebolag. Dotterbolagen kan (men behöver inte) vara aktiebolag. Utländska moderföretag med svenska dotterbolag berörs alltså inte av de svenska koncernreglerna. Definitionen ansluter till vad som tidigare gällde enligt 221 § 1 mom ABL 1944.

Det avgörande kriteriet för att bestämma om ett koncernförhållande föreligger är enligt ABL att moderbolaget har röstmajoritet i dotterbolaget. Kapitalmajoritet utan röstmajoritet grundar inte ensamt ett koncernförhållande. I och för sig är det tillräckligt att ett aktiebolag *har bestämmande inflytande* över ett annat företag och en *betydande andel i resultatet* för att ett koncernförhållande skall föreligga, men det är oklart vad som innefattas i uttrycket *betydande andel*.⁷⁶ Eftersom de viktigaste koncernreglerna rör redovisningen, bör dessa bara tillämpas när det verkligen föreligger ett koncernförhållande,

⁷¹ IRK (Bil 1) p 6.

⁷² ABL 1944, 104 och 221 §§. Se också Stenbeck-Wijnblad-Nial (1970) s 291 ff och 518 ff; SOU 1941:9 (Motiv) s 19.

⁷³ Rodhe (1989) s 23.

⁷⁴ Angående behovet av koncernregler, se Kedner-Roos (I) s 20 p 01 och (II) s 186 p 01; Sandström *Balans* 7/78 s 4–11; Borgström (1970).

⁷⁵ Rodhe (1989) s 23 och 266 ff.

⁷⁶ A a s 267.

dvs när de ingående bolagen drivs som en reell ekonomisk enhet och det bestämmande inflytandet ligger hos moderbolaget.⁷⁷

ABL 11 kap 10 § ålägger moderbolagets ledning att upprätta en årsredovisning för koncernen som helhet, bestående av koncernbalansräkning och koncernresultaträkning. Denna koncernredovisning skall åtfölja moderbolagets årsredovisning och granskas av dess revisorer. Redovisningen skall läggas fram på moderbolagets ordinarie bolagsstämma som enligt ABL 9 kap 5 § har att fastställa densamma.

Resultat- och balansräkningen för en koncern skall enligt ABL 11 kap 11 § var för sig utgöra ett sammandrag av de i koncernen ingående företagens redovisningshandlingar.⁷⁸ Sammandraget skall upprättas i överensstämmelse med god redovisningssed (11 § 1 st) och ABL 11 kap 2 och 5–8 §§ skall iaktas i tillämpliga delar.

Det finns ingen skyldighet att upprätta en särskild förvaltningsberättelse för koncernen som helhet. I stället skall moderbolagets förvaltningsberättelse lämna erforderliga upplysningar i detta avseende.

Det sjunde EG-direktivet från juni 1983 behandlar koncernredovisningsfrågor.⁷⁹ Direktivets grundtanke är att det endast är möjligt att få en korrekt bild av en koncerns ställning i ekonomiskt hänseende om redovisningen för hela koncernen konsolideras i t ex moderbolaget.⁸⁰

3.3 Extern kontroll

Bolagsledningen (Vd och styrelsen) utövar i praktiken ett dominerande inflytande över företagets verksamhet.⁸¹ För att aktieägarnas intressen inte skall trädas förnär finns behov av en ändamålsenlig och effektiv kontroll över bolagsledningen. Uppgiften att utöva denna kontroll tillkommer revisorn.⁸² Enligt ABL 10 kap 3 § 1 st skall det finnas minst en auktoriserad eller godkänd

⁷⁷ Kedner-Roos (I) s 21 p 04 och p 07. Någon valfrihet på denna punkt är det dock inte fråga om. Är det inte ett dotterbolag får det inte tas med i koncernredovisningen. Tveksamhet kan dock uppkomma vid 50/50 ägande. Ett sådant fall gällde (1990) ABB-koncernen som konsoliderades i både ASEA och Brown Boveri. Se även SOU 1979:46 och Nial *TJFF* (1973) s 225–237.

⁷⁸ Prop 1975:103 s 466; Kedner-Roos (II) s 191 p 01.

⁷⁹ 83/349/EEC.

⁸⁰ Werlauff (1989) s 86.

⁸¹ Se Werlauff (1989) angående det åttonde EG-direktivet (84/253/EEC).

⁸² SOU 1971:15 s 249.

revisor i varje aktiebolag.⁸³ Denne skall utses av bolagsstämman enligt ABL 10 kap 1 §. Om det är fråga om ett bolag vars aktier eller skuldebrev är noterade vid Stockholms fondbörs skall minst en av stämman utsedd revisor vara auktoriserad.⁸⁴

Ursprungligen var bolagsrevisionen avsedd att tillgodose ägarnas behov av kontroll över företagsledningens förvaltning av bolagets verksamhet. Genom ABL 1944 ändrades detta och revisorerna skulle också förvissa sig om att ledningen inte överträtt någon bestämmelse i ABL eller bolagsordningen.⁸⁵ Av ansvarsreglernas utformning att döma är det tydligt att nya intressentgrupper skulle tillgodoses. Eftersom revisorerna enligt ABL 1944, 209 § kunde bli skadeståndsansvariga gentemot aktieägare, bolagets borgenärer och tredje man uppkom även en skyldighet att värna dessa gruppers intressen.

I motiven till ABL uttalade departementschefen att han fann det självklart att revisorerna inte bara skulle beakta aktieägarnas intressen. Det var också viktigt att revisorerna beaktade den "aktieköpande allmänhetens intressen".⁸⁶ ABL 10 kap 7 § ger viss ledning för hur intressekonflikter skall lösas. Det åligger revisorerna att följa de föreskrifter och instruktioner som bolagsstämman meddelar såvida det inte strider mot lag, bolagsordning eller god revisionsred. Av detta följer att revisorn bara är skyldig att tillvarata andra intressen än aktieägarnas om en sådan skyldighet kan härledas från de nämnda reglerna.

Enligt Taxell är det olämpligt att försöka utveckla en representationsteori rörande revisorernas verksamhet. De bör inte anses företräda någon särskild grupp överhuvudtaget utan i stället betraktas som ett självständigt organ där ledorden *oberoende* och *objektivitet* bör prägla verksamheten.⁸⁷

Revisorernas huvudsakliga granskningsuppgifter framgår av ABL 10 kap 7 §. En annan regel av betydelse för bestämningen av revisorernas uppdrag finns i 10 kap 10 §. Lagen preciserar inte närmare granskningens omfattning men anger tre granskningsområden (årsredovisning, räkenskaper, styrelsen och Vd:s förvaltning) som alla skall granskas i den omfattning som god revisionsred bjuder. Att närmare utforma god revisionsred och – därmed gransk-

⁸³ Moberg (1986) s 70.

⁸⁴ ABL 10 kap 3 § 2 st 3 p.

⁸⁵ SOU 1941:9 s 448–449.

⁸⁶ Prop 1975:103 s 244.

⁸⁷ Taxell (1983) s 127; Moberg (1986) s 54 och 91.

ningens omfattning – ankommer bl a på revisorsorganisationerna.⁸⁸ Verksamhet av detta slag bedrivs av FAR sedan början av 1970-talet.⁸⁹ FAR har också upprättat regler för god revisorssed som bl a ålägger ledamöterna att beakta god redovisnings- och revisionssed.⁹⁰

God revisionssed består f n av ett antal kasuistiskt utformade regler. Möjligheterna för FAR att utveckla god revisionssed är begränsade eftersom man inte kan utfärda tvingande regler. Härtill kommer att det finns tre huvudgrupper som inte alltid har samma syn på hur god revisionssed bör utformas: revisorerna själva, företagen och mottagarna.

I USA tvingades man tillsätta ett partssammansatt organ (Financial Accounting Standards Board) efter akuta problem på 1960-talet. Tidigare hade revisorskåren huvudansvaret för formaliserandet av god revisionssed.

Årsredovisningen består enligt ABL 11 kap 1 § av resultaträkning, balansräkning och förvaltningsberättelse med åtföljande bilagor. Revisorn skall bilda sig en välgrundad uppfattning om huruvida de lämnade uppgifterna är rättvisande och har den omfattning som god redovisningssed bjuder.⁹¹

Begreppet *bolagets räkenskaper* preciseras inte i ABL eller i motiven. Enligt Kedner-Roos skall granskningen innefatta följande punkter:⁹²

1. Verifikationshanteringen.
2. Löpande extern bokföring.
3. Bokslut.
4. Internredovisning.
5. Arkivering av räkenskapsmaterial.
6. Intern kontroll.

Förvaltningsrevisionen går ut på att upptäcka och förebygga olagliga eller på annat sätt oförsvarliga förvaltningsuppgifter. Det övergripande målet är att bidra till intressenternas skydd genom att rapportera överträdelse av ABL och bolagsordningen samt förvaltningsåtgärder som kan grunda ersättningsanspråk mot bolagsledningen.⁹³ Det förekommer således ingen allmän granskning av lämpligheten i gjorda transaktioner eller fattade beslut.

⁸⁸ Även Kommerskollegium har betydelse genom sin tillsynsverksamhet. Se SOU 1971:15 s 266; Moberg (1986) s 27; Kedner-Roos (I) s 293 ff.

⁸⁹ Kedner-Roos (I) s 294. Se även Jönsson-Lundmark *Balans 5/86* s 18 ff; Moberg (1986) s 25–28.

⁹⁰ Se Strömquist *Balans 3/90* s 48 ff. Denna artikel återger alla reglerna med kommentarer. Regeln som ålägger revisor att följa god redovisnings- och revisionssed finns i FAR:s regler för god revisorssed, Regel 4.

⁹¹ Moberg (1986) s 126.

⁹² Kedner-Roos (I) s 293 ff.

⁹³ ABL 10 kap 10 § 3 st 1 p; Moberg (1986) s 129; Kedner-Roos (I) s 301 och 307.

4. Prospekt

Inledning

Skyldigheten för ett aktiebolag att ställa samman och offentliggöra en helhetsbild av bolaget i form av ett prospekt kan aktualiseras i en rad olika situationer. När texten nyemission riktas till en vidare krets och är av viss minsta storlek skall ett prospekt upprättas enligt ABL kap 4. Syftet är att ge en samlad beskrivning av det bolag som erbjudandet avser samt ange villkoren för att teckna aktier i bolaget.

Skall de emitterade aktierna bli föremål för börsnotering och bolaget ifråga inte tidigare haft några aktier noterade, krävs som regel att ett introduktionsprospekt offentliggörs. Denna prospektform regleras i BF 13 § och är närmast avsedd att ge aktiemarknaden en bred och allsidig information om det bolag som skall bli föremål för notering vid fondbörsen utan att detta nödvändigtvis behöver vara kopplat till ett erbjudande om aktieförvärv.

En annan situation som aktualiserar en skyldighet att upprätta ett prospekt är då någon fattat beslut om att lämna ett offentligt erbjudande. Denna skyldighet följer av NBK:s rekommendation från 1988 om offentligt erbjudande (NBK:OE).¹

Prospektreglerna i ABL utgör fortfarande grunden för reglerna på området. Vid börsintroduktioner kan börsstyrelsen kräva att bolaget upprättar ett prospekt om styrelsen finner skäl för detta. Härtill kommer självreglering i form av NBK:s prospektrekommendation (NBK:P) som i första hand innebär en väsentlig utökning av innehållskraven i prospekt jämfört med reglerna i ABL. Om prospekt upprättas i samband med ett offentligt erbjudande skall reglerna i NBK:OE på motsvarande sätt beaktas.² Även dessa utgör en väsentlig utvidgning av de bolagsrättsliga reglerna.³

I det följande beskrivs inte de formella reglerna kring emissionsbeslut trots att betydelsefull information härigenom kan nå allmän spridning även innan prospektet distribueras.⁴ Framställningen koncentreras i stället på skyldigheten att upprätta och offentliggöra prospekt. Dessutom berörs några konsekvenser av att ett bolag underlåter att offentliggöra ett prospekt.

¹ Se även kap 5 nedan.

² Notera att NBK:OE ingår i IRK vilket inte är fallet med NBK:P.

³ Prospektreglerna i NBK:OE bygger i allt väsentligt på NBK:P.

⁴ S Johansson: *Bolagsstämma*. Stockholm (1990) utkom tyvärr för sent för att kunna beaktas.

Angående de krav som ställs på innehållet i respektive prospekthandling finns detaljerade regler i såväl lagstiftning som självreglering. Dessa i hög grad tekniska regler behandlas inte i det följande.

4.1 Emissionsprospekt

När ett svenskt aktiebolag offentliggör eller på annat sätt till en vidare krets riktar en inbjudan att förvärva aktier, skall styrelsen om vissa förutsättningar är uppfyllda upprätta ett emissionsprospekt. Det är inte endast ett bolags erbjudande om t ex aktieteckning som omfattas, utan även aktieägares försäljning av aktier eller teckningsrätter kan aktualisera prospektkrav. Bestämmelserna om emissionsprospekt är däremot inte tillämpliga på fondemissioner. Det förekommer visserligen handel med delbevis vid fondbörsen men detta har inte ansetts konstituera behovet av prospekt. Generellt sett gäller för de svenska prospektreglernas tillämplighet att rätt till aktier i någon form blir föremål för förvärv.⁵

Reglerna om emissionsprospekt ingår i ABL kap 4. Termen "emissionsprospekt" definieras i ABL 4 kap 18 § som "en av styrelsen upprättad särskild redogörelse för bolagets förhållanden". Reglerna framstår inte som till fullo integrerade i det bolagsrättsliga systemet, vilket särskilt tydligt kommer till uttryck i samband med att ansvarsfrågorna rörande prospekt berörs. Möjligen beror detta på att reglerna infördes på förslag av fondbörsutredningen och inte av aktiebolagsutredningen.

ABL uppställer tre rekvisit för när prospekt skall upprättas:

1. Beloppsgränsen.
2. Bolagets storlek.
3. Spridningskravet.

Enligt ABL 4 kap 18 § behöver prospekt bara utfärdas om det totala *beloppet* som kan komma att bli erlagt till följd av erbjudandet uppgår till minst 1 milj kronor. I annat fall antas att allmänt intresse av emissionsprospekt saknas.⁶

När man skall fastställa om marknadseffekten överstiger 1 milj kronor skall hänsyn tas till det sammanlagda värdet av de kontantbelopp och/ eller den apportegendom som köparna respektive tecknarna har att erlagga. Detta gränsvärde får beräknas på följande sätt beroende på situationen:⁷

⁵ SOU 1971:9 s 80.

⁶ Prop 1975:103 s 228 och SOU 1971:9 s 81.

⁷ Prop 1975:103 s 345.

1. Vid teckning av aktier mot tillskott av pengar och/eller apportegendom såsom det nominella aktiekapital som skall tecknas ökat med eventuell överkurs.
2. Vid köp av redan emitterade aktier såsom total köpeskilling.
3. Vid köp av teckningsrättsbevis såsom total köpeskilling, ökad med
 - (a) det nominella aktiekapital som skall tecknas,
 - (b) eventuell överkurs.

Såsom beloppsgränsen är utformad kan tvekan uppkomma huruvida denna avser en årlig emission eller om det är möjligt att företa flera emissioner under loppet av ett år, som vardera understiger 1 milj kronor, för att därigenom slippa prospektkravet. Av ordalydelsen i ABL 4 kap 18 § tycks följa att beloppsgränsen avser varje enskilt emissionstillfälle, vilket innebär att en emission kan delas upp för att undslippa prospektkravet i ABL. Samtidigt är det förmodligen så att denna möjlighet att "kringgå" prospektkravet saknar praktisk betydelse, eftersom det endast undantagsvis kan betraktas som en belastning för bolaget att lämna information inför emissionen. Som regel ses nog snarare prospektet som ett nödvändigt led i marknadsföringen av emissionen.

ABL kräver inte att alla bolag som emitterar skall upprätta prospekt, utan bara de som är av viss minsta *storlek*. Bestämmelserna om emissionsprospekt gäller bara ifråga om bolag, eller aktieägare i sådant bolag, som enligt ABL 10 kap 3 § 2 st eller 4 st är skyldigt att ha auktoriserad revisor. Sådan skyldighet föreligger under följande förutsättningar:⁸

1. Tillgångarnas nettovärde enligt fastställda balansräkningar för de senaste två räkenskapsåren överstiger 1.000 gånger basbeloppet enligt lagen (1962:381) om allmän försäkring för den sista månaden av respektive räkenskapsår,⁹ *eller*
2. antalet anställda hos bolaget har under de två senaste räkenskapsåren i medeltal överstigit 200 personer, *eller*
3. bolagets aktier eller skuldebrev är noterade vid Stockholms fondbörs.¹⁰

Enbart det faktum att ett bolag har en auktoriserad revisor, eller om dispens givits från kravet på auktoriserad revisor enligt ABL 10 kap 3 § 3 st, trots att

⁸ I litteraturen betraktas dessa tre punkter som alternativa rekvisit, dvs det är tillräckligt att ett av dem är uppfyllt för att krav på upprättande av emissionsprospekt skall föreligga. Se Kedner-Roos (I) s 133.

⁹ Det kan anmärkas att lagen inte erbjuder något investerarskydd genom prospektkrav om emittenten inte har ett aktiekapital av nämnda storlek! Detta öppnar oanade möjligheter till illojalt beteende som inte bör få kvarstå.

¹⁰ Moderbolag i koncern är skyldigt att ha auktoriserad revisor om koncernföretagen tillsammans uppfyller någon av betingelserna under p (1) och p (2) i ovan.

bolaget formellt sett borde ha en sådan, har ingen självständig betydelse för frågan om skyldigheten att upprätta emissionsprospekt. Om auktoriserad revisor utsetts på begäran av en minoritet i bolaget medför inte heller det att prospektkrav föreligger.¹¹

Den tredje förutsättningen för att prospekt skall behöva utfärdas enligt ABL 4 kap 18 § är att erbjudandet som offentliggörs är riktat till en *vidare krets*.

Vad som numerärt innefattas i uttrycket en vidare krets går inte att exakt fastställa. Enligt motiven skall allmänheten, i vissa fall i något inskränkt bemärkelse, beröras av erbjudandet. Det är dock inget krav att erbjudandet skall riktas till andra personer än de redan befintliga aktieägarna. Avgörande skall vara att ett större antal personer mottar erbjudandet. Av ett motivuttalande framgår att prospekt som regel skall utfärdas om antalet tecknare respektive köpare kan bedömas överstiga 200 personer.¹²

4.2 Introduktionsprospekt

Regler om introduktionsprospekt återfinns vanligtvis tillsammans med föreskrifter om inregistrering av fondpapper. Enligt BL 19 § skall närmare regler i detta avseende utfärdas av regeringen, vilket också har skett genom BF.

I samband med ansökan om inregistrering av ett bolags aktier skall det enligt BF 13 § offentliggöras en "särskild redogörelse för bolagets förhållanden" (introduktionsprospekt) om börsstyrelsen anser att det finns skäl därtill. Om prospekt sedan utfärdas skall innehållet motsvara kraven i ABL 4 kap 20–22 och 24 §§ så vida inte börsstyrelsen bestämmer annat. Detta innebär att både kontrollen över innehållet och frågan om när ett introduktionsprospekt skall utfärdas ligger hos börsstyrelsen.

Börsen granskar introduktionsprospekt innan de aktuella aktierna registreras. Frågan är då om börsen kan ådragas något ansvar till följd av ett bristfälligt prospekt. Börslagstiftningen (BL och BF) innehåller inga ansvarsregler av detta slag. Aktietecknare står heller inte i något avtalsförhållande till börsen. Dessutom är vissa delar av de ekonomiska och andra uppgifter som börsen erhåller från bolaget i samband med inregistreringsförfarandet inte offentliga. Inför varje nyintroduktion av värdepapper företar börsen en kvali-

¹¹ Se ABL 10 kap 3 § 5. st.

¹² SOU 1971:9 s 80; prop 1975:103 s 227 och 345, där något numerärt riktvärde inte nämns. Se även Kedner-Roos (I) s 134 p 04.

tetsprövning som i huvudsak innebär att ett visst värdepapper enligt börsstyrelsens mening framstår som ett godtagbart placeringsobjekt vid introduktionstillfället. Avsikten är att de uppgifter som ligger till grund för denna kvalitetsbedömning också skall publiceras i introduktionsprospektet.

Ett beslut om inregistrering innefattar naturligtvis inget åtagande från börsstyrelsens sida rörande värdepapperets framtida utveckling, men eftersom en form av kvalitetsbedömning finns i introduktionsfasen kan man diskutera om börsstyrelsen har ett ansvar för att de värdepapper man registrerar i vart fall vid inregistreringstillfället är godtagbara placeringsobjekt. Om det sedan visar sig att börsstyrelsens beslut inte varit välgrundat utan registrering tvärtom borde vägrats, uppkommer frågan om detta kan ådraga börsen något skadeståndsansvar.¹³

Regler om ökad information för marknaden om ett företag vid en börsintroduktion övervägdes för första gången av Fondbörsutredningen.¹⁴ Enligt förslaget skulle bolag i kontraktet förbinda sig att offentliggöra ett introduktionsprospekt omedelbart efter det att beslutet om inregistrering fattats av börsstyrelsen.¹⁵ Propositionen kommenterar inte närmare den utformning reglerna om introduktionsprospekt sedan fick. Regeln i BF 13 § anger att bolag i samband med ansökan om inregistrering av bolagets aktier skall offentliggöra ett introduktionsprospekt om börsstyrelsen finner skäl till det.

Fondbörsutredningens förslag innebar emellertid att varje bolag som ansökte om inregistrering av aktier skulle ingå ett avtal med börsen som bl a innebar en förpliktelse att omedelbart efter beslutet om inregistrering tillhandahålla allmänheten ett prospekt. Det normala skulle vara att offentliggörandet av ett prospekt föregick notering. Innehållet i prospektet skulle motsvara vad som föreslagits gälla för emissionsprospekt i SOU 1971:9, dvs vad som sedermera utmynnade i de bolagsrättsliga prospektreglerna i ABL kap 4. Bara om ett prospekt av detta slag nyligen publicerats och fortfarande kunde tillhandahållas borde kravet efterges.¹⁶

Motiven ger därför närmast uttryck för åsikten att marknaden skall ges så mycket samlad information om det aktuella bolaget vid introduktionstillfället att det motsvarar ett aktuellt emissionsprospekt. Om den för mark-

¹³ Denna ansvarsfråga berörs kortfattat i kap 11 nedan.

¹⁴ SOU 1973:60 s 65.

¹⁵ A a s 68.

¹⁶ A a s s. Prop 1975/76:175 kommenterade inte betänkandets förslag i detta avseende.

naden tillgängliga informationen om företaget är mindre skall bolaget alltså offentliggöra ett prospekt. En sådan bedömning skall göras av börsstyrelsen.

Enligt FSA är offentliggörandet av ett introduktionsprospekt (*listing particulars*) en förutsättning för börsintroduktion.¹⁷ Före publiceringen skall prospektet godkännas av Londonbörsens Quotations Department. Ett sådant godkännande får enligt direktivet om introduktionsprospekt art 18 (3) bara ges om Quotations Department förvissat sig om att alla informationskrav är uppfyllda. Direktivet medger dock i art 6 en lång rad undantag från kravet att publicera ett introduktionsprospekt.¹⁸

Förfarandet i England och inom EG avviker alltså till viss del från svensk rätt, främst därigenom att reglerna rörande introduktionsprospekt förutsätter både granskning och godkännande av den handling som sedan kommer att offentliggöras.

Frågan om ett bolags skyldigheter att offentliggöra data uppkommer således första gången i samband med börsintroduktionen. Innan bolag börsintroducerar sina aktier saknar det vanligen skäl att utveckla rutiner för distribution av data till marknaden. Upprättandet av ett introduktionsprospekt kan därför ge bolaget betydelsefull erfarenhet av att sammanställa data för offentliggörande. De flesta bolag är säkert ovana vid den uppmärksamhet och de krav på offentlighet som följer med en börsintroduktion. Prospektet ger också för första gången marknaden en samlad bild av bolaget och de skyldigheter som bolaget åläggs genom IRK kan ses som en plikt att kontinuerligt uppdatera de uppgifter som en gång gavs i prospektet.

Enligt BF 13 § skall ett introduktionsprospekt ges samma innehåll som ett emissionsprospekt, dvs reglerna i ABL 4 kap 20–22 och 24 §§ skall följas, om börsstyrelsen inte bestämmer annat. Om börsstyrelsen har en avvikande mening gentemot bolaget, inställer sig alltså frågan vilka möjligheter, dvs vilken rättslig grund, börsstyrelsen har för att kunna utöka respektive minska informationsplikten.

Formuleringen "om börsstyrelsen inte bestämmer annat" kan rent språkligt ges den dubbla innebörden att börsstyrelsen både kan öka och minska kraven. Vad gäller möjligheterna att öka kraven måste detta i enlighet med BL 19 § sannolikt beslutas av regeringen eftersom det är regeringen som skall lämna närmare föreskrifter om villkoren för inregistrering. Denna rätt kan enligt RF 8 kap 13 § 4 st visserligen överlätas åt underordnad myndighet,

¹⁷ ASL Sec 1, Ch 2, para 14. Detta är en tillämpning av direktivet om introduktionsprospekt art 3 och 6. Se även Powell (1988) s 40 och 42 ff.

men trots att fondbörsen har en viss offentlighetsrättslig prägel är det inte någon förvaltningsmyndighet utan ett privaträttsligt subjekt. Detta märks bland annat genom att det inte finns någon besvärordning rörande beslut som fattats av fondbörsens olika organ samt den omfattande kontroll Bi kan utöva över börsen.¹⁹ Eftersom överlåtelse av normgivningsmakt till enskilda rättssubjekt inte kan ifrågakomma enligt RF måste regeringen formellt sett fatta beslut om ökade krav.²⁰

Likväl är det svårt att uppfatta den nuvarande tillämpningen på annat sätt än att regeringen faktiskt delegerat den rätt att meddela föreskrifter rörande inregistrering som erhållits genom BL 19 § till börsstyrelsen. Visserligen har regeringen givit föreskrifter i BF, men till följd av den utformning dessa erhållit har börsstyrelsen fått en betydande valfrihet rörande tillämpningen av föreskrifterna. I praktiken föreligger så vitt jag kan se en delegation till börsstyrelsen av den rätt som givits regeringen i BL.

Om börsstyrelsen på detta sätt erhållit rätt att besluta om vissa bestämmelser som är avsedda att oberoende av avtal normera rättsförhållandet mellan börsen och företagen, kan man anlägga två olika betraktelsesätt på ett sådant bemyndigande. Antingen innebär bemyndigandet en grundlagsstridig delegation av normgivningsmakt vilket innebär att börsens beslut saknar formell giltighet i de avseenden och i den utsträckning de baseras på bemyndigandet. Det andra alternativet innebär ett godtagande av att privat rättsbildning i vissa fall kan ge rätt att utfärda ensidiga diktat.²¹ Om slutsatsen blir att börsstyrelsen som en följd av detta kan öka innehållskraven i det enskilda fallet, bör möjligheterna att minska dem vara lika stora.

Oavsett vilken ståndpunkt som intas i denna fråga är den nuvarande situationen så motsägelsefull att den inte bara med hjälp av en formellt rättslig analys kan ges en nöjaktig lösning. Att börsstyrelsen inom vissa gränser bör ges rätt att styra utvecklingen av aktiemarknadens reglering förefaller rimligt, men det bör ske i former som är i klar och tydlig överensstämmelse med grundlag.

Det kan tilläggas att man inom EG valt en lösning som påminner om den som föreslås tillämpas i vårt land. Vad gäller t ex England är The Council of The International Stock Exchange i enlighet med bl a direktivet om introduktionsprospekt, art 9 s k

¹⁸ Direktivet om introduktionsprospekt (80/390/EEC).

¹⁹ Se kap 11.6 nedan.

²⁰ Strömberg (1989) s 30.

²¹ A a s 126–129.

“competent authority” med ansvar för tillämpningen av de berörda direktiven.²² Denna ordning har kritiserats eftersom den grumlar gränsen mellan offentligrättsliga och privaträttsliga organ med följd att analyser av ansvarsfrågan för felaktiga beslut m m allvarligt försvåras.²³ Problemet är särskilt påtagligt i England där olika formellt privaträttsliga självreglerande organ såsom SIB och ISE genom FSA s 187 dessutom givits lagstadgad immunitet mot skadeståndsanspråk till följd av felaktiga beslut.²⁴

I samband med en börsintroduktion genomförs ofta en nyemission parallellt. Detta kan bero på att bolaget måste erhålla större spridning på ägandet, eller att det av andra skäl bedöms vara lämpligt att företa kapitalanskaffningsåtgärder just då. När så sker framstår identiteten mellan de båda prospektformerna som störst och ofta upprättas då bara ett dokument som får fungera som både emissions- och introduktionsprospekt.

BF 13 § föreskriver att innehållet i ett introduktionsprospekt skall motsvara vad som krävs för ett emissionsprospekt enligt ABL 4 kap 20–22 och 24 §§, om börsstyrelsen inte bestämmer annat. Börsstyrelsen kan alltså till viss del påverka innehållet i prospekt, men saknar formellt sett rätt att vägra godta ett dokument som fyller en dubbel funktion som både emissions- och introduktionsprospekt. Sannolikt krävs det inget särskilt tillstånd av börsstyrelsen i denna fråga, däremot kan börsstyrelsen ha synpunkter på innehållet.

4.3 Prospekt i samband med ett offentligt erbjudande

Skyddet för aktieägarna i samband med offentliga erbjudanden baseras i betydande utsträckning på informationsplikten. Detta ställningstagande bygger på antagandet att bara den som är välinformerad kan fatta ett väl avvägt beslut. Härigenom har man inte skapat garantier för att aktieägarna har ett fullgott skydd – ofta visar det sig säkert att informationsplikten inte fyller alla behov. Icke desto mindre måste det understrykas att aktieägarna är i den situationen att bara de kan fatta ett korrekt beslut som ges tillräcklig information om de inblandade bolagen, förslaget och de olika villkoren som är förknippade därmed.

Om övertagandet skall genomföras som ett utbyteserbjudande måste

²² Se s 32 för en beskrivning av dessa direktiv.

²³ Page 49 *M L Rev* (1986) s 141–167.

²⁴ McLean 8 *Oxf J Leg Stud* (1988) s 442–456; Fin Serv Rep (CCH) ¶ 2–850.

bolaget först besluta om en riktad nyemission enligt bestämmelserna i ABL kap 4 och LRE samt därefter publicera ett prospekt enligt reglerna i ABL 4 kap 18–26 §§.

Enligt NBK:OE skall ett prospekt upprättas av köparen, dvs det erbjudande bolagets styrelse, i samband med erbjudandet. Det skall innehålla alla de upplysningar som behövs för en allsidig bedömning av erbjudandet.²⁵ Rekommendationen innehåller en omfattande beskrivning av hur prospektet skall utformas och eftersom dessa regler är betydligt mer omfattande än vad som krävs enligt ABL kommer berörda bolag i praktiken endast att behöva beakta rekommendationen.

Den övergripande målsättningen är att dokumenten skall ge relevant information till det erbjudna bolagets aktieägare så att dessa kan bedöma om de skall kvarstå som minoritetsägare eller anta erbjudandet. Om erbjuden likvid utgörs av annat än aktier i det erbjudande bolaget, t ex kontanter, saknar uppgifterna om detta bolag betydelse för ett ställningstagande till erbjudandet och informationskraven får anpassas därefter.²⁶

4.4 Underlåtenhet att upprätta prospekt

Rörande introduktionsprospekt torde frågan om ett bolags underlåtenhet att upprätta ett prospekt vålla små – om ens några – praktiska problem. Eftersom offentliggörande av prospekt får betraktas som en förutsättning för att erhålla börsnotering, bör det vara ett rimligt antagande att den som ansöker om notering också är villig att tillmötesgå de krav som uppställs.

Det finns emellertid inget absolut krav på att introduktionsprospekt skall offentliggöras. Enligt BF 13 § skall ett bolag i samband med ansökan om inregistrering offentliggöra ett introduktionsprospekt om börsstyrelsen finner skäl till det. Några konflikter i detta avseende förekommer knappast, men den situationen kan tänkas att ett bolag ansöker om inregistrering av aktier och vägrar upprätta ett prospekt med motiveringen att ett sådant nyligen offentliggjorts i samband med en nyemission. Börsstyrelsen kan då vara av den uppfattningen att detta prospekt inte är av tillfredsställande

²⁵ NBK:OE (III) p 1.

²⁶ A a p 2.

aktualitet, medan bolaget är av en annan uppfattning. Förmodligen gäller borsstyrelsens uppfattning i denna situation.

Om ett aktiebolag som enligt ABL är skyldigt att upprätta ett emissionsprospekt underlåter detta, kan skadeståndsansvar inträda enligt ABL 15 kap 1 §. En förutsättning är att skada vållats bolaget, aktieägare eller annan genom överträdelsen. Någon specialstraffrättslig sanktion i ABL kap 19 står däremot inte till buds. Avgörande för skadeståndsfrågans bedömning blir då om någon kan lida skada genom att prospekt inte publiceras, skilt från att det härigenom kan ha funnits brister i den information som givits till aktietecknare.

Underlåtelse att distribuera ett prospekt i samband med ett offentligt erbjudande utgör ett brott mot IRK och sådan kan medföra ett ingripande från börsens sida.²⁷

²⁷ Se kap 11 nedan.

5. Offentliga erbjudanden om aktieförvärv

Inledning

I detta kapitel skall jag beröra några aspekter kring den informationskyldighet som åligger aktiemarknadsbolag i samband med offentliga erbjudanden (eng *takeover bids* och *am tender offers*), dvs ett erbjudande på generellt angivna villkor om att överta aktier i ett annat bolag riktat till aktieägarna i det bolag som skall förvärfvas (målbolaget).¹ Någon reell förhandlingsmöjlighet om erbjudandets villkor kan inte förekomma.

Definitionen av ett offentligt erbjudande i NBK:OE är vag men beskriver det typiska förfarandet.² Hur skall t ex en telefonkampanj riktad till aktieägarna i målbolaget bedömas om detta är den enda ansträngning som görs för att förvärva aktier (dvs en slags omvänd "boiler room operation")?³ Hur skall informationsplikten bedömas i dessa fall? Det finns en rad olika möjligheter att genomföra ett övertag som kan skapa nackdelar i informationshänseende för aktieägarna i målbolaget.

Ett erbjudande är ofta ett led i en planerad sammanslagning och avsikten är som regel att det erbjudande bolaget skall erhålla samtliga aktier i målbolaget för att på så sätt säkra full kontroll över verksamheten.⁴ Först med full kontroll kan det förvärvande bolaget friktionsfritt uppnå de mål som förvärvet syftade till.

Ersättning för de överlåtna aktierna utgörs ofta av aktier i det erbjudande

¹ När detta skrivs finns bara ett ändrat förslag till EG-direktiv (det trettonde bolagsrättsdirektivet) från september 1990. The Panel on Takeovers and Mergers har kritiserat ett tidigare utkast och menade då att det bl a kommer att leda till en ökad processbenägenhet i samband med offentliga erbjudanden och minskad flexibilitet. Se The Panel on Takeovers and Mergers: *Report on the Year Ended 31st March, 1990*, s 5–6. Det senaste utkastet innebär ingen principiell avvikelse från de föregående. De föreslagna ändringarna tycks snarare vara av teknisk natur, bl a ges en definition av begreppet "offer" (erbjudande). En reviderad upplaga av The City Code on Takeovers and Mergers infördes fö under hösten 1990.

² Definitionen lyder på följande sätt: "Denna rekommendation är tillämplig i samband med att en svensk eller utländsk, juridisk eller fysisk person (köparen) offentligt erbjuder aktieägare i ett svenskt aktiebolag med spritt ägande (målbolaget) att på generellt angivna villkor överlåta sina aktier till köparen." NBK:OE s 8.

³ Se *The City Code on Takeovers and Mergers*. London (1988) rule 19.5; Jennings-March (1987) s 691.

⁴ En företagsledning som önskar expandera kan i princip välja mellan att överta ett befintligt bolag eller bygga upp motsvarande verksamhet från grunden. Farrar-Furey-Hannigan (1988) s 520; Smith (1988) s 89.

bolaget (utbyteserbjudande) eller aktier i förening med mindre kontantbelopp varvid det övertagande bolaget publicerar ett prospekt.⁵

Det kan finnas anledning att göra en distinktion mellan *vänskapliga* och *fientliga* övertag med hänsyn till de respektive bolagsledningarnas inställning i frågan. I det förra fallet genomförs övertagandet inom ramen för underhandskontakter mellan ledningarna i de inblandade bolagen. I det senare fallet sker inga förhandlingar, men i båda utmynnar förberedelserna i ett offentligt erbjudande riktat till aktieägarna i målbolaget.

Debatten om för- och nackdelar med offentliga övertaganden, särskilt fientliga, har varit och är fortfarande intensiv.⁶ Orsaken är lätt insedd eftersom verkningarna av ett övertagande är genomgripande för olika kategorier och intressen. Företagsledningen kan ha ett intresse av att genomföra en långsiktig plan som grusas om ett övertagande genomförs, aktieägarna kanske kan göra en betydande realisationsvinst om övertagandet blir av, situationen för de anställda i målbolaget kan förändras osv.⁷ Förekomsten av fientliga takeovers kan också få till följd att företagsledningar i allmänhet koncentrerar sig på företagets kortsiktiga vinster.⁸ Följande citat hämtat från den amerikanska arenan kan belysa denna debatt:

“Very large pools of money are managed by arbitrageurs looking for rapid returns; some of these pools are financed by junk bonds. Equally large pools are in the hands of raiders, similarly financed. This creates a potentially interlocking set of relationships which has as its basic purpose the destabilization of a large corporation and its subsequent sale or breakup. It creates, at the very least, the appearance, if not the reality, of professional traders with inside information, in collaboration with raiders and junk buyers, deliberately driving companies to merge or liquidate.”⁹

⁵ Denna framställning ger ingen allmän beskrivning av de problem som kan aktualiseras i samband med offentliga erbjudanden. För en kortfattad redogörelse hänvisas till Moberg-Samuelsson (1989) kap 6. Se även Smith (1988).

⁶ För en redogörelse se Smith (1988) kapitel 3.

⁷ Ett intressant och anmärkningsvärt avgörande i amerikansk praxis visar att företagsledningen ibland med framgång kan hävda sitt intresse av långsiktighet framför aktieägarnas mer kortsiktiga vinstbegär i samband med ett fientligt erbjudande: *Paramount Communications Inc v Time Inc* [1989–1990 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 94,938.

⁸ I USA har denna utveckling bl a medfört att företagens kreditvärdighet genomsnittligt sett sjunkit. Relationen mellan skuldsättning och aktiekapital har också genomgått en ogynnsam utveckling på den amerikanska marknaden.

⁹ F G Rohatyn (senior partner, Lazard Freres and Co) i ett uttalande under en kongress den 28.1.87. Hänvisningen till s k “junk bonds” (obligationer med hög ränta) som finansieringsform

Dessa i grunden strukturella förhållanden hos marknaden har lett till en skärpt lagstiftning i USA.¹⁰ Insiderstraffen har skärpts, "green-mailing"¹¹ kräver numera alla aktieägares samtycke, en registreringskyldighet för "tender offer arbitrageurs" har införts m m.

Från det svenska näringslivets sida (genom NBK) har en rekommendation rörande offentliga erbjudanden sammanställts. Den första utgåvan antogs 1971 och dess fullständiga namn var "Rekommendationer rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv i och för samgående mellan bolag." Denna rekommendation härledde sin giltighet för alla börsnoterade bolag från en bestämmelse i det äldre IRK.¹²

NBK:s rekommendation från 1971 har blivit föremål för en omfattande omarbetning och utvidgning och benämns nu "Rekommendation rörande offentliga erbjudande om aktieförvärv (1988)". Den nya rekommendationen (NBK:OE) omfattar i likhet med sin föregångare uteslutande *offentliga* erbjudanden. Orsaken sägs vara att det främst är i dessa situationer som det erfordras bestämmelser till skydd för allmänheten.¹³ Det kan vara värt att understryka att NBK:OE är tillämplig när en svensk eller utländsk juridisk eller fysisk person (köparen) offentligt erbjuder aktieägare i ett svenskt aktiebolag med spritt ägande (målbolaget) att på generellt angivna villkor överlåta sina aktier till köparen.¹⁴

Även Aktiemarknadsnämnden (AmN) har betydelse för hur offentliga erbjudanden genomförs i det enskilda fallet. Genom sin policyskapande verksamhet utövar man ett betydande inflytande över vilka former för övertagande som skall anses förenliga med god sed på aktiemarknaden. Även om nämndens verksamhet inte enbart är inriktad på offentliga erbjudanden har

är inte lika aktuell längre. Vid tidpunkten för kongressen visade fortfarande även de allra största institutionella placerarna ett intresse för placeringar i "junk bonds" om räntan var tillräckligt hög.

¹⁰ Tender Offer Disclosure and Fairness Act of 1987. Fed Sec L Rep (CCH) Number 1268, January 13, 1988 (CCH Special 1, Part II).

¹¹ Förfarandet innebär att bolaget köper kontrollposter i det egna bolagets aktier till överkurs. Detta har ofta lett till spekulationsköp av kontrollposter, där bolaget för att undvika genomförandet av ett fientligt övertag köpt aktier av dessa spekulanter. Tidigare ansågs "green-mailing" falla under den s k "business judgement rule" i amerikansk rätt. Se även Smith (1988) s 226.

¹² Frågan om aktiemarknadsbolags skyldighet att efterleva NBK:s rekommendation har prövats av HD i det s k Företagsfinansmålet (NJA 1985 s 343). HD avkunnade domen under den äldre rekommendationen respektive inregistreringskontraktets giltighetstid. Även den nu gällande rekommendationen är dock kontraktssinnehåll (IRK Bil 2 p 1).

¹³ NBK:OE s 5.

¹⁴ NBK:OE s 8.

det i praktiken kommit att bli många sådana ärenden man kommit att uttala sig över och praktiskt sett betyder detta att innehållet i NBK:OE på vissa punkter kan komma att preciseras av AmN.¹⁵

Aktieägarna hamnar lätt i ett underläge när de skall värdera ett erbjudande. De har sällan tillgång till all information som är nödvändig för en korrekt bedömning av erbjudandet och ett av de mest kontroversiella inslagen är just frågan hur aktieägarnas rättigheter skall kunna vidmakthållas när flera olika – ofta mycket starka och målmedvetna – intressen och maktgrupper agerar. NBK:OE har bl a tillkommit för att öka investerarskyddet och de behov rekommendationen avser att fylla är huvudsakligen betingade av kravet på likabehandling av aktieägarna och behovet av information för att dessa på ett tillfredsställande sätt skall kunna ta ställning till erbjudandet.¹⁶

Normalt är informationsplikten knuten till *ett* börsbolag, medan den i övertagsfallen rör *två*, i undantagsfall flera än två. Från informationssynpunkt aktualiserar detta delvis annorlunda problem. För det första *vilken information* som under den pågående processen skall offentliggöras och för det andra *när* sådan skyldighet uppkommer för respektive bolag. Särskilt den senare frågan är kontroversiell eftersom för tidigt offentliggörande kan äventyra hela processen då kurshöjningar i målbolaget ofta blir följden av ett sådant tillkännagivande.¹⁷

Erbjudandet kan utmyнна i en fusion men behöver inte göra det. I bolagsrätten innebär en fusion att samtliga tillgångar och skulder i ett bolag övertas av ett annat, varefter det överlåtande bolaget upphör att existera. Regler om fusion behandlas inte i det följande.¹⁸

5.1 Offentliggörande av beslut att lämna ett offentligt erbjudande

En övertagsprocess är utdragen och går typiskt sett igenom olika stadier. Det är inte avsikten att diskutera olika former av genomförande inom ramen för avhandlingen, men en kort beskrivning av de olika faserna i ett erbjudande

¹⁵ Risken förefaller således stor att regelsystemet blir alltmer svåröverskådligt på ett redan svårtillgängligt område.

¹⁶ NBK:OE s 5.

¹⁷ 3 Bromberg-Lowenfels (1989) § 7.4 (360).

¹⁸ Se Rodhe (1989) s 284–285; Smith (1988) s 13.

kan ända fylla ett syfte som inramning till den följande behandlingen av informationskraven.

Uppgifter om ett förestående offentligt erbjudande är så gott som alltid väsentlig information och skall därför offentliggöras enligt IRK. För tidig publicitet kring ett planerat övertagande kan emellertid skada eller i sämsta fall omöjliggöra den planerade aktionen. Flera problem kan uppkomma om upplysningar och ryktesspridning tar fart; leverantörer och kunder som får kännedom om planerna kan påverkas negativt. Bolagets borgenärer kan tänkas inta en avvaktande hållning rörande beviljandet av ytterligare krediter om det är okänt vem som planerar ett övertagande och hur dennes finansiella ställning är. Dessutom följer ofta en omorganisering efter ett ägarskifte som kan påverka personalen på olika sätt.

Behovet av sekretess är särskilt påtagligt under perioden som föregår ett tillkännagivande. Rykten om samgående och förestående takeovers påverkar ofta aktiekurserna. De som får förhandsinformation kan då utnyttja sitt informationsövertag till att göra onormalt höga vinster. I VML 7 § uppställs ett insiderförbud för just dessa fall.¹⁹

Alla personer som innehar konfidentiella upplysningar rörande detaljerna i ett offentligt erbjudande, eller att ett sådant övervägs av ett annat bolag, bör tillse att denna information inte sprids till någon annan, med mindre det är nödvändigt att göra det för något särskilt syfte och endast under förutsättning att den person som mottar informationen inser att den är konfidentiell. Försiktigheten bör särskilt ta sikte på sådan information som är priskänslig. Alla inblandade parter bör också agera så att informationsläckor inte uppkommer.²⁰

Bolagets informationsskyldighet i samband med offentliga erbjudanden framgår av IRK och NBK:OE. Kronologiskt kan informationsskyldigheten sammanfattas i följande punkter:

1. Information lämnas till börsen så snart förberedelser vidtagits.
2. Börsen underrättas om bolaget lämnat information enligt MBL innan styrelsen fattat beslut om erbjudandets genomförande.
3. Börsen underrättas omedelbart efter att beslut fattats.
4. Pressmeddelande offentliggörs omedelbart.
5. Prospekt upprättas.

¹⁹ Se Moberg-Samuelsson (1989) kap 5.

²⁰ Se även Moberg (1983) s 274–276

Så snart bolagets ledning företagit en förberedande åtgärd skall börsen underrättas. Begreppet "förberedande åtgärd" skall tolkas i enlighet med VML 7 § med den inskränkningen att det måste föreligga skälig anledning anta att åtgärderna kommer att leda till ett erbjudande.²¹ Det måste också anses klart att insiderreglerna aktualiseras långt tidigare än skyldigheten att offentliggöra ett planerat övertag.

Exempel på förberedande åtgärder som aktualiserar informationsskyldigheten är då bolagets ledning har:²²

1. Väckt frågan i styrelsen eller hos annan som på bolagets vägnar kan fatta beslut om erbjudandet.
2. Kommit överens med företrädare för målbolaget om att inleda överläggningar som syftar till ett offentligt erbjudande.
3. Utrett de affärsmässiga förutsättningarna.
4. Upprättat en plan för genomförandet.

Skyldighet att informera börsen föreligger även när bolaget före styrelsebeslut upptar förhandlingar eller lämnar information om erbjudandet enligt MBL.

Av stor betydelse är också NBK:OE som stadgar att så snart ett beslut fattats hos det erbjudande bolaget (köparen) att lämna ett offentligt erbjudande, skall köparen enligt NBK:OE omedelbart publicera ett pressmeddelande med visst innehåll.²³

Den regel i NBK:OE som kräver att ett pressmeddelande skall lämnas anger två relevanta tidpunkter. För det första skall en pressrelease offentliggöras då köparen fattat beslut om att lämna ett offentligt erbjudande, eller för det andra, då ett förslag med denna innebörd presenterats för bolagsstämman.²⁴ Regeln är därmed enkel att tillämpa och det torde knappast uppkomma några svårigheter att avgöra när informationsplikten aktualiseras. En nackdel är dock att pressmeddelandet kommer att offentliggöras förhållandevis sent och vid en tidpunkt då ryktesspridning – med åtföljande kursrörelser – förmodligen pågått under en tid. Om ett erbjudande skall föreslås inför bolagsstämman är det i praktiken redan offentliggjort att åtminstone styrelsen har en bestämd avsikt att genomföra ett offentligt erbjudande. Samtidigt är det förenat med stora praktiska problem att utforma

²¹ IRK (Bil 1) p 13.

²² BiH p 3.7.3.

²³ NBK:OE (II) p 1.

²⁴ NBK:OE (II) p 1. Se även BiH p 3.7.5.

regeln annorlunda eftersom offentlighet förutsätter att något är möjligt att offentliggöra. Om det uppstår ryktesspridning får det antas att bolaget måste bekräfta eller dementera de uppgifter som cirkulerar.²⁵

I amerikansk rätt skall information lämnas vid vänskapliga erbjudanden så snart principiell enighet ("agreement-in-principle", eller formulandet av ett "letter of intent") uppnåtts mellan bolagen i fråga om "price and structure".²⁶ En överenskommelse på dessa punkter – om än inte formellt bindande – utgör konkret bevis på att de förhandlande bolagen uppnått så hög grad av enighet att offentliggörande kan ske utan att projektet av det skälet löper risk att äventyras. Innebörden av begreppet *price* avser närmast de konkreta beloppen i t ex kronor eller antalet aktier som skall erhållas i utbyte etc. Termen *structure* är mer oklar, men förefaller syfta på de affärsmässiga aspekterna av samgåendet snarare än den juridiska formen e dyl för överenskommelsen.²⁷ Kriterierna "price and structure" är inte lika tydligt tillämpbara i samband med ett fientligt erbjudande.

Tre argument brukar åberopas till stöd för principen om "agreement in principle". Det första är sekretessbehovet, det andra innebär att investerare inte skall belastas med för mycket information, det tredje att regeln ger en tydlig gräns för när offentliggörande måste ske.

I *Basic Inc v Levinson* underkände Supreme Court att informationsskyldighetens uppkomst skulle avgöras med ledning av principen om "agreement in principle" även i det fall någon mot bättre vetande dementerar ett rykte om pågående förhandlingar om samgående.²⁸

Basic Inc dementerade vid ett flertal tillfällen under en period som sträckte sig över mer än ett år. De långsamma förhandlingarna med Combustion Engineering Inc kröntes emellertid så småningom med framgång och den 19 december 1978 accepterade Basic Combustions erbjudande.

Dementierna skedde vid följande tidpunkter:

1. Den 21 oktober 1977 i ett nyhetsmeddelande och då som ett svar på ökad omsättning i Basics aktier. Vid denna tidpunkt hade förhandlingar pågått i mer än ett år.
2. Den 14 juli 1978 som svar på en förfrågan från NYSE med anledning av den ökade aktiviteten i Basics aktier.
3. Den 25 september 1978 i en pressrelease, även denna gång som svar på en förfrågan från NYSE av samma skäl som vid det förra tillfället. Vid denna tidpunkt hade ett utkast till "letter of intent" framställts.

²⁵ Se kap 7 där skyldigheten att korrigera ryktesspridning behandlas.

²⁶ *Greenfield v Heublin Inc* [1984 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 91,642 p 99,255. Kriteriet "price and structure" utvecklades i *Revolon Inc v Pantry Pride Inc* [1985–1986 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 92,348.

²⁷ 3 Bromberg-Lowenfels (1989) § 7.4.

²⁸ [1987–1988 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,645.

4. I början av november 1978 distribuerades en kvartalsrapport till aktieägarna som inte kommenterade de pågående förhandlingarna.
5. Den 15 december 1978 som svar på ny förfrågan från NYSE.

Vid bedömningen av huruvida enskilda uppgifter i samband med pågående förhandlingar om ett samgående är väsentliga ("material") eller inte befäste Supreme Court tidigare praxis. Någon katalog över vilka uppgifter som aktualiserar uppgiftsskyldighet kan inte skapas utan bedömningen får ske *in casu*, med ett beaktande av alla relevanta omständigheter.²⁹ Fortfarande gäller dock att utsagor av typen "no comment" inte innebär ett brott mot informationsplikten.

Pressmeddelandet skall innehålla de huvudsakliga villkoren för erbjudandet med uppgift om eventuella förbehåll och andra väsentliga förutsättningar för erbjudandet. Syftet med pressmeddelandet är att kursen i målbolagets aktier skall kunna bedömas. Även om inte alla detaljer i erbjudandet behöver offentliggöras är det av största vikt att villkor m m anges i sådan utsträckning att underlag för kursbildningen erhålls. Om vissa uppgifter som lämnas är oklara eller bara preliminära skall detta anges.³⁰

Offentliggörande enligt rekommendationen skall ske genom att de handlingar som skall offentliggöras lämnas till TT och till minst en i riket allmänt spridd dagstidning. Handlingen skall samtidigt lämnas till Stockholms fondbörs och annan börs där bolagets aktier är noterade.³¹

5.2 Förhandlingsskyldighet enligt MBL 11 §

MBL 11 § ålägger arbetsgivaren att på eget initiativ förhandla med arbetstagarorganisation innan beslut fattas om viktigare förändringar i verksamheten. Detta lagrum kan alltså aktualiseras vid ett offentligt erbjudande.³²

En första iakttagelse är att förhandlingsskyldigheten åvilar den arbetsgivare som är bunden av kollektivavtal. Ägarna, vare sig det är fråga om ett moderbolag i förhållande till ett dotterbolag eller enskilda aktieägare, kan därför aldrig drabbas av denna skyldighet även om de kan fatta beslut av genomgripande betydelse för ett bolags verksamhet.

²⁹ *Basic Inc v Levinson* [1987–1988 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,645 s 97,948.

³⁰ NBK:OE (II) p 2.

³¹ NBK:OE (II) p 16.

³² Även MBL 19 § kan få betydelse. Se Bergqvist-Lunning (1986) s 258 ff. Även detta lagrum medger långtgående hänsynstagande till de ekonomiska skadeverkningarna av att viss information sprids utanför t ex bolagets ledning.

Vid vilken tidpunkt aktualiseras då förhandlingsskyldigheten enligt MBL 11 §? AD 1980 nr 49 är av principiell betydelse i sammanhanget. Bakgrunden var följande. AB X träffade en detaljerad principöverenskommelse med AB Y om överlåtelse av X:s rörelse med omfattande konsekvenser för de anställda. Överenskommelsen var villkorad och förutsatte för sitt bestånd att koncernledningarna i X respektive Y godtog densamma. Offentliggörande av överenskommelsen skedde innan MBL-förhandlingar genomförts. Utan att arbetstagare och arbetsgivare kunnat enas beslutade styrelsen i X att överlåta rörelsen till Y.

Av domskälen i AD 1980 nr 49 (s 344) framgår att avvikelser från det normala förfarandet enligt MBL 11 § kan godtas "i vissa särpräglade situationer". Som exempel nämner AD affärsuppgörrelser med ett börsföretag som part och där kännedom om uppgörelsens innehåll kan påverka börshandeln. I AD 1981 nr 57 ansågs t ex arbetsgivarpartens handlande försvarligt med hänsyn till risken för obehörig spekulation i företagets aktier. I sådana fall kan det enligt AD vara ofrånkomligt att överläggningarna hålls inom en "ytterst liten krets intill dess en preliminär uppgörelse nåtts". Ett bolag skall dock ta initiativ till förhandlingar innan offentliggörandet av t ex en principöverenskommelse. Arbetstagarorganisationerna får inte ställas inför "fullbordat faktum" på ett sätt som gör efterföljande förhandlingar meningslösa.

När ett ställningstagande skall tas till frågan om ett bolag brutit mot MBL 11 § eller inte tycks AD 1980 nr 49 lägga stor vikt vid att beslut, som i detta fall en rörelseöverlåtelse, inte i formell mening fattats. Trots att avtal om alla väsentliga villkor skrivits har alltså någon överträdelse av MBL 11 § inte skett med mindre att respektive bolagsstyrelser även fattat ett formellt bindande beslut i frågan.

I MBL 11 § 2 st finns ett undantag från förhandlingsskyldigheten. Om arbetsgivaren har synnerliga skäl kan han både fatta och verkställa beslut innan förhandlingsskyldigheten fullgjorts. AD:s tolkning av undantagsbestämmelsen har varit restriktiv.³³

Avsteg från förhandlingsmönstret enligt MBL har alltså medgivits av AD i flera fall som har betydelse för börshandeln.

³³ Bergqvist-Lunning (1986) s 225.

5.3 Styrelsens skyldighet att kommentera ett erbjudande

Det finns ingenting föreskrivet i lag eller självreglering som tvingar styrelsen i det bolag som är föremål för ett erbjudande om övertag att kommentera detta offentligt. Styrelsen i målbolaget ger trots detta ofta sin syn på erbjudandet, tillsammans med eventuella alternativa erbjudanden som man erhållit. NBK:OE stadgar att ett uttalande från målbolagets styrelse skall tas med i prospekthandlingen när sådant kan erhållas.³⁴ Ett sådant yttrande brukar innehålla en rekommendation till aktieägarna att anta erbjudandet. Om målbolagets styrelse motsätter sig ett övertagande kommer frågan om medverkan i det erbjudande bolagets prospekt knappast att bli aktuell. Om ett uttalande utelämnas skall skälen härför anges.³⁵

När styrelsens position kan hotas genom erbjudandet, bör den noga överväga orsakerna och motiven till varför den ger ett visst råd till aktieägarna och den bör också vara beredda att delge allmänheten dessa bevekelsegrunder. Samtidigt kommer självfallet den styrelse som har tillfredsställande kontroll över bolaget att självständigt avgöra hur ett erbjudande skall mottas.

Om den sittande styrelsen är splittrad i sin syn på erbjudandet, kan även minoriteten offentliggöra sin syn. Med stöd av IRK kan börsern möjligen begära att bolaget lämnar upplysningar om minoritetens ståndpunkt.

5.4 Upplysningsplikt under acceptfristen

Tiden för accept av erbjudandet skall omfatta minst tre veckor och får inte börja löpa förrän prospekt har utfärdats.³⁶ Någon maximitid anges inte i rekommendationen, som dock innehåller en uppmaning att erbjudandet genomförs skyndsamt.³⁷

Det fanns ingen regel i NBK:OE (1971) rörande upplysningsplikten från

³⁴ NBK:OE (Bilaga) Innehåll i prospekt p 4.

³⁵ Utkastet till EG:s trettonde bolagsdirektiv, det s k takeover-direktivet (10 sept 1990) art 14, är av intresse i detta sammanhang. Målbolagets styrelse är skyldig att utarbeta ett meddelande som klargör deras inställning till erbjudandet och om de personligen har för avsikt att acceptera detsamma. Ledningen är dessutom fråntagen rätten att motarbeta även från deras synpunkt sett fiendliga erbjudande. Tanken tycks vara att de skall lämna fritt spelrum för aktieägarna att ta ställning till erbjudandet.

³⁶ NBK:OE (II) p 3.

³⁷ Utkastet till EG:s trettonde bolagsdirektiv, det s k takeover-direktivet (10 sept 1990) art 20, innebär att den som accepterat ett erbjudande har rätt att i stället acceptera ett senare konkurre-

→

erbjudandets offentliggörande och till acceptfristens utgång gentemot berörda parter. Nu gäller att det erbjudande bolaget utan dröjsmål måste offentliggöra information rörande händelser som i icke oväsentlig grad kan påverka bedömningen av erbjudandet.³⁸ Köparen har dock ingen skyldighet att hålla sig underrättad om förhållanden som rör målbolaget. Det kan dock framhållas att den skyldighet som sålunda åläggs det erbjudande bolaget redan gäller de bolag som undertecknat IRK. Därigenom kommer i de flesta fall även målbolaget att tvingas offentliggöra väsentliga händelser och beslut.

Varken aktieägarna i det övertagande eller det överlåtande bolaget får undanhållas information som delgivits några aktieägare men inte alla. Om ett konkurrerande erbjudande lämnas som innehåller konfidentiell information finns däremot ingen skyldighet att lämna ut den nya informationen även om det första bolaget begär den.

Någon allmän rätt att erhålla upplysningar finns alltså inte, utan det bolag som bedöms som mest attraktiv övertagare kan favoriseras av målbolagets styrelse utan möjlighet för andra intressenter att ingripa. Detta kan naturligtvis leda till att det överlåtande bolagets styrelse gynnar det bolag som de av personliga intressen anser fördelaktigast. Ett visst utrymme för köpslående finns därmed och risken att detta missbrukas förefaller betydande.

Om ett bolag har inlett förhandlingar med ett annat bolags styrelse om ett offentligt erbjudande, eller om ett sådant erbjudande redan lämnats, får inte målbolagets styrelse utan bolagsstämmans godkännande vidta åtgärder i bolagets verksamhet som kan äventyra erbjudandets avgivande eller vidhållande.³⁹ Regeln syftar till att förhindra illojala försvarsåtgärder som t ex en realisering av bolagets vitala delar men utgör inget hinder mot ett "lojalt försvar" mot erbjudanden som enligt styrelsens förmenande är ofördelaktigt ur såväl bolagets som aktieägarnas synvinkel.⁴⁰

rande erbjudande. Nationell lagstiftning kan dock inskränka denna princip. Om någon lämnar ett konkurrerande anbud skall enligt samma art också den förste anbudsgivarens acceptfrist automatiskt förlängas till motsvarande det senare anbudets acceptfrist.

³⁸ NBK:OE (III) p 4.

³⁹ Utkastet till EG:s trettonde bolagsdirektiv, det s k takeover-direktivet (10 sept 1990) art 8, begränsar möjligheterna för målbolagets ledning att vidta defensiva åtgärder. Det krävs att bolagsstämman inom ramen för acceptfristen fattar beslut om sådana åtgärder. Även om bolagsstämman tidigare medgivit styrelsen viss handlingsfrihet i detta avseende skall denna rätt konfirmeras av stämman under acceptperioden. I amerikansk rätt är styrelsens möjligheter att tillgripa "försvarsåtgärder" ett huvudproblem.

⁴⁰ NBK:OE (II) p 12. Se även den amerikanska avgörandet *Paramount Communications Inc v Time Inc* [1989–1990 Transfer Binder] Fed Sec L rep (CCH) ¶ 94,938.

6. Uppgiftsskyldighet i övrigt

Inledning

För att inte de uppgifter som delgivits i redovisningshandlingarna (årsbokslut, bokslutskommunikéer, delårsrapporter, prognoser m m) skall bli vilseledande krävs enligt IRK att börsbolagen utöver dessa mer specificerade krav också informerar om alla beslut och händelser som kan påverka marknadens – och börsens – bild av bolaget eller koncernen. IRK kräver därför att företagen skall lämna marknaden följande uppgifter:

1. Erinran eller anmärkning av revisorerna.
2. Styrelsens eller bolagsstämmans beslut om emission av värdepapper tillsammans med villkoren.
3. När frågan om offentligt erbjudande uppkommit i ett börsbolag.
4. Förvärv eller överlåtelse av större aktiepost m m.
5. Vissa transaktioner med närstående.
6. Varje förändring i bolagets ledning.
7. Betydelsefulla händelser i övrigt.

Punkt 2 behandlas inte i avhandlingen.¹ Punkten 1 och 3 har redan berörts och de återstående kommer att behandlas i detta kapitel.²

Punkterna 4, 5 och 6 berör klart avgränsade frågeställningar som företaget alltid är skyldigt att informera om medan p 7 kräver offentliggörande av "betydelsefulla händelser". I sistnämnda fall har börsbolagen själva att fatta beslut om offentliggörande, eventuellt i samråd med börschefen. Flera av de principiella frågor som detta krav aktualiserar har berörts tidigare och kommer att utvecklas ytterligare vid analysen av förutsättningarna för ansvar.

Eftersom inte alla tänkbara händelser kan förutses och diskuteras inom ramen för detta arbete har jag valt ut några särskilda frågor som får illustrera en tänkbar bedömning av de informationskrav som följer av skyldigheten att offentliggöra alla betydelsefulla händelser. Härutöver kommer även skyldigheten att göra korrigeringar av redan lämnade uppgifter m m att beröras.

¹ Se S Johansson: *Bolagsstämma*. Stockholm (1990).

² Offentliga erbjudanden diskuterades i kap 5.

6.1 Transaktioner med närstående

Enligt börsens handledning till IRK (BiH) är syftet med kravet på anmälan och offentliggörande av vissa transaktioner mellan bolaget och närstående att värna om ABL:s krav på likabehandling av aktieägare.³ Andra skäl kan vara att förebygga konflikter mellan företagsledningens privatekonomiska intressen och bolaget. Uppgiftsskyldigheten kan på så sätt reducera riskerna för att bolagets tillgångar realiserar till orättmätigt låga priser. Ett övergripande syfte med denna form av informationsplikt kan sägas vara att förhindra intressekonflikter och värna om investerarna.⁴

ABL 11 kap 11 § innehåller bestämmelser om att moderbolag och dotterbolag i respektive årsredovisning bl a skall ange hur stor andel av årets inköp och försäljning som belöper på de olika bolagen i koncernen.⁵ Även redovisning av mellanhavanden med sk intressebolag skall ske.⁶ Om sambandet mellan koncernen/företaget och ett närstående bolag grundas på annat än ägande ålägger inte ABL eller BFL någon allmän skyldighet att redovisa affärstransaktioner.

IRK (Bil 1) p 16 innehåller numera en särskild punkt som ålägger alla börsbolag informationsplikt vid sk närståendetransaktioner. Regeln lyder på följande sätt:

”Fattas beslut om affär eller annat avtal mellan bolaget eller, när bolaget är moderbolag, dotterbolag och närstående som avses i 4 § 1.-6. lagen om riktade emissioner m m, skall bolaget omedelbart offentliggöra och informera börsen om beslutet, såvida affären eller avtalet är av icke oväsentlig betydelse för bedömningen av bolagets eller koncernens ställning och ekonomiska resultat eller av bolagets behandling av sina aktieägare.”

Information skall således inte lämnas i årsredovisningshandlingarna utan som separata upplysningar när transaktionen skett.

³ Närståendetransaktioner var ett betydande inslag i Fermenta-koncernens handlande. De förekom dels i form av affärer mellan de i koncernen ingående bolagen, dels i mer komplicerad form där Refaat El-Sayed själv och hans privata bolag ingick som led i dessa transaktioner. Se avsnitt 10.6 nedan och *Fermenta – fakta och erfarenheter*. (1988) s 200 p 4.

⁴ I *Fermenta – fakta och erfarenheter*. (1988) s 200 p 4 diskuteras problemet med offentlighet kring närståendetransaktioner. Slutsatsen blir att ökad information krävs, men också att dylika transaktioner inte kan tolereras i mer än begränsad utsträckning.

⁵ Kedner-Roos (II) s 217 p 28.

⁶ A a s 221 p 32.

Uppgiftsskyldighet i övrigt

I *AMEX Company Guide* förutsätts bolag som för första gången ansöker om börsnotering av sina värdepapper genomgå en undersökning som syftar till avslöja potentiella intressekonflikter mellan de dominerande ägarna och de nya aktieägargrupperna. Bolaget uppmanas därefter att vidta erforderliga åtgärder och vägran kan medföra att ansökan om notering avslås.

I något fall har NYSE också ingått avtal med personer i bolagsledande ställning som innebär att vederbörande förbinder sig att inte utnyttja en viss kontraktsenlig möjlighet innan den hunnit eller kunnat avvecklas.

Informationsplikt föreligger beträffande avtal mellan bolaget eller bolagets dotterbolag och närstående om avtalet inte saknar betydelse för bedömningen av bolagets eller koncernens ekonomiska resultat eller för bedömningen av bolagets behandling av sina aktieägare. Kretsen närstående är identisk med den som anges i LRE 4 §. Närstående är inte bara de som har möjlighet att styra eller väsentligt påverka beslut utan omfattar snarare de som har anknytning till bolaget.

Transaktioner som omfattas av informationsplikten är bl a:⁷

- köp och försäljning av tillgångar (varor, fast egendom, aktier osv);
- betydande hyres- och leasingavtal;
- finansieringsavtal;
- upptagande av större kredit;
- pågående domstolsprocesser av betydelse;
- erhållandet eller förlust av betydande kontrakt;
- ny betydelsefull produkt skall marknadsföras;
- garanti- och borgensåtaganden;
- tekniskt missöde av större omfattning;
- arbetsrättslig tvist;
- optionsavtal;
- agentavtal;
- licenser;
- lån och annan finansiering.

Det är i första hand bolaget som har att bedöma om och när informationsplikt föreligger. Om en sådan skyldighet finns skall börsen underrättas och offentliggörande ske.⁸ Bolagets bedömning kan komma att efterprövas av börsen. Detta är inte minst nödvändigt med tanke på att de som normalt svarar för bolagens informationsgivning ingår i den grupp som mest frekvent kan antas ingå närståendetransaktioner med bolaget.

⁷ Se BiH p 3.9.3; Edlund-Holmberg *Balans nr 4/86* s 8.

⁸ BiH p 3.9.4.

Eftersom den uppräknade av transaktioner som gavs ovan inte är uttömmande är det svårt att *ex ante* ange bärande riktlinjer rörande vilka transaktioner som omfattas av informationsplikt enligt IRK (Bil 1) p 16. Innan det nu gällande IRK infördes fanns följande två rekommendationer varav den ena blev inarbetad i kontraktet, men inte den andra.⁹ Det kan därför inte utgöra något kontraktsbrott att underlåta offentliggörande av så kallad parallellverksamhet, dvs att börsbolaget närstående personer bedriver verksamhet med anknytning till börs- eller OTC-bolagets affärsområde.

I just detta fall är det inte bara fråga om att tillhandahålla marknaden kursrelevant information utan också att skapa en kontrollmöjlighet av bolagets transaktioner med dotterbolag och närstående fysiska personer. Det kan även hävdas att det är av stor vikt för främjandet av allmänhetens förtroende för aktiemarknaden att bl a de förmåner bolagets ledande tjänstemän åtnjuter offentliggörs. Enligt Dahlgren-Moberg är det vanligt att inte ens styrelseledamöterna känner till den verkställande direktörens lön.¹⁰ Dessa förmåner har sannolikt ingen eller liten betydelse för bolagets ekonomiska ställning om de ställs i relation till företagets storlek och totala aktivitet. Å andra sidan är ett syfte med informationsreglerna att ge insyn i bolagets verksamhet och ett annat att förekomsten av bedrägliga beteenden skall reduceras genom krav på offentlighet.

6.2 Förändrat innehav av aktier

Ändamålen bakom de så kallade flaggningsreglerna är att aktieägare har rätt att få upplysningar om betydelsefulla ägarförändringar i större bolag. Målet för den som köper kan vara att skapa bättre förutsättningar för ett senare offentligt erbjudande och aktieägarna i det eftertraktade bolaget och andra som handlar i dess aktier bör ges då möjligst att bevaka sina intressen. Inte heller skall ett bolags handlande styras av osäkerheten rörande vem som äger och har möjlighet att öva betydande inflytande över det.

Svenska regler infördes av NBK 1983 som reviderades – och utkom i en andra version redan året därpå – under benämningen: "Rekommendation

⁹ Stockholms fondbörs: *Rekommendation beträffande information om transaktioner mellan börsbolag och närstående*. Stockholm (1986–03–06) och *Rekommendation angående information om viss affärsverksamhet som bedrivs av närstående till börs- och OTC-bolag*. Stockholm (1986–04–11). Den förstnämnda utgörs nu av kontraktets p 16.

¹⁰ Dahlgren-Moberg (1990) s 80.

rörande offentliggörande vid förvärv av större aktieposter m m'' (i det följande förkortad NBK:F). Reglerna är påverkade av motsvarande engelsk självreglering.¹¹ Skillnaden mellan de svenska och engelska reglerna är bl a att gränsen för informationsskyldighetens inträde är lägre i de svenska: 10 istället för 15 %. Vidare innehåller NBK:F, till skillnad från de engelska reglerna, också en skyldighet att rapportera avyttringar av aktier.¹² Samma gränsvärde för informationsskyldighet tillämpas i dessa fall.

NBK:F innehåller däremot inga regler av innebörd att begränsa möjligheterna att snabbt göra återkommande större aktieförvärv. Den fördröjningsregel som de engelska reglerna har för dessa fall ansåg NBK att det inte fanns behov av på den svenska marknaden.¹³

NBK:F gäller såväl juridiska som fysiska personer och är tillämplig på aktier, teckningsrättsbevis och konvertibla skuldebrev i svenskt bolag, som har något aktieslag inregistrerat på svensk eller utländsk fondbörs eller omsatt på OTC-marknaden. Aktier i utländska bolag (depåbevis) omfattas däremot inte av reglerna även om de är inregistrerade vid Stockholms fondbörs. Överlåtelseformen saknar i sig betydelse för reglernas tillämpning.

Anmälan skall göras till två adressater: börsen och bolaget. Även när det gäller förvärv av OTC-aktier har börsen ansetts vara lämplig mottagare av informationen. Anmälan till börsen avser att tillgodose marknadens behov av uppgifter i det aktuella fallet och andra krav på offentliggörande har inte uppställts. Anmälan form är heller inte bestämd. Den kan vara skriftlig men kan också vara muntlig och bestå i ett telefonmeddelande. Vanlig postbefordran anses inte uppfylla kravet på snabbhet.

Anmälan enligt rekommendationen aktualiseras i följande tre förvärvssituationer:

1. Om genom förvärvet aktieinnehavet uppnår eller överskrider 10 % antingen av rösterna för samtliga aktier eller av hela antalet aktier i bolaget.
2. Anmälan skall även göras om genom avyttring innehavet underskrider 10 % av aktiekapitalet eller röstetalet för samtliga aktier.
3. Information skall lämnas om innehavet förändras med 2 % eller mer; om innehavet före den aktuella transaktionen uppgick till minst 10 %.

¹¹ De engelska reglerna återfinns i *The Panel on Takeovers and Mergers: The City Code on Takeovers and Mergers and The Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares*. London (1990).

¹² Regler om informationsskyldighet i samband med avyttring av aktier förekommer t ex i den engelska Companies Act 1989. Gränsvärdena för upplysningspliktens inträde är lägre i lagstiftningen jämfört med självregleringen.

¹³ NBK:F.

Rekommendationen innehåller också en uppräkningslista av de rättssubjekt som skall räkna samman sina innehav för att avgöra om anmälningsskyldighet föreligger eller ej. Uppräkningen är inte uttömmande utan skall ses som en vägledning och "tolkas i ljuset av syftet med rekommendationen".¹⁴

Två undantag finns från rekommendationens tillämplighet. Först och främst undantas det fall där förvärvaren eller överlåtaren äger mer än 90 % av rösterna. Har aktieinnehavet nått denna nivå saknar förändringar väsentligen intresse från informationssynpunkt. Det andra undantaget tar sikte på det fallet att förvärvaren lämnat ett offentligt erbjudande om aktieförvärv till bolagets aktieägare. Genom erbjudandet erhåller såväl marknad som aktieägare tillräcklig information.

Det finns regler rörande offentliggörande av aktieförvärv i CA 85 Part VI och City Code. De är bara delvis kompletterande. Målsättningen med reglerna i City Code, "The Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares" (SARs), är att påverka förvärvshastigheten när innehavet är inom intervallet 15–30 % av rösterna i ett bolag. Lagstiftningen å andra sidan syftar *dels* till att de verkliga ägarna till aktier skall träda fram och offentliggöra sina innehav i ett visst bolag, *dels* till att hindra hemlighållna aktieförvärv inför (fientliga) offentliga erbjudanden.

Skillnaden mellan reglerna är således att bolagsrätten åstadkommer en informationsplikt medan SARs i första hand reglerar förvärvshastigheten och endast sekundärt ålägger informationsplikt. SARs är i ett internationellt perspektiv närmast unika. Vanligtvis är målsättningen med reglerna att framtvinga informationsgivning inför betydande ägarförändringar.

Det finns också EG-regler rörande offentliggörande av aktieförvärv m m.

Slutligen kan nämnas att NBK:F utgör bilaga 2 till IRK.¹⁵

6.3 Förändringar i bolagets ledning

Bolaget skall omedelbart offentliggöra och underrätta börsen när styrelseledamot, revisor, koncernchef eller Vd utsetts eller avgått. Rörande koncernchef föreligger uppgiftsskyldighet bara då styrelsen i ett särskilt beslut har utsett någon att inneha en sådan befattning.¹⁶

Börsen beslutade om vite i ett fall då en bank, tillika fondkommissionär och börsmedlem, underlät att delge börsen att en av bankens verkställande

¹⁴ NBK:F.

¹⁵ IRK (Bil 1) p 15.

¹⁶ IRK (Bil 1) p 17.

direktörer avgått. Förändringarna i bankens ledning beslutades den 28 augusti 1984 men offentliggjordes först den 31 augusti samma år.¹⁷

I ett beslut från 1986 bestämde börsstyrelsen ett vite p g a att bolaget F inte delgivit börsen eller offentliggjort förändringar i bolagets styrelse som inträffat under tiden den 11 december 1985 till den 5 juni 1986.¹⁸

6.4 Andra betydelsefulla händelser

Den regel i IRK som ålägger börsbolagen skyldighet att offentliggöra "andra betydelsefulla händelser" har karaktär av generalklausul och lyder på följande sätt:

"Fattar bolaget i övrigt beslut eller inträffar eljest händelse, som i icke oväsentlig grad kan

- påverka den bild av bolagets eller, när bolaget är moderbolag, koncernens situation som skapats av föregående årsredovisning, delårsrapport eller annan uppgift om bolaget eller koncernen *eller*
- eljest påverka värderingen av bolagets vid börsen inregistrerade aktier, skall bolaget omedelbart underrätta börsen härom och så snart det kan ske offentliggöra saken."¹⁹

Exempel på åsyftade händelser eller beslut är:²⁰

1. Offentliga uppköpserbudanden.
2. Förvärv eller avyttring av företag eller verksamheter.
3. Samarbetsavtal.
4. Förändrad verksamhetsinriktning.
5. Investeringsbeslut.
6. Extraordinära förhållanden eller händelser med avsevärd resultatpåverkan.
7. Större order.
8. Ekonomiska svårigheter.

Vid ställningstagandet till huruvida informationsskyldighet föreligger är det bolagets bedömning av beslutet eller händelsens kurspåverkande effekter som faller avgörandet. Skyldigheten att informera inträder redan när det kan

¹⁷ Stockholms fondbörs: *Styrelsens protokoll* 4.10.1984 § 6.

¹⁸ Stockholms fondbörs: *Styrelsens protokoll* 17.9.1986 § 1 (III).

¹⁹ IRK (Bil 1) p 18.

²⁰ BiH p 3.11.1.

²¹ BiH p 3.11.12.

²² De redovisade fallen anges i BiH p 3.11.12 som "Praxis: börsstyrelsens beslut".

antas att beslutet eller händelsen kommer att få sådan betydelse och inte först sedan detta är möjligt att konstatera.

Informationsskyldighet föreligger endast om värderingen av aktierna kan komma att påverkas av händelsen eller beslutet i *icke oväsentlig grad*.²¹ Vid tveksamhet bör bolaget samråda med börschefen.

Vid upprepade tillfällen har börsstyrelsen beslutat om vite vid underlåtenhet att informera om betydelsefulla händelser och beslut.²² Flertalet ärenden beslutades under det äldre kontraktets giltighetstid, men beslutens framträdande plats i BiH tyder på att de fortfarande är att betrakta som vägledande.²³

Svårigheterna vid tillämpningen av väsentlighetsrekvisitet gäller i synnerhet de mer generellt utformade regler som t ex ålägger en uppgiftsskyldighet av enstaka viktiga beslut eller händelser som är ägnade att påverka den bild av bolagets situation eller värderingen av dess aktier som dittills varit rådande. Avsikten med dessa regler är att börsbolagen skall offentliggöra uppgifter som tillsammans med den räkenskapsmässiga informationen gör att marknaden ständigt har möjligheten att skapa sig en aktuell och korrekt bild av bolagets ställning. I dessa fall har bolagen sällan någon etablerad praxis att falla tillbaka på utan är hänvisade till att bedöma uppgifternas väsentlighet på egen hand eller i samråd med börschefen.²⁴

Som IRK (Bil 1) p 18 är formulerad skall händelse eller beslut som i icke oväsentlig grad kan påverka kursbildningen offentliggöras så snart det kan ske. Kraven får uppfattas som högre jämfört med formuleringen i ABL 11 kap 9 § som istället tagit fasta på sådana händelser som är av *väsentlig* betydelse för bolaget. Denna språkliga nyansskillnad torde sakna praktisk betydelse eftersom analysen inte kan göras så subtil att skillnaden mellan väsentlig/icke oväsentlig framträder på ett objektivet sätt.

²³ Lägg också märke till att dessa beslut redovisas under rubriken "Rättsfallssamling" i BiH.

²⁴ För det fall ett börsbolags huvudsakliga verksamhet är uppbyggd kring import av boarmor med anlitande av luftburna transportmedel, kan det inte helt uteslutas att dagliga rutiner för samråd med börschefen bör upprättas. För en belysning av boormars betydelse ur lufträttslig synvinkel, se Malmberg (1990) s 16 not 13. Om boarmor i processrättsligt hänseende, se Westberg (1988) s 442 not 262.

7. Skyldigheten att korrigera offentliggjorda uppgifter

Det kan hävdas att den fria åsiktsbildningen utgör en så central hörnsten i den moderna demokratin att skillnaden mellan att sprida vilseledande information och hävdandet av en åsikt kan vara svår att dra. Detta försvåras ytterligare av att nyhetsförmedling inte alltid kan återföras till verkliga händelser. Så fort tillfredsställande förklaringar rörande en betydelsefull tilldragelse uteblir tar ryktesspridning fart och olika påståenden sprids snabbt utan att det alltid finns konkreta omständigheter som verifierar dess riktighet. Dessa obekräftade förklaringar är närmast att likna vid en kollektiv och offentlig diskussion som leds och initieras av massmedia.¹ Eftersom politiska och kommersiella mål hos massmediaföretag utgör den övergripande målsättningen för informationsförmedlingens utformning och kvalité och inte nödvändigtvis strävan att förmedla fakta, kommer ofta önskan att dra en gräns mellan sant och falskt på skam.²

Konsekvensen för aktiemarknadens vidkommande blir att börsbolagen inte alltid har fullständig kontroll över informationsutbudet. Deras möjligheter att via massmedia ge offentlighet åt alla uppgifter de önskar är begränsade. Inte heller kan de påverka publiceringstidpunkten. Det kan därför med fog hävdas att all aktivitet på aktiemarknaden sker under sådana betingelser att risken att utsättas för vilseledande information är svår att undvika och det är varken företagets, fondbörsens eller rättsordningens uppgift att minska alla risker till noll. Placerare får i stället på olika sätt bibringas insikten om att riskmiljön är beskaffad på detta sätt.

Nödvändigheten av att egna och andras vilseledande uttalanden i vissa fall korrigeras kan hävdas trots distributionsformernas bristande tillförlitlighet. Oriktigheter kan uppkomma på många olika sätt och ha sitt upphov i såväl uppsåtligt som vårdslöst spridande av felaktiga uppgifter. Analytiker kan sprida missvisande uppgifter i marknadsbrev och massmedia kan återge ett noggrant utformat pressmeddelande i förkortad form med följd att marknaden får ett felaktigt intryck. Någon kan ha intresse av att sprida negativ information om ett börsbolag för att på så sätt försöka åstadkomma en

¹ Se Habermas (1984) s 256 ff.

² Se Kapferer (1988) s 7–16.

kursnedgång och därigenom underlätta ett fientligt övertag. En annan tänkbar situation är då två börsbolag står inför ett samgående och de lämnar motstridiga uppgifter till marknaden. Kännetecknande för alla dessa situationer är att en viss mängd data förefaller användbar som placeringsunderlag trots att den är oriktig.

Börsbolagens korrigeringsplikt uppkommer indirekt som en följd av kravet att offentliggöra all väsentlig information i redovisningsreglerna och IRK. Om målsättningen med dessa informationsregler är att all väsentlig information skall offentliggöras omedelbart kan likväl inte hela bördan av denna målsättning anses åvila börsbolagen. Skyldigheten att korrigera felaktigheter och rykten kan därför aldrig utsträckas bortom gränsen för vad som utgör tillfredsställande aktsamhet.³ Ytterst blir det alltså frågan om att diskutera korrigeringspliktens omfattning inom ramen för en culpabedömning *in casu*.

Problemet har flera olika aspekter delvis beroende på vilken typ av information det är fråga om. Följande kategorier är tänkbara:

1. Egendistribuerad information, t ex prospekt och årsredovisning.
2. Massmedialt distribuerad information som emanerar från
 - (a) bolaget, t ex en pressrelease;
 - (b) annan källa, t ex företagsanalys i dagstidning.

Det är först och främst berättigat att göra en distinktion mellan egen och massmedialt distribuerad information. I det första fallet (p 1) disponerar bolaget över hela kommunikationsprocessen, från framtagandet av underlag till distribution. Förhållandena är radikalt annorlunda i det senare fallet (p 2) eftersom företaget då är beroende av ett mellanled för att uppgifterna skall nå allmän spridning. I det senare fallet är det också möjligt att skilja mellan bristfälligheter som beror på att mediet förvanskar ett meddelande som emanerar från bolaget (p 2a) och i det fall uppgifterna inte har bolaget som källa men ändå kommer att ingå i den tillgängliga informationsmängden om företaget (p 2b).⁴

³ Se Sheffey 57 *The Notre Dame Law* (1982) s 777.

⁴ Detta avsnitt behandlar bara de fall korrigeringsplikt kan ifrågakomma, dvs analysen bygger på det implicita antagandet att *felaktiga* data cirkulerar. Självfallet kan massmedialt distribuerade uppgifter av skilda slag också vara sanna. I så fall aktualiseras i stället frågan om börsbolagen har en skyldighet att bekräfta t ex ett rykte om en förlustaffär. Se även 3 Bromberg-Lowenfels (1989) § 6.11 (520).

Som huvudregel får anses gälla att börsbolagen har skyldighet att korrigera egendistribuerad information. Skälet är att bolaget självt har utformat de tillkännagivna uppgifterna och att eventuella bristfälligheter får tillskrivas bolagets oaktsamhet. I fråga om massmedialt distribuerad information, där en förvanskning skett som en följd av mediets presentation, torde bolagets ansvar vara begränsat till utformningen av de uppgifter som mediet erhöll och inte vad som faktiskt offentliggjorts. Om t ex avkastningen på sysselsatt kapital anges till 31 % när den korrekta siffran är 13 % (nyhetsmediet har i hastigheten kastat om siffrorna) har bolaget knappast någon korrigeringsplikt. Var det i stället bolaget som var upphovet till felskrivningen (press-release innehöll felet) måste bolaget vidta rättelse.

Utomlands finns exempel på långtgående krav på korrigering av bristfällig informationsgivning. Ofta uppställs ett krav på att noterade bolag skall agera i samband med ryktesspridning och dessa regler går i stort sett ut på att bolaget bekräftar sanna rykten och dementerar felaktiga. Den regel som AMEX tillämpar lyder på följande sätt:

"§ 401 (c) Clarification or Confirmation of Rumors and Reports –

*Whenever a listed company becomes aware of a rumor or report, true or false, that contains information that is likely to have, or has had, an effect on the trading in its securities, or would be likely to have a bearing on investment decisions, the company is required to publicly clarify the rumor or report as promptly as possible."*⁵

NYSE har liknande regler. Som huvudregel gäller dock – närhelst korrigeringsplikt tillämpas – att åtgärder bara behöver vidtas om den information som är föremål för ryktesspridning är väsentlig ("material").⁶

Ett amerikanskt avgörande i Supreme Court, *Electronic Specialty Co v International Controls Corp*,⁷ berörde ryktesspridning i samband med ett offentligt erbjudande.⁸ Domstolen lyckades inte klarlägga huruvida det erbjudande bolaget var upphovet till ryktet och domstolen ålade heller ingen skyldighet att korrigera ett rykte som inte med säkerhet kunde tillräknas det berörda bolaget.⁹ Senare domstolsavgöranden har bekräftat domens prejudi-

⁵ Citatet är hämtat från Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 23,124A som i sin tur citerar AMEX Company Guide.

⁶ Se avsnitt 9.2.1 nedan.

⁷ [1967–1969 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 92,323.

⁸ Ryktet baserades på en artikel i *Wall Street Journal* den 31 juli 1968.

⁹ [1967–1969 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 92, 323.

cerande betydelse.¹⁰ Från dessa avgöranden har amerikansk doktrin härlett den huvudregeln att bolag bara behöver korrigera ryktesspridning som de själva på något sätt är upphovet till.¹¹ Denna tillräknandepincips innebörd och räckvidd är dock långt ifrån klarlagd och det är förenat med betydande svårigheter att avgöra vad som skall tillräknas bolaget i abstrakta termer.

I England återfinns principiellt sett samma regleringsmönster. Omfattande lagstiftning (FSA) kompletteras och görs detaljanpassad i självreglering (ASL). Londonbörsen förutsätter i sina regler att börsbolag agerar aktivt i syfte att bli undanröja ryktesspridning. Regeln har följande lydelse:

“Generally and apart from compliance with all specific requirements which follow, any information necessary to enable holders of the company’s listed securities and the public to appraise the position of the company and to avoid the establishment of a false market in its listed securities must be notified.”¹²

Regeln har karaktär av generalklausul och innebörden är närmast att alla åtgärder skall vidtas som är erforderliga för att undvika uppkomsten av en “false market”. I ASL anges dessutom att varningsmeddelanden skall lämnas till marknaden om det erfordras för att hindra uppkomsten av en “false market.”¹³ I detta innefattas sannolikt också en skyldighet att undanröja ryktesspridning.

Det finns inga direkta motsvarigheter i IRK till de amerikanska respektive engelska reglerna. Generalklausulen i IRK (Bil 1) p 18 gäller primärt uppgifter som emanerar från det uppgiftsskyldiga bolaget, men en tolkning av p 18 utesluter språkligt sett inte helt möjligheten att börsbolag måste agera om det inträffar en händelse utanför bolaget som i icke oväsentlig grad påverkar marknadsbild av företaget. I handledningen görs samma åtskillnad mellan skyldigheten att informera om alla beslut i bolaget och alla händelser som påverkar marknadsbild av bolaget.¹⁴

Trots avsaknaden av explicita regler finns en skyldighet (av något slag) att korrigera bristfällig information även på den svenska marknaden. Bolagen kan dock aldrig åläggas skyldigheten att kontrollera allt som sägs om dem och så snart något oriktigt publiceras, försöka vidta korrigerande åtgärder.

¹⁰ Sheffey 57 *The Notre Dame Law* (1982) s 773.

¹¹ I amerikansk rätt talar man om en “attribution principle” (ung “tillräknandepincip”).

¹² ASL: Sec 5, Ch 2, para 1. Regeln är inte återgiven i sin helhet.

¹³ ASL: Sec 5, Ch 2, para 1.2.

¹⁴ BiH p 3.11.1.

Särskilt rörande rykten kan det vara svårt (eller t o m omöjligt) att fastställa upphovet och uppgifternas egentliga innebörd. Å andra sidan finns det fall då påståenden tycks vara tagna direkt ur luften, men där de presenteras på ett sådant sätt (t ex i ett marknadsbrev; företagsanalys i en facktidning osv) att det är jämförelsevis enkelt att konstatera exakt vad som påstås.

Eftersom händelser kan påverka marknaden utan att för den skull häröra från bolaget kan frågan ställas om aktivitet kan krävas av bolaget även i dessa fall. Som huvudregel finns ingen skyldighet att agera till följd av uppgiftsspridning från företagsexterna källor. Argument för att också bibehålla denna ordning är t ex att bolaget inte bör kunna förmås att avslöja sin position genom att någon på marknaden sprider vissa data som bolaget inte vill yttra sig om men som den felaktiga informationen tvingar fram genom korrigeringsplikten.

I det amerikanska avgörandet *State Teachers Retirement Board v Fluor Corp* hade svaranden underlåtit att bemöta starkt kurs- och omsättningshöjande information.¹⁵ Ryktet i omlopp sa att Fluor Corp fått en stor order. Företagsledningen avböjde att kommentera påståendena p g a att man var bunden av ett tidsbegränsat sekretessavtal. Domstolen ansåg att det inte gick att fastställa ryktenas källa och därför kunde ingen korrigeringsplikt åläggas bolaget.¹⁶ Frågan uppkom också om Fluor alternativt hade skyldighet att begära börsstopp då man visste att det fanns fog för ryktesspridningen men var förhindrad att offentliggöra de bakomliggande förhållandena.¹⁷ Domstolen ansåg inte att Fluor kunde åläggas någon sådan skyldighet.

Blir ryktesspridningen besvärande finns möjligheten för Stockholms fondbörs att besluta om börsstopp och jämlikt BL 23 § begära upplysningar av bolaget och därefter uppmana till offentliggörande. Börsen kan då förväntas agera för att åstadkomma en bekräftelse eller dementi. Denna ordning är tillfredsställande så länge antalet börsbolag är jämförelsevis begränsat och börsledningen aktivt kan följa t ex ryktesfloran och snabbt ingripa när så anses påkallat. Tillvägagångssättet kan dock innebära en onödig omgång och fördröjning med följd att marknadsens prisbildning störs.

¹⁵ [1981 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 98,005.

¹⁶ A a ¶ 98,005 s 91,204.

¹⁷ A a ¶ 98,005 s 91,205. Fluor hade meddelat börsen att man fått en stor order 4 dagar före offentliggörandet, men något börsstopp beslutades likväl inte. Orsaken var att även om Fluor begärt börsstopp, var det inte säkert att NYSE skulle beviljat en sådan begäran. Det var därför omöjligt för käranden att styrka ett orsakssamband mellan den uteblivna begäran om börsstopp och skadan.

Sammanfattningsvis gäller således att egendistribuerad information som huvudregel är förbunden med korrigeringsplikt. För massmedialt distribuerad information gäller att det saknas uttryckliga stadganden, men att det med fog kan hävdas att det i vissa uppenbara fall bör föreligga en skyldighet att bekräfta eller dementera uppgifter om det egna bolaget som sprids av utomstående. Har den externa källan hög trovärdighet och offentliggörs data som strider mot uppgifter som bolaget lämnat tidigare i samma fråga innebär det i annat fall att bolagets förmodat korrekta uppgifter förlorar sin betydelse. Förhåller sig bolaget passivt, kan det medverka till att marknaden vilseleds.

När en korrigerings skall ske måste det ske tydligt. Korrigeringen får inte begravas i andra data utan måste kunna kopplas samman med de bristfälliga uppgifter som avses bli beriktigade. Omsorg måste alltså visas så att inte också korrigeringen blir vilseledande. Ett separat uttalande innehållande korrigeringen, dvs de nya eller kompletterande uppgifterna, bör normalt vara tillräckligt om de presenteras på ett tydligt sätt. En hänvisning till tidigare uttalanden bör också vara godtagbart även om mottagarna inte kan förutsättas ha omedelbar tillgång till dessa uppgifter.¹⁸ Är det fråga om mer omfattande åtgärder bör lämpligen samråd ske med börser. Om det t ex är aktuellt att göra mer omfattande korrigeringar av ett offentliggjort nyemissionsprospekt kanske ett särskilt supplement måste distribueras etc.

Kostnader och besvär utgör normalt inget skäl för att underlåta en revidering. Inte heller är det faktum att t ex fel finns i ett förslag till emissionsbeslut och den aktuella bolagsstämman skall hållas inom en mycket kort tidsrymd efter att felet upptäcktes något skäl för att underlåta korrigering. Om felet inte är av sådant slag att utgången av bolagsstämman kan komma att påverkas bör det vara möjligt att företa en korrigering eller uppdatering först på stämman. Är det å andra sidan frågan om så betydelsefulla brister som nu sagts kan den enda utvägen vara att skjuta upp stämman.

¹⁸ 3 Bromberg-Lowenfels (1989) § 6.11 (560).

8. Sekretess

Normalt betraktas även stora börsföretag som privata institutioner. När frågan om tillgången till information om dessa företag aktualiseras, startar analysen regelmässigt med antagandet att företaget, precis som enskilda individer, har rätt att hemlighålla alla uppgifter med mindre det finns något särskilt skäl för offentlighet.¹ Ett sådant skäl är naturligtvis lagstiftning eller kontrakt varigenom bolaget ådras en skyldighet att offentliggöra uppgifter om verksamheten.

Enligt de informationskrav som beskrivits i de föregående avsnitten gäller att all kursrelevant information omedelbart skall offentliggöras. Om rätten till sekretess tidigare uppfattats som generell, med mindre bolaget ålagts en positiv informationsplikt, gäller numera närmast det omvända. Börsföretag är som huvudregel skyldiga att offentliggöra all väsentlig information såvida det inte finns regler som ger bolaget rätt att tåga.

Även om skyldigheten är vidsträckt inser var och en att detta i praktiken inte kan omfatta all kurskänslig information. Att avslöja börsföretagens affärshemligheter kan t ex knappast ligga i ägarnas, allmänhetens eller marknadens intressen. Inte heller kan man vänta sig att företag skulle låta börsnotera sina aktier om detta innebar att deras affärsverksamhet äventyras genom orimliga krav på offentlighet.

Rätten till sekretess kan alltså inte ifrågasättas.² I vissa fall har bolaget rätt att på obestämd tid hemlighålla uppgifter om den egna verksamheten. Vid andra tillfällen är uppgifterna inte av den arten att rätten till sekretess framstår som berättigad. I dessa fall kan bolaget under vissa förhållanden dröja med offentliggörandet. Fortsättningsvis skiljer jag därför mellan permanent och temporär sekretess.

Informationsplikten enligt ABL är utformad som en skyldighet att offentliggöra redovisningsinformation. Enligt ABL 11 kap 9 § finns det också en allmän skyldighet för aktiebolag att i förvaltningsberättelsen lämna upplysningar om alla händelser av väsentlig betydelse för bolaget. Styrelsen kan dock underlåta att offentliggöra uppgifter om det uppenbart är i strid med

¹ Stevenson (1980) s 6.

² Jfr Moberg (1981) s 25.

bolagets intressen.³ Härmed erhålls en allmän rätt till sekretess som kan motiveras av affärsmässiga skäl.

Av intresse i sammanhanget är också aktieägares rätt att ställa frågor till styrelsen och Vd på bolagsstämman. Denna frågerätt regleras genom ABL 9 kap 12 § och är begränsad på det sättet att upplysningar endast skall lämnas när det kan ske utan väsentligt förfång för bolaget.⁴ Det ankommer på styrelsen att pröva om uppgiften kan lämnas ut eller inte.

ABL innehåller inga uttryckliga bestämmelser om styrelseledamots och Vd:s informations- och tystnadsplikt i förhållande till utomstående.⁵ Däremot ålägger ABL 10 kap 13 § revisorerna tystnadsplikt.⁶

I avsaknad av explicita regler rörande tystnadsplikt kan ledning bara hämtas från den allmänna aktsamhetsplikt som åvilar personer i bolagsledningen, vilket innebär att de inte kan yppa sådant som kan medföra skada för bolaget.⁷ Den enskilde ledamoten får sedan själv bestämma sig för om de uppgifter han förfogar över skall behandlas konfidentiellt eller om han är fri att sprida dem till utomstående. Bedömningen görs visserligen under skadeståndsansvar, men för att ansvar enligt ABL 15 kap 1 § skall kunna ifrågakomma förutsätts att en ekonomisk skada kan konstateras. Det är inte tillräckligt att risken för skada varit överhängande.⁸

Oberoende av den individuella rätt varje ledamot har att besluta i sekretessfrågor kan styrelsen som helhet med enkel majoritet besluta om att vissa uppgifter skall hemlighållas.⁹ Enligt Moberg saknar dock ABL skadeståndsrättsliga sanktioner som gör det möjligt att upprätthålla ett sådant beslut mot enskilda ledamöters vilja.¹⁰ Den enda möjlighet som står till buds är att avsätta Vd eller de styrelseledamöter som stämman utsett. Denna möjlighet föreligger inte beträffande arbetstagarledamöterna i styrelsen eftersom dessa utses och avsätts av de fackliga organisationerna.¹¹

IRK medger i första hand hänsynstagande till börsbolagens behov av

³ Prop 1975:103 s 769.

⁴ Kedner-Roos (I) s 244.

⁵ SOU 1983:52 s 115–116.

⁶ Moberg (1986) s 198 ff.

⁷ Prop 1975:103 s 377.

⁸ Moberg (1988) s 129.

⁹ Rodhe (1989) s 193.

¹⁰ Moberg (1988) s 131.

¹¹ A a s s.

temporär sekretess.¹² Börsbolag kan underlåta att offentliggöra uppgifter om det skulle vara till förfång för bolaget om så skedde. Detta kan emellertid inte bolaget besluta på egen hand, utan samråd skall ske med börschefen.

Börsstyrelsens ledamöter och suppleanter samt börschefen och andra befattningshavare vid fondbörsen har tystnadsplikt enligt BL 36 § beträffande alla affärsförhållanden och personliga förhållanden som de får veta på grund av sin verksamhet i fondbörsen. Det medför att ett börsbolags styrelse eller Vd inte med hänvisning till sekretessbehovet kan avvisa skyldigheten att lämna de uppgifter som föreskrivs i IRK eller som börsen i särskilda fall begär. Sekretessregeln i IRK (Bil 1) p 8 utgör däremot hinder för offentliggörande av uppgifter. Anser ett börsbolag att det av detta skäl är förhindrat att fullgöra sina skyldigheter enligt kontraktet, bör bolaget samråda med börschefen i frågan. För den händelse sekretess är nödvändig att vidmakthålla i en viss situation behöver information inte ges, såvida sekretess verkligen kan upprätthållas. I annat fall bör "a warning announcement" ges för att undvika onödig ryktesspridning.¹³ En annan möjlighet är beslut om börsstopp.

Förutsatt att det finns en skyldighet att offentliggöra en viss uppgift kan det likväl finnas skäl som gör en fördröjning acceptabel.¹⁴ Affärsmässiga överväganden kan utgöra en anledning om det är förenligt med bolagets bästa. Om ett bolag t ex planerar att exploatera ett större markområde i en stadskärna, kan det vara motiverat att tåga med dessa planer för att inte åstadkomma en prishöjning på marken.

För den händelse ett bolag ingår ett kontrakt med ett annat bolag och kontraktet innehåller en sekretessbestämmelse kan denna utgöra ett legitimt skäl att undanhålla marknaden uppgifterna i fråga. Avgörande är dock varför sekretessbestämmelsen införts i kontraktet. Regeln i sig måste ha ett affärsmässigt syfte för att framstå som berättigad.¹⁵

Behovet av temporär sekretess aktualiseras också då ett bolag befinner sig i ekonomiska svårigheter. Blir det allmänt känt att svårigheter förekommer kan det förvärpa situationen för bolaget. Krediter kan dras in eller villkoras, ordertillflödet avta osv. Resultatet kan mycket väl bli att en återhämtning omöjliggörs med konkurs eller uppköp som följd. Skall temporär

¹² IRK (Bas) p 8.

¹³ Se ASL, Sect 5 Ch 2 para 1.2.

¹⁴ 3 Bromberg-Lowenfels (1989) § 7.4 (341).

¹⁵ A a s (342).

sekretess medges i denna typ av situationer kräver det en avvägning mellan företagets behov och bl a marknadens intresse av information.

Att den tillgängliga informationen är ofullständig, omöjlig att för tillfället verifiera, att den är konstant föränderlig osv utgör andra skäl att medge temporär sekretess. Om en bolagsledning t ex får veta att resultatet för innevarande år kommer att förändras drastiskt en kort tid innan man avser att offentliggöra årsredovisningen, kan frågan ställas om någon skyldighet uppkommer vid den tidigare tidpunkten.¹⁶ Finns det möjligheter för ledningen att vidta åtgärder för att påverka resultatet, t ex genom ändrad avskrivning etc torde det normalt vara fråga om en situation som medger temporär sekretess med hänsyn till informationslägets instabilitet.

Utöver de hittills berörda sekretessreglerna i ABL och IRK finns även *lagen om skydd för företagshemligheter* (LSF).¹⁷ Lagen har karaktär av konkurrenslagstiftning och avser att skydda företags samlade kunskap om produktion, utveckling, affärsförbindelser, marknadsföring, finansiering m m.¹⁸ Skyddet är mer vidsträckt än t ex patentlagstiftningen och dessutom obegränsat i tiden. Även negativ information omfattas. LSF skapar en särskild form av äganderätt till information som åtnjuter såväl straffrättsligt som civilrättsligt skydd.¹⁹

Huruvida en uppgift i ett företags näringsverksamhet skall betraktas som en företagshemlighet beror till stor del på företagets egen inställning till denna.²⁰ Varje uppgift som ett företag vill hemlighålla omfattas inte. Det krävs att ett avslöjande försämrar bolagets konkurrensförmåga. Skaderekvisitet i LSF innebär att information måste ha ett värde hos företaget som visar sig i att skada åsamkas om denna offentliggörs.²¹

Eftersom LSF medger långtgående sekretess, uppkommer frågan om vilken relation lagen har till IRK. Medger lagen att företag förtiger uppgifter även i de fall offentliggörande påkallas av IRK, dvs väger företagets skyddsbehov starkare än de enskilda aktieplacernas behov av information? Börs-

¹⁶ Se det amerikanska avgörandet *Financial Industrial Fund Inc v McDonnell Douglas Corp* [1972–1973 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,773.

¹⁷ SFS 1990:409.

¹⁸ Prop 1987/88:155 s 8–9; SOU 1983:52 s 291.

¹⁹ Man kan också fråga sig om en person kan anses offentliggöra en företagshemlighet om han köper aktier som insider och därigenom signalerar till marknaden att "något är på gång"? Se Wolfson 25 *San Diego L Rev* (1988) s 103.

²⁰ Prop 1987/88:155 s 12.

²¹ A a s 13.

notering av aktier och andra värdepapper är en frivillig åtgärd som oundvikligen medför större offentlighet kring ett företags verksamhet. Om ett företag önskar erhålla notering, kan det innebära ett försakande av vissa delar av det skydd LSF ger. Sekretessfrågan skall nämligen avgöras i samråd med börschefen som kan fatta beslutet att en viss uppgift skall offentliggöras.

Företagets affärsmässiga bedömning av sitt skyddsbehov i det enskilda fallet torde inte kunna frångås av börschefen genom att denne på kontraktsrättslig grund ålägger ett offentliggörande mot företagets vilja. Av IRK (Bas) p 8 följer att bolag kan underlåta att offentliggöra vissa uppgifter, men innan sådant beslut fattas skall samråd ske med börschefen. Det är alltså företagets uppfattning om sekretessbehovet som slutligen faller avgörandet. Börschefen kan dock besluta om börsstopp om de aktuella uppgifterna är av stor betydelse för marknads bedömning av företaget i fråga. I de flesta fall torde denna möjlighet medge en rimlig kompromisslösning i avvägningen mellan placerares behov av information och företags skyddsbehov.

Huvudavdelning III

ANSVAR OCH PÅFÖLJDER

Inledning

Bristfällig informationsgivning kan vara skadeorsak i allt från trafikskador, t ex då en bilist orsakar en trafikolycka genom underlåtenhet att använda körriktningsvisaren, till förmögenhetsskador orsakad av en oriktig försäkran att det inte föreligger något fel i en såld fastighet. Dessa skadetyper (och flera) kan visserligen klassificeras som informations-skador, men med tanke på att sättet att informera ofta bara utgör en av flera komponenter i ett mer omfattande klandervärt beteende finns det sällan anledning att se just informationsfrågan som en separat grund för skadeståndsansvar.¹ På aktiemarknaden förhåller det sig delvis annorlunda. Stora ekonomiska förluster kan direkt härledas till bristfällig informationsgivning. Av bl a detta skäl finns en rik florä av informationsregler som avser att minimera dessa risker.

Denna huvudavdelning behandlar olika problem som uppkommer när ett börsbolag brutit mot en informationsregel. Undersökningen av vilka möjligheter som finns att sanktionera bristfällig informationsgivning koncentreras till följande områden:

1. Straffrätt.
2. Börsrätt.
3. Aktiebolagsrätt.
4. Allmän skadeståndsrätt.

Straff- och börsrätt uppfattas nog av många som huvudsanktioner mot bristfällig informationsgivning. De har utformats direkt med sikte på att användas i förekommande fall av bristfällig informationsgivning. Genom dessa påföljder erhålls en betydande allmänpreventiv effekt och marknads funktionsförmåga kan härigenom effektivt värnas. Eftersom de inte förutsätter någon konstaterad skada är de också förhållandevis enkla att tillämpa. Störst utrymme ges trots detta analysen av de möjligheter som finns för en enskild person att erhålla skadestånd. Den tänkta skadesituationen innebär

¹ Se *Prosser and Keeton on Torts* s 726.

att ett börsbolag eller person i organställning direkt åsamkar en eller flera aktieägare eller andra personer en ekonomisk förlust genom bristfällig informationsgivning.

Skälet till att skadeståndssanktionen ges en framskjuten plats är att det finns en individuell och privaträttslig dimension i handeln med aktier som inte kan ignoreras. Om enskilda personer åsamkas ekonomiska förluster till följd av bristfällig informationsgivning kan behovet av ersättning inte tillgodoses genom de övriga sanktionerna.

Med hänsyn till att den nu aktuella problemställningen gäller ansvaret för bristfällig informationsgivning i förhållande till en obestämd och vidsträckt krets, träder svindleribrottet i förgrunden när det straffrättsliga ansvaret för *fysiska personer* undersöks. Enligt BrB 9 kap 9 § 2 st gör sig den skyldig till svindleri som med uppsåt eller av grov oaktsamhet offentliggör eller på annat sätt sprider vilseledande information som är ägnad att påverka priset på ett företags värdepapper. Detta gäller oavsett formen och sättet för distributionen av de vilseledande uppgifterna.² För att straffrättsligt ansvar skall föreligga krävs uppsåt eller grov oaktsamhet.

Brottet omfattar som huvudregel inte ren underlåtenhet att informera. Däremot kan marknadens uppfattning av innebörden av en viss uppgift bli förvanskad genom att en annan väsentlig omständighet samtidigt förtigits. Om det från ett börsnoterat bolag t ex offentliggörs att man fått en order på ett betydande belopp, men förtiger att leveransen kommer att ske till avsevärd förlust, kommer marknaden att reagera felaktigt i avsaknad av korrekt och fullständig information. Vissa former av underlåtenhet är därför i praktiken straffrättsligt sanktionerade.

Att en skadelidande kan vara berättigad till ersättning för ren förmögenhetsskada i samband med ett brott är tämligen okontroversiellt. SkL 2 kap 4 § är direkt avsedd för sådana fall. Samtidigt är det en öppen fråga om alla rena förmögenhetsskador som vållas genom brott är ersättningsbara. De behov av ansvarsbegränsning som eventuellt föreligger kan dock ske *in casu* inom ramen för culpabedömningen.

I grova drag gäller följande för den bolagsrättsliga ansvarsgrunden. Om en person i organställning (stiftare, styrelseledamot, Vd eller revisor) av oaktsamhet sprider vilseledande uppgifter är detta i viss utsträckning sanktionerat genom ABL 15 kap 1–2 §§. Båda paragraferna har begränsad räck-

² Löfmarck (1988) s 101.

vidd såtillvida som de bara medger tillämpning av ett allmänt culpaansvar då bolaget åsamkats skada av en person i organställning. Är det i stället aktieägare eller annan som är skadelidande begränsas ansvaret till de fall skadan utgör en överträdelse av lag eller bolagsordning.

Den närmare strukturen hos det bolagsrättsliga ansvaret kommer att utvecklas i kapitel 12.1.

När det gäller sådan vårdslöshet som inte omfattas av ABL 15 kap, kan inte SkL 2 kap 4 § utgöra ansvarsgrund eftersom vårdslöshet bara i undantagsfall föranleder straff. Frågan är då om det kan anses föreligga något utomobligatoriskt skadeståndsansvar vid sidan av ABL gentemot aktieägare och annan även när brott inte har förekommit. Enligt svensk rätt är denna fråga inte enhetligt löst utan är till stor del beroende av möjligheterna att vidga ansvaret för skadestånd för förmögenhetsskador. Om det kan antas att ABL medger skadestånd för bristfällig informationsgivning i viss utsträckning kan det för avhandlingens vidkommande problematiska området begränsas till ansvaret för sådant oaktsamt handlande eller underlåtenhet som inte omfattas av ansvarsreglerna i ABL.

Aktiemarknadsbolagets eget ansvar är inte reglerat i ABL. Det blir därför i stället fråga om att tillämpa allmänna skadeståndsrättsliga regler. För att den juridiska personen skall kunna göras ansvarig får i allmänhet (men sannolikt inte alltid) förutsättas att en skadeorsakande företrädare handlat oaktsamt.³ Detta kan, beroende på hur frågan om organ- respektive principalansvar löses, aktualisera en regressrätt för bolaget – men det är en annan fråga som inte nämnvärt påverkar den skadelidandes ställning i skadeståndshänseende.⁴

ABL erkänner alltså ett skadeståndsansvar för personer i organställning gentemot aktieägare och tredje man. Detta hindrar inte att spärregelsargument (att ansvar för ren förmögenhetsskada förutsätter brott) likväl kan hävdas för de fall den skadebringande handlingens art, den skadelidande kretsens storlek och ersättningsanspråken tycks oproportionerlig.

Trots att lagtextens ordalydelse omfattar oaktsam distribution av bristfälliga uppgifter kan det inte uteslutas att den konkreta ansvarsbedömningen utformas på ett sådant sätt att ansvaret likväl starkt begränsas. Lagtexten förutsätter nämligen att denna bedömning skall ske i enlighet med veder-

³ Taxell (1963) s 184.

⁴ Principalansvar medger nämligen inte regressrätt.

tagna skadeståndsrättsliga principer som medger olika former av ansvarsbe-
gränsningar. I undantagsfall torde också jämkning kunna ifrågakomma. Hur
tillämpningen av dessa principer skall utformas är oklart inte minst beroende
på avsaknaden av klar rättspraxis.

I doktrinen finns förespråkare för en restriktiv syn på skadeståndsansvar
då börsbolag av oaktsamhet distribuerar bristfällig information.⁵ Avhand-
lingen förespråkar i motsats härtill uppfattningen att skadeståndsansvar i
vissa fall bör medges. Skäl för denna ståndpunkt kommer att ges i avsnitt
12.2 nedan.

Varken ABL eller SKL ger emellertid någon ledning för hur ansvarsbe-
dömningen skall gå till. Detta ger en betydande teoretisk (och för dom-
stolarna praktisk) frihet att utforma modeller som kan anpassas till de olika
skadesituationernas särart.⁶ Samma principer för ansvarsbedömningen torde
i stort sett kunna tillämpas även i de fall som explicit omfattas av ansvaret i
ABL 15 kap 1 §, t ex prospektkraven i ABL kap 4. Dessa problem kommer att
analyseras nedan.

Nästa kapitel introducerar teorin om marknadsbedrägeri ("the market
fraud theory")⁷ och då är amerikansk praxis och doktrin källmaterial. Be-
skrivningen avser att återge gällande rätt på ett område som är både svårbe-
arbetat och omdiskuterat. Praxis är instabil i den meningen att teorin om
marknadsbedrägeri är delvis kontroversiell även i USA. Kärnan i denna
teoribildning är att de ekonomiska teorierna om effektiva marknader ger stöd
för tillämpningen av en tillitspresumtion. Innebörden är i korthet att kravet
som normalt åligger den enskilde placeraren att styrka direkt och befogad
tillit till den bristfälliga informationen överges och ersätts med att domstolen
presumerar tillit till marknadsprisbildningsfunktionen.

⁵ Se Kleineman (1987) och (1989). Sakkunnigutlåtandet är ingivet till Södra Roslags tingsrätt
(Målnr T 125/87:07 m fl). I det följande hänvisar jag återkommande till detta utlåtande eftersom
det kompletterar och klargör de ståndpunkter som förf lade fram i sin avhandling. Hänvisning
sker med författarens godkännande.

⁶ Se Kleineman (1989) s 25.

⁷ Både den svenska och amerikanska benämningen kommer att användas i det följande.

9. Teorin om marknadsbedrägeri – *The Market Fraud Theory*

Inledning

I USA förs skadeståndsprocesser rörande bristfällig informationsgivning ofta – men långt ifrån alltid – med stöd av SEC rule 10b-5.¹ Regeln ger inget explicit stöd för enskilt skadestånd, men amerikanska domstolar har ansett att regeln underförstått konstituerar en sådan rättighet, vilket otvivelaktigt får anses utgöra huvudorsaken till den stora mängd skadeståndsprocesser som nu förekommer på detta område.² Studiet av amerikansk praxis kan ge intryck av att rätten att framställa enskilda skadeståndsanspråk med stöd av rule 10b-5 öppnat *the floodgates of litigation*, samtidigt som tillämpningen av de olika rekvisiten i 10b-5 ibland också öppnar *the floodgates of compensation*.³ Implied private actions är emellertid inte i sig en tillräcklig betingelse för att de farhågor som är förbundna med det s k riskspridningsargumentet skall infrias.

När bristfällig information distribuerats från ett börsbolag är det ofta förknippat med betydande svårigheter att fastställa och analysera de skilda sekvenserna i det aktuella saksammanhanget. En viktig och ibland för bedömningen avgörande punkt är bevisningen av orsakssambandet mellan sätt att lämna information och skadan. Praktiskt sett innebär detta att käranden måste styrka att den skadebringande handlingen (köp eller försäljning av aktier) framkallades av hans direkta och befogade tillit till svarandens bristfälliga informationsgivning.⁴ När den förlustbringande transaktionen företagits på en anonym aktiemarknad, ter sig vedertagna tillitsbaserade resonemang inte längre helt ändamålsenliga. Särskilt tydligt är detta i förtigandefallen.

¹ 17 CFR § 240.10b-5 (1988).

² Första gången en domstol ansåg att rule 10b-5 gav en implicit rätt att framställa enskilt skadeståndsanspråk var i *Kardon v National Gypsum Co* 73 FSupp 798 (ED Pa 1947). Supreme Court erkände denna rätt först 1971 i fallet *Superintendent of Ins v Bankers Life & Cas Co* [1971–1972 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,262. Formellt erkände Supreme Court emellertid den enskildes rätt att framställa skadeståndsanspråk på grundval av Securities Acts sju år tidigare genom *J I Case Co v Borak* [1961–1964 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 91,382.

³ Det s k riskspridningsargumentet avser den senare aspekten.

⁴ Att tilliten är direkt kan relateras till orsakssambandet, medan frågan om tilliten är befogad eller ej snarast rör krav som kan ställas på kärandens aktsamhet. I detta avsnitt är det, såvida inte annat sägs, uteslutande fråga om tillitens betydelse för bedömningen av orsakssambandet.

Innebörden av teorin om marknadsbedrägeri är i korthet följande: styrkt väsentlighet hos den information som påstås vara skadebringande, skapar en tillitspresumtion om transaktionen skett på en fungerande aktiemarknad. Det traditionella kravet på att den enskilde placeraren styrker direkt och befogad tillit till den bristfälliga informationen överges således i dessa fall. Konsekvensen blir långtgående eftersom orsakssambandet, som normalt skall styrkas genom direkt befogad tillit till den felaktiga information, i stället kan styrkas genom att käranden visar att uppgiften ifråga var väsentlig, vilket i sin tur torde kunna ledas i bevis genom att påvisa uppgiftens marknads-effekt.

Tillämpningen av teorin om marknadsbedrägeri utgör en bitvis radikal omvärdering av flera rekvisit som normalt förknippas med tillämpningen av rule 10b-5.⁵ Även om det var Supreme Court som genom *Affiliated Ute Citizens v United States*⁶ (1972) kan sägas ha introducerat möjligheterna av att tillämpa en tillitspresumtion, var det först genom *Basic Inc v Levinson* (1988)⁷ som Supreme Court uttryckligen bekräftade möjligheten att tillämpa presumerad tillit med stöd av teorin om marknadsbedrägeri, när handel sker på en organiserad värdepappersmarknad.⁸ Helt har man dock inte övergett tillitsprövningen eftersom den uppställda presumtionen kan bli föremål för olika slag av motbevisning.⁹

Teorin om marknadsbedrägeri innebär ett alternativt sätt att bedöma skadeståndsanspråk på aktiemarknaden. Tillämpningen är av jämförelsevis sent datum och praxis förefaller inte vara helt stabil vilket innebär vissa svårigheter inför den följande beskrivningen. Enligt min mening är teorin trots detta av så stort intresse även för svenska förhållanden att jag valt att presentera den amerikanska praxis som hittills utvecklats i ett eget avsnitt, i

⁵ Se Note 95 *Harv Law Rev* (1982) s 1143.

⁶ [1971–1972 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,432.

⁷ [1987–1988 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,645. Målet rörde ett samgående (merger) mellan Basic Inc och Combustion Engineering Inc, där Basic tre gånger offentligt förnekade att det pågick förhandlingar om ett samgående trots att så var fallet. Levinson krävde skadestånd p g a att kursen påverkats negativt i Basic till följd av dementierna och att han därmed gjort en ekonomisk förlust vid avyttringen av aktier i Basic.

⁸ Vägen mellan *Ute* och *Basic* är lång. *Ute* rörde förtiganden i samband med en direkttransaktion, medan *Basic* rörde upprepade dementier av rykten rörande ett planerat samgående mellan två bolag. Se 4 Bromberg-Lowenfels (1989) § 8.6 (611), där förf påpekar att och det är tveksamt om denna dom kommer att stå sig i alla delar. Å andra sidan tycks det finnas starkt stöd för att tillämpa en tillitspresumtion i någon form. *Ute* avgjordes ju med 7–0.

⁹ *Basic Inc v Levinson* [1987–1988 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,645 s 97,952.

stället för att beskriva den i samband med analysen av de olika förutsättningarna för ansvar som presenteras i samband med analysen av svensk skadeståndsrätt.

Ett annat skäl för att beskriva amerikansk rätt för sig är att teorin om marknadsbedrägeri i en svensk skadeståndsrättslig kontext avviker från den amerikanska tillämpningen. Om uppläggningsen gjordes mer komparativ, skulle det bli alltför svårt att dra en gräns mellan vad som är en beskrivning av amerikansk gällande rätt och argument *de sententia ferenda* inom ramen för svensk rätt.

När analysen av culpabedömningen sker i avsnitt 12.3 innebär det en från amerikansk rätt fristående tillämpning av de ekonomiska teorier som bidragit med en empirisk validitet till den rättsliga innovation som teorin om marknadsbedrägeri "rätt tillämpad" utgör. Avhandlingens ambition är snarare att argumentera för en *reception* av en i viss utsträckning beprövad skadeståndsrättslig modell än att genomföra en komparativ analys.

De följande avsnitten är avsedda att spegla utvecklingen i amerikansk praxis med utgångspunkt från den ur rättssystematisk synvinkel svagt urskiljbara grupp rättsfall som innebär en öppen och explicit tillämpning av teorin om marknadsbedrägeri, dvs sådana fall där domstolen accepterat karendens tillit till marknadsprisbildningsfunktionen som ett substitut för direkt tillit till den från svaranden emanerande bristfälliga informationsgivningen.

I avsnitt 9.1 beskrivs några av de centrala ansvarsreglerna i Securities Act of 1933 (SA 1933) och Securities Exchange Act of 1934 (SEA 1934). Därefter beskrivs rule 10b-5 i korthet för att på så sätt illustrera hur teorin om marknadsbedrägeri avviker från den traditionella tolkningen av de skadeståndsrättsliga rekvisiten (9.2).

Avsnitt 9.3 behandlar specifikt förutsättningarna för att tillit skall kunna presumeras i en marknadskontext. Här berörs också det för avhandlingen vitala sambandet mellan ekonomisk teori och teorin om marknadsbedrägeri samt de skillnader som ibland görs i praxis vid en tillämpning på primär- respektive sekundärmarknaden.

Avsnitt 9.4 belyser i korthet det förhållandet att teorin om marknadsbedrägeri förutsätter ett class action-institut. Eftersom ett sådant saknas i svensk rätt, minskar naturligt nog den processekonomiska nyttan av teorin för svensk rätts vidkommande.

Eftersom metoden inte är helt okontroversiell kommer jag också att presentera huvuddragen av den kritik som hittills riktats mot tillämpningen i (9.5). Det förhållandet att avgörandena i de olika US Circuit Courts of Appeal

inte är koherenta berörs inte mer än i förbifarten, däremot kommer några av de problem som dessa olikheter är förbundna med att beröras.¹⁰

9.1 De federala ansvarsreglerna i översikt

Såväl SA 1933 och SEA 1934 innehåller sanktionsregler.

Section 11 i SA 1933 reglerar i första hand nyemissioner, dvs primärmarknadssegmentet. Nyckelstadgandet i lagen är section 5 och där stadgas en informations- och registreringskyldighet så snart en nyemission skall erbjudas allmänheten i form av ett prospekt. Vissa personer åläggs solidariskt ansvar för bristfälligheter i dessa "registration statements" i section 11.¹¹ Bolagsfunktionärer kan undkomma ansvar om de har styrkt att de var i god tro i fråga om bristfälligheten, dvs att de uppriktigt trodde att dessa "statements" var korrekta och fullständiga.¹² Sådan ansvarsfrihet kan tillkomma fysiska men inte juridiska personer.¹³

Section 12 i SA 1933 innehåller två ansvarsregler. Section 12 (1) behandlar ansvaret för marknadsföring av värdepapper (securities) i strid med registreringskraven i section 5 medan 12 (2) ålägger ansvar för bristfälligheter vid försäljning av värdepapper. Ansvaret enligt 12 (1) är strikt i den meningen att den enda möjligheten att undkomma ansvar är att visa att den vidtagna aktiviteten inte stod i strid med section 5. Varje förvärv av t ex aktier som inte registrerats på vederbörligt sätt kan således hävas med hänvisning till section 5. Section 12 (2) har mer karaktär av generalklausul och saknar direkt samband med section 5. Den omfattar varje försäljning av värdepapper oberoende av om de är registrerade eller inte.¹⁴

Talan på grundval av section 11 eller 12 måste normalt föras inom ett år från det felet eller förtigandet har upptäckts eller borde ha upptäckts.¹⁵

Section 9 i SEA 1934 omfattar prismanipulationer rörande börsnoterade

¹⁰ Olikheterna rör t ex frågan om tillitspresumtionen skall omfatta både fel och förtiganden, skall marknads funktionsförmåga vara avgörande, skall teorin tillämpas både på primär- och sekundärmarknaden osv. Se Wemple *18 J Marshall L Rev* (1985) s 736.

¹¹ Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 4501. SA 1933 sec 11(a). Se även Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 4685 ("All ... shall be jointly and severally liable"). SA 1933 sec 11(f).

¹² Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 4550. SA 1933 sec 11(b).

¹³ Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 4506A; 4507.

¹⁴ Section 12 är förbunden med ett jurisdiktionsförbehåll. Tillämplighet förutsätter att den bristfälliga informationen sprids via post eller annan "facility of transportation or communication in interstate commerce". Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 4765.018.

¹⁵ Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 4775.020.

värdepapper.¹⁶ En lång rad beteenden är därmed förbjudna, men vissa stabiliseringsåtgärder är tillåtna i den mån det sker i överensstämmelse med de regler som utfärdats av SEC.¹⁷ Ett exempel på förbjudna beteenden är "wash sales", vilket innebär att någon försöker framkalla ett intryck av hög aktivitet i ett visst företags värdepapper genom att samtidigt agera som köpare och säljare utan att aktierna byter ägare. Section 10 och 10b-5 som promulgerats med stöd av denna regel beskrivs i nästa avsnitt.

Section 18 i SEA 1934 innehåller ansvarsregler i fråga om varje bristfällighet i sådana dokument som måste registreras hos SEC. Ansvaret är begränsat till den som köpt eller sålt ett värdepapper till ett pris som var under påverkan av bristfälligheten. Dessutom krävs att kändaren företog sin placering i förlitan på bristfälligheten. Svaranden kan undkomma ansvar genom att styrka god tro, t ex att han inte kände till att uppgiften var felaktig.

Dessa ansvarsregler är omfattande och ger enskilda skadelidande betydande möjligheter att erhålla ersättning för skador till följd av t ex bristfällighet i informationsgivning. Härtill har SEC givits möjligheter att ingripa mot aktörer som inte följer gällande regler. Ett exempel finns i SA 1933 section 17(a) där SEC kan ingripa mot flagranta fall av missbruk.¹⁸ Ett typiskt problem för den amerikanska värdepapperslagstiftningen är i vilken mån dessa regler kan åberopas som grund i en civilrättslig skadeståndprocess (implied private cause of action).¹⁹ Detta problem aktualiseras även i förhållande till section 17.²⁰ I avsnitt 9.2 nedan behandlas denna rätt i relation till SEC rule 10b-5.

Nämnas bör också *The Racketeer Influenced and Corrupt Organizations Act*, vanligen förkortad RICO.²¹ Den ingår inte i de federala securities laws, men bedrägerier genomförda av organiserad brottslighet kan mycket väl ske med

¹⁶ Eftersom det är fråga om en federal lagstiftning omfattas bara sådant värdepapper som är noterat på "a national securities exchange".

¹⁷ Fed Sec L Rep (CCH) ¶ Correlator; 16,511; ¶ 22,512.

¹⁸ Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 4815.

¹⁹ Problemet diskuteras ingående av Jennings-March (1987) s 878–900. Se även Rapp 39 *Wash & Lee L Rev* (1982) s 861–862 särskilt not 6.

²⁰ Vissa domstolar har medgivit enskild skadeståndsrätt, t ex *Kirshner v United States* [1978 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 96,617. I detta fall förbehöll sig second circuit rätten att ompröva sitt ställningstagande m h t till framtida avgöranden i Supreme Court och "legislative history". Fourth circuit menar numera att sec 17(a) inte medger enskild skadeståndsrätt. Se *Neucom v Esrey* [1988–1989 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 94,106.

²¹ Act of October 15, 1970, 84 Stat 941, 18 US Code Secs 1961–1968.

utnyttjande av värdepappersmarknaderna.²² Lagstiftningen innehåller såväl straff- som civilrättsliga remedier.

9.2 Särskilt om SEC rule 10b-5

Inledning

Den allmänna bedrägeriregeln i SEA 1934 återfinns i section 10(b).²³ Där bemyndigas SEC att utfärda viss reglering och det är på detta sätt rule 10b-5 kommit till.²⁴ Det finns ytterligare regler med liknande syftning. Regeln har t ex nästan exakt samma lydelse som section 17(a) i SA 1933, med den skillnaden att 10b-5 omfattar både köp (purchase) och försäljning (sale) av värdepapper och alltså har ett mer vidsträckt tillämpningsområde.

På samma sätt som de övriga skyddsreglerna på aktiemarknaden avser rule 10b-5 att värna om rätten och möjligheten för enskilda att fatta korrekta placeringsbeslut och ansvar kan inte utsträckas "to the world at large".²⁵ Det måste ha förekommit en förlustbringande transaktion för att 10b-5 skall kunna åberopas. Alla möjligheter att kräva skadestånd p g a en utebliven transaktion (t ex att någon avstod från att företa en förmodat vinstgivande placering till följd av bristfällig informationsgivning) torde vara uteslutna.²⁶

²² Se Jennings-Marsh (1987) s 1443.

²³ SEA 1934, Section 10(b) lyder på följande sätt: "[It shall be unlawful...] To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors." Se t ex *Ernst & Ernst v Hochfelder* [1975–1976 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 95, 479 för en diskussion av regelns giltighetsområde. Ernst & Ernst var namnet på en revisionsbyrå som från 1946 till 1967 engagerats av First Securities Company of Chicago (FSC), ett mindre fondkommissionärsbolag. Hochfelder var kunder hos FSC och de hade mellan åren 1942–1966 placerat pengar i en s k depositionsfond (escrow accounts) som FSC:s ägare L B Nay omedelbart överförde till sig själv. Fonden förekom inte i FSC:s redovisning. Bedrägeriet uppdagades 1968 när Nay begick självmord och efterlämnade ett meddelande som avslöjade att depositionsfonden var "spurious". Hochfelder stämde därefter revisionsbyrån och hävdade att Ernst & Ernst hade "aided and abetted" Nays bedrägeri genom sin bristfälliga revision.

²⁴ Det saknas skäl för att göra en distinktion mellan *Rules och Statutes* i detta sammanhang. Rule 10b-5 har bl a framgångsrikt stått emot angrepp för att strida mot konstitutionen och som sanktionsregel vidmakthåller den en synnerligen stark ställning, i stort sett frikopplad från sitt rättsliga sammanhang. Se 1 Bromberg-Lowenfels (1989) § 2.1 (220).

²⁵ Rapp 39 *Wash & Lee L Rev* (1982) s 879.

²⁶ Se *Blue Chip Stamps v Manor Drug Stores* [1974–1975 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 95,200 vid s 97,957 där det s k "purchaser-seller requirement" beskrivs. Även *Shores v Sklar* [1981 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 98,033.

SEC offentliggjorde rule 10b-5 redan den 21 maj 1942 och regeln lyder på följande sätt:²⁷

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

- (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,
- (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or
- (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.”

Vid införandet var avsikten att förbättra de instrument SEC hade till sitt förfogande för att lösa problem rörande bedrägliga beteenden av skilda slag och inte att öka möjligheterna för enskilda skadeståndsanspråk.²⁸

Eftersom civilrättsliga skadeståndprocesser rörande felaktig eller bristfällig informationsgivning som förs i USA är baserade på rule 10b-5 (som utgör en ”implied remedy”) åligger det domstolarna att formulera de närmare förutsättningarna för ansvar.²⁹ Detta har inte skett utan svårigheter eftersom rule 10b-5 inskränker sig till att beskriva de förbjudna beteendena och säger ingenting om de närmare förutsättningarna för ansvar. De rekvisit som kommit att tillämpas har därför utvecklats i praxis, vilket i stort sett inneburit att traditionella skadeståndsrättsliga principer kommit att utgöra den teoretiska utgångspunkten.

För att den underförstådda rätten till enskilt skadestånd skall erkännas krävs formellt att följande fyra kriterier är uppfyllda:³⁰

1. Käranden måste tillhöra den grupp som lagstiftningen avsett att erbjuda ett särskilt skydd (for whose especial benefit the statute was enacted).³¹

²⁷ Exch Act Rel No 34–3230 May 21 (1942) 13 FR 8177. Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 22,725 och 1 Bromberg-Lowenfels (1989) § 2.2 (340).

²⁸ Se ovan kapitel 1 där den amerikanska regleringsideologins framväxt beskrivs.

²⁹ Hazen (1985) s 439. Notera särskilt Supreme Courts restriktiva hållning på senare år när det gäller att medge ”implied actions”. Det förefaller som om ”implied actions” företrädesvis medges av Supreme Court om kongressen vid en viss regels införande uttalat sådan avsikt.

³⁰ Detta förefaller gälla oberoende av vilken lagstiftning rätten härleds ur. Dessa kriterier brukar benämnas ”the four factor implication test” och formulerades ursprungligen av Supreme Court i *Cort v Ash* 422 US 66 (1975). Se även Hazen (1985) s 441–442.

³¹ Hazen hänvisar här till *Texas & Pacific R Co v Rigsby*, 241 US 33, 39, 36 S Ct 482, 484, 60 L Ed 874 (1916). Frågan blir alltså om den aktuella lagregeln skapar en federal rättighet till förmån för käranden. Hazen (1985) s 442 not 21.

2. Det måste finnas lagmotiv (a legislative intent) som indikerar att lagstiftaren avsett att tillskapa en underförstådd skadeståndsrätt.
3. Den underförstådda talerätten måste vara konsistent med den aktuella regelningens allmänna målsättning (overall thrust of the statute).
4. Tvisten inte rör rättsfrågor av sådant slag som vanligtvis faller under delstatlig lagstiftning.

Enligt Hazen har Supreme Court alltmer kommit att betona p 2, dvs lagmotivens betydelse, snarare än att tillämpa alla fyra kriterierna parallellt.³²

Trots att 10b-5 inte uttryckligen medger enskild talerätt har lägre domstolsinstanser sedan 1946 ansett att 10b-5 ger en sådan rätt för skadelidande investerare.³³ Denna underförstådda talerätt spred sig därefter och fick allt större betydelse. Först 1970 blev denna rätt föremål för prövning i Supreme Court.³⁴ Trots allt större restriktivitet från Supreme Court har den fortfarande stor betydelse.

På senare år har Supreme Court beskurit möjligheterna att använda den underförstådda talerätten enligt 10b-5. Flera förutsättningar måste vara för handen om denna rätt skall kunna åberopas, däribland följande:³⁵

1. Käranden måste vara antingen köpare eller säljare av de aktuella värdepapperen.³⁶
2. Det är inte tillräckligt att visa att svaranden varit vårdslös (negligent) utan uppsåt (scienter) måste styrkas.³⁷
3. Svarandens handlande måste vara bedrägligt (fraudulent/deceptive).³⁸

Det finns enligt Hazen flera skäl till 10b-5:s dominerande ställning. Det är bl a jämförelsevis enkelt att erhålla federal jurisdiktion. Det enda som krävs är att transaktionen skett över statsgränserna, t ex genom ett telefonsamtal.³⁹ En annan fördel med 10b-5 är att den är kumulativ i förhållande till flera andra sanktionsregler i Securities Acts.⁴⁰

³² Hazen (1985) s 442.

³³ *Kardon v National Gypsum Co* 69 FSupp 512 (ED Pa 1946).

³⁴ *Superintendent of Insurance v Bankers Life & Casualty Co* [1969–1970 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 92,423.

³⁵ Se även de rättsfall som anges av Hazen (1985) s 448 not 25–27.

³⁶ *Blue Chip Stamps v Manor Drug Stores* [1974–1975 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 95,200. Detta fall bekräftade *Birnbaum v Newport Steel Corp* 193 F2d 461 (2d Cir) cert denied 343 US 956 (1952) där dessa kriterier för första gången tillämpades.

³⁷ *Ernst & Ernst v Hochfelder* [1975–1976 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 95,479.

³⁸ *Santa Fe Indus Inc v Green* [1975–1976 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 95,914.

³⁹ Hazen (1985) s 449.

⁴⁰ A a s 450–457.

Även om den nuvarande tillämpningen av rule 10b-5 har sina historiska rötter i common law, representerar den nutida tillämpningen en rättslig utveckling som i sitt nuvarande stadium inte har särskilt mycket gemensamt med den traditionella analysen av skadeståndsansvaret för bristfällig informationsgivning. Enligt uttalanden i amerikansk praxis måste dessutom skadeståndsanspråk som framställs på grundval av rule 10b-5 generellt sett särskiljas från anspråk enligt common law rörande "deceit" och "misrepresentation".⁴¹ Istället är den möjlighet som 10b-5 erbjuder att betrakta som en utvidgning av det skydd placerare normalt erhåller enligt common law trots att konsekvensen blir en avsevärd breddning av kretsen skadelidande.⁴²

Vid talan om enskilt skadeståndsanspråk enligt rule 10b-5 måste käranden normalt visa:⁴³

1. Att den offentliggjorda informationen var
 - (a) ofullständig eller
 - (b) felaktig.
2. Att dessa bristfälligheter var av väsentlig betydelse.
3. Att käranden fäste direkt tillit härtill.
4. Att det förelåg kausalitet mellan bristfällig uppgift och skada.
5. Graden av uppsåt hos svaranden.
6. Att käranden lidit en ekonomisk förlust.

Trots ett synnerligen rikhaltigt rättsfallsmaterial, som vuxit fram under närmare 50 års tillämpning, kvarstår fortfarande många frågetecken rörande tillämpningen av rule 10b-5. Hur väsentlighet skall definieras är fortfarande oklart, graden av oaktsamhet svävar mellan direkt uppsåt (scienter), grov vårdslöshet (recklessness) till vårdslöshet (negligence) osv.⁴⁴

⁴¹ *Blue Chip Stamps v Manor Drug Stores* [1974–1975 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 95,200. Här diskuterade domstolen ingående förhållandet mellan värdepapperslagstiftningen och common law. Man avvisade här vad som ibland kommit att kallas "the floodgates argument" som formulerades av Cardozo i *Ultramares Corp v Touche*, 255 NY 170, 174 NE 441 (1931). För denna diskussion hänvisas till kapitel 12.2.2. Jfr även Kleinman (1987) s 377 som förordrar begränsningar i linje med Cardozo J på aktiemarknaden.

⁴² *Herman & MacLean v Huddleston* [1982–1983 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 99,058; Note 88 *Harv L Rev* (1975) s 585.

⁴³ *Ross v Bank South, N A* [1989–1990 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 94,730 s 93,929. *Implied private actions* behandlas från materiellt-rättsliga utgångspunkter. Läsaren bör därför notera att det kan finnas processuella problem i detta sammanhang som jag förbisett.

⁴⁴ Hazen (1985) s 449.

9.2.1 Väsentlighet

För att vara berättigad till skadestånd måste en placerare visa att den information som påstås ha förtigits eller som trots bristfälligheter offentliggjorts också var väsentlig. Det måste framstå som i någon mening berättigat att vidta, eller avstå från att vidta, en åtgärd på grundval av den aktuella uppgiften.

Att amerikanska domstolar tillämpar ett väsentlighetsrekvisit i skadestandsprocesser rörande bristfällig informationsgivning följer som regel direkt av ansvarsreglernas text. I SA 1933, sect 11(a) stadgas t ex följande rörande ansvaret för innehållet i ett s k registration statement:

“In case any part of the registration statement, when such part became effective, contained an untrue statement of a material fact or omitted to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading . . .”⁴⁵

Ansvarsreglerna i samband med fullmaktsinsamling (proxy-rules) och annan information som börsbolag skall offentliggöra har samma principiella inriktning med väsentlighet som ett centralt rekvisit. Även SEC Rule 10b-5 (b) innehåller ett väsentlighetsrekvisit.

I amerikansk praxis finns en synnerligen rikhaltig flora av domar som bl a berör väsentlighetsfrågan.⁴⁶ Domstolarna undersöker som regel betydelsen av den bristfälliga informationen (felet respektive förtigandet) från investerarperspektiv. I *TSC Industries v Northway Inc* uttalade Supreme Court att väsentlighetsrekvisitet förutsätter en förändring i den sammansättning av data som fanns tillgängliga vid en viss tidpunkt.⁴⁷ Domstolen slog fast att väsentlighetsprövningen avser att objektivet bestämma vilken betydelse en felaktig eller förtigen uppgift sannolikt har för en “reasonable shareholder”. Frågan gällde hur säker man måste vara på att en viss uppgift verkligen haft en sådan inverkan.

⁴⁵ För en kortfattad beskrivning av registreringsförfarandet t ex inför en nyemission se Hobér (1988) s 13.

⁴⁶ Samtidigt måste det återigen understrykas att bilden är synnerligen svåröverskådlig och att sammanfatta amerikansk praxis tillämpning av väsentlighetsrekvisitet låter sig inte göras inom ramen för ett arbete av detta slag. Den mest utförliga (i betydelsen detaljrika) beskrivningen jag stött på finns i Bromberg-Lowenfels.

⁴⁷ [1976–1977 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 95,615. Målet rörde bristfälligheter (förtigande) ifråga om redovisningen av ägarförhållandena i TSC i samband med insamling av rösträttsfullmakter, dvs tillämpningen av § 14a-9 i SEA 1934.

Följande formulering användes av Supreme Court:

“What the standard does contemplate is a showing of a substantial likelihood that, under all the circumstances, the omitted fact would have assumed actual significance in the deliberations of the reasonable shareholder. Put another way, there must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having altered the “total mix” of information made available.”⁴⁸

I *Basic Inc v Levinson* vidhöll Supreme Court uttryckligen den definition av väsentlighet man tidigare givit i *TSC Industries*.⁴⁹ Detta är därför förmodligen det närmaste man kan komma i försöken att ge en kortfattad beskrivning av det amerikanska rättsläget (om man bortser från de fall som tillämpat teorin om marknadsbedrägeri).⁵⁰ Samma väsentlighetsrekvisit har alltså uttryckligen använts vid tillämpningen av såväl SEC rule 10b-5 som § 14a-9 i Exchange Act.

Uttalanden och formuleringar av detta slag ger emellertid bara begränsad ledning när det gäller att *in casu* avgöra om en viss uppgift är väsentlig eller ej.⁵¹ I amerikansk praxis har också tillämpningsproblemen varit och är fortfarande mycket stora.

Bortsett från modeller av typen “I know it when I see it test”, dvs en intuitiv bedömning i efterhand av i målet presenterade fakta, erbjuds egentligen inga metoder för att lösa väsentlighetsproblematiken inom ramen för en skadeståndsprocess. Vidare framförs ofta den kritiken att definitioner av väsentlighet som regel betonar kvantitet snarare än kvalitet och historiska fakta framför prognoser och liknande “mjukdata”.⁵²

9.2.2 Tillit som orsaksrekvisit

Den traditionella tolkningen av tillitskravet vid tillämpningen av rule 10b-5 har sina rötter i common law och är närmast anpassad till en situation där någon mottar information direkt från en motpart.⁵³ Lyckas mottagaren av

⁴⁸ *TSC Indus Inc v Northway Inc* [1976–1977 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 95,615.

⁴⁹ *Basic Inc v Levinson* [1987–1988 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,645; *TSC Indus Inc v Northway Inc* [1976–1977 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 95,615.

⁵⁰ För en sammanfattning av amerikansk praxis, se Jennings-Marsh (1987) s 1251 ff.

⁵¹ Fischel 38 *Bus Law* (1982) s 9

⁵² Kripke (1979) s 18–20; Loss-Seligman (1989) s 569 not 139 ger ytterligare hänvisningar till den amerikanska debatten i frågan.

⁵³ Se ovan kapitel 1.

information styrka direkt tillit (direct reliance) till den felaktiga eller bristfälliga informationsgivningen i processer rörande bedrägeri (fraud) eller svek (deceit) är det från rättslig utgångspunkt klarlagt att skadan vållades av uppgiftslämnarens beteende, dvs orsakssambandet är styrkt.⁵⁴ Tillitskravet anses förhindra att rule 10b-5 blir "a scheme of investors' insurance".⁵⁵ Avsikten är att undvika en ansvarsförskjutning från placerare till de uppgiftsskyldiga bolagen.

Om tillitskravet fungerar väl när det gäller direkttransaktioner fungerar det sämre i en marknadscontext. Visserligen kan det uppställas ett krav på direkt befogad tillit också i samband med placeringar på aktiemarknaden, men med tanke på mängden information, det resurs- och kompetensbehov som krävs för att tolka de offentliggjorda uppgifterna osv, blir konsekvensen i de flesta fall skadeståndsrättslig immunitet för den som sprider bristfälliga uppgifter.

Detta är särskilt tydligt i förtigandefallen eftersom det blir en rent hypotetisk fråga huruvida den skadelidande skulle agerat annorlunda om han känt till den förtigna informationen.⁵⁶ Beviskravet blir närmast av den arten att käranden måste styrka antitesen av den förtigna uppgiften och att tillit till denna var avgörande för hans placeringsbeslut.⁵⁷ Den enda till buds stående möjligheten är att någon form av indirekt bevisning accepteras. En skadelidande kan tex visa att hans handlande förefaller orimligt om han haft kännedom om de förtigna uppgifterna. Detta vore dock detsamma som att basera tillitsprövningen på frågan om de förtigna uppgifternas hypotetiska väsentlighet, vilket skall bli föremål för en självständig prövning enligt rule 10b-5.⁵⁸ Eftersom väsentlighet inte alltid sammanfaller med tillit kan detta leda till överkompensation. Denna risk förefaller dock vara mindre än mot-

⁵⁴ *Finkel v Docutell/Olivetti Corp* [1987 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,281 s 96,395; *Dupuy v Dupuy* [1977–1978 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 96,048; *Lipton v Documentation Inc* [1984 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 91,535.

⁵⁵ *List v Fashion Park Inc* [1964–1966 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 91,467; *Dupuy v Dupuy* [1977–1978 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 96,048.

⁵⁶ Se *List v Fashion Park Inc* [1964–1966 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 91,467.

⁵⁷ Om bolag A förtiger att man uppfunnit ett nytt läkemedel måste käranden styrka att han agerat annorlunda om han känt till dessa fakta. Skall tillitskravet användas som orsaksrekvisit betyder det att käranden måste styrka att hans tillit baserades på det faktum att bolaget inte uppfunnit något läkemedel. Jennings-Marsh (1987) s 1277; Lynn 50 *Geo Wash L Rev* (1982) s 635.

⁵⁸ Konsekvensen blir alltså att tillitskravet överges.

svarande risk för underkompensation om tillitskravet upprätthålls i sin traditionella form.⁵⁹

Man kan också ställa frågan om skadeståndsskyldighet kan följa på passivitet. Huvudregeln i amerikansk skadeståndsrätt förefaller alltjämt vara att så inte är fallet. Det finns en lång rad undantag, där det mest uppenbara är att den som offentliggör upplysningar måste göra det på ett sådant sätt att mottagarna inte blir vilseledda. Ett annat undantag innebär att den som offentliggör upplysningar och sedan får kännedom om nya data som gör de äldre vilseledande, i allmänhet är skyldig att vidta en korrigering.⁶⁰ Det kan också märkas en tendens i amerikansk rätt att ålägga en uppgiftsskyldighet när omständigheterna i övrigt är så beskaffade att ett förtigande skulle strida mot den skyldighet som normalt får anses åligga "the ordinary ethical person", dvs *bonus pater familias* enligt culpa-terminologin.⁶¹

I *List v Fashion Park* undersökte domstolen om käranden skulle handlat annorlunda om svaret offentliggjort de förtigna uppgifterna ("whether the plaintiff would have been influenced to act differently than he did act if the defendant had disclosed to him the undisclosed fact").⁶² Den metod som tillämpades är inte särskilt stringent och även här blir konsekvensen att käranden måste göra sannolikt att han skulle handlat på ett annat sätt om han känt till den förtigna uppgiften. I jämförelse med kravet på direkt befogad tillit är det naturligtvis en lättnad, men fortfarande blir bedömningen högst subjektiv och glider lätt över i en väsentlighetsbedömning.

Ett genombrott för en ny syn på tillitsproblematiken kom som redan antytts med ett avgörande i Supreme Court, *Affiliated Ute Citizens v United States*.⁶³ Här lindrades beviskraven rörande orsakssambandet högst avsevärt och det slogs fast att direkt befogad tillit överhuvudtaget inte krävs om det istället kan styrkas att de förtigna uppgifterna var väsentliga som placeringsunderlag. Supreme Court formulerade detta på följande sätt:

"Under the circumstances of this case, involving primarily a failure to disclose, positive proof of reliance is not a prerequisite to recovery. All that is necessary is that the facts withheld be material in the sense that a reasonable investor might have considered them important in the making of this decision. [See . . .] This

⁵⁹ Note 88 *Harv L Rev* (1975) s 591.

⁶⁰ *Prosser and Keeton on Torts* (1984) s 738.

⁶¹ A a s 739

⁶² *List v Fashion Park Inc* [1964–1966 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 91,467.

⁶³ [1971–1972 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,443.

obligation to disclose and this withholding of material fact establish the requisite element of causation in fact.”⁶⁴

Det är oklart om frasen “all that is necessary” innebär att bevisning rörande väsentlighet (a) befriar käranden från skyldigheten att styrka direkt tillit, eller om effekten blir att (b) frågan om orsakssambandet löses på detta sätt.⁶⁵ Den ståndpunkt som Supreme Court intog i *Ute* innebär sannolikt att orsakssambandet mellan förtigande och skada presumeras om väsentlighet kan styrkas. Eftersom styrkt väsentlighet därigenom skapar en presumtion rörande tillit, som det åligger svaranden att motbevisa, blir den centrala frågan i förtigandefall huruvida de aktuella uppgifterna var väsentliga eller inte. Längre än så sträcker sig egentligen inte Supreme Court.

Det är främst genom avgöranden i de lägre instanserna som den av Supreme Court införda tillitspresumtionen utsträckts till att också gälla på anonyma marknader och därmed kommer att utgöra en byggsten i den rättsliga utvecklingen rörande teorin om marknadsbedrägeri. På sätt och vis kan man påstå att tillämpningen av teorin om marknadsbedrägeri innebär den mest vidsträckta tolkningen som hittills förekommit av den presumtion Supreme Court skapade genom *Ute*.

9.2.3 Graden av uppsåt

Ett av de mer problematiska områdena i skadestånds- och bedrägerirättegångar är ställningstagandet till de mentala processer hos parterna som i förening lett fram till skadan, samt hur bevisning i dessa avseenden skall föras. Svårigheterna är särskilt accentuerade i förhållande till svaranden. Frågan i detta sammanhang är vilken grad av uppsåt som måste styrkas för att skadestånd skall medges enligt rule 10b-5. Det torde vara allmänt accepterat att total avsaknad av uppsåt samt vanlig vårdslöshet (negligence) på den påstått skadevållandes sida inte är tillräckligt för att en förment skadelidande skall erhålla skadestånd. Samtidigt utgör den form av direkt uppsåt som uppställs i common law ett allt för strängt krav.⁶⁶

⁶⁴ A a ¶ 93,443 s 92,189.

⁶⁵ Note 88 *Harv L Rev* (1975) s 598.

⁶⁶ Sedan *Pasley v Freeman* (1789) 3 TR 51, har det varit en regel i common law att A är skadeståndsansvarig gentemot B om han med direkt (knowingly) eller eventuellt uppsåt (recklessly) givit B felaktig information med syftet att B skall företa en rättshandling baserad på denna upplysning, samt att B också företar denna handling. Detta betecknas i common law som “the

→

Efter mer än tjugo års oklarhet rörande vilken grad av uppsåt som egentligen krävs, slog Supreme Court i *Ernst & Ernst v Hochfelder*⁶⁷ fast att käranden måste styrka "scienter"⁶⁸ hos svaranden i s k securities fraud cases. Detta ställningstagande fattades efter resonemang kring SEA 1934 § 10 (b), särskilt med avseende på regelns giltighetsområde, lagstiftarens motiv för införandet och dess förhållande till andra sanktionsregler.

En slutsats man kan dra av domstolens argumentation är att tolkningen av de regler som SEC infört med stöd av § 10 (b) skall styras av samma ändamål och begränsningar som gäller för denna regel. Den normgivningsmakt som SEC erhållit genom § 10 (b) är ingen lagstiftningsmakt i ordets egentliga betydelse utan snarare en rätt att formulera regler som fullföljer lagstiftarens intentioner så som dessa uttrycks genom den regel som ger bemyndigandet.⁶⁹ Eftersom § 10 (b) beskriver olika beteenden (manipulation and deception) åsyftar detta enligt den gängse terminologin uppsåtliga handlingar,

tort of deceit" (eller "fraud"). Under lång tid var den åsikten rådande att det inte fanns något ansvar för vårdslös informationsgivning eftersom "a careless man is not a dishonest one" som det formulerades i *Derry v Peek* (1889) 14 App Cas 337. Principiellt innebar detta att det fanns en skyldighet att agera "honestly", men denna skyldighet sträckte sig inte så långt som till "a duty of care". Om ersättning krävdes för en förmögenhetsförlust orsakad av vårdslös informationsgivning förutsatte det ett kontraktsförhållande eller åtminstone ett förtroendeförhållande (fiduciary relationship) mellan parterna. Detta synsätt ändrades i engelsk rätt år 1964 genom *Hedley Byrne & Co Ltd v Heller & Partners Ltd* [1964] AC 465 där House of Lords menade att det i vissa fall åvilar uppgiftslämnare en aktsamhetsplikt (duty of care). Detta var dock ingen tillämpning av the tort of fraud eller deceit, som ju kräver någon form av uppsåt, utan snarare ett utvidgat negligence-ansvar. Se Fleming (1987) s 607; *Winfield and Jolowicz on Tort* (1986) s 261; 4 Bromberg-Lowenfels (1989) § 8.4 (501).

⁶⁷ [1975–1976 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 95,479 s 99,419.

⁶⁸ Termen *scienter* översätts här med *uppsåt*, vilket torde motsvara en ordagrann översättning från latinet. I Walker (1980) s 1107 ges synonymen *knowingly* under uppslagsordet *scienter*. I *Ernst & Ernst v Hochfelder* definieras *scienter* på följande sätt: "In this opinion the term "scienter" refers to a mental state embracing intent to deceive, manipulate, or defraud" [1975–1976 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 95,479. Enligt 4 Bromberg-Lowenfels (1989) § 8.4 (110) är ordets innebörd närmast följande: *intent to deceive, to mislead, to convey a false impression i kombination med a matter of belief, or of absence of belief, that the representation is true*. Den traditionella innebörden av begreppet sägs annars vara: *actual knowledge of falsity*, medan en "modern" variant istället föreslår: *defendant would or should have known of falsity had he used due care of investigation* (constructive knowledge). Se även Note 63 *Mich L Rev* (1965) s 1075.

⁶⁹ *Ernst & Ernst v Hochfelder* som citerar *Dixon v United States* 381 US 68, 74 (1965) som i sin tur citerar *Manhattan General Equipment Co v Commissioner* 297 US 129, 134 (1936).

varför slutsatsen måste bli att även rule 10b-5 får anses resa ett krav på "scierter".

Ernst & Ernst v Hochfelder ger ingen ledning för hur detta rekvisit skall utformas eller om vårdslöshet i något fall relaterat till § 10 (b) är tillräckligt:

"In certain areas of the law recklessness is considered to be a form of intentional conduct for purposes of imposing liability for some act. We need not address here the question whether, in some circumstances, reckless behavior is sufficient for civil liability under § 10 (b) and Rule 10b-5."^{69a}

Trots att frågan om "scierter" alltså fortfarande till viss del framstår som olöst hos Supreme Court, medger lägre instanser i vissa fall skadestånd då det bara föreligger vad som närmast kan betecknas som grov vårdslöshet. Gränsdragningen mellan dessa två former av vårdslöshet kan i praktiken vara svår. Problemet är att bedömningen kan tendera att närma sig krav på vårdslöshet, dvs en lindring i jämförelse med "scierter", vilket får uppfattas strida mot de höga krav Supreme Court antydde i *Ernst & Ernst v Hochfelder*.

9.3 Presumerad tillit på aktiemarknaden

Inledning

Som påpekats är syftet med att uppställa ett tillitskrav i skadeståndsprocesser rörande bristfällig informationsgivning att ursakssambandet mellan svarandens *beteende* och kärandens *handlande* som i sin tur åsamkade honom en *förlust* skall styrkas.⁷⁰ Om domstolarna skall göra den skadeståndsrättsliga bedömningen på grundval av den traditionella modellen för placeringsbeteende, är det rimligt att kräva direkt tillit. Skall avsteg göras från denna utgångspunkt måste valet av en ny eller modifierad tillitsgrund ges en fullgod motivering.⁷¹ En möjlighet är att låta rättspolitiska skäl fälla avgörandet rörande bevisbördans placering, eller acceptera de forskningsrön som skänker införandet av en tillitspresumtion empirisk validitet.⁷²

^{69a} [1975–1976 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 95,479 s 99,416 not 12.

⁷⁰ Presumtioner tjänar vanligen syftet att underlätta domstolens bevisvärdering i de fall direkt bevisning av olika skäl är förenad med betydande svårigheter. Se *Basic Inc v Levinson* [1987–1988 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,650 s 97,950.

⁷¹ Note 95 *Harv L Rev* (1982) s 1153.

⁷² *In Re LTV Securities Litigation* [1980 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 97,605 s 98,231.

omfattning och innebörd. Portalfallet är *Affiliated Ute Citizens v United States* där domstolen gjorde avsteg från den etablerade kausalitetsformeln och istället presumerade tillit.⁷³ Supreme Court ansåg att direkt tillit var överflödigt när (a) det fanns en skyldighet att offentliggöra den förtigna informationen och (b) denna var att anse som väsentlig.

Efter *Affiliated Ute* har den rättsliga utvecklingen gått mot en alltmer vidsträckt tillämpning av tillitspresumtioner, de s k *market fraud cases*. Den mest långtgående tillämpningen innebär att en presumtion också tillgrips när det t ex är fråga om offentliggörande av felaktig information på en anonym marknad.⁷⁴ Den omkastning av bevisbördan som tillämpningen av en presumtion innebär kan motiveras genom att anföra rättviseskäl, genom hänvisning till lagstiftningens ändamål, processekonomiska överväganden osv.⁷⁵

Kärnfrågan i marknadsbedrägerifallen är om aktiekursen varit under påverkan av bristfällig informationsgivning (fel eller förtigande) eller ej. Om så varit fallet har den som kan styrka köp eller försäljning under den period som priset var artificiellt också lidit en förlust.

9.3.1 Marknadsbedrägeri och grupptalan

Teorin om marknadsbedrägeri har utarbetats i samband med att grupptalan riktats mot bolag eller bolagsfunktionärer för påstått offentliggörande av felaktig information eller förtigande av väsentliga uppgifter.⁷⁶ Gruppen "skadelidande" utgörs av alla som köpte och sålde under den period priset var under påverkan av den bristfälliga informationen.⁷⁷

Prövningen av frågan om en tvist kan utformas som en grupptalan innebär i praktiken ett preliminärt ställningstagande till huruvida tillämp-

⁷³ [1971–1972 *Transfer Binder*] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,443.

⁷⁴ Note 95 *Harv L Rev* (1982) s 1146.

⁷⁵ *Basic Inc v Levinson* [1987–1988 *Transfer Binder*] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,645.

⁷⁶ Jfr 4 Bromberg-Lowenfels (1989) § 8.6 (600), som skiljer mellan *fraud on the market theory* och *fraud to enter the market theory*. Denna distinktion är för avhandlingens vidkommande onödigt subtil. Den första är i vart fall hänförlig till sekundärmarknaden och den sistnämnda till primärmarknaden.

⁷⁷ Termen *marknadsbedrägeri* konnoterar närmast en form av bedrägeri som berör alla marknadsaktörer som företog transaktioner under den tidsperiod varunder aktiekursen var missvisande p g a förekomsten av felaktig information eller p g a att någon med uppgiftsskyldighet förtigt väsentliga data.

ningen av teorin om marknadsbedrägeri kan ske. Det vore nämligen högst opraktiskt att medge grupptalan om inte en tillitspresumtion också avses bli tillämplad. Om en individualiserad tillitsprövning skulle genomföras innebär det följdriktigt ett avskärande av möjligheten av grupptalan.⁷⁸

I *Basic Inc v Levinson* motiverade Supreme Court sin tillämpning av teorin om marknadsbedrägeri bl a med att möjligheterna till grupptalan annars vore förlorade.⁷⁹ I sin tur är detta en naturlig följd av domstolens beskrivning och analys av marknadens funktionssätt, som innebär att ett stort antal placerare samtidigt och på ett likartat sätt påverkas negativt av bristfällig informationsgivning.⁸⁰ Att motiven för att acceptera teorierna är mångfacetterade märks i domstolens argumentation varför grupptalan skall medges:

“Requiring proof of individualized reliance from each member of the proposed plaintiff class effectively would have prevented respondents from proceeding with a class action, since individual issues then would have overwhelmed the common ones. The District court found that the presumption of reliance created by the fraud-on-the-market theory provided ‘a practical resolution to the problem of balancing the substantive requirement of proof of reliance in securities cases against the procedural requisites of [Fed. Rule Civ. Proc.] 23’.”^{80a}

Processuella regler och förutsättningar får således antas ha ökat domstolarnas benägenhet att acceptera teorin om marknadsbedrägeri. Här erbjuds nämligen en möjlighet att bedöma dessa komplicerade tvister på ett processekonomiskt gynnsamt sätt.

9.3.2 *Beroendet av ekonomiska forskningsrön*

Den etablerade metoden för bedömning av anspråk till följd av bristfällig informationsgivning i amerikansk rätt är förhållandevis väl anpassad till de modeller för placeringsbeslut och marknadens funktionssätt i allmänhet som informationsdoktrinen är baserad på. Lagstiftning och rättstillämpning vilar alltså på målsättningen att regleringen skall skapa likartade (eller t o m identiska) förutsättningar för alla aktörer på marknaden (equal opportunity).⁸¹

⁷⁸ I Fed Rule Civ Proc 23 (b) (3) sägs uttryckligen att allmänna och för gruppen gemensamma frågor rörande fakta och gällande rätt måste dominera framför frågor hänförliga till enskilda skadelidande. Se Lindblom (1989).

⁷⁹ *Basic Inc v Levinson* [1987–1988 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,645.

⁸⁰ 4 Bromberg-Lowenfels (1989) § 8.6 (624).

^{80a} *Basic Inc v Levinson* [1987–1988 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,645 s 97,949.

⁸¹ Se kap 1 ovan.

Förespråkare för denna syn på informationsspridning och placeringsbeteende medger vanligtvis att informationsregler inte är ett tillräckligt instrument för att förverkliga dessa mål.⁸² Bristfälligheter finns och de kan t ex bero på dålig distribution av prospekthandlingar, att informationsvolymen är för stor, att utbudet och utformningen av information inte motsvarar placerarnas behov och önskemål osv. Dessa brister ses emellertid generellt sett som överkomliga i ett annars väl fungerande system och ett betydelsefullt antagande är att de kan korrigeras genom fler och bättre regleringar. När även dessa reformer genomförts får alla aktörer än bättre möjligheter att fatta välinformerade placeringsbeslut.⁸³

Informationsdoktrinen har under de senaste decennierna varit föremål för omfattande kritik och alternativa synsätt på marknadens funktionssätt och placerarnas beteende har presenterats. Följande två antaganden – som båda har sin grund i ekonomisk teori och empiri – utgör hörnstenarna i denna kritik.⁸⁴

1. Att marknadspriset återspeglar all tillgänglig information, dvs ett accepterande av de ekonomiska teorierna om effektiva marknader.
2. Den genomsnittlige placeraren behöver inte tillgång till all tillgänglig information för att kunna fatta väl avvägda placeringsbeslut utan aktiekurserna är tillräckliga, dvs ett accepterande av marknadsmodellen för placeringsbeteende.

En stor mängd empiriska undersökningar har företagits som tydligt visar att ny information diskonteras i marknadspriset omedelbart i samband med offentliggörandet (p 1 ovan). På en fungerande aktiemarknad sker en fortlöpande bearbetning av all tillgänglig information och en tillfredsställande approximation av värdet på en viss aktie är vid varje tidpunkt aktiekursen.

När marknaden fungerar på detta sätt saknas det anledning att kräva av varje investerare att han skall fullgöra samma informationsbearbetande funktion. Den som företar en placering har i stället goda skäl för att lita på att all information är diskonterad i priset. Oavsett om han kände till det eller ej fäste han då också tilltro till alla bristfälligheter. Med andra ord är alla som förlitade sig på kursen under den period priset var artificiellt också vilseledda. Ur skadeståndsrättslig synvinkel är detta ett centralt påstående eftersom det

⁸² Se för en diskussion om detta Loss-Seligman (1989) s 171–225 med hänvisningar.

⁸³ Se Fischel 69 *Cal L Rev* (1982) s 2–3.

⁸⁴ I kapitel 2 ovan beskrevs de mer utförligt än vad fallet kommer att bli här.

medger den förenklade bedömning av orsakssambandet som är innebörden i teorin om marknadsbedrägeri.⁸⁵

En annan form av kritik som också den bygger på empiriska undersökningar visar att placerare överhuvudtaget inte studerar den offentliggjorda informationen (p 2 ovan).⁸⁶ Förklaringen är att de ofta saknar erforderlig kompetens. Denna typ av analyser är dessutom bara meningsfull om investeraren därigenom kan identifiera under- eller övervärderade aktier snabbara och bättre än andra aktörer på marknaden. Om prisbildningen på en aktiemarknad uppfyller elementära krav på effektivitet för merparten av de noterade aktierna kommer priserna i de flesta fall att återspegla all tillgänglig information om dessa värdepapper redan vid den tidpunkt den genomsnittlige placeraren får kännedom om den aktuella informationen.⁸⁷ Eftersom priset då är informationsbärande, saknas för majoriteten av placerare incitament att studera annan information än priserna. Denna syn på aktiemarknaden har benämnts marknadsmodellen för placeringsbeteende.⁸⁸

Att särskilt det amerikanska juristsamhället haft benägenhet att acceptera teorin om effektiva marknader (p 1 ovan) och marknadsmodellen för placeringsbeteende (p 2 ovan) och låta den syn på marknaden som lagmotiven förutsätter (informationsdoktrinen) förändras, är kanske ägnat att förvåna och det har heller inte passerat utan kritik och mer eller mindre allvarliga missförstånd. Domstolarnas tillämpningar är t ex ofta disparata och tycks ibland dölja långtgående rättspolitiska ambitioner.⁸⁹ I *Basic Inc v Levinson* kritiserade t ex minoriteten majoritetens beredvillighet att acceptera ekonomisk teori som domstolarna i stort sett saknar kompetens att bedöma värdet av och som bland ekonomer kanske inte är oomstridd.⁹⁰ Å andra sidan argumenterade majoriteten för att den tillämpade tillitspresumtionen hade stöd i lagmotiven och inte var slutgiltigt beroende av relevansen hos de ekonomiska teorier som varit idégivande:

⁸⁵ Se sammanfattningen i *Peil et al v Speiser et al* [1986–1987 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,006 s 94,942.

⁸⁶ Bohlin, Kripke, m fl.

⁸⁷ Notera att det inte går att uttala sig om hela marknadens effektivitet utan att graden av effektivitet kan skifta mellan olika aktier. Det finns förmodligen ett samband mellan hur aktiv handeln är i ett visst värdepapper och hur effektiv prisbildningen är.

⁸⁸ Se kap 2.

⁸⁹ Gilson-Kraakman 70 *Va L Rev* (1984) s 550.

⁹⁰ *Basic Inc v Levinson* [1987–1988 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,645 s 97,953.

“The presumption of reliance employed in this case is consistent with, and, by facilitating Rule 10b-5 litigation, supports the congressional policy embodied in the 1934 Act. In drafting that Act, Congress expressly relied on the premise that securities markets are affected by information, and enacted legislation to facilitate an investor’s reliance on the integrity of those markets[.]”⁹¹

I *Basic* hänvisar Supreme Court också indirekt till empiriska undersökningar som bekräftade kongressens antagande att marknadspriset på en väl utvecklad värdepappersmarknad återspeglar all offentliggjord information och därmed också alla väsentliga felaktigheter och förtiganden.⁹² Det är emellertid inte fråga om att domstolen fullt ut accepterar de empiriska undersökningar som utvecklats i ekonomisk teori på detta område. Explicit accepteras egentligen bara sambandet mellan prisbildning och information, samt att de professionella analytikerna beaktar all offentliggjord information:

“We need not determine by adjudication what economists and social scientists have debated through the use of sophisticated statistical analysis and the application of economic theory. For purposes of accepting the presumption of reliance in this case, we need only believe that market professionals generally consider most publicly announced material statements about companies, thereby affecting market prices.”⁹³

Detta ställningstagande strider dock mot den vedertagna tolkningen av ändamålet med informationsreglerna i Securities Acts. Att informationsgivningen skall styras av idéer om equal opportunity synes domstolen inte beakta.

9.3.3 Marknadsmässiga förutsättningar

I argumentationen för eller mot tillämpningen av teorin om marknadsbedrägeri poängteras särskilt betydelsen av marknadsens beskaffenhet.⁹⁴ Den tillitspresumtion som *ex* tillämpades i *Blackie v Barrack* förutsätter en fungerande aktiemarknad.⁹⁵ Domstolen (US Appeals Court, 9th Cir) argumente-

⁹¹ A a s 97,950. Citeras (dock ej korrekt återgivet) även i 4 Bromberg-Lowenfels (1989) § 8.6 (624). Tydligen ansåg domstolen att de rättspolitiska skälen ensamma var tillräckligt starka för att acceptera en tillitspresumtion.

⁹² *Basic Inc v Levinson* [1987–1988 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,645 s 97,950 (fotnot utelämnad i citatet).

⁹³ A a s 97,950 not 24.

⁹⁴ Note 95 *Harv L Rev* (1982) s 1154–1158.

⁹⁵ *Blackie v Barrack* [1975–1976 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 95,312.

rade på följande sätt. När bristfällig informationsgivning åstadkommer tillräckligt mycket handel för att påverka priset är orsakssambandet styrkt genom att de skadelidande kan styrka att de företagit en rättshandling under den period som kursen var under påverkan av den bristfälliga informationen. Ett grundantagande i detta och efterföljande avgöranden är att marknadspriset reagerar på ny information rörande de värdepapper som konstituerar marknaden. Det är vissa aktörers tillit till felaktig information som influerar prisbildningen, med följd att alla placerare påverkas oberoende av om de tagit del av den felaktiga informationen eller inte. Begreppsligt är alltså *direkt tillit till den felaktiga informationen* omöjlig att skilja från *direkt tillit till marknadspriset* så snart de marknadsmässiga förutsättningarna är för handen.⁹⁶

Teorin om marknadsbedrägeri kan alltså bara tillämpas om vissa marknadsmässiga förutsättningar är uppfyllda. Exempel på sådana krav, hämtade från domskälen i *Basic*, är att den aktuella marknaden är "öppen och utvecklad" (open and developed), "väl utvecklad" (well developed) eller "effektiv" (efficient).⁹⁷ Domstolarna definierar inte dessa termer. Inte heller påstås att tillämpningen av teorin förutsätter att marknaden uppfyller dessa krav, även om detta förefaller vara avsikten eftersom den terminologi som vanligtvis används också återfinns i teorin om effektiva marknader. Bromberg-Lowenfels definierar termerna på ungefär följande sätt:⁹⁸

1. En *öppen marknad* är tillgänglig för alla som önskar köpa eller sälja. Det får därför inte finnas omfattande restriktioner rörande förvärv av noterade värdepapper, t ex hembudsklausuler e dyl.
2. En *utvecklad marknad* är vad som i detta arbete benämns en sekundärmarknad i utelöpande värdepapper. Den kännetecknas av kontinuitet tillsammans med hög likviditet, dvs marknaden kan utnyttjas för att omsätta större aktieposter till ett på förhand beräknat pris. Detta förutsätter hög aktivitet samt att information rörande prisutvecklingen (kurslistor) är lättillgängliga.
3. En *effektiv marknad* diskonterar omedelbart ny information i priserna.

Termerna är kumulativa i den meningen att en *utvecklad* marknad alltid också är *öppen* och en *effektiv* marknad får förutsättas vara *utvecklad*.

Principiellt sett är det således aktiemarknadens sekundärmarknadssegment som i första hand kan ifrågakomma när teorin om marknadsbedrägeri skall tillämpas. Prisbildningen på primärmarknaden är visserligen en åter-

⁹⁶ *In re LTV Securities Litigation* [1980 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 97,605.

⁹⁷ *Basic Inc v Levinson* [1987–1988 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,645 passim.

⁹⁸ 4 Bromberg-Lowenfels (1989) § 8.6 (635).

spegling av all tillgänglig information om det bolag som låter introducera sina aktier men samtidigt är det mer fråga om att bestämma emissionskursen till ett belopp som gör att aktieteckningen får den avsedda omfattningen. Det är därför inte fråga om en marknadsvärdering i här använd mening.

Eftersom emissionskursen trots allt är uttryck för en omsorgsfull värdering, kan tillämpningen av en tillitspresumtion lika fullt vara befogad också här. En domstol måste då undersöka om tilliten till den värderingsprocess som ingår i fastställandet av emissions- respektive introduktionskursen i allmänhet är berättigad på samma sätt som tilliten till marknadens prisbildningsfunktion är berättigad med stöd av ekonomisk teori.⁹⁹

Det är ej alla noterade aktier som är föremål för samma intensiva handel vilket innebär att inte alla börsnoterade aktier uppfyller de marknadsmässiga förutsättningarna för att teorin om marknadsbedrägeri skall kunna tillämpas. Utan att närmare motivera varför menar några författare att de aktier som inte omsätts med 2% eller mer per vecka inte uppfyller sådana krav.¹⁰⁰ Detta gränsvärde avskär merparten av alla utom de mest omsatta värdepapperen från tillämpning av teorin om marknadsbedrägeri.

9.3.4 Utvidgad tillämpning i en marknadskontext

Genom *Ute* lindrades beviskraven vid direkttransaktioner och styrkt väsentlighet skapade där en tillitspresumtion. I första hand inskränker sig denna presumtion, enligt domskälens ordalydelse, till förtigandefallen. Frågan är i vad mån en liknande presumtion bör tillämpas närhelst någon orsakar en kursstörning genom bristfällig information. Hur skall alltså tillitsrekvisitet tolkas i en marknadskontext?

I *Blackie v Barrack* uttalades att tillitskravet bara är ett annat sätt att visa ett orsakssamband, som i sin tur lika gärna kan uppnås genom att styrka väsentligheten hos de felaktiga uppgifterna.

“We think causation is adequately established in the impersonal stock exchange context by proof of purchase and of the materiality of misrepresentations, without direct proof of reliance. Materiality circumstantially establishes the reliance of

⁹⁹ Se Note 95 *Harv L Rev* (1982) s 1157.

¹⁰⁰ 4 *Bromberg-Lowenfels* (1989) § 8.6 (635).

some market traders and hence the inflation in the stock price – when the purchase is made the causal chain between defendant's conduct and plaintiff's loss is sufficiently established to make out a prima facie case.¹⁰¹

Domstolen godtog således en form av indirekt tillit till felaktigheten genom direkt tillit till marknadsens förmåga att diskontera all tillgänglig information:

“Here, we eliminate the requirement that plaintiffs prove reliance directly in this context because the requirement imposes an unreasonable and irrelevant evidentiary burden. A purchaser on the stock exchanges may be either unaware of a specific false representation, or may not directly rely on it; he may purchase because of a favorable price trend, price earnings ratio, or some other factor. Nevertheless, he relies generally on the supposition that the market price is validly set and that no unsuspected manipulation has artificially inflated the price, and thus indirectly on the truth of the representations underlying the stock price – whether he is aware of it or not, the price he pays reflects material misrepresentations.”¹⁰²

Domstolen tillämpade *Ute* synnerligen fritt när man på detta sätt extrapolerade principen att bevisning rörande direkt tillit är överflödigt när det ålägger käranden en “unreasonable evidentiary burden”. Det berättigade i denna tolkning av *Ute* förefaller emellertid Supreme Court bekräfta i *Basic Inc v Levinson*.¹⁰³

I *Basic* slog domstolen fast att tillitskravet är ett rekvisit i rule 10b-5 och att styrkt tillit uppfyller det erfordrade kravet på orsakssamband mellan svarandens sätt att informera och kärandens förlust.¹⁰⁴ Det finns mer än ett sätt att visa ett orsakssamband. I *Basic* hänvisades till *Ute*¹⁰⁵ och det sägs i det sammanhanget att Supreme Court genom *Ute* övergivit kravet på direkt tillit när en skyldighet att lämna väsentliga uppgifter överträtts. Orsakssambandet mellan skada och beteende skall därmed anses styrkt.¹⁰⁶

Eftersom transaktioner på de moderna värdepappersmarknaderna inte har mycket gemensamt med direkttransaktioner, måste också tolkningen av rule 10b-5 på ett eller annat sätt anpassas därefter. Marknaden står för en

¹⁰¹ *Blackie v Barrack* [1975–1976 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 95,312. Se även 4 Bromberg-Lowenfels (1989) § 8.6 (600).

¹⁰² *Blackie v Barrack* [1975–1976 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 95,312.

¹⁰³ *Basic Inc v Levinson* [1987–1988 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,645.

¹⁰⁴ A a s 97,949 (“...reliance is an element of a Rule 10b-5 cause of action.”).

¹⁰⁵ [1971–1972 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,443.

¹⁰⁶ *Basic Inc v Levinson* [1987–1988 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,645 s 97,949.

betydande del av den värderingsprocess som placerare vid direkttransaktioner själva måste genomföra. Marknaden utför således en betydande del av den värderingsprocess som vid direkttransaktioner måste utföras av den enskilde på grundval av den information hans motpart tillhandahåller.¹⁰⁷ Om placeraren inte förlitar sig på denna prisbildningsprocess finns det heller ingen tillit.¹⁰⁸ Det är denna syn på aktiemarknadens funktionssätt som domstolen i *Basic* lade till grund för sitt beslut. Man argumenterade också för att denna tolkning var förenlig med motiven för SEA 1934.

I *Basic* uttalade sig Supreme Court för första gången angående teorin om marknadsbedrägeri. Domstolen slog fast att det var tillbörligt för de lägre instanserna att tillämpa en tillitspresumtion med stöd av teorin om marknadsbedrägeri.¹⁰⁹ I *Basic* (där *Peil v Speiser* citerades) formulerades sambandet mellan teorin om marknadsbedrägeri och tillit på ett kärnfullt sätt:

“The fraud on the market theory is based on the hypothesis that, in an open and developed securities market, the price of a company’s stock is determined by the available material information regarding the company and its business. [See...] Misleading statements will therefore defraud purchasers of stock even if the purchasers do not directly rely on the misstatements. The misstatements may affect the price of the stock, and thus defraud purchasers who rely on the price as an indication of the stock’s value. By artificially inflating the price of the stock, the misrepresentations defraud purchasers who rely on the price as an indication of the stock’s value. The causal connection between the defendants’ fraud and the plaintiffs’ purchase of stock in such a case is no less significant than in a case of direct reliance on misrepresentations. In both cases, defendants’ fraudulent statements or omissions cause plaintiffs to purchase stock they would not have purchased absent defendants’ misstatements and/or omissions.”¹¹⁰

Innebörden är således att bristfällig information (X) vilseleder alla aktörer oberoende av om de tagit del av den eller ej. Orsaken är att X kan påverka priset om tillräckligt många placerare fäster tillit till den. Genom den kursstörande effekt X har, kommer även de som uteslutande förlitar sig på aktiekursernas relevans som värdemätare att bli vilseledda. Sådan tillit visas genom

¹⁰⁷ *In re LTV Securities Litigation* [1980 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 97,605 s 98,231. Citeras i *Basic Inc v Levinson* [1987–1988 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,645 s 97,950.

¹⁰⁸ *In re LTV Securities Litigation* [1980 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 97,605 s 98,231.

¹⁰⁹ En dominerande fråga i *Basic* var hur väsentlighetskravet skulle tolkas i samband med pågående förhandlingar av detta slag. Domstolen tillämpade ett mycket långtgående krav i detta avseende.

¹¹⁰ *Peil v Speiser* [1986–1987 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,006 s 94,942.

att transaktioner företagits under den period priset var under påverkan av X. För den skadelidande blir konsekvensen att han inte behöver styrka direkt tillit till X utan kan styrka orsakssambandet genom att visa att X var väsentlig.

Resonemanget är logiskt med tanke på att placerare kan antas fatta sina beslut på grundval av väsentlig information. Det tänkta orsakssambandet ser då ut på följande sätt: bristfällig distribution av väsentliga uppgifter influerar handeln med aktier, vilket i sin tur påverkar kurserna. Konsekvensen förefaller bli att käranden måste styrka att svarandens informationsgivning var bristfällig, antingen därför att han lämnat felaktiga eller förtigt väsentliga uppgifter. Om käranden lyckas, tillämpar domstolen en tillitspresumtion som innebär att de felaktiga uppgifterna orsakade en prisförändring, som i sin tur förmådde käranden att förvärva aktier.¹¹¹ Svaranden har å sin sida möjlighet att påvisa att bristfälligheten inte var orsak till kursförändringen, varpå presumtionen hävs.¹¹²

Numera gäller således att närhelst bristfällig och samtidigt väsentlig information har offentliggjorts på en anonym och väl utvecklad aktiemarknad, kan den individuella placerarens tillit till marknadspriset presumeras. För att en skadelidande skall kunna få ersättning med stöd av teorin om marknadsbedrägeri måste han sammanfattningsvis både åberopa och styrka följande:¹⁰³

1. *Bristfällig* information har offentliggjorts av svaranden.
2. Bristfälligheten var *väsentlig*.
3. Värdepapperen var noterade på en *effektiv* marknad.
4. Bristfälligheten får till följd att en *genomsnittlig placerare missbedömer värdet* av de aktuella värdepapperen.
5. Käranden måste ha företagit sin placering under den relevanta *tidsperioden*, dvs mellan tidpunkten då bristfälligheten offentliggjordes och korrigeringen.

Bevisningen kan föras i olika steg. För det första krävs att den uppgiftsskyldige brustit i sin informationsgivning. För det andra att käranden kan visa att han företagit en transaktion under den tidsperiod då den uppgiftsskyldige ännu inte uppfyllt sina förpliktelser – i förtigandefallen fram till offentliggörandet och i felfallet fram till korrigeringstidpunkten. Om det kan visas

¹¹¹ A a s 94,942–94,943.

¹¹² *Basic Inc v Levinson* [1987–1988 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,645 s 97,951.

¹¹³ Denna uppräknin g gjordes av The Court of Appeal i *Basic* där den också återges i en not. Se *Basic Inc v Levinson* [1987–1988 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,645 s 97,951 not 27.

att det fanns en skyldighet att offentliggöra de förtigna uppgifterna är alltså kausalitetskravet rörande den felaktiga informationen och transaktionen tillfredsställande styrkt. Kravet att käranden skall styrka ett orsakssamband överges således om käranden kan visa att den felaktiga informationen var väsentlig, samt att han företagit en rättshandling under den relevanta tidsperioden. Kvar står emellertid kravet att styrka ett orsakssamband mellan den bristfälliga informationen och skadan.¹¹⁴

9.3.5 Hävning av tillitspresumtionen

De underinstanser som tillämpat *Ute* har vanligtvis tolkat fallet så att Supreme Court införde en tillitspresumtion som kan bli föremål för motbevisning. Supreme Court uttalade sig emellertid aldrig i frågan huruvida presumtionen skulle kunna motbevisas eller inte – överhuvudtaget nämndes aldrig termen presumtion. Supreme Court uttalade endast att direkt tillit inte är en förutsättning för skadestånd utan det enda som erfordras är att väsentliga fakta förtigits.¹¹⁵

Om det är korrekt att *Ute* förordade en presumtion av detta slag kan man fråga sig om den är slutgiltig eller om den kan hävas genom motbevisning. I samband med direkttransaktioner går sådan bevisning vanligen ut på att visa att käranden skulle fattat samma beslut även om svaranden offentliggjort den förtigna informationen eller givit korrekta uppgifter. I en marknadskontext är emellertid den individuella tilliten av underordnad betydelse och svaranden måste därför styrka att käranden inte fäst avseende vid marknadspriset utan låtit andra faktorer styra sitt placeringsbeslut.¹¹⁶ Genom *Basic* torde det vara fastslaget att bl a sådan motbevisning är möjlig – i vart fall då presumtionen tillämpas i samband med teorin om marknadsbedrägeri:

“Any showing that severs the link between the alleged misrepresentation and either the price received (or paid) by the plaintiff, or his decision to trade at a fair market price, will be sufficient to rebut the presumption of reliance.”¹¹⁷

¹¹⁴ *Schlick v Penn-Dixie Cement Corp* [1974–1975 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 94,853.

¹¹⁵ *Affiliated Ute Citizens v United States* [1971–1972 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,443.

¹¹⁶ *Panzirer v Wolf* [1979–1980 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 97,363 s 97,430; 97,435.

¹¹⁷ [1987–1988 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,645 s 97,951.

Domstolen anger också ett par exempel på hur presumtionen kan brytas.¹¹⁸ Först och främst kan detta ske om marknaden trots bristfälligheterna varit korrekt informerad, och för det andra när de skäl som föranleder en transaktion är oberoende av marknadspriset (det s k *would have purchased anyway* defense från *Blackie v Barrack*). Enligt Bromberg-Lowenfels är merparten av den diskussion som hittills förts hos Supreme Court i denna fråga *dictum* och inte i något fall är den uttömmande behandlad.¹¹⁹

Den principiella frågan huruvida presumtionen kan hävas genom motbevisning eller inte sammanhänger till stor del med om presumtionen införs p g a att domstolen tillämpar ekonomisk teori eller av andra skäl. Om ekonomisk teori är orsaken torde motbevisning i de flesta fall inte kunna föras på ett meningsfullt sätt.

Tillämpas ekonomisk teori kan bedömningen huruvida en förlust åsamkats eller ej helt skiljas ifrån vad enskilda placerare uppfattat. Det mest konsekventa vore därför att överge tillitskravet helt och hållet.¹²⁰ I annat fall får teorin betraktas som ett processuellt hjälpmedel som underlättar för kategorin skadelidande genom att kasta om bevisbördan. Mot bakgrund av *Basic* torde detta vara den mest realistiska beskrivningen av det amerikanska rättsläget. Teorin har, som Fischel också påpekar, mer långtgående konsekvenser än så. De enda frågor domstolen behöver ställa när allt kommer omkring är följande: (a) har en informationsregel överträtts och (b) medförde bristfälligheten att kursen i det aktuella företagens aktier påverkades med förluster som följd.¹²¹

9.4 Argument mot tillämpningen av teorin om marknadsbedrägeri

Inledning

Tillämpningen av teorin om marknadsbedrägeri har förstås inte passerat utan kritik. När en domstol inför en tillitspresumtion i enlighet med teorin finns det ofta en minoritet som i en dissens värnar om upprätthållandet av den traditionella skadeståndsrätten och dess krav på direkt tillit. Dess argumenta-

¹¹⁸ A a s s.

¹¹⁹ 4 Bromberg-Lowenfels (1989) § 8.6 (660).

¹²⁰ Fischel 69 *Cal L. Rev* (1982) s 11.

¹²¹ A a s 13.

tion går som regel ut på någon eller några av de följande punkterna, varav flera återfinns i det minoritetsvotum som formulerades av Judge White i *Basic*.

Flera argument som kan anföras mot en tillämpning av teorin om marknadsbedrägeri kan hänföras till marknads funktions sätt:

1. Den tillämpade ekonomiska teorin är inte tillräckligt prövad.
2. Tillämpningen skapar en mindre effektiv marknad.

Dessa argument har indirekt berörts redan tidigare i detta arbete. Rent allmänt gäller att få teorier är så prövade empiriskt som hypoteserna om effektiva marknader. Farhågor för att tillämpningen av en tillitspresumtion skulle skapa en mindre effektiv marknad (p 2) har två sidor. Å ena sidan finns teoretiskt risken att tillämpningen av en tillitspresumtion skapar passiva placerare. Å andra sidan kan det hända att om alla accepterar marknadspriset som givet och underlåter att företa egna analyser påverkar det marknads effektivitet negativt eftersom den förutsätter att tillräckligt många är aktiva i sökprocesser och på marknaden för att ny information kontinuerligt skall diskonteras i priserna. Förekomsten av en grupp professionella marknadsaktörer och existensen av arbitragemöjligheter eliminerar denna risk till viss del.

Det finns också argument mot en tillämpning av teorin om marknadsbedrägeri som är mer knutna till rättsliga och praktiska värderingar. Exempel på sådana är följande:

1. Domstolarna saknar förmåga att tillämpa ekonomisk teori på ett korrekt sätt.
2. Teorin om marknadsbedrägeri är oförenlig med
 - (a) common law;
 - (b) praxis;
 - (c) lagmotiven, dvs överväganden som grundas på informationsdoktrinen.
3. Begreppet "reliance on the integrity of the market price" är alltför vagt.

Det saknas skäl att i detalj studera denna kritik eftersom tillämpningen av tillitspresumtionen i en marknadskontext trots allt får anses utgöra en relativt sett stabil praxis i amerikanska domstolar sedan Supreme Court avgjorde *Affiliated Ute* och *Basic*. Detta torde gälla även om majoriteten i *Basic* var svag (4–2), dvs i praktiken en minoritet av domstolens nio ledamöter och att dessa 4 ledamöter enligt Bromberg-Lowenfels företräder en linje vid bedömningen av securities fraud cases som det inte är säkert att domstolens majoritet är beredd att upprätthålla.¹²²

¹²² Se 4 Bromberg-Lowenfels (1989) § 8.6 (611).

Argumentet att domstolarna saknar kompetens att bedöma relevansen av ekonomisk teori är dock i sammanhanget av mindre betydelse (p 1). Formellt sett finns det så vitt jag kan se inget som hindrar en domstol från att använda ekonomisk teori på det sätt som föreslås här och i det följande.

Frågan om möjligheterna att häva tillitspresumtionen genom motbevisning har redan berörts ovan.¹²³

Teorins inverkan på skadeståndets beräkning anförs ibland som ett argument mot en tillämpning, men det anser jag kunna lösas genom en anpassning av skadebegreppet.¹²⁴

Övergivandet av kravet på direkt tillit anses öka riskerna för överkompensation av skador till följd av bristfällig informationsgivning. Längre fram kommer jag att ge några synpunkter på skadeståndets beräkning och denna invändning kan lämpligen behandlas där.

De övriga argumenten berörs i tur och ordning härefter.

9.4.1 *Oförenlig med common law*

Påståendet att tillitspresumtionen skulle strida mot common law framfördes av minoriteten i *Basic*. Värdet av att hålla fast vid en känd begreppsbyggnad underströks särskilt:

“In general, the case law developed in this Court with respect to § 10(b) and Rule 10b-5 has been based on doctrines with which we, as judges, are familiar: common-law doctrines of fraud and deceit. [See...] Even when we have extended civil liability under Rule 10b-5 to a broader reach than the common law had previously permitted, [see...], we have retained familiar legal principles as our guideposts.”¹²⁵

Samtidigt framfördes kritik mot att dessa begrepp och principer ersätts av ekonomisk teori som grund för skadestånd. Härigenom skulle majoriteten ha överträtt en gräns som lämpligen bara överträds av lagstiftaren eftersom tillämpningen av teorin om marknadsbedrägeri borde utredas av experter innan den används i rättstillämpningen.

En konsekvens av minoritetens resonemang blir att det i någon mening

¹²³ Se avsnitt 9.3.5.

¹²⁴ Fischel 69 *Cal L Rev* (1982) s 16; Posner (1986) s 423. Båda författarna är i och för sig för en tillämpning av teorin om marknadsbedrägeri, men pekar på de allmänna svårigheter som uppkommer när skadeståndet skall beräknas i dessa sammanhang.

¹²⁵ *Basic Inc v Levinson* [1987–1988 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,645 s 97,953.

är att föredra att domstolarna tillämpar en föråldrad men välbekant begreppsbyggnad för att därigenom undvika att felaktigt tolka en ny, men möjligen mer exakt, beskrivning av marknadsförutsättningar.

9.4.2 Oförenlig med motiven bakom informationsreglerna

En invändning som kan riktas mot införandet av en tillitspresumtion grundad på ekonomisk teori är att aktieägare kan komma att medges skadestånd utan att ha tagit del av den information som företagen enligt lag och självreglering åläggs att offentliggöra.¹²⁶ Detta skapar ett incitament att förhålla sig passiv och oinformerad vilket undergräver själva fundamentet för de amerikanska Securities Acts, nämligen informationsdoktrinen.¹²⁷ Detta framhölls av minoriteten i *Shores v Sklar*:

“In short, the federal securities laws are intended to put investors into a position from which they can help themselves by relying upon disclosures that others are obliged to make. This system is not furthered by allowing monetary recovery to those who refuse to look out for themselves. If we say that a plaintiff may recover in some circumstances even though he did not read and rely on the defendants’ public disclosures, then no one need pay attention to those disclosures and the method employed by Congress to achieve the objective of the 1934 Act is defeated.”¹²⁸

Den amerikanska federala lagstiftningen syftar till att förse placerare med information inför beslut. Om dessa inte är aktiva genom att utnyttja sina möjligheter och lider en förlust bör de inte heller vara berättigade till ersättning. Det krav på direkt tillit som uppställts för att erhålla ersättning är alltså helt i linje med lagstiftningens intentioner. Tillitskravet är således ägnat att öka placerarnas analysaktivitet. I *Basic* formulerades en dissens som bl a markerar att teorin om marknadsbedrägeri är oförenlig med lagmotivens krav på direkt tillit:

“Congress thus anticipated meaningful proof of “reliance” before civil recovery can be had under the Securities Act. The majority’s adoption of the fraud-on-the-market theory effectively eviscerates the reliance rule in actions brought under

¹²⁶ Se Schulte 70 *Iowa L Rev* (1985) s 983.

¹²⁷ Se ovan kap 2.

¹²⁸ *Shores v Sklar* [1981 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 98,033 (Randall, J, dissens). Detta citat återges även i dissensen i *Basic Inc v Levinson* [1987–1988 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,645 s 97,955 (White, J vartill anslöt sig O’Connor, J).

Rule 10b-5, and negates congressional intent to the contrary expressed during adaptation of the 1934 Act.”¹²⁹

De framförda argumenten är dock inte förenliga med den empiri som ger starkt stöd åt teorin om effektiva marknader och marknadsmodellen för placeringsbeteende. Det förefaller varken nödvändigt eller önskvärt att låsa rättstillämpningen vid den föråldrade syn på marknadens funktionssätt som informationsdoktrinen är ett uttryck för. Kritiken mot majoriteten i *Basic* förutsätter nämligen att det bara finns en klass av investerare, när det i själva verket finns flera som kan åtskiljas på basis av kvalifikationer och erfarenhet.

Enligt den beskrivning som gavs ovan är det endast gruppen professionella aktörer som i praktiken kan tillgodogöra sig det informationsutbud som finns. Dessutom har de professionella aktörerna i jämförelse med övriga placerare betydligt större möjligheter att agera omedelbart på marknaden. Att kräva massiva insatser rörande analys m m av icke professionella placerare är enligt min mening enbart cyniskt eftersom de saknar möjligheter att leva upp till lagstiftarens intentioner.

Principiellt sett förefaller ett upprätthållande av informationsdoktrinen ålägga icke professionella placerare ett beteende som är i så hög grad resurskrävande att den vinst de eventuellt kan göra genom sin ökade aktivitet inte torde kompensera denna resursinsats. Vad gäller de placerare som inte har valfriheten att öka sina resurser i detta avseende får dessa istället acceptera den högre risk det innebär att aldrig kunna påräkna kompensation för bristfällig informationgivning.

9.4.3 Oförenlig med hittillsvarande praxis

Enligt Bromberg-Lowenfels har Supreme Court under senare år tolkat SEC rule 10b-5 mer inskränkt än vad fallet varit tidigare.¹³⁰ När regeln infördes 1942 inleddes en period med alltmer vidsträckt tolkning i de lägre instanser-

¹²⁹ *Basic Inc v Levinson* [1987–1988 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,645 s 97,955. Minoriteten kritiserade intressant nog majoriteten på snart sagt varje punkt. Bromberg-Lowenfels går igenom denna kritik punkt för punkt i 4 Bromberg-Lowenfels (1989) § 8.6 (635).

¹³⁰ 1 Bromberg-Lowenfels (1989) § 2.2 (462); Se även Fischel 69 *Cal L Rev* (1982) s 15 vid not 44. För en analys av prejudikatvärdet hos domar rörande skadestånd baserade på rule 10b-5 hänvisas till 1 Bromberg-Lowenfels (1989) § 1.3 (300).

na. Först mot mitten av 1970-talet började Supreme Court uppmärksamma tillämpningen av den federala värdepappersmarknadslagstiftningen och tolkade sedan bl a 10b-5 mer inskränkt.¹³¹ I vissa avgöranden från 1982 och framåt finns tecken som tyder på att Supreme Court åter börjat liberalisera tillämpningen av rule 10b-5.¹³²

Det är möjligt att tillämpningen av teorin om marknadsbedrägeri och dess införande av en tillitspresumtion utgör ett tillfälligt trendbrott, vilket i så fall skulle försvaga den prejudicerande betydelsen av *Basic*. Med tanke på teoriernas genomgripande inverkan på den traditionella skadeståndsrättsliga teorin förefaller det i vart fall rimligt att invänta ytterligare avgöranden i Supreme Court innan några definitiva slutsatser dras.

Om det finns en strävan att begränsa rätten att erhålla skadestånd med stöd av rule 10b-5 m fl regler är dock teorin om marknadsbedrägeri inte i konflikt med denna ambition. Eftersom teorin hittills uteslutande har använts för att ge stöd åt skadelidandes anspråk är det inte givet att denna tolkning av teorin leder till en ökning av antalet skadeståndsmål eller en liberaliserad skadeståndsrättslig bedömning av denna typ av anspråk. Det bör ha framgått av det föregående att teorin i sig saknar denna normativa aspekt.¹³³ Tvärtom ger den stöd åt den inriktning tolkningen av rule 10b-5 fått sedan "the contraction era" inleddes vid mitten av 1970-talet. Orsaken är helt enkelt den att skadestånd enligt teorin förutsätter en kurspåverkan som kan hänföras till den uppgiftsskyldiges bristfälliga informationsgivning. En undersökning av detta samband kan ske objektivt, eller i vart fall oberoende av vad den enskilde skadelidande uppfattat.

Sammantaget bör tillämpningen av teorin om marknadsbedrägeri för enkla de annars synnerligen komplicerade processerna utan att det för den skull verkar troligt att det skulle medföra en ökning av antalet framställda skadeståndsanspråk.

9.4.4 Vagheten hos begreppet "integrity of the market price"

I marknadsbedrägerifallen baseras tillitspresumtionen på det förhållandet att marknaden gör gallringen av viktig information och att denna sedan diskonteras i aktiekurserna. Tilliten är alltså *dels* knuten till det faktum att

¹³¹ 1 Bromberg-Lowenfels (1989) § 2.2 (463).

¹³² A a § 2.2 (464).

¹³³ Fischel 69 *Cal L Rev* (1982) s 16.

marknaden rent faktiskt har denna prisbildningsfunktion, *dels* att resultatet blir att aktiekurserna vid varje tidpunkt är den bästa approximationen av aktiernas värde som finns allmänt tillgänglig.

Minoriteten i *Basic* har uttalade svårigheter att acceptera vad man förmodar vara en tillit till marknadens värdering som något absolut:

“... the assumption that most persons buying or selling stock do so in response to the market price, the fraud-on-the-market theory goes further. For in adopting a ‘presumption of reliance’ the Court *also* assumes that buyers and sellers rely – not just on the market price – but on the ‘integrity’ of that price. It is this aspect of the fraud-on-the-market hypothesis which most mystifies me.

To define the term ‘integrity of the market price’, the majority quotes approvingly from cases which suggest that investors are entitled to ‘rely on the price of a stock as a reflection of its value’.”¹³⁴

I sina försök att tolka innebörden av “värde” hamnar emellertid minoriteten i svårigheter som förefaller onödiga. Teorin har så vitt jag förstår inga anspråk på att aktiekurserna anger varje värdepappers exakta “värde” i någon reell mening. Värdet av enskilda aktier som noteras på fondbörser fastställs kontinuerligt efter vissa givna principer som åtminstone i sina grunddrag är gemensamma för alla aktörer. Om dessa förutsättningar ändras, vilket t ex kan ske i samband med ett offentligt erbjudande, stabiliseringsåtgärder e dyl, gör sig andra värderingsprinciper gällande.

Det är inte värdet i sig som är basen för tillitspresumtionen utan snarare det förhållandet att värdet fastställts på ett visst sätt, dvs genom diskontering av korrekt information. Placerare ges därmed rätten att förlita sig på att marknadspriset är fritt från kursstörningar som betingas av bristfällig informationsgivning.

¹³⁴ *Basic Inc v Levinson* [1987–1988 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,645 s 97,954.

10. Straffrättsligt ansvar – svindleri

Inledning

Svindleribrottet utformades av Straffrättskommittén i slutet av 1930-talet. En av orsakerna till reformen var förmodligen Kreuger-kraschen med dess rättsliga efterspel.¹ Vad man då inte utan svårigheter lyckades föra in under bedrägeribrottet skulle nu, i syfte att undvika framtida oklarheter och hämmande bevissvårigheter, straffbeläggas som ett särskilt bedrägeribrott. Det kan nämligen vara förenat med stora svårigheter att bevisa att förutsättningarna för bedrägeriansvar är för handen, särskilt orsakssambandet mellan de vilseledande uppgifterna och de förlustbringande transaktionerna, när bedrägeriet riktar sig till en obestämd och vidsträckt personkrets.² Likafullt kan handlandet vara straffvärt.

Svindleribestämmelsen i BrB 9 kap 9 § är särskilt utformad för att tillämpas i situationer då felaktiga och vilseledande uppgifter sprids till allmänheten. Detta motiveras med att allmänheten kan påverkas av vilseledande information och förledas till att vidta starkt förlustbringande transaktioner.³ I motiven underströks särskilt brottets samhällsfarlighet.⁴

Straffstadgandet sanktionerar *dels* då den vilseledande uppgiften lämnats för att påverka priset på vara, värdepapper eller annan egendom, *dels* då vissa personer inom, eller med särskild anknytning till, ett aktiebolag lämnar vilseledande uppgifter som påverkar allmänhetens syn på bolaget i ekonomiskt hänseende. Brottet omfattar självfallet både primär- och sekundärmarknaden, men vid stadgandets införande var man förmodligen inte uppmärksam på den betydelsefulla roll stadgandet kan spela som sank-

¹ Löfmarck (1987) s 367. Se även NJA 1934 s 310 där ansvars- och skadeståndstalan riktades mot styrelseledamot och bokförare i ett holländskt dotterbolag till Kreuger & Toll för delaktighet i "bedrägeri mot allmänheten". Även det synnerligen omdiskuterade NJA 1933 s 724, det s k Högbroforsmålet, där Ivar Kreugers bror Torsten åtalades och fälldes för bl a "bedrägeri mot allmänheten". Angående det sistnämnda fallet se t ex Lundstedt (1937) och af Trolle (1989).

² SOU 1940:20 s 156.

³ A a s s.

⁴ A a s 160. Orsaken till att svindleribrottet inte placerades bland de allmänfarliga brotten, vilket måhända skulle varit det mest naturliga, var enligt kommittén att svindleri ibland utgör en förberedelse till bedrägeri, se SOU 1940:20 s 50. Denna placering ger därmed stöd för tanken att stadgandets skyddssfär omfattar enskilda skadelidande, vilket får betydelse för den skadeståndsrättsliga diskussionen i kap 12.

tion av bristfällig informationsgivning på sekundärmarknaden.⁵ Till viss del gäller detta fortfarande.⁶

Svindleribestämmelsen lyder på följande sätt:

”Den som offentliggör eller eljest bland allmänheten sprider vilseledande uppgift för att påverka priset på vara, värdepapper eller annan egendom, dömes för svindleri till fängelse i högst två år eller, om brottet är ringa, till böter.

Om någon, som medverkar vid bildande av aktiebolag eller annat företag eller på grund av sin ställning bör äga särskild kännedom om ett företag, uppsåtligt eller av grov oaktsamhet offentliggör eller eljest bland allmänheten eller företagets intressenter sprider vilseledande uppgift ägnad att påverka bedömandet av företaget i ekonomiskt hänseende och därigenom medföra skada, dömes såsom i första stycket sägs.

Är brott, som i denna paragraf sägs, att anse som grovt, dömes till fängelse, lägst sex månader och högst fyra år.”

Kännetecknande för svindleribrottet är dess nära anknytning till gärningsmannens handlande. Brottet är fristående från tänkbara skadelidande och förutsätter t ex inte ens enligt 2 st att skada faktiskt uppkommit, endast att risken för skada framkallats genom handlandet.⁷ Straffstadgandets räckvidd är sålunda betydande.⁸

I rättspraxis finns få fall av svindleri. Förklaringen kan vara att i de fall skada kan styrkas blir brottsrubriceringen bedrägeri snarare än svindleri.⁹ Hovrättsdomen mot Fermentas grundare Refaat El-Sayed är ett exempel från senare tid där fällande dom avkunnats för (grovt) svindleri.¹⁰ Åtalet om-

⁵ Utan att kunna belägga det med något citat, var man sannolikt mest inriktad på primärmarknaden, dvs erbjudanden om nyteckning av aktier m m riktade till allmänheten. I USA fanns samma betoning ända fram till slutet av 1970-talet då ”timely disclosure” (kontinuerlig informationsgivning) hamnade i fokus på ett helt nytt sätt.

⁶ Se den principiellt sett intressanta och viktiga diskussionen i Löfmarck (1987).

⁷ I BrB 9 kap 9 § 2 st sägs att handlandet skall ”medföra skada” men därmed menas enligt Straffrättskommittén endast att någon kan förväntas företa en förlustbringande disposition p g a uppgiften, inte att skada verkligen åsamkats. Se KBrB (I) s 537.

⁸ Föreligger svindleri torde i allmänhet inte straffbestämmelsen i MFL 2 § kunna tillämpas eller åberopas. Se KBrB (I) s 534.

⁹ I NJA 1954 s 393 aktualiserades gränsdragningen mellan bedrägeri och svindleri. Hovr dömdes för svindleri, men HD ändrade brottsrubriceringen till grovt bedrägeri, sannolikt p g a att rekvisiten skada-vinning ansågs föreligga, vilket är en förutsättning för fullbordat bedrägeri.

¹⁰ El-Sayed fälldes på flera punkter för bl a grovt svindleri, Svea hovrätt B 1918/89. Se även borsstyrelsens Fermenta-utredning från hösten 1988 och El-Sayed-Hamilton (1990) s 447–462 (kapitlet ”Rättegången mot Refaat El-Sayed”).

fattade i svindleridelen 8 åtalpunkter och fällande dom avkunnades i samtliga.¹¹ Målet beskrivs mer i detalj nedan.

Föreliggande kapitel behandlar svindleristadgandet i dess helhet med tonvikt på 2 st. Stadgandet omfattar således två typer av brott, men bara det uppsåtliga brottet har givits särskild brottsrubricering. Av pedagogiska skäl benämns därför brottet i 9 kap 9 § 1 st "prisfallet" och oaktsamhetsbrottet i 2 st "analysfallet".

Kausalitets- och adekvansfrågornas straffrättsliga implikationer ryms inte inom ramen för detta avsnitt.¹² Dessa problem spelar också en underordnad roll vid tillämpningen av svindleristadgandet eftersom det endast behöver styrkas att någon person eller specialsubjekt offentliggjort vilseledande uppgifter, inte att någon vilseletts eller att priset faktiskt påverkats. I kombination med att uppsåt av vilket slag som helst är tillräckligt för ansvar ger detta synnerligen vidsträckt möjligheter att ingripa mot bristfällig informationsgivning.

10.1 Gärningsmannaskap

Vid kriminaliseringen av svindleri gjordes en distinktion mellan (a) att uppgifterna rör ett visst företag och sprids av personer som har särskild insikt i bolagets förhållanden (fortsättningsvis benämnt "analysfallet") och (b) då så inte är fallet (i det följande benämnt "prisfallet").¹³ Enligt motiven finns det rättspolitiska skäl som motiverar att betydande krav ställs på sanningshalten av uppgifter om ett företag som lämnas av personer med särskild anknytning till bolaget. Sådant uppgiftslämnande har normalt lättare att vinna tilltro än om uppgifter lämnas av utomstående personer.¹⁴ Av detta skäl infördes ett oaktsamhetsbrott knutet till vissa specialsubjekt.

I prisfallet är gärningsmannaskapet inte knutet till en utpekad personkrets utan straffansvar inträder så snart någon uppsåtligt distribuerat en vilseledande uppgift för att påverka priset på vara, värdepapper eller annan

¹¹ Målet rörde också insiderbrott och grov oredlighet mot borgenär.

¹² I korthet behandlas de orsakspå problem som har relevans för den *civilrättsliga* culpabedömningen i avsnitt 12.3.5.

¹³ SOU 1940:20 s 157.

¹⁴ A a s 158.

egendom.¹⁵ Ansvaret omfattar alltså inte enbart personer i företagsvärlden utan är mer generellt syftande.

I analysfallet finns ett närhetsrekvisit som knyter ansvaret till vissa specialsubjekt. Personer som medverkar vid bildandet av aktiebolag eller annat företag, eller som på grund av sin ställning bör äga särskild kännedom om ett bolag kan utgöra gärningsmän. Vederbörande måste alltså ha någon form av tydlig anknytning till företaget som för allmänheten framstår som förtroendeskapande. Till denna personkrets räknas enligt motiven bl a stiftare, styrelseledamöter, Vd och revisorer.¹⁶

Enligt Löfmarck torde personkretsen sammanfalla med den som anges i VML 6 §.¹⁷ Detta är sannolikt att leda ansvaret för långt med tanke på att även högre tjänstemän, Vd/Vice Vd i dotterbolag m fl i så fall omfattas av ett svindleriansvar. Enligt den uppräkningslista som ges i motiven till BrB tycks det i första hand vara organföreträdare som avses, men avgörande är, på ett liknande sätt som i VML,¹⁸ huruvida en person har faktisk insynställning ("... på grund av sin ställning bör äga särskild kännedom om ett företag") eller inte. Vidare är uppräkningslistan i VML av rättssäkerhetsskäl uttömmande, vilket BrB 9 kap 9 § 2 st inte kan bli genom en analogi med VML. Frågan om en förment gärningsmans ställning i berört avseende måste därför avgöras i en särskild prövning med utgångspunkt från de faktiska omständigheterna i varje enskilt fall.¹⁹

Innehavare av större aktieposter i företaget omfattas under förutsättning att innehavet är av sådan storlek att det berättigar till ett reellt inflytande över bolaget. Personer som inte uppfyller närhetsrekvisitet kan aldrig, oavsett vilka kunskaper de har om ett visst bolag, ådra sig ansvar, såvida de inte har det kvalificerade uppsåt som stadgas i BrB 9 kap 9 § 1 st.²⁰ Detta bör medföra att fondkommissionärer som ger placeringsråd, ekonomijournalister m fl vis-

¹⁵ KBrB (I) s 534.

¹⁶ Begränsningen av straffbarheten till vissa specialsubjekt hindrar emellertid inte att även en utomstående kan bestraffas som gärningsman eller delaktig i brott. SOU 1940:20 s 158; KBrB (I) s 535.

¹⁷ Löfmarck (1987) s 369.

¹⁸ Prop 1984/85:157 s 33–34 och 82; Moberg-Samuelsson (1989) s 113.

¹⁹ Skillnaden mellan VML 6 § och BrB 9 kap 9 § 2 st är således att VML uppställer två rekvisit, nämligen att personen i fråga har (a) särskild möjlighet till insyn och (b) omfattas av lagens uppräkningslista av personer med insynställning. Svindleribestämmelsen uppställer bara ett närhetsrekvisit.

²⁰ SOU 1940:20 s 158; KBrB (I) s 534.

serligen inte ingår i den krets specialsubjekt som omfattas av oaktsamhetsbrottet, men att de likväl kan bestraffas för medverkan till brott.²¹

10.2 Spridande – offentliggörande

I svindleribrottets natur ligger att de oriktiga uppgifterna måste vara riktade till en obestämd eller vidsträckt krets. Detta framgår redan av att handlingen beskrivs som offentliggörande eller spridande samt understrykes ytterligare genom tillägget att spridandet skall ske bland allmänheten eller företagets intressenter.²² Konsekvensen blir att straffstadgandet primärt är inriktat på situationer där aktivt spridande eller offentliggörande av uppgifter kan ifrågakomma, men förtigande av uppgifter undantas inte helt.²³

Det finns ingenting i lagtexten eller i förarbetena som begränsar ansvaret till skriftlig information. När företrädaren för ett aktiemarknadsbolag framträder i massmedia och gör muntliga uttalanden om bolagets ställning och framtid sprids därför informationen under svindleriansvar.

Svindleribrottet är fullbordat i och med offentliggörandet. En uppgift, t ex årsredovisning är offentliggjord när den lämnats till PRV.²⁴ För att avgöra när offentliggörande skett kan viss ledning hämtas från motiven till VML. Ett krav är då att omständigheten verkligen gjorts allmänt bekant hos allmänheten och företagets intressenter. Har omständigheten publicerats i rikstäckande tidning eller uppmärksammats i radio eller TV får den anses offentliggjord.²⁵

Sannolikt är kraven enligt BrB 9 kap 9 § lägre än motsvarande krav i VML. I analysfallet kan straffbarhet t ex inträda även då ett offentliggörande i ovanstående mening inte skett. Det kan vara tillräckligt att vilseledande uppgifter sprids bland företagets intressenter. Selektiv spridning av information till fordringsägare kan alltså också utgöra svindleri.

²¹ KBrB (I) s 535.

²² SOU 1940:20 s 159; KBrB (I) s 534.

²³ KBrB (I) s 534.

²⁴ A a s 536.

²⁵ Se Moberg-Samuelsson (1989) s 121; prop 1984/85:157 s 90. Se även de jämförelsevis höga krav som redovisas i BiH s 29–34.

10.3 Vilsledande – oriktighet

För att svindleriansvar skall kunna utkrävas i analysfallet måste den offentliggjorda informationen ha egenskapen att vara "vilsledande".²⁶ Huvudfallet av vilsledande är att framkalla en villfarelse hos en annan person eller krets av personer rörande riktigheten av en viss uppgift eller den rätta innebörden av en större mängd data, t ex ett prospekt, delårsrapport eller en årsredovisning.²⁷

På aktiemarknaden kan orsaken till att någon blir vilsledd vara att den uppgiftsskyldige antingen har distribuerat felaktiga data eller underlåtit att distribuera vissa data. Vid underlåtenhet är vilsledandet en följd av att den uppgiftsskyldige genom sin passivitet medverkat till att vidmakthålla en oriktig föreställning.²⁸ Felaktig information kan avse såväl enskilda uppgifter som att helhetsintrycket av ett större faktamaterial på ett visst sätt framstår som vilsledande.

Det är också tänkbart att en eller flera offentliggjorda, var för sig korrekta, uppgifter blir vilsledande när de presenteras tillsammans eller i kombination med redan offentliggjorda data om företaget i fråga. Ett prospekt kan t ex som helhet ge ett vilsledande intryck utan att det är möjligt att peka ut enskilda uppgifter som direkt felaktiga. Avgörande är således vilket helhetsintryck som förmedlas. Om däremot ingen som helst information lämnas, kan svindleriansvar inte följa.

Eftersom mottagarna av bolagens informationsgivning inte är en homogen grupp är det förmodligen heller ingen förutsättning för ansvar att marknaden i sin helhet blivit vilsledd. Varje enskild placerare drar sina egna slutsatser av ett aktiebolags uppgifter eller förtiganden. Om ett bolag t ex förtigit en uppgift som skulle offentliggjorts kan vissa placerare bli förledda till köp eller försäljning med ekonomiska förluster som följd, medan andra, som också är vilsledda, av okända skäl underlåter att företa en placering. En annan kategori kan ha kompletterande uppgifter som gör att de inte blir vilsledda trots att uppgifter förtigs osv. För vissa placerare gäller att informationsgivning från börsbolag har liten eller ingen effekt alls på deras placeringsbeteende. Eftersom de inte följer informationsflödet i detalj på-

²⁶ SOU 1940:20 s 159.

²⁷ Jareborg (1986) s 190; KBrB (I) s 409.

²⁸ KBrB (I) s 409 och 534. Enligt motiven behöver det inte föreligga någon positiv oriktighet, utan uppgiften kan vara vilsledande genom att någon förtigit information.

verkas dessa placeringsval bara när det är fråga om mer uppseendeväckande enstaka händelser.

Rekvisitet vilseledande kan mot bakgrund av det sagda vara svårhanterligt. I svindlerimål behöver det emellertid inte styrkas att någon enskild person faktiskt blivit vilseledd. Ansvar förutsätter snarare att den aktuella uppgiften framstår som vilseledande utan hänsyn till om det är allmänt känt att den inte är korrekt. Sannolikt görs heller ingen skillnad mellan uppgifter som rör det förflutna respektive framtiden. En utsaga i januari av ett börsbolag att utdelningen kommer att vara oförändrad för det förflutna året kan därför omfattas av svindleriansvaret om den inte infrias eller korrigeras.²⁹

Bedömningen av en viss utsagas vilseledande karaktär sker skönsmässigt och uppvisar inga objektiva drag. Det är varken en nödvändig eller tillräcklig betingelse att en vilseledande uppgift är objektivt sett oriktig. Viss stadga i tillämpningen kan erhållas genom att uppgiftslämnandet måste påverka priset eller analysunderlaget för att vara straffbart. Uppgiften måste således vara av viss betydelse. Den konkreta bedömningen kommer sannolikt att ta fasta på förekomsten av objektiva oriktigheter i bolagets informationsgivning och försöka belägga oriktighetens kurspåverkan.³⁰

10.4 Påverkan av priset eller analysunderlaget

För att svindleribrott skall föreligga krävs antingen att uppgifter sprids för att påverka priset (prisfallet) eller att de offentliggjorda uppgifterna är ägnade att påverka bedömandet av det aktuella bolaget i ekonomiskt hänseende och därigenom medföra skada (analysfallet). I det förra fallet måste gärningsmannens handling vara direkt inriktad på att åstadkomma en prispförändring, medan det i andra fallet är tillräckligt att analysunderlaget försämras utan att detta varit gärningsmannens avsikt om det samtidigt innebär en risk för skada.³¹

Betydelsefullt för svindleriansvarets räckvidd är att det varken krävs att den offentliggjorda uppgiften verkligen lett till prispförändring eller skada för någon. Det räcker att uppgifterna till sin art och till sitt innehåll varit sådana

²⁹ A a s 411.

³⁰ Svea hovrätts dom i svindlerimålet mot Refaat El-Sayed förefaller ge detta intryck. Detta är också en metod som i hög grad är förenlig med teorin om marknadsbedrägeri. Se kap 9 ovan.

³¹ SOU 1940:20 s 157.

att de framkallat en *risk* att någon skulle lida ekonomisk skada genom att i förlitan på uppgifterna genomföra en förlustbringande transaktion.³²

Information som ökar omsättningen eller försäljningen (normala marknadsföringsåtgärder) faller utanför straffbudets räckvidd. För att ansvar skall kunna ifrågakomma måste uppgifterna också vara av någorlunda bestämd karaktär. Allmänt lugnande försäkringar är inte tillräckligt för straffansvar.³³

För avhandlingens vidkommande är särskilt analysfallet av intresse eftersom det normala informationsflödet från börsbolagen därigenom erhåller en straffsanktion redan vid grov oaktsamhet. Frågan blir då vilken information som är ägnad att påverka bedömandet av företaget i ekonomiskt hänseende och därigenom medför risk för skada.³⁴

Strängt taget är all information från och om bolagen i någon mening analytiskt användbar, dvs på ett eller annat sätt användbar för att bedöma företagets ekonomiska ställning.³⁵ De informationskrav som åvilar börsbolagen torde vara vägledande i detta avseende. All sådan information behöver inte medföra risk för skada. För att en skaderisk skall uppkomma förutsätter det nämligen att uppgiften åtminstone har en potentiell marknadseffekt, dvs att uppgiften är av den arten att den inte bara förändrar det befintliga analysunderlaget utan också att den är kursdrivande.³⁶

Vid tolkningen av skaderekvisitet kan insiderlagstiftningen ge viss ledning. I motiven till VML framhålls att insiderförbudet bara gäller under förutsättning att de upplysningar insidern fått kännedom om är ägnade att väsentligen påverka marknadens uppfattning om bolaget ifråga.³⁷ Den metod som anvisas i motiven till VML går ut på att ta ställning till om en viss uppgift typiskt sett är ägnad att påverka kursen i det aktuella företagens värdepapper.³⁸ En kursändring på 10% till följd av offentliggörandet anses där som

³² A a s 159; KBrB (I) s 537.

³³ KBrB (I) s 537.

³⁴ Skada definieras lämpligen som en ekonomisk förlust orsakad av utebliven eller inträffad kursförändring, se avsnitt 12.3.2 nedan.

³⁵ Se kap 2 om prisbildningen på aktiemarknaden.

³⁶ Se beskrivningen av det använda skadebegreppet i avsnitt 12.3.2.

³⁷ Prop 1984/85:157 s 40.

³⁸ Moberg-Samuelsson (1989) s 122.

väsentlig.³⁹ Denna metod innebär m a o ett sökande efter de aktuella uppgifternas sannolika kurseffekt.

Vid tillämpningen av svindleristadgandet i analysfallet är det inte otänkbart att en liknande metod kan komma till användning. I formuleringen "ägnad att påverka bedömandet" och kravet på skaderisk ligger en antydning om att en hypotetisk bedömning av en viss uppgifts betydelse för kursbildningen måste företas. En motsvarande gräns på 10% kan därför tillämpas analogt i svindlerifallet.

Svagheten hos den metod som anvisas i motiven till VML är att bedömningen naturligtvis blir lika hypotetisk om man fastställer ett gränsvärde på 10% som om man inte har ett sådant. Dessutom förefaller risken överhängande att man bortser från det faktum att alla aktier inte har samma omsättningskaraktäristik. Sådana individuella särdrag kan även skifta över tiden hos ett enskilt värdepapper. En förändring av kursen med 10% kan därför vara synnerligen betydande för ett värdepapper, men betydelselöst för ett annat, dvs för ett företag med lågt β -värde (aktiens känslighet för marknadssvängningar) och inte för ett företag med högt β -värde. En anpassning måste därför ske till aktiens historiska kursutveckling, dess individualitet och till branschen som helhet för att det skall vara möjligt att kunna ta ställning till skaderisken.⁴⁰

Varken svindleristadgandet eller VML kräver en faktiskt konstaterad marknadseffekt för att ansvar skall kunna utkrävas. Båda tillämpar nämligen sannolikhetsbedömningar som är baserade på vardaglig intuition och inte på empiri. Väsentlighets- respektive riskbedömningen blir således avgjort skönsmässig. En sådan betoning skänker en nödvändig grad av flexibilitet och medger naturliga möjligheter till ansvarsbegränsningar. Alltför långtgående preciseringar av väsentlighets- respektive riskbegreppet motverkar detta syfte utan att följden nödvändigtvis behöver bli en kvalitativt bättre bedömning av ansvarsfrågan. Däremot kan ett hänsynstagande till det aktuella företagets riskkaraktäristik och andra bakomliggande faktorer ge bedömningen en ökad grad av objektivitet och precision.

³⁹ Prop 1984/85:157 s 40. Orsaken till att gränsvärdet 10 % infördes var att den normala, slumpmässiga kursfluktuation (enligt allmänna pensionsfonden) under en månad hade en standardavvikelse på 7 %.

⁴⁰ 3 Bromberg-Lowenfels (1989) § 7.4 (313). Se även Fermenta-fallet där "stabiliseringsåtgärder" vidtogs av Refaat El-Sayed i sådan omfattning att normal värderingsanalys av bolaget inte kunde göras.

10.5 Brottets subjektiva sida

Straffrätten känner primärt två skuldgrader: uppsåt och oaktsamhet. För svindleristadgandet är ansvarets nedre gräns liktydig med grov oaktsamhet (analysfallet). Någon definition av oaktsamhet ges inte i brottsbalken.⁴¹ Som utgångspunkt gäller det självklara faktum att aktsamhetsbedömningen tar sikte på den individuella situationen, vilket dock inte är detsamma som att den är rent subjektiv och helt fokuserar på den förmente gärningsmannens förutsättningar m m.⁴²

Fullbordat svindleribrott kan föreligga innan någon skada har konstaterats. Ansvar kan också ådömas trots att det visat sig att någon skada faktiskt inte orsakats, t ex därför att de som mottog den vilseledande informationen hade eller senare fick kännedom om det verkliga förhållandet och alltså inte var vilseledda.⁴³ Detta har redan berörts.

För straffbarhet krävs i priset att den tillkännagivna informationen var avsedd att påverka priset på t ex aktier. Där krävs att gärningsmannen hade ett direkt uppsåt att påverka priset.⁴⁴

I analysfallet har vid sidan av det uppsåtliga brottet upptagits ett oaktsamhetsbrott. Om en person som ingår i den ansvariga personkretsen lämnar vilseledande meddelanden angående företaget till delägarna, borgenärerna eller allmänheten, kan denne fällas till ansvar även om de av grov vårdslöshet underlåtit att kontrollera förhållandena.⁴⁵ Detta bör innebära att t ex en styrelseledamot som förhåller sig passiv i samband med att vilseledande uppgifter sprids till allmänheten av annan styrelseledamot kan göras ansvarig för delaktighet.⁴⁶

I subjektivt hänseende krävs inte direkt uppsåt i analysfallet. Även eventuellt uppsåt är tillräckligt, men det skall i så fall också omfatta uppgiftens vilseledande karaktär och dess beskaffenhet att kunna påverka bedömandet av bolaget. Dessutom krävs att gärningsmannen insåg att skada kunde komma av uppgiften. Däremot fordras inte skadeuppsåt. Även den

⁴¹ I prop 1962:10 (A) s B 57 uttalades emellertid följande: "Oaktsamhet anses enligt kommittén föreligga, om en människa med normal viljebeskaften skulle ha avhållit sig från handlingen för att undvika en sådan skadlig eller farlig verkan därav som i det föreliggande fallet inträtt".

⁴² Vinding Kruse (1983) s 30–31.

⁴³ Löfmarck (1987) s 369.

⁴⁴ Jareborg (1986) s 235.

⁴⁵ SOU 1940:20 s 159.

⁴⁶ Av någon anledning blev detta emellertid inte aktuellt i Fermenta-fallet.

som av ren obetänksamhet offentliggör oriktiga uppgifter om bolagets ställning kan drabbas av ansvar enligt lagrummet.

Om en person som intar en ledande ställning i ett bolag (genom innehav av viss befattning eller betydande aktieposter) uttalar sig om bolagets ekonomiska ställning, kan han inte ursäkta sig med att han visserligen uttalade sig på ett visst sätt, men att det skedde av okunnighet. Hans uttalanden kan trots detta framstå som trovärdiga och accepteras av allmänheten eller företags intressenter.⁴⁷ Om en styrelseledamot i ett företag å andra sidan lämnar oriktiga uppgifter angående något som hans ställning i företaget inte kan ge honom särskild kännedom om, är det inte straffbart, trots att uppgifterna kan vara ägnade att påverka bedömningen av företaget i ekonomiskt hänseende.⁴⁸

Bedömningen av vad som är grov oaktsamhet måste enligt Löfmarck ske i ljuset av den aktsamhetsstandard som råder på aktiemarknaden.⁴⁹ Att de förekommande informationsreglerna får en avgörande betydelse för domstolens bedömning är närmast oundvikligt eftersom det är den enda måttstock som står till buds. Börsens eller annat motsvarande organs regleringar kan antas påverka aktsamhetsbedömningen och i en utvecklingsprocess där börsbolagen blir föremål för ökade krav på öppenhet i praktiken flytta gränserna för vad som är straffrättsligt sanktionerat.

Har en regel överträtts som uppställts av börserna kan man på goda grunder anta att åtminstone oaktsamhet föreligger och i vissa fall också grov oaktsamhet. Om också de övriga förutsättningarna enligt straffbudet är för handen, kan ett straffbart förfarande föreligga. Samtidigt är det naturligtvis så att domstolarna inte är bundna av dessa regler, vilket innebär att omständigheterna i det konkreta fallet avgör skuldfrågan. Betydande svårigheter kan därför förutses vad gäller gränsdragningen mellan enkel och grov culpa i det konkreta fallet.

Straffbudet är formulerade så att de entydigt avser aktivt handlande. En i och för sig riktig uppgift kan visserligen medföra ansvar därför att den genom sin formulering varit ägnad att påverka bedömningen av bolaget i ekonomiskt hänseende, men ett konsekvent avstående från att informera, en ren underlåtenhet, kan knappast uppfylla straffstadgandet. Stadgandet inne-

⁴⁷ SOU 1940:20 s 157.

⁴⁸ KBrB (I) s 536.

⁴⁹ Löfmarck (1987) s 370.

håller alltså inget som kan grunda en positiv informationsplikt utöver vad som krävs för att inte given information skall vara vilseledande.

Någon direkt skyldighet att t ex korrigera ryktesspridning kan inte heller härledas ur svindleristadgandet. Om en felaktig eller vilseledande uppgift härrör från bolaget, kan dock en indirekt skyldighet att korrigera uppkomma för att undgå straff enligt svindleristadgandet (tillbakaträdande). En sannolik konsekvens av detta är att svensk rätt får anses innehålla en "kvalitetsregel" av den innebörden att exempelvis ett prospekt inte får ge ett felaktigt helhetsintryck, genom sitt innehåll eller genom utelämnade uppgifter.

10.6 Översikt över målet mot Refaat El-Sayed (svindleridelen)

Fermenta AB:s (F:s) skapare Refaat El-Sayed åtalades på 13 punkter vid Stockholms tingsrätt, varav åtta rörde svindleri.⁵⁰ Målet fullföljdes till Svea hovrätt.⁵¹ Prövningstillstånd meddelades inte av HD.

Åtalspunkterna kan sammanfattas på följande sätt:

1. *Thailand – oriktig årsredovisning.*

I F:s räkenskaper för år 1984 hade upptagits en intäkt på 10 milj kr. Beloppet var hänförligt till ett avtal om teknologiöverföring från F till Swedish Trading Co Ltd. Swedish Trading erlade aldrig någon betalning men F erhöll likvid i juni 1985 genom att Refaat El-Sayed själv betalade fakturabeloppet. Uppgifterna i 1984 års årsredovisning (som publicerades i juni 1985) innehöll således oriktiga uppgifter.

2. *Pharmafine I – oriktig delårsrapport och årsredovisning.*

Omsättningssiffrorna i delårsrapporten för F-koncernen 1984 och i årsredovisningarna för koncernen och för F 1984 (offentliggjordes på bolagsstämman den 7 juni 1985) och 1985 (offentliggjordes på bolagsstämman den 13 juni 1986) var oriktiga. Detta åstadkoms genom en faktureringsomgång mellan olika bolag som kontrollerades av Refaat El-Sayed. Pharmafine ingick inte i F-koncernen.

3. *Pharmafine II – oriktig delårsrapport och årsredovisning.*

Den 30 december 1984 utställdes fem fakturor på Pharmafine (ett F närstående företag) avseende F:s inläggande lager av bl a pencillinprodukter. Leverans skedde aldrig. I årsredovisningen för 1984 (offentliggjordes på bolagsstämman den 7 juni 1985) blev både omsättnings- och resultatangivelserna för höga.

⁵⁰ Stockholms tingsrätt. Mål nr B19/87.

⁵¹ Svea hovrätt. Mål nr B 1918/89.

4. *Fermic – oriktig delårsrapport och årsredovisning.*

Ett avtal ingicks i början av 1986 mellan F och Fermic om överlåtelse av tekniskt kunnande värt 50 milj kr och dagtecknades ett år bakåt i tiden. Fermic fakturerades den 31 december 1985. Fakturorna togs därför in i F:s bokföring för år 1985. Årsredovisningen avseende 1985 och delårsrapporten per den 31 augusti 1985, redovisade för hög omsättning och för högt resultat som följd av avtalet.

5. *Bristol/Amicasin – oriktig delårsrapport och årsredovisning.*

Enligt ett avtal som ingicks 1985 mellan F och Bristol-Myers skulle F överlåta ett parti amacin och en produktlinje. Nya överenskommelser träffades 1986. Redovisning skedde till fullt värde i årsredovisningarna för 1985. I januari 1987 kom parterna överens om att avtalet inte längre skulle gälla. Trots ändrat avtalsinnehåll 1986 skedde inget tillrättaggande i årsredovisningen för 1986. Även den delårsrapport som offentliggjordes den 30 oktober 1986 saknade korrigeringar.

6. *Aspartam 1985/Leitner & Co – oriktig årsredovisning.*

I december 1985 fakturerade Pierrell Leitner-bolagen ett belopp motsvarande ungefär 13 milj USD. Refaat El-Sayed ägde en betydande andel i Leitnerbolagen, medan Pierrell ingick i F-koncernen. Leitnerbolagen fakturerade i sin tur SARE den 31 december 1985, den 15 januari 1986 och den 5 februari 1986 på totalt samma belopp som fakturorna från Pierrell till Leitner. Pierrell erhöll synbarligen betalning från Leitner i april 1986. Pierrell kunde som en följd av fakturaomgången redovisa försäljningsintäkterna i sin redovisning avseende 1985. Koncernens resultat och omsättning blev därmed felaktigt angivna.

7. *Aspartam 1986/Fermenta SA – oriktig delårsrapport.*

Våren 1986 beställde Fermenta SA ett parti aspartam från Pierrell. Fakturering skedde, vilket påverkade F-koncernens delårsrapport som offentliggjordes den 30 oktober 1986. Denna internförsäljning borde medfört en eliminering av den koncernmässiga vinsten.

8. *Abbot/Erythromycin – oriktig delårsrapport.*

I F-koncernens delårsrapport som offentliggjordes den 30 oktober 1986 upptogs en fiktiv intäkt på 46 milj kr som avsåg överlåtelsen av Pierrells erythromycinlinje till Abbot.

Genom dessa transaktioner påverkades Fermentas resultat och omsättning i hög grad under åren 1984–1986.⁵² De felaktiga uppgifterna var enligt såväl Stockholms tingsrätt som Svea hovrätt ägnade att påverka bedömningen av F-koncernen i ekonomiskt hänseende.

Åtalspunkterna kan delas upp i tre huvudkategorier.⁵³ För det första

⁵² Fermenta AB kom upp på den inofficiella listan i augusti 1984.

⁵³ Se Svea hovrätt. Mål nr B 1918/89 s 6.

redovisades intäkter som en följd av avtal vilka aldrig infriades (p 1 och 4 ovan). För det andra redovisades fiktiva försäljningar av varulager (p 2, 3, 6 och 7 ovan). För det tredje har intäkter av ännu inte fullföljda avtal redovisats (p 5 och 8). I samtliga fall har detta direkt återverkat på de redovisningsuppgifter bolaget offentliggjort. I samtliga fall offentliggjordes uppgifterna i form av delårsrapporter eller årsredovisningar.

I flera fall förekom överföring av medel från Refaat El-Sayed eller från F närstående bolag till F (p 1, 2, 3, 6 och 7 ovan).⁵⁴ Först 1986 utgav börsen en rekommendation på området. Närståendetransaktioner av detta slag skall numera offentliggöras enligt IRK (Bil 1) p 16.⁵⁵ Någon sådan skyldighet fanns inte när de här refererade transaktionerna genomfördes.

Kursutvecklingen i F under åren 1984–1986 var närmast exempellös. Vid börsintroduktionen i november 1984 var börsvärdet på F ca 800 milj kr och som högst 10 miljarder kr i slutet av januari 1986. Som mest noterades aktien till närmare 300 kr, varefter den sjönk till 110 kr efter avslöjandet av den falska doktorsgraden och den uteblivna Volvo-affären. Kursen uppvisade därefter en nedåtgående trend till slutet av 1986 då företagets verkliga ekonomiska situation blev känd.⁵⁶

10.7 Tryckfrihetsförordningens inverkan

Vid den straffrättsliga bedömningen av information från börsbolagen till börsstyrelse, aktieägare och marknad kan tryckfrihetsrättsliga frågor uppkomma. Så snart det ifrågasatta förfarandet skett med tryckt skrift som medel aktualiseras frågan huruvida Tryckfrihetsförordningen (TF) hindrar en lagföring enligt de vanliga straffrättsliga reglerna. Om offentliggörandet sker såväl i tryckt skrift som på bolagsstämma, vilken sedan refereras i tidningarna, är svindleriparagrafen tillämplig och svårigheter uppkommer först om upp-

⁵⁴ Se *Fermenta – fakta och erfarenheter* (1988) s 200 p 4.

⁵⁵ Se avsnitt 6.1 ovan.

⁵⁶ Se *Fermenta – fakta och erfarenheter* (1988) s 158, där Refaat El-Sayed beskrivs som market maker i F-aktier och hur han i denna egenskap använde olika former av avtal för att styra kursen. Att Refaat El-Sayed stödköpte aktier måste dock varit allmänt känt av marknaden och utgjorde i sig inget olagligt beteende. Under perioden oktober 1985 till mars 1986 var omsättningen 40 milj aktier. Refaat El-Sayed svarade själv för 22% (8,7 milj aktier) av denna omsättning.

gifterna uteslutande sprids i tryckt skrift.⁵⁷ Skyddas alltså dagens årsredovisningar och emissionsprospekt möjligen av reglerna om tryckfrihet?

Det anses klart att ansvar för bedrägeri i tryckt skrift kan ådömas utan hinder av TF.⁵⁸ Som motivering anförs att den som begår ett förmögenhetsbrott med en tryckt skrift som medel inte därigenom gör bruk av sin frihet att "i tryckt skrift yttra sina tankar och åsikter . . . samt meddela uppgifter och underrättelser i vad ämne som helst".⁵⁹ Samma synsätt anlades av Straffrättskommittén beträffande svindleri.⁶⁰

Av tradition har yttrande- och tryckfriheten en stark ställning i vårt land. Detta kan också leda till en benägenhet att erkänna en mycket långtgående frihet mot anspråk som har sin grund i massmedial kommunikation. I viss mån är så också fallet även om TF inte erkänner någon total immunitet mot straffansvar. Om någon sprider vilseledande information på ett sätt som utgör brott omfattas inte beteendet av TF:s skydd.

Om vilseledandet är straffbart erbjuder rättsordningen dessutom en närmast obetingad rätt till ersättning för ren förmögenhetsskada genom SkL 2 kap 4 §.⁶¹ Eftersom svindleristadgandet i BrB 9 kap 9 § också straffbelägger grovt oaktsamt spridande av vilseledande information (BrB 9 kap 9 § 2 st) får det antas att även detta brott faller utanför TF:s skyddssfär med åtföljande rätt till skadestånd.

Mera osäkert är huruvida alla former av culpösa handlingar åtnjuter absolut immunitet genom TF. Eftersom syftet med TF i första hand är att säkerställa ett fritt meningsutbyte och en allsidig upplysning ligger tonvikten på att lagen skall utgöra ett skydd för den politiska, religiösa och kulturella yttrandefriheten. Användandet av tryckt skrift som medel i enskild näringsverksamhet kräver därför inte något grundlagsskydd.⁶² Detta bör betyda att den som genom oaktsamhet sprider vilseledande information på aktiemarknaden, oberoende av om det innebär att han skaffar sig ekonomiska fördelar härav eller ej, inte har gjort bruk av den grundlagsskyddade tryckfriheten.⁶³

⁵⁷ Självreglering av samma slag finns också på andra områden inom näringslivet. Se t ex de regler som FAR fastställt rörande vad som skall anses utgöra "god revisorssed".

⁵⁸ Se Löfmarck (1988) s 111; SOU 1947:60 s 115 ff; Petré-Ragnemalm (1980) s 381 och Axberger (1984) s 52 ff.

⁵⁹ TF 1 kap 1 § 2 st.

⁶⁰ SOU 1940:20 s 160 ff.

⁶¹ Axberger (1984) s 52–53.

⁶² SOU 1947:60 s 120.

⁶³ Axberger (1984) s 48.

11. Fondbörsens möjligheter att ingripa mot bristfällig informationsgivning

Inledning

En fondbörs har till ändamål att bereda köpare och säljare regelbundna tillfällen att under ordnade former avsluta affärer i värdepapper. Handeln är p g a sin stora samhällsekonomiska betydelse omgärdad av en rad lagfästa restriktioner. Affärer och noteringar får t ex enligt BL 18 § bara avse inregistrerade fondpapper.¹ Bland de villkor som rör bolagen kan nämnas att det finns bestämda storleksgränser för aktiekapitalet, att de aktier som skall noteras har viss minsta spridning samt att bolaget åtar sig omfattande skyldigheter i informationshänseende.

Bankinspektionen (Bi) är den i lag förordnade tillsynsmyndigheten. Enligt BL 29 § åligger det inspektionen att övervaka att verksamheten vid fondbörsen sker i enlighet med gällande lag och föreskrifter, men i praktiken intar börsstyrelsen tillsammans med börsens operativa ledning den övervakande rollen av den verksamhet som bedrivs vid börsen.² När det gäller börsbolagens informationsgivning är börsstyrelsen exklusivt kontrollorgan eftersom informationskyldigheten är en följd av kontraktsförhållandet mellan börsen och respektive bolag.

Enligt BL 22 § åligger det börsstyrelsen att följa kursbildningen vid fondbörsen och se till att handeln där sker under förhållanden som överensstämmer med BL och annan författning samt god affärssed. Övervakningen är alltså avsedd att omfatta fondbörsverksamheten i vid mening och inbegriper därmed två huvudkategorier aktörer nämligen börsmedlemmar och börsbolag.³ Det kan också nämnas att BL 22 § ålägger börsstyrelsen något olika uppgifter beroende på om det är fråga om börsmedlemmar eller börsbolag.⁴ I detta kapitel kommer jag emellertid uteslutande att behandla börsstyrelsens och börschefens rätt att använda sanktioner och vidta andra åt-

¹ Se BL 1 § för en definition av fondpapper. Se även lagrådets diskussion i prop 1978/79:9 s 260 ff.

² Prop 1978/79:9 s 168; *Instruktion för chefen för Stockholms fondbörs*, fastställd den 5 juni 1989 av styrelsen för Stockholms fondbörs.

³ Endast de fondkommissionärer som är börsmedlemmar omfattas.

⁴ Den diskussionen återkommer jag till i avsnitt 11.5 nedan.

gärder i de fall *börsbolag* brustit i sin informationsskyldighet, dvs överträtt någon regel i inregistreringskontraktet (IRK).⁵

Det krävs onekligen effektiva och ändamålsenliga styrningsmedel och sanktioner för att börsstyrelsen skall kunna fullgöra uppgiften att tillse att börsbolag och börsmedlemmar följer gällande regler för informationsgivning samt att verksamheten vid börsen i övrigt bedrivs på ett godtagbart sätt.⁶ Börsstyrelsens möjligheter att tillgripa sanktioner har därför genom olika reformer differentierats alltmer. Fondbörsutredningen föreslog t ex införandet av börsstopp i sitt betänkande som presenterades 1973.⁷ Två år senare infördes institutet i den dåvarande börsordningen.⁸ Genom en promemoria upprättad inom finansdepartementet 1983, togs initiativ till att ytterligare öka börsstyrelsens möjligheter att ingripa när aktiemarknadsbolag inte följer de regler som gäller för handel och notering av fondpapper.⁹ Som en konsekvens härav infördes regler i BL 24 § om rätt för börsstyrelsen att ålägga utgivaren av fondpapper att vidta viss åtgärd och rätten att tilldela varning lagfästes. Börsstyrelsen har dessutom enligt IRK (Bas) 10 p 2 st rätt att meddela bolag erinran vid mindre allvarliga överträdelser av IRK.¹⁰

Den praktiska tillämpningen av dessa åtgärder sker under stor tidspress och har inte sällan en komplicerad faktamässig bakgrund. Börsbolagen klagat ibland på att förfarandet i s k anmärkningsärenden, dvs ärenden i börsstyrelsens avseende överträdelser av börsreglerna eller IRK, är svårbegripligt och lämnar en del övrigt att önska vad gäller rättssäkerhet och vilken rättslig innebörd besluten egentligen har.¹¹ Den oklara partsställningen talar inte heller för den nuvarande ordningen. Börsstyrelsen står nämligen å ena sidan i ett kontraktsförhållande till börsbolagen, å andra sidan är styrelsen ålagd en tillsynsskyldighet enligt lag.

Börsstyrelsens tillsynsplikt är förenad med särskilda utrednings- och

⁵ För en kortfattad beskrivning av börsstyrelsens övervakning av fondkommissionärer hänvisas till Moberg-Samuelsson (1989).

⁶ Notera kritiken av de regler gällande börsens sanktionsgivning i händelse av bristfällig informationsgivning som framfördes av Fermenta-utredningen. *Fermenta – fakta och erfarenheter* (1988) s 220.

⁷ SOU 1973:60 s 96 ff.

⁸ SFS 1976:542 (27a §). När BL infördes 1979 flyttades regeln om börsstopp till BL 25 §.

⁹ Prop 1983/84:164 s 7.

¹⁰ Se FKL 13 § där börsstyrelsen kan meddela skriftlig erinran om det föreligger ett missförhållande av mindre allvarlig beskaffenhet ifråga om börsmedlemmen eller dennes verksamhet.

¹¹ Se dock beskrivningen av BiH s 11 angående börsens handläggning av påföljdsfrågor.

sanktionsinstrument som kan tillgripas utan hänsyn till om handlandet eller underlåtenheten strider mot en författning eller utgör ett kontraktsbrott.¹² Oberoende av överträdelsens art handläggs frågan dessutom som ett s k anmärkningsärende i former som närmast påminner om ett domstolsförfarande. Konsekvensen blir att systemets nuvarande utformning inte minst uppvisar allvarliga brister i förutsebarhet.¹³ Arbetsprocessen vid börsen är i dessa fall till stora delar dold för det aktuella bolaget och härtill både långsam och omständlig.¹⁴

Följande åtgärder kan börsstyrelsen numera vidta om ett bolag inte följer de regler som gäller för notering och handel:

1. Erinran (IRK Bas 10 p 2 st).
2. Varning (BL 24 §).
3. Föreläggande om åtgärd (BL 24 §).
4. Vite (IRK Bas 10 p 2 st).
5. Börsstopp (BL 25 §).
6. Avregistrering (BL 24 §).

Ovanstående uppräkningsmedel anses vanligen referera till börsstyrelsens sanktionsmedel. Varken språkligt eller med hänsyn till den praktiska användningen är detta en korrekt benämning. Allmänt betraktat är sanktioner en form av rättsligt reglerade tvångsmedel som utgör en reaktion mot ett inträffat icke rättsenligt handlande. Det kan röra sig både om handlande och underlåtenhet. Varje sanktion innebär ytterst sett att någon form av olägenhet med tvång tillfogas den som överträtt en norm. Uppräkningen innehåller därför också annat än sanktioner. Varken börsstopp eller föreläggande om åtgärd kan lämpligen klassificeras som sanktioner i här angiven mening eftersom de för sin tillämpning inte förutsätter ett direkt samband med en konkret förseelse.¹⁵

Om en formell åtskillnad görs mellan "lagreglerade sanktioner", "lagreglerade åtgärder" och "avtalsrättsligt reglerade sanktioner" erhålls följande

¹² Grunden för börsens tillämpning av sanktioner och påföljder är alltså inte uteslutande att finna i bestämmelserna i IRK.

¹³ Se den kritik som förs fram i SOU 1989:72 (Del 2) s 125. Där föreslås också inrättandet av ett centralt organ som skall handha sanktionsärenden.

¹⁴ BiH s 11; *Fermenta – fakta och erfarenheter* (1988) s 220.

¹⁵ Prop 1975/76:175 s 21. Se även SOU 1989:72 (Del 2) s 116 där VMK uttryckligen avvisar tanken att börsstopp skulle utgöra ett sanktionsmedel. Jfr SOU 1973:60 s 96 ff.

uppdelning av de möjligheter börsen har att ingripa mot bristfällig informationsgivning:

1. Lagreglerade sanktioner
 - (a) varning,
 - (b) avregistrering.
2. Lagreglerade åtgärder
 - (a) föreläggande om åtgärd,
 - (b) börsstopp.
3. Avtalsrättsligt reglerade sanktioner
 - (a) erinran,
 - (b) vite.

Att avgöra vilket användningssätt respektive sanktion eller åtgärd formellt sett är tänkt att ha och hur de kan kombineras med varandra är inte utan svårigheter.¹⁶ Både lagstiftning och motiv är mycket kortfattade och ger dessutom bara begränsad ledning avseende vilka befogenheter börsstyrelsen egentligen tillerkänns. BL 24 § ger t ex utrymme för en i jämförelse med förarbetena avvikande tolkning rörande förhållandet mellan föreläggande om åtgärd och varning, samt huruvida föreläggande måste ske i samband med att avregistrering är aktuell eller om det kan användas som ett självständigt instrument för att påverka bolagens sätt att informera.

Som en särskild punkt i detta kapitel berörs de två utredningsinstrument börsstyrelsen har till sitt förfogande, dvs rätten att begära tillsynsinformation och möjligheten att placera ett bolag på observationslistan. Rätten att begära tillsynsinformation kan t ex användas för att skaffa underlag för ett sanktionsbeslut. Även placeringen på observationslistan får i systematiskt hänseende ses som ett av börsstyrelsens utredningsinstrument, men samtidigt kan man inte bortse från att en sådan markering kan uppfattas som en sanktion av det aktuella bolaget.

I ett särskilt avsnitt (11.6) beskrivs börsbolagens processuella skydd. Där diskuteras särskilt de möjligheter som står till buds om ett börsbolag t ex önskar erhålla en överprövning av ett sanktionsbeslut.

Till sist beskrivs de reformer som föreslagits av VMK rörande vilket organ som skall sköta handläggningen av sanktionsärenden och hur denna lämpligen bör gå till (11.7).

¹⁶ Denna oklarhet gäller det teoretiska studiet av dessa "sanktioner". Den praktiska tillämpningen behöver inte försvåras av detta skäl.

11.1 Børsstyrelsens tillsyn av börsbolag

Børsstyrelsen har flera olika uppgifter enligt lag och författning. I detta sammanhang är särskilt de uppgifter som åläggs börsstyrelsen enligt BL 22 § av intresse eftersom den paragrafen avgränsar börsstyrelsens tillsynsområde. Ett föreläggande om åtgärd kan t ex vinna berättigande mot bakgrund av att kursbildningen skall tryggas eller att verksamheten vid börsen skall bedrivas under godtagbara former, men knappast om åtgärden ingriper i bolagets beslutanderätt på områden som saknar denna anknytning.¹⁷

Enligt BL 22 § skall börsstyrelsen:¹⁸

1. Följa kursbildningen vid fondbörsen.
2. Se till att handeln vid börsen sker under förhållanden som är i överensstämmelse med
 - (a) lag (1979:749) om Stockholms fondbörs;
 - (b) annan författning; samt
 - (c) god affärssed.

Vad gäller ansvaret för kursbildningen avses först och främst de tekniska förutsättningarna för handel och kurssättning, att börsföretagen följer givna normer rörande informationsgivning samt att kursen kontinuerligt grundas på marknadsmässiga förhållanden.¹⁹ Det sistnämnda kravet förutsätter att omsättningen är tillräckligt hög för att kurssättningen skall ge ett rättvisande pris.²⁰

Att handeln vid börsen sker i enlighet med lag och författning innebär en begränsning i tillsynsområdet genom att den handel som inte sker vid börsen faller bort.

Enligt Fondbörsutredningens betänkande (SOU 1973:60) åsyftar hänvisningen till god affärssed för börsbolagens vidkommande framför allt att deras informationsgivning sker på ett tillfredsställande sätt.²¹ I propositionen sågs uttryckligen att handeln skall ske i enlighet med god affärssed, men att

¹⁷ I Finansdepartementets PM med vissa förslag till ändringar i börslagstiftningen, prop 1983/84:164 (Bilaga 2) s 24, föreslogs att börsstyrelsen skulle få befogenhet att förelägga ett bolag att vid äventyr av avregistrering t ex vidta personförändringar i bolagets ledning. Förslaget genomfördes aldrig.

¹⁸ Prop 1975/76:175 s 25.

¹⁹ A a s s.

²⁰ A a s s.

²¹ SOU 1973:60 s 134.

detta uteslutande avser borsmedlemmarnas och borsombudens agerande på marknaden.

Tydligen ger inte BL 22 § stöd för borsstyrelsens etikskapande verksamhet i den mån den riktar sig mot borsbolagen. I fråga om dessa bolag omfattar inte tillsynen borsetiska frågor i vidsträckt mening utan informationsskyldighetens materiella innehåll. Omfattningen av denna skyldighet manifesteras i IRK efter förhandlingar mellan borsstyrelsen och Aktiemarknadsbolagens förening (AF). Borsen saknar därför lagstöd om man vid sidan av denna förhandlingsordning utfärdar en generell rekommendation som tar sikte på informationsskyldighetens omfattning i något särskilt avseende. Samma synpunkt gör sig i än högre grad gällande om borsstyrelsen utfärdar rekommendationer för borsbolagen som uttrycker styrelsens uppfattning om innebörden av god affärssed i en enskild fråga.

Eftersom generellt utformade rekommendationer och uttalanden från borsstyrelsen har stor opinionsmässig betydelse kan de inte ignoreras av bolagen med hänvisning till ett formellt rättsligt resonemang som angriper borsstyrelsens befogenheter i berört avseende. Det är inte troligt att ett sådant resonemang kan väntas vinna sympati i omgivningen. Följden kan bli en besvärande oklarhet rörande regelsystemets verkliga omfattning och innehåll.²² Om borsstyrelsen vill formalisera sina uppfattningar rörande innebörden av god borsetik eller i en informationsfråga, bör det därför ske inom ramen för ett konkret anmärkningsärende eller genom förhandlingar med AF om en komplettering av IRK. Denna begränsning i borsens handlingsfrihet gentemot borsbolagen följer sålunda av den valda förhandlingsordningen.

11.2 Lagreglerade sanktioner

Inledning

Varning och avregistrering utan egen ansökan är de två lagreglerade sanktionsmedel borsen har till sitt förfogande. Kopplingen mellan varning och avregistrering är tydlig eftersom varning skall meddelas om en så ingripande åtgärd som avregistrering är onödig. Det förefaller inte finnas något tvång att borsen innan beslut om avregistrering utfärdar en varning. I praktiken sker det inte heller.

²² Angående borsens etikskapande verksamhet, se SOU 1989:72 (Del 2) s 225 ff.

Varken varning eller avregistrering har hittills använts särskilt ofta. Det mest uppmärksammade exemplet under senare år är Fermenta, som fö avregistrerades i januari 1987. Detta skedde efter att börsstyrelsen vid upprepade tillfällen funnit att bolaget brutit mot informationsregler i det då gällande inregistreringskontraktet.²³

11.2.1 Varning

Med varning avses i detta sammanhang närmast ett formellt utformat påpekande som i sig självt är avsett att utgöra en bestraffning. Avsikten är alltså inte enbart att uppmärksamma ett börsbolag på ett bristfälligt beteende som om det korrigeras innebär att vidare åtgärder kan undvikas. Med tanke på den negativa publicitet som kan väntas följa av en varning är det en sanktion som inte bör underskattas. Om varningen anslår en ton som innebär tydlig kritik av ett visst beteende, kan det innebära en kännbar förlust av good-will och prestige som underminerar kunders och klienters förtroende för bolaget ifråga. I sin tur kan detta ha en menlig inverkan på bolagets framtida affärsmöjligheter och försvåra anskaffningen av ytterligare riskkapital.²⁴

Börsstyrelsens användning av varningsinstitutet grundade sig tidigare på att börsstyrelsen vid ett brott mot IRK hade att överväga om förfarandet var ursäktligt eller ej.²⁵ Om börsstyrelsen då ansåg att förfarandet ifråga varken borde föranleda avregistrering, börsstopp eller vite kunde man besluta sig för att i form av en varning välja att ändå påtala vari det förkastliga i beteendet låg. Genom en komplettering av BL 24 § år 1984 blev rätten att meddela varning lagfäst. Den del av BL 24 § som reglerar varningsinstrumentet lyder på följande sätt:

”Är en så ingripande åtgärd som avregistrering inte behövlig, får börsstyrelsen i stället tilldela utgivaren eller den som trätt i hans ställe en varning.”

Om reglerna rörande handel vid fondbörsen åsidosatts kan börsstyrelsen alltså enligt BL 24 § meddela en varning. För varning gäller samma förutsättningar som för avregistrering och föreläggande, men beslutet i börsstyrelsen kräver inte kvalificerad majoritet.

²³ Stockholms fondbörs: *Börsstyrelsens protokoll*, 1987.01.15.

²⁴ Se även den engelska FSA s 60 där varningsinstitutet (Public statement as to person's misconduct) givits en särskild reglering.

²⁵ Prop 1983/84:164 s 25.

Skillnaden mellan varning och den avtalsrättsligt reglerade motsvarigheten erinran är inte helt klar. En möjlig gränsdragning är att erinran utslutande kan användas då IRK överträtts, medan varning kan användas närhelst börsbolagens beteende anses strida mot reglerna för kursbildning och handel vid fondbörsen. Det är också möjligt att varning skall anses vara en mer ingripande sanktion. Sambandet med avregistrering förefaller peka i den riktningen.

Även i fråga om varning skall den som utpekats ges rätt att yttra sig innan beslut fattas i börsstyrelsen. Den av börsen upprättade handledningen till kontraktet (BiH) hänvisar inte till något fall då börsstyrelsen beslutat tilldela ett börsbolag varning.²⁶

11.2.2 Avregistrering utan egen ansökan

Den strängaste sanktion som börsstyrelsen har till sitt förfogande är beslut om avregistrering. Varje bolag som erhåller börsnotering av sina aktier står i ett civilrättsligt förhållande till börsen genom kravet på undertecknande av IRK, men avregistrering har karaktär av offentligrättslig sanktion och kan därför inte likställas med en kontraktsrättslig hävningspåföljd. Som sanktion betraktad är avregistrering sällan förekommande.

BL 24 § anger att en avregistrering kan vidtas på endera två grunder, nämligen om (a) marknadsförhållandena eller (b) annan omständighet föranleder det. Avregistrering kan ses som en sanktion till skydd för marknadens aktörer där beslutet att avregistrera baseras på ett ställningstagande till företagets allmänna lämplighet som börsbolag ("annan omständighet").

Hänvisningen till "marknadsförhållandena" avser främst de fall då underlaget för handel i bolagets aktier blivit alltför litet.²⁷ Är spridningen av bolagets aktier för liten saknas förutsättningar för en rättvisande kursättning.²⁸ Det kan även tänkas att avregistrering borde övervägas när ett bolag under en längre tid inte kunnat uppvisa sådan aktivitet i bolagets aktier vid börsen som gör att de marknadsmässiga förutsättningarna för inregistrering

²⁶ BiH s 10.

²⁷ Prop 1983/84:164 s 11. Se också BiH s 9 vid p 2.3.

²⁸ Börsens utredning framförde som förslag att bolag med dominerande ägare borde särbehandlas för att förebygga maktmissbruk. Se *Fermenta – fakta och erfarenheter* (1988) s 170.

kan anses uppfyllda. Omsättningshastigheten i bolagets aktier borde kunna ge vägledning vid en sådan bedömning.²⁹

Med "annan omständighet" åsyftas enligt motiven i första hand det fall där ett börsbolag bryter mot sin informationsskyldighet.³⁰ Den förekommande olämpligheten behöver inte nödvändigtvis manifesteras i någon enskild förseelse, utan kan som i Fermenta-fallet aktualiseras efter upprepade förseelser.³¹ Vid bedömningen av detta fall var börsstyrelsen oenig rörande frågan om Fermentas huvudaktieägares agerande på egen hand var tillräckligt för att ådraga bolaget en så ingripande sanktion som avregistrering. En minoritet ansåg att så var fallet och att avregistrering därför borde ske, medan majoriteten ansåg att man borde avvakta. Majoriteten motiverade sitt ställningstagande på följande sätt:

"Börsstyrelsen (majoriteten) uttalade i sitt beslut att, med hänsyn till de åtgärder som vidtagits från bolagets sida för kontroll av pressmeddelandets riktighet, kunde endast en mindre del av ansvaret för att pressmeddelandet senare visade sig vara ofullständigt läggas på bolaget. Bolaget kunde dock enligt börsstyrelsens mening inte undgå viss kritik. Med detta uttalande lät börsstyrelsens majoritet saken bero."³²

Minoriteten invände i samma beslut att det inte gick att avgöra om den information som lämnats emanerade från bolaget eller från huvudaktieägaren. Från formella utgångspunkter kan dock inte majoritetens beslut kritiseras eftersom det är *bolaget* som har informationsskyldighet och inte huvudaktieägaren. De praktiska konsekvenserna av detta synsätt är dock inte oproblematiska. Bolagets skyldighet att agera om någon med uppsatt position i bolaget säger något är fortfarande oklar.³³

Avregistrering får inte företas om det är olämpligt från allmän synpunkt. Viss hänsyn måste tas till vad följderna kan bli för aktieägare, anställda osv. Det är alltså överväganden som grundar sig på en bred bedömning av åtgärdens totala effekter som förväntas ligga till grund för ett beslut om avregistrering. Vid bedömningen tar börsstyrelsen också hänsyn till om bolaget kan vidta

²⁹ Att döma av börsens årsredovisningar för åren 1986–1988 finns det flera bolag som har så låg omsättning att frågan om behovet av börsnotering borde kunna omprövas.

³⁰ Prop 1983/84:164 s 11.

³¹ Stockholms fondbörs: *Börsstyrelsens protokoll*, 1986.11.06 § 3.

³² Stockholms fondbörs: *Börsstyrelsens protokoll*, 1986.11.06 § 3, p III.

³³ Se om skyldigheten att korrigera offentliggjorda uppgifter i kap 7.

åtgärder som undanröjer de faktorer som i annat fall kan föranleda avregistrering. Detta uppsköt t ex börsstyrelsens beslut att avregistrera Fermenta.³⁴

I ett annat fall saknade bolagen Fagersta och Kinnevik vilja att följa börsstyrelsens rekommendationer vilket tillsammans med allvarliga brister i informationsgivningen föranledde börsstyrelsen att avregistrera båda bolagen.³⁵

Avregistrering kan också aktualiseras av andra skäl. Consafe AB hade 10.000 aktieägare när det på egen begäran försattes i konkurs den 10 september 1985.³⁶ Dessförinnan hade bolaget begärt att handeln skulle avbrytas i dess aktier den 28 augusti. En majoritet i börsstyrelsen beslöt den 11 september att avregistreringen av aktierna skulle uppskjutas till den 1 november samma år eftersom aktieägarna hade ett uppenbart intresse av att handeln i bolagets aktier återupptogs. Börsstyrelsens majoritet anförde dock följande skäl:

1. Bolagets aktieägare hade ett uppenbart intresse av att handeln återupptogs i ordnade former.³⁷
2. Detta kunde bäst åstadkommas genom en tidsbegränsad handel på A:I-listan.
3. Det kunde ej uteslutas att konkursen skulle kunna ge ett överskott.
4. Aktieinnehav i Consafe kunde ge rätt att teckna aktier i ett nytt bolag.

Börsstyrelsens minoritet ansåg att avregistreringen skulle ske omedelbart med hänvisning till internationell praxis och att allmänhetens förtroende för det sätt varpå verksamheten vid Stockholmsbörsen sköts.³⁸

Någon oenighet rörande sakfrågan, dvs att Consafe skulle avregistreras, fanns således inte i börsstyrelsen, men däremot rörande tidpunkten.³⁹

³⁴ Stockholms fondbörs: *Börsstyrelsens protokoll*, 1987.01.15, § 5.

³⁵ Stockholms fondbörs: *Börsstyrelsens protokoll*, 1983.09.23, § 1.

³⁶ Ett liknande ärende aktualiserades i samband med att Saléninvest AB försattes i konkurs den 19 december 1984. Börsstyrelsen sammanträdde den 20 december och beslöt då att avregistrering skulle ske den 1 februari 1985. Ordföranden var den gången skiljaktig och begärde omedelbar avregistrering. När Algot Johansson AB meddelade fondbörsen att man inställt sina betalningar den 8 juni 1977 beslutades om omedelbar avregistrering vid börsstyrelsens sammanträde den 10 juni 1977. Någon klar praxis i fråga om handel med aktier i konkursbolag fanns således inte vid beslutet rörande Consafe.

³⁷ Det allmänna intresset av fortsatt handel i Consafe torde inte minst berott på möjligheterna att uppnå vissa skattemässiga fördelar (kvittningsbara realisationsförluster).

³⁸ Stockholms fondbörs: *Börsstyrelsens protokoll*, 1985.09.11, § 2.

I anledning av detta ärende begärde Bi børsstyrelsens yttrande över de överväganden som låg till grund för beslutet om att handeln med aktierna i Consafe skulle fortsätta.

När Bi sedermera uttalade sig i fråga om börshandel med aktier i konkursbolag ansåg Bi inte att det stod i strid med BL eller BF.⁴⁰ Det fanns därför inte anledning för Bi att ingripa mot beslutet med stöd av BL 31 §. Bi uttalade att det var bäst förenligt med kravet på sundhet i börshandeln att konkursbolags aktier alltid avregistreras omedelbart.⁴¹

11.3 Lagreglerade åtgärder

Inledning

De lagreglerade åtgärderna utgörs av börsstopp och föreläggande om åtgärd. Båda ger börsen rätt att ingripa när det t ex uppkommit störningar i kursbildningen till följd av bristfällig informationsgivning. Föreläggande om åtgärd kan användas för att förmå ett passivt företag att informera och börsstopp kan användas när bolaget av sekretessskäl inte kan offentliggöra uppgifter. I kombination utgör de ett kraftfullt redskap för att förmå ett ovilligt företag att efterkomma börsens begäran om data.

11.3.1 Föreläggande om åtgärd

Den regel i BL 24 § som ger börsen rätt att förelägga utgivaren av ett fondpapper att vidta viss åtgärd infördes först 1984.⁴² Syftet var att ge børsstyrelsen ytterligare en möjlighet att ingripa när börsföretag inte följer de regler som gäller för handel och notering av börsregistrerade fondpapper.⁴³ Den del av BL 24 § som behandlar föreläggande lyder på följande sätt:

”Börsstyrelsen kan även förelägga utgivaren av ett fondpapper eller den som trätt i hans ställe att vidta viss åtgärd. Därvid får børsstyrelsen i beslutet ange att åtgärden skall vidtas vid påföljd av att avregistrering annars kan komma att ske.”⁴⁴

³⁹ Se prop 1978/79:9 s 116.

⁴⁰ Bi (1985-11-07) Dnr 1314/85-A.

⁴¹ Bi (1985-11-07) Dnr 1314/85-A.

⁴² SFS 1984:439.

⁴³ Prop 1983/84:164 s 7.

⁴⁴ I SOU 1989:72 (Del 1) s 80 har författningsförslagets 35 § givits en snarlik lydelse.

Börsstyrelsen kan bara förelägga ett börsbolag att vidta en viss åtgärd om den begärda åtgärden har ett samband med kursbildningen. I praktiken innebär detta att börsstyrelsen kan förelägga om åtgärd när det konstaterats att marknaden har ett behov av information som ett börsbolag dittills inte tillgodosett, t ex för att stoppa pågående ryktesspridning. Ett annat tänkbart fall är då bolaget inte lämnar obligatorisk information frivilligt.⁴⁵

Är börsstyrelsens möjligheter att förelägga ett bolag att vidta åtgärder begränsade till de fall bolagets handlande avviker så grovt från godtagbart beteende att avregistrering kan ifrågakomma, eller kan ett föreläggande ges med hot om annan sanktion, t ex vite? I Finansdepartementets promemoria presenterades börsstyrelsens möjligheter att förelägga åtgärder som en differentiering av de befintliga sanktionsmedlen.⁴⁶ Syftet formulerades där på följande sätt:

”Under senare tid har olika sanktionsmedel kommit till användning vid flera tillfällen. Fråga har emellertid uppkommit om inte börsstyrelsen har behov av en ytterligare differentiering av sanktionsmedlen. Genom en sådan åtgärd skulle börsstyrelsens handlingsmöjligheter öka. Börsstyrelsen föreslås därför få befogenhet att – om inregistreringskontraktet eller reglerna om handel vid fondbörsen i övrigt åsidosättes – förelägga bolaget att vid äventyr av avregistrering omedelbart vidta åtgärder för att undanröja missförhållandet och förhindra ett återupprepande.”⁴⁷

Detta citat tycks begränsa användandet av föreläggande om åtgärd till de fall avregistrering kan ifrågakomma som sanktion. Vid en genomläsning av remissyttrandena förefaller de olika remissinstanserna ha uppfattat saken på ungefär samma sätt.⁴⁸ Även VMK tycks se föreläggande om åtgärd som en möjlighet att undvika avregistrering.⁴⁹ För denna tolkning talar möjligen också det faktum att såväl beslut om avregistrering som föreläggande om åtgärd kräver kvalificerad majoritet i börsstyrelsen, dvs 7 av 11 ledamöter måste enligt BL 24 § 2 st ha biträtt beslutet.

Även om avsikten varit att skapa ett instrument som kan hindra en

⁴⁵ Prop 1983/84:164 s 11.

⁴⁶ Finansdepartementets PM med vissa förslag till ändringar i börslagstiftningen. Ingår som Bilaga 2 i prop 1983/84:164 s 24 ff.

⁴⁷ Prop 1983/84:164 s 25–26.

⁴⁸ A a s 45–49.

⁴⁹ SOU 1989:72 (Del 2) s 107.

avregistrering kan man med fog hävda att föreläggande om åtgärd kan kombineras med varje sanktion som står börsstyrelsen till buds. Kan börsstyrelsen fatta ett sanktionsbeslut i en viss fråga bör ett föreläggande om rättelse för att undvika sanktion betraktas som ett lindrigare ingripande. En tänkbar situation då en sådan begäran kan aktualiseras är då ett bolags prognos ifrågasätts av marknaden med följd att ryktesspridning tar fart och får sådan omfattning att handeln i bolagets värdepapper allvarligt störs. Så länge börsstyrelsens agerande har stöd i BL 22 § bör möjligheten finnas att förelägga ett bolag att vidta viss åtgärd även i de fall vägran att efterkomma styrelsens beslut inte kan leda till avregistrering. I dessa lindrigare fall får således styrelsen istället koppla förelägandet till den sanktion som är bäst avpassad efter situationens dignitet.

Lagtexten tycks medge börsstyrelsen en rad handlingsalternativ. Förelägandet om åtgärd *får* fattas med tillägget att bristande efter rättelse *kan* medföra avregistrering eller *kommer* att medföra avregistrering.

Om ett föreläggande om åtgärd kombineras med ett hot om avregistrering förutsätter det att förhållandena är sådana att avregistrering enligt den grundläggande bestämmelsen skulle kunna tillämpas direkt. Förelägandet får alltså i detta fall ses som en möjlighet för börsstyrelsen att förhindra den mer ingripande åtgärden.

Slutsatsen blir alltså att börsstyrelsen kan agera aktivt för att påverka bolagens informationsgivning och med hot om sanktion direkt anmoda bolag att lämna marknaden viss information. Innan föreläggande om åtgärd beslutas skall den som förelägandet riktas mot beredas tillfälle att yttra sig över ärendet, såvida detta inte är uppenbart obehövligt eller beslutet inte kan uppskjutas. Om det är fråga om att förmå ett bolag att informera torde det utan undantag vara fråga om beslut som inte kan uppskjutas, vilket leder till slutsatsen att yttranderätten inte behöver beaktas. Dessutom ger text ett föreläggande vid vite ett rådtrum för bolaget att förklara orsaken till sin ovilja att informera. Detta tillsammans med kravet på kvalificerad majoritet (7 av 11 ledamöter) vid beslut om föreläggande torde utgöra en tillräcklig garanti för att rättsförluster kan undvikas.⁵⁰

⁵⁰ BL 24 § 2 st.

11.3.2 Börsstopp

Börsstopp innebär att handeln i ett fondpapper tillfälligt avbryts. Förslag om att börsstyrelsen skulle kunna avbryta handel och notering i en viss aktie presenterades i Fondbörsutredningens delbetänkande år 1973.⁵¹ Tidigare fanns bara möjligheten att avregistrera ("avföra från notering"), vilket ansågs vara en alltför drakonisk påföljd. Avsikten var att ge börsstyrelsen rätt att för längre eller kortare tid förordna om avbrytande av börshandel och notering i visst värdepapper när detta var särskilt påkallat för att värna om kursbildningen. Den regel som sedan infördes år 1979 genom BL 25 § gav börsstyrelsen möjlighet att besluta om börsstopp. Regeln lyder på följande sätt:

"Om särskilda skäl föreligger, får börsstyrelsen besluta att handel och notering vid fondbörsen skall avbrytas i fråga om fondpapper av visst slag. Sådant beslut får ej gälla längre än som oundgängligen behövs.

Börsstyrelsen skall omedelbart offentliggöra beslut enligt första stycket och beslut om återupptagande av handel och notering. Om sådant beslut skall styrelsen samtidigt underrätta dem som har tillstånd att driva fondkommissionsrörelse."

Generellt sett gäller att börsstopp är förknippat med befarade eller konstaterade brister i informationsflödet från och om börsbolagen.⁵² Om t ex ett större företagsförvärv är under uppsegling sprids rykten och aktiviteten i de berörda företagens aktier ökar drastiskt. Denna aktivitet kan vara baserad på överlägsen analys eller tillgång till ej offentliggjord information.

Fondbörsen följer kontinuerligt kursrörelserna och större avvikelser rapporteras till börsledningen. Om brister i informationsflödet uppmärksammas, med konstaterade eller befarade kursstörningar som följd, kan börsen tillfälligt avbryta handeln i väntan på att dessa störningar elimineras. Genom börsstoppet ger börsen samtidigt en signal till marknaden att kursbildningen speglar ej offentliggjord information. Härigenom skyddas de aktörer som inte har tillgång till exklusiv information.⁵³ En negativ effekt av ett börsstopp är den drastiskt minskade likviditeten som blir följd av att fondkommissionärerna inte får medverka i handel i den aktuella aktien. Parallellt med att

⁵¹ SOU 1973:60 s 96.

⁵² Bonnier (1987) s 33. Detta arbete bör särskilt uppmärksammas för sin grundläggande empiriska undersökning av orsakerna till börsstopp.

⁵³ De Ridder (1988) s 6. Denna utrednings slutsatser rörande förekomsten av insiderhandel underkändes av VMK. Se SOU 1989:72 (Del 2) s 208.

börsstopp utfärdas kan börsern enligt BL 24 § ålägga bolaget att informera marknaden.⁵⁴

I första hand aktualiseras ett beslut om börsstopp när bolaget självt begär det, t ex när man befinner sig i slutfasen av en förhandling med ett annat företag om visst samarbete eller övertagande av hela eller del av bolaget. En annan möjlighet är att börschefen beslutar om börsstopp, t ex när stora kurssvängningar som saknar känt samband med informationsflödet uppmärksammas.⁵⁵

Det förutsattes i motiven att börsstopp även skulle kunna användas som en renodlad sanktionsåtgärd om t ex en börsmedlem och dennes ombud inte följer rådande normer rörande god affärssed.⁵⁶ Eftersom börsstopp strider mot principen om marknadens likviditet drabbas aktieägare inte sällan hårdare än de som gjort sig skyldiga till överträdelsen. Det är därför tveksamt om börsstopp överhuvudtaget kan användas som sanktion.⁵⁷

Tidpunkten för beslut om börsstopp är avgörande för om stoppet skall få avsedd effekt. Om rykten florerar kan det vara en signal att det finns brister i informationsflödet. Även om affärsprojekt diskuteras internt i bolagen med tillämpning av strikta sekretessbestämmelser är det i praktiken svårt att vidmakthålla dessa reglers effektivitet. Den arbetsrättsliga lagstiftningen medger inte heller att arbetsgivare helt självständigt kan välja när viss information skall föras utanför en inre krets.⁵⁸ MBL 11 § ålägger arbetsgivare att före viktiga beslut som rör förändringar i verksamheten på eget initiativ förhandla med de berörda fackliga organisationerna.⁵⁹ Vidare kan arbetsgivares informationsskyldighet enligt MBL 19 § innebära att kursdrivande fakta sprids till en vidsträckt krets.⁶⁰ Om bolaget inte i samband härmed kan offentliggöra fullständig information är börsstopp närmast oundvikligt.

Börsens uppfattning om förhållandet mellan börsbolagens informationsplikt och börsstopp erhålls av det "junibrev" börschefen skickade till alla börs- och OTC-bolag.⁶¹ De riktlinjer angående börsstopp som fastlades där

⁵⁴ Angående BL 24 § se avsnitt 11.3.1.

⁵⁵ Se också uppräknningen av orsaker till börsstopp i De Ridder (1988) s 22.

⁵⁶ Prop 1975/76:175 s 21.

⁵⁷ SOU 1989:72 (Del 2) s 115–116.

⁵⁸ Se kap 5.2 ovan.

⁵⁹ Bonnier (1987) s 41.

⁶⁰ Moberg (1981) s 150 ff.

⁶¹ Stockholms fondbörs: *Brev från börschefen till verkställande direktörerna i börs- och OTC-företag*, Stockholm 860606.

avsågs bli beaktade av de informationsansvariga i börsbolagen. Bland de skäl som gavs i uppräkningsen ovan betonas särskilt väsentliga beslut och händelser i företaget som bedöms vara av stor betydelse för bolagets ställning. I junibrevet nämns som exempel följande händelser:

1. Offentliga uppköpserbudanden.
2. Andra former av förvärv eller avyttringar av företag.
3. Samarbetsavtal.
4. Investeringsbeslut.
5. Betydande order.

Om bolaget inte omedelbart kan informera marknaden på ett tillräckligt uttömmande sätt skall börsstopp utfärdas i bl a dessa situationer. I praktiken är börsstopp vanligast i samband med offentliga erbjudanden och företagsöverlåtelser.

Enligt BL 25 § är det börsstyrelsen som skall besluta om börsstopp. I de flesta fall är det av praktiska skäl omöjligt att invänta ett styrelsebeslut. Det finns emellertid en möjlighet enligt BL 7 § för styrelsen att delegera rätten att fatta beslut i fråga som ej tål uppskov till ordföranden och börschefen gemensamt, var för sig eller i förening med en eller flera av börsstyrelsens ledamöter. Börsstyrelsen har delegerat bl a rätten att avbryta handel och notering vid fondbörsen av visst fondpapper till börschefen.⁶² I de flesta fall torde tidsfaktorn medföra att börschefen, vice börschefen eller t o m annan ledande tjänsteman fattar beslut om börsstopp.

Beslut om börsstopp måste offentliggöras omgående och på ett sådant sätt att beslutet har förutsättningar att bli effektivt. De som skall underrättas är följande:

1. Utgivaren av det värdepapper som avses med beslutet.
2. Börsmedlemmarna.
3. Fondkommissionärer som inte är medlemmar.
4. När beslutet rör aktie som noteras även på annan börs än den svenska, vederbörande utländsk börs eller börser.

Beslutets varaktighet berörs i BL 24 §. Där sägs att börsstopp bara får fortgå så länge det oundgängligen behövs.⁶³ I vissa fall vet man hur länge börsstoppet

⁶² Stockholms fondbörs: *Instruktion för chefen för Stockholms fondbörs*, fastställd 890605, 3 § 2 p.

⁶³ Börsstoppen tenderar att bli längre och längre, vilket förmodligen beror på att offentliga uppköpserbudanden blir alltmer komplicerade att genomföra och därför kräver längre tid. Under första halvåret 1990 var antalet börsstopp 44 och de varade i mellan 1 och 6 dagar. Under



skall gälla och man meddelar då när det skall upphöra samtidigt som det tillkännages. I andra fall är det inte möjligt att förutse hur länge behovet kvarstår utan med hänsyn till institutets funktion bestäms varaktigheten av behovet. Den avvägning börsen har att göra inför ett beslut om börsstopp och dess varaktighet är bl a om de nackdelar som bristande likviditet innebär för marknadens aktörer uppväger de störningar i kursbildningen som kan bli följden om börsen förhåller sig passiv.

Beslut om hävande av börsstopp sker regelmässigt så snart börsledningen anser att tillfredsställande information föreligger. Det skall offentliggöras på samma sätt som beslut om börsstopp.

11.4 Avtalsrättsligt reglerade sanktioner

11.4.1 Erinran

Till skillnad från vite har erinran en oklar historia som börsrättsligt sanktionsmedel.

Erinran är en form av formell kritik som är avsedd att utgöra en sanktion. Denna sanktionstyp förekommer vanligen så snart det är fråga om offentlig tillsyn över en viss yrkesgrupp och dess arbets- och verksamhetsformer. Kommerskollegiums tillsyn över de kvalificerade revisorernas verksamhet enligt 22 § revisorsförordningen anses t ex kunna innebära att erinringar mot visst förfarande meddelas och i RB:s regler om advokater (kap 8) sägs i 7 § att erinran får meddelas advokat som åsidosätter sina plikter.⁶⁴ Börsstyrelsen kan använda *skriftlig erinran* gentemot börsmedlem (BL 13 §) och börsombud (BL 16 §) samt *erinran* mot börsbolagen på grundval av en bestämmelse i IRK. Rätten att meddela erinran ges i IRK (Bas) 10 p 2 st och detta avsnitt lyder på följande sätt:

”Är åsidosättandet av avtalet ringa eller ursäktligt, kan börsstyrelsen i stället för att ålägga vite meddela bolaget erinran eller helt avstå från påföljd.”

Om ett bolag handlat på ett sätt som börsstyrelsen funnit klandervärt och handlandet innebär ett åsidosättande av IRK som är ringa eller ursäktligt kan

åren 1980–1989 har antalet börsstopp varierat mycket: 1980 (11 st); 1981 (5 st); 1982 (14 st); 1983 (21 st); 1984 (21 st); 1985 (68 st); 1986 (92 st); 1987 (36 st); 1988 (76 st) och 1989 (47 st). OTC-bolagen är inte medräknade. Källa för statistikuppgifterna: Svenska Dagbladet 27.7.1990, Näringsliv s 1.
⁶⁴ Moberg (1986) s 191 ff.

börsstyrelsen meddela bolaget en erinran eller helt avstå från påföljd.⁶⁵ Enligt BiH ger detta börsen möjlighet att på ett nyanserat sätt utveckla en sedvana i fråga om börsbolagens agerande och deras skyldigheter enligt IRK, men är inte avsett att förändra en rådande sedvana eller dittills tillämpad praxis av börsstyrelsen.⁶⁶

Tillsammans med vite är erinran uteslutande tänkt att användas i samband med överträdelser av IRK.

Att döma av BiH är det inte särskilt ofta börsstyrelsen haft anledning att använda denna sanktionsmöjlighet. Bland de anmärkningsärenden mot börsbolag som behandlats i börsstyrelsen under åren 1981–1987 är det bara ett som tycks utmyнна i en erinran, även om det i protokollet betecknas som ett "påpekande".⁶⁷

Bakgrunden var att Gambros koncernchef givit Sydsvenska Dagbladet uppgifter avseende 1983 års resultat utan att samtidigt informera börsen. Ej heller offentliggjordes uppgifterna genom meddelande till TT.

En särskild fråga är i vad mån börsstyrelsens erinringar verkligen kan användas i syfte att "utveckla praxis i fråga om börsbolagens agerande och deras skyldigheter enligt inregistreringskontraktet".⁶⁸

IRK består av ett baskontrakt och två bilagor. Baskontraktet är ett civilrättsligt avtal mellan börsen och varje enskilt bolag.⁶⁹ Det kan bara ändras genom uppsägning och undertecknande av ett nytt avtal.⁷⁰ Bilagorna har däremot kollektivavtalsprägel eftersom de kan ändras och kompletteras löpande utan att överenskommelse träffas med varje enskilt bolag. Påföljderna enligt IRK (Bas) 10 p kan tillämpas såväl på överträdelser av baskontraktet som av bilagorna. Detta ger sannolikt börsstyrelsen vissa möjligheter att inom de ramar som gäller för handläggningen av anmärkningsärenden precisera IRK. Det bolag vars beteende är föremål för undersökning kan då ge sin syn på saken men kan inte avvärja ett beslut som innebär en avvikande tolkning av IRK.⁷¹

⁶⁵ IRK (Bas) 10 p 2 st.

⁶⁶ BiH p 2.3.

⁶⁷ Stockholms fondbörs: *Börsstyrelsens protokoll*, 1984.02.02 § 1.

⁶⁸ BiH s 11.

⁶⁹ Notera att det är börsstyrelsen ensam som enligt BF 11 § 6 p fastställer kontraktets innehåll. Se Moberg-Samuelsson (1989) s 39.

⁷⁰ BiH s 8.

⁷¹ Möjligheten att få saken prövad av allmän domstol kvarstår.

Börsstyrelsens beslut skall enligt IRK (Bas) 12 p delges bolaget innan det offentliggörs. Med uttrycket delges avses inte det formella förfarandet delgivning som avser en särskild form för tillkännagivande eller tillställande av ett beslut. I praktiken "delges" bolaget vanligen beslutet informellt per telefon eller motsvarande.

11.4.2 Avtalsvite

IRK är ett civilrättsligt avtal mellan fondbörsen och de enskilda börsbolagen. Kontraktet innehåller särskilda regler om påföljder vid överträdelser och den viktigaste av dessa ger börsstyrelsen möjligheter att ålägga ett börsbolag vite. Vitessanktionen infördes på förslag av Fondbörsutredningen. Orsaken var behovet av en sanktion som inte var lika genomgripande som avregistrering.⁷²

Förekomsten av en vitesklausul i ett avtal innebär enligt Rodhe att gäldenären åtar sig att utge ett penningbelopp vid underlåtenhet att fullgöra en honom åliggande förpliktelse.⁷³ Börsbolagen är skyldiga att följa bestämmelserna i IRK. Vid överträdelse som varken är ringa eller ursäktlig kan börsen enligt IRK (Bas) 10 p utkräva vite motsvarande tio gånger den årsavgift som bolaget senast betalat till börsen eller det lägre belopp som börsen finner skäligt. Att döma av den "rättsfallssamling" som finns i BiH är vite den mest frekvent utnyttjade sanktionen.

Regeln i IRK (Bas) 10 p som innehåller kontraktets vitesklausul lyder på följande sätt:

"Åsidosätter bolaget detta avtal och föranleder förfarandet inte beslut enligt 24 § lagen om Stockholms fondbörs om avregistrering, äger börsstyrelsen ålägga bolaget vite motsvarande högst tio gånger den årsavgift som bolaget senast betalat till börsen. Tilldelande av varning enligt 24 § nämnda lag utgör inte hinder för samtidigt åläggande av vite enligt detta avtal.

Är åsidosättandet av avtalet ringa eller ursäktligt, kan börsstyrelsen i stället för att ålägga vite meddela bolaget erinran eller helt avstå från påföljd."

Vite är en ersättning till fondbörsen med anledning av ett kontraktsbrott. Frågan är då vilka närmare förutsättningar som måste vara för handen för att vite skall kunna utkrävas (kontraktsbrottsfrågan) samt efter vilka kriterier

⁷² SOU 1973:60 s 78.

⁷³ Rodhe (1956) § 52 vid not 1. Se även Ekelöf (1942) s 129 ff; Adlercreutz (1989) s 286; Olsen (1986) och Taxell (1972) s 442 ff.

vitets storlek skall beslutas (aktsamhetsfrågan).⁷⁴ Denna bedömning får i första hand göras med utgångspunkt från den aktuella klausulens lydelse. Formuleringen i IRK (Bas) 10 p 1 st ger närmast stöd för åsikten att börsstyrelsen inom ramen för de förfaranderegler som finns i IRK (Bas) p 11 ensidigt och med bindande verkan har rätt att avgöra när kontraktsbrott föreligger.

Klausulens andra stycke anger två förutsättningar som medför att ansvaret för börsbolagens del närmar sig ett culpaansvar. I de fall överträdelsen är *ringa* eller *ursäktlig* kan nämligen börsstyrelsen i stället för att ålägga vite meddela erinran eller helt avstå från påföljd.

Att en överträdelse är *ringa* innebär att den bristfälliga informationsgivningen saknade betydelse för marknadens bedömning av bolaget. Ett åsidosättande av kontraktet som är *ursäkligt* innebär att det finns skäl som kan anföras till försvar för det klandervärda beteendet. Det kan t ex gälla underlåtenhet att offentliggöra viss uppgift som är till förfång för bolaget utan att samråd skett med börschefen. I samband med utredningen av en överträdelse åvilar det bolaget att anföra sådana skäl, varefter börsstyrelsen slutligen tar ställning till deras betydelse.

På samma sätt som i kontraktsbrottsfrågan torde kontraktet ge börsstyrelsen befogenhet att skönsmässigt besluta i frågan om överträdelsens allvar. Verbet "kan" innebär närmast att börsstyrelsen ges kontraktsenlig befogenhet att företa en skönsmässig bedömning. Skäl för att acceptera denna skönsmässighet skulle kunna vara börsstyrelsens sammansättning som gör den särskilt kompetent att bedöma frågor av detta slag, samt att frågan avgörs efter ett särskilt beredningsförfarande där börsbolaget har tillfälle att såväl skriftligt som muntligt ge sin syn på saken.⁷⁵

Om ett börsbolag vägrar att betala det beslutade vitet till börsen måste börsen i egenskap av kontraktspart vända sig till allmän domstol för att erhålla en exekutionstitel. Att vitesbeslut kan överklagas till allmän domstol framgår av det s k Företagsfinansmålet.⁷⁶ Tvisten rörde den gången räckvidden av den takeover-rekommendation som upprättats av NBK.⁷⁷ Bakgrunden var följande:

⁷⁴ Taxell (1972) s 443.

⁷⁵ IRK (Bas) p 11.

⁷⁶ NJA 1985 s 343.

⁷⁷ Notera att målet avsåg en klausul (p 9) i det äldre kontraktet. Bestämmelsen löd då på följande sätt: "Lämnar bolaget offentligt erbjudande om förvärv av aktier i annat bolag vilka noteras vid börsen [eller...], skall bolaget iaktta Näringslivets börskommittés rekommendationer av den 22 februari 1971 rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv i och för samgående mellan bolag."

Kärandebolagen Åkermans, Armerad Betong, Hevea och Cardo hade tillsammans med Gorthon Invest bildat ett konsortium som innehade aktier i AB Företagsfinans. Beijerinvest lämnade den 1 oktober 1979 ett offentligt erbjudande om aktieförvärv till aktieägarna i Företagsfinans. Konsortiet lämnade den 9 oktober 1979 ett offentligt erbjudande till alla aktieägare som hade ett innehav på mindre än 5.000 aktier.

Samtliga kärandebolag hade undertecknat inregistreringskontraktet. Börsstyrelsen beslutade vid sitt sammanträde den 15 november 1979 att konsortiets erbjudande till aktieägarna stred mot kontraktets p 9. Den ålade alla börsbolag att följa NBK:s rekommendation av den 22 oktober 1971 rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv i och för samgående mellan bolag. Börsstyrelsen ansåg att konsortiets selektiva erbjudande stred mot rekommendationens likabehandlingsprincip och beslöt att ålägga vart och ett av kärandebolagen ett vite av två årsavgifter.

Kärandebolagen yrkade efter stämning av fondbörsen att vitena skulle återbetalas i sin helhet eller skäligen mindre del därav eftersom erbjudandet inte var avsett att leda till ett samgående med Företagsfinans. Samtliga instanser ogillade käromålen.

HD ansåg att kontraktsbestämmelsen i det då gällande kontraktets p 9, om iakttagande av rekommendationen, även omfattade den typ av offentliga erbjudanden som det var fråga om i målet oavsett om det omfattades av rekommendationen eller inte. Börsens rätt att ålägga bolag vite ifrågasattes alltså inte. Inte heller ansåg HD att bolagens handlande var ursäktligt.

I formellt hänseende har det nya IRK inte inneburit någon förändring avseende börsstyrelsens ställning i sanktionsärenden. Sammantaget ger HD:s dom i Företagsfinansmålet vid handen att allmän domstol kan företa en prövning av börsstyrelsens beslut i anmärkningsärenden och såväl pröva kontraktsbrottsfrågan som aktsamhetsfrågan.⁷⁸ Börsstyrelsens beslut i anmärkningsärendet får därför närmast ses som ett icke förbindande partsbesked.⁷⁹

⁷⁸ Den rättsliga prövningen av alla sådana beslut som fattas av börsstyrelsen som har rättsverknningar skall ske enligt den vanliga tvistemålsordningen vid allmän domstol. Se prop 1978/79:9 s 285 och 301.

⁷⁹ Heuman-Roos (1980) s 15.

11.5 Börsstyrelsens utredningsinstrument

Inledning

Till börsstyrelsens förfogande står en rad olika instrument som kan användas för att påverka börsbolagens informationsgivning. Härtill kommer en rätt för börsen att erhålla *tillsynsinformation* för att därigenom kunna sköta de uppgifter som ålagts i lag och författning. Denna rätt är visserligen omfattande men samtidigt begränsad till en viss personkrets (börsbolag, börsmedlemmar och börsombud). Ytterligare en begränsning uppkommer genom att börsstyrelsens övervakningsuppgifter inskränker sig till den verksamhet som bedrivs vid Stockholms fondbörs.

Ett annat utredningsinstrument är möjligheten att placera ett börsbolag som är föremål för utredning inom börsen på den s k observationslistan. Denna underavdelning till listorna A:I och A:II infördes 1987.⁸⁰ Senare kom även aktier på OTC-listan att omfattas och fick en egen observationslista.

11.5.1 Rätten att begära tillsynsinformation

Börsbolag har skyldighet att på anmodan lämna börsstyrelsen de upplysningar som styrelsen anser sig behöva för att kunna fullgöra de uppgifter som ålagts i lag och annan författning. Denna skyldighet kommer till uttryck i BL 23 §. Åtagande att tillmötesgå styrelsens begäran om sådana uppgifter skall enligt BF 11 § 2 st 6 p också ingå i IRK.⁸¹ Skyldigheten uppstår alltid som en följd av en direkt anmodan i en konkret situation. Vidare gäller skyldigheten tre bestämda kategorier marknadsaktörer som på ett särskilt sätt är knutna till börsen, nämligen:⁸²

1. Utgivaren av fondpapper eller annan som trätt i dennes ställe.
2. Börsmedlem.
3. Börsombud.

Eftersom den rätt styrelsen har enligt BL 23 § är avsedd att utgöra ett hjälpmedel vid fullgörandet av dess uppgifter enligt lag och annan författning är det av vikt att undersöka *dels* vilka regler som har en styrande

⁸⁰ Stockholms fondbörs: *Pressmeddelande*, 23.6.87.

⁸¹ Se prop 1975/76:175 s 19. Åtagandet återfinns *dels* i inledningen till IRK *dels* som en del av en avtalsklausul; IRK (Bas) 1 p (d) 2 st.

⁸² Se SOU 1973:60 s 135.

inverkan på dess ansvarsområde, dels vilka styrelsens uppgifter enligt dessa regler är. Det stadgande som explicit anger styrelsens uppgifter i förhållande till den angivna personkretsen är i första hand BL 22 §. En tolkning av detta stadgande genomfördes i samband med analysen av börsstyrelsens rätt att ålägga börsbolagen att vidta viss åtgärd.⁸³

Begäran om information enligt BL 22 § är som redan påpekats inte alltid förenad med något krav på samtidigt eller senare offentliggörande utan får i första hand ses som ett hjälpmedel för styrelsen att skaffa sig ett faktaunderlag för eventuella ingripanden mot börsföretag, medlem eller ombud.⁸⁴ Det är börsstyrelsen som avgör vilka uppgifter den anser sig behöva och den som åläggs uppgiftsskyldighet kan därför inte invända att börsens begäran är obefogad. Möjligheterna att överklaga styrelsens beslut är dessutom högst begränsade.⁸⁵

Någon absolut sekretess i den betydelsen att de av börsstyrelsen begärda uppgifterna inte sprids till personer utanför börsen finns inte. Bi kan t ex enligt BL 30 § begära att få tillgång till alla protokoll och övriga handlingar hos börsen. I den utsträckning börsens åtgärder, beslut etc kommer till uttryck i skriftlig handling kan sålunda kännedom om en viss händelse eller åtgärd inte begränsas till börsstyrelsen och dess funktionärer.

11.5.2 Fondbörsens observationslista

I början av 1987 fattade börsstyrelsen ett principbeslut om att inrätta den sk observationslistan. Där placeras aktier i bolag som är föremål för vissa typer av utredningar inom fondbörsen och där detta kan leda till att bolagets ställning som börsbolag ifrågasätts. Placeringen på observationslistan får tydligen ses som en förberedande åtgärd inför en eventuell avregistrering. De skäl som kan föranleda en sådan placering är bl a följande:

Fondbörsen har påbörjat en utredning

- (a) om anmärkning av allvarligare art, t ex rörande bolagets informationsgivning;
- (b) om pågående eller genomförd strukturell förändring av väsentlig betydelse;
- (c) för att utröna om ett bolags aktier uppfyller spridningskraven.

⁸³ Se ovan avsnitt 11.3.1.

⁸⁴ SOU 1973:60 s 135.

⁸⁵ Se nedan avsnitt 11.6.

Kursnoteringarna överförs till en särskild plats efter A:I- respektive A:II-listan under rubriken "Bolag under fondbörsens utredning".

Beslut om sådan placering fattas på samma sätt som beslut om börsstopp, dvs av börschefen, eller i tveksamma fall av börsstyrelsen.⁸⁶

I samband med införandet av observationslistan underströks att en sådan placering inte skall uppfattas som en sanktion utan är endast en signal till marknaden om att bolaget är föremål för utredning.

11.6 Börsföretagens processuella skydd

Börsen är primärt ett privaträttsligt organ men uppvisar flera offentligrättsliga drag. I särskilt hög grad gäller detta börsstyrelsen, vars i lag och författning givna befogenheter för tankarna till en myndighet.⁸⁷ Oklarheterna accentueras vid en analys av påföljdssystemet och de möjligheter som ett börsbolag har att få till stånd en överprövning av ett sanktions- eller åtgärdsbeslut. Från rättsskyddssynpunkt behöver denna glidning mellan offentlig- och privaträttslig reglering inte innebära någon nackdel för enskilda bolag eller placere-re under förutsättning att börsstyrelsens beslut kan överprövas.

Börsstyrelsen erhåller sina maktbefogenheter huvudsakligen genom BL. Sådan delegation av förvaltningsuppgift till ett privaträttsligt organ är möjlig trots att viktiga skyddsfaktorer som normalt finns i samband med handläggningen av ärenden hos en myndighet, såsom insyn, kontroll, kommunikation, besvär rätt, inte utan vidare gäller för det privaträttsliga organet.⁸⁸

I viss utsträckning kompenseras dessa brister lagstiftningsvägen. För det första stadgar BL 9 § att bestämmelserna om jäv i 11 och 12 §§ förvaltningslagen (1986:223) skall tillämpas i fråga om ledamöterna i börsstyrelsen och börschefen.⁸⁹ För det andra lagfästes kommunikationsprincipen i BL 24 § 3 st, med följd att beslut om avregistrering, föreläggande om åtgärd eller varning inte får fattas av börsstyrelsen förrän utgivaren av de fondpapper som berörs givits tillfälle att yttra sig över det som tillförts ärendet genom

⁸⁶ Stockholms fondbörs: *Instruktion för chefen för Stockholms fondbörs* fastställd den 5.6 1989, 3 § 5 p.

⁸⁷ Prop 1978/79:9 s 285. Även det förhållandet att regeringen förordnar 7 av 11 ledamöter torde sakna motstycke bland börser i andra länder. Att börsmedlemmarna bara har rätt att utse två ledamöter är också ovanligt.

⁸⁸ Petré-Ragnemalm (12:e uppl 1980) s 278.

⁸⁹ Se för en kommentar av dessa jävsbestämmelser, Hellners-Malmqvist (1987) s 114–140.

annan än honom själv. Dessa bestämmelser skall tillämpas undantagslöst i all verksamhet som börsstyrelsen och börschefen bedriver, dvs även i ärenden som rör tillämpningen av kontraktet.⁹⁰ För det tredje har börsstyrelsen fått en sådan sammansättning att även högt ställda krav på sakkunskap och kompetens tillgodosetts. Slutligen tillgodoses enskildas rättsskydd därigenom att vissa beslut i börsstyrelsen, t ex beslut om avregistrering, kräver kvalificerad majoritet.⁹¹

Börsstyrelsen har däremot ingen skyldighet att tillämpa offentlighetsreglerna på sin verksamhet och inte heller är lagstiftningen rörande offentliga funktionärer eller brottsbalkens regler om myndighetsmissbruk m m tillämpliga på börsens funktionärer.⁹² I dessa viktiga avseenden har lagstiftaren valt att betona de privaträttsliga dragen hos börsen. I vad mån det är möjligt att med utsikt om framgång rikta skadeståndsanspråk mot börsen eller enskild tjänsteman vid börsen är en öppen fråga. Någon immunitet i detta avseende är dock inte stadgad i BL eller BF.⁹³

Varken BL eller BF innehåller några regler som erbjuder en formell möjlighet att anföra besvär över börsstyrelsens beslut.⁹⁴ Orsaken är närmast att börsstyrelsens maktutövning inte ingår i det offentligrättsliga beslutsfattandet, varför den enda möjligheten att på administrativ väg åstadkomma en rättelse, torde vara att begära att Bi prövar beslutets laglighet inom ramen för den tillsynsbefogenhet som ålagts inspektionen i BL 31 §.⁹⁵ Om ett beslut har fattats på formellt felaktiga eller olagliga grunder kan Bi förbjuda börsen att verkställa beslutet, eller om så redan skett, att rättelse vidtas om det kan ske.⁹⁶

Denna möjlighet att vända sig till Bi kan emellertid inte jämföras med

⁹⁰ Se prop 1978/79:9 s 171; Heuman-Roos (1980) s 17.

⁹¹ Prop 1978/79:9 s 172–173.

⁹² A a s 285.

⁹³ Som jämförelse kan nämnas att engelska FSA s 187 ger skadeståndsrättslig immunitet bl a för flertalet av de självreglerande organen, däribland Londonbörsen (ISE) genom s 187(4).

⁹⁴ Se SOU 1989:72 (Del 2) s 108. Skrivningen ger intryck av att avsaknaden av formella besvärmöjligheter i BL och BF också förhindrar allmän domstol att i tvistemålsprocess pröva ett beslut som har rättsverkningar för enskilt bolag. Jfr prop 1978/79:9 s 285 där Petrén förutsätter att tvister av detta slag är hänförliga till allmänt tvistemålsforum.

⁹⁵ Jfr Marcusson (1989) s 211, 246 där förf redovisar en annan ståndpunkt och anser att åtminstone beslut om medlemskap bör anses innebära myndighetsutövning.

⁹⁶ Meddelar Bi föreläggande eller förbud enligt BL 31 § 2 st får inspektionen utsätta vite. Eftersom en myndighet inte kan förelägga en annan myndighet att vidta en viss åtgärd vid vite, är detta ytterligare en faktor som talar för att börsen är ett privaträttsligt organ.

en besvärsrätt. Inspektionen behöver inte fästa något avseende vid ett klagomål från ett börsbolag eftersom en sådan framställan inte innebär ett formellt anhängiggörande.⁹⁷ Det enskilda bolaget saknar alltså varje befogenhet att påkalla inspektionens beslut i ett aktuellt ärende.⁹⁸ Även om myndigheten *ex officio* skulle ta upp ett ärende, följer inte därav någon skyldighet att meddela ett beslut i saken.⁹⁹ Den som vänt sig till Bi och påtalat en lagstridighet vid fondbörsen kan inte heller föra besvär hos en överordnad myndighet över ett beslut som innebär att inspektionen inte beaktar klagomålet.¹⁰⁰

Det finns dock exempel på fall där Bi tagit upp en framställning från ett börsbolag till prövning.¹⁰¹

År 1986 framförde Volvo klagomål beträffande börsstyrelsens handläggning av ett anmärkningsärende. Bakgrunden var att börsen funnit att Volvo bl a brutit mot IRK genom att underlåta att genast informera börsen den 8 januari 1986 om den sedermera upplösta överenskommelsen med Fermenta AB. Volvo framförde en rad omständigheter som enligt Volvo förtjänade tillsynsmyndighetens uppmärksamhet. Kritiken kan sammanfattas i följande punkter:

- Volvo bereddes aldrig möjlighet att tillföra ärendet relevant information.
- Börsstyrelsen preciserade inte grunden för vitesbeslutet.
- Styrelsen har brutit mot sin tystnadsplikt till skada för Volvo.
- Börsstyrelsen skiljer inte mellan ordningsförelser och allvarigare brister som påverkar aktiemarknadens funktionssätt.

Börsen invände att man i ärendet följt sin vanliga praxis. Bi tog endast upp till prövning de punkter som berörde handläggningen av anmärkningsärendet. Börsen undgick inte kritik och ändrade rutiner har sedan införts.

Bi tog inte upp till prövning de punkter som rörde tolkning och tillämpning av IRK eftersom det enligt inspektionen ankommer på allmän domstol att avgöra frågor av denna art. Prövningen inskränkte sig därför till börsstyrelsens handläggning av anmärkningsärenden.

Särskilt avsaknaden av besvärsrätt för berörda bolag kan tyckas egendomlig mot bakgrund av att målsättningen med den nu gällande BL var att börsens verksamhet skulle präglas av rättssäkerhet.¹⁰² Med beaktande av de

⁹⁷ Westberg (1988) s 976.

⁹⁸ A a s 977.

⁹⁹ Ragnemalm (1986) s 43.

¹⁰⁰ Se prop 1978/79:9 s 286.

¹⁰¹ Bi (1986–12–18) Dnr 842/86-A.

¹⁰² Prop 1978/79:9 s 171. Se BiH s 11 angående kommunikationsprincipens tillämpning. Vad som åsyftas med rättssäkerhet i motiven är höljt i dunkel. I inskränkt mening torde vanligen rättssäkerhet vara detsamma som att rättsliga beslut är förutsebara. Peczenik menar därtill att de bör vara etiskt godtagbara, Peczenik (1988) s 48.

sanktioner och åtgärder som börsen kan tillgripa visar det sig emellertid att denna brist bara på några punkter behöver föranleda principiella invändningar.

Den civilrättsliga sanktionen *erinran* kan inte på något meningsfullt sätt överprövas. Om ett börsbolag utsätts för kritik har de bestraffande egenkaperna hos denna sanktionsform redan vid offentliggörandet nått sin fulla effekt och en korrigerande torde ha begränsat värde.¹⁰³ Rörande *avtalsvite* i samband med överträdelse av IRK är situationen väsentligen annorlunda, eftersom överprövning enligt ett HD-avgörande är möjlig i såväl formellt som materiellt hänseende.¹⁰⁴

När det gäller beslut om *offentligrättsliga åtgärder* (föreläggande om åtgärd och börsstopp) är besvärsrätten av underordnat intresse. I fråga om börsstopp kan ett besvärsförfarande inte upprätthållas på något meningsfullt sätt. Ett beslut om börsstopp har ofta kort varaktighet och måste fattas skyndsamt. Börschefen har därför denna beslutanderätt på delegation av börsstyrelsen.¹⁰⁵ Eventuellt kan man se den möjlighet bolaget har att förmå börsstyrelsen att upphäva börschefens beslut som en besvärsrätt. Det förutsätter att börsstyrelsen skulle beakta en sådan framställan.

Om börsstyrelsen ålagt ett bolag att vidta en viss åtgärd utan att ange att bristande efterrättelse kommer att föranleda ett sanktionsbeslut, kan bolaget förhålla sig passivt. Har beslutet istället utformats så att det framgår att åtgärden skall vidtas vid påföljd av att varning annars kommer att tilldelas, eller att avregistrering kommer att ske, är besvärsrätten av betydande intresse. Rörande det fall föreläggandet förenas med hot om varning gör sig enligt min mening samma synpunkter gällande som anfördes ovan rörande *erinran*. Om en varning formuleras och därefter offentliggörs har en efterföljande korrigerande av börsstyrelsen begränsat värde.

Problemet med processuella garantier tycks alltså ställas på sin spets i fråga om avregistrering. Särskilt i detta fall skulle en besvärsrätt vara önskvärd.

När börsstyrelsen fattar ett beslut om avregistrering skall utöver de individuella aspekter som rör allvaret hos de överträdelser börsbolaget begått

¹⁰³ En viss betydelse skulle ett överklagande kunna ha i de fall en konkret *erinran* avser att få effekt på praxis i fråga om börsbolagens agerande och deras skyldigheter enligt IRK. I så fall kan ett överklagande möjligen undanröja denna betydelse hos *erinran*.

¹⁰⁴ Se avsnitt 11.4.2.

¹⁰⁵ Se Stockholms fondbörs: *Instruktion för chefen för Stockholms fondbörs*, fastställd den 5 juni 1989.

också den allmänna lämpligheten hos ett avregistreringsbeslut vägas in, dvs vilken betydelse ett beslut får för aktieägare, anställda osv. Det är alltså överväganden som grundar sig på en bred bedömning av åtgärdens totala samhällseliga effekter som förväntas ligga till grund för ett beslut om avregistrering. Utrymmet för skönsmässighet är alltså betydande och detta skulle möjligen tala mot en besvärsrätt som också omfattar de materiella delarna av börsstyrelsens beslut.

Från principiella utgångspunkter finns det sannolikt inga hinder mot att allmän domstol överprövar ett avregistreringsbeslut eftersom det saknas administrativa prövnings- och rättelsemöjligheter.¹⁰⁶ Mot bakgrund av att det inte finns någon besvärordning som reglerar börsstyrelsens beslut uppkommer i stället frågan om allmän domstol t ex kan pröva ett beslut om avregistrering utan egen ansökan. Med hänsyn till att börsen är ett privaträttsligt subjekt kan man mycket väl tänka sig att allmän domstol är behörig att uppta en sådan tvist.¹⁰⁷

Med tanke på de komplicerade bedömningar som måste ligga till grund för ett beslut om avregistrering samt den skyndsamhet som måste iakttas av börsen kan frågan ställas om en domstol äger pröva avregistreringsbeslutet från lämplighetssynpunkt eller om börsstyrelsens bedömning i detta avseende bör vara slutgiltig.¹⁰⁸ I så fall skulle en domstol bara äga rätt att pröva beslutets laglighet. Eftersom beslut om avregistrering utan egen ansökan närmast uteslutande vilar på skönsmässiga grunder förefaller den praktiska konsekvensen i så fall bli att det i realiteten inte finns någon besvärsrätt.

Denna begränsning till laglighetsprövning bygger på antagandet att börsstyrelsen skall jämföras med en myndighet. Samtidigt är det otvetydigt så att avsaknaden av myndighetskaraktär just är en orsak till att det inte finns någon besvärordning. Eftersom det får anses vara ett närmast oavvisligt rättssäkerhetskrav att beslut med rättsverkningar för enskilda kan bli föremål för överklagande i någon form vore det högst otillfredsställande om en sådan

¹⁰⁶ Se prop 1978/79:9 s 285.

¹⁰⁷ Se som jämförelse de skyldigheter som åligger EC:s medlemsländer enligt Direktivet om introduktionsprospekt (art 15) där det uttryckligen sägs att beslut av den behöriga institutionen ("the competent authority"), dvs regelmässigt fondbörserna, som innebär avregistrering eller vägrad inregistrering skall kunna prövas av domstol ("shall be subject to the right to apply to the courts").

¹⁰⁸ Se även Hemströms diskussion av domstolarnas lämplighetsprövning av föreningsbeslut rörande uteslutning av medlem, Hemström (1972) s 199 ff.

ordning skulle accepteras.¹⁰⁹ Detta behov understryks också av att ett avregistreringsbeslut får betraktas som en synnerligen genomgripande åtgärd som inte minst kan väntas ha stor ekonomisk betydelse för det bolag som drabbas.¹¹⁰

Slutsatsen blir därför att börsstyrelsen i berörda hänseenden inte kan betraktas som en myndighet, varför det inte heller föreligger någon kompetenskonflikt mellan börsstyrelsen och allmän domstol. Domstolen bör därför kunna se sig oförhindrad att pröva beslutet såväl i fråga om dess laglighet som dess lämplighet trots att beslut om avregistrering i börsstyrelsen i huvudsak sker på skönsmässiga grunder.¹¹¹

11.7 Pågående reformarbete

Inledning

Värdepappersmarknadskommittén (VMK) har gjort en genomgång av hur handeln med värdepapper i framtiden bör regleras och presenterar inte mindre än 32 separata lagförslag som praktiskt taget berör hela marknaden.¹¹² Några genomgripande förändringar är det emellertid inte fråga om utan snarare en anpassning till de trender som redan är märkbara vad gäller internationalisering och till det regelsystem som gradvis vuxit fram inom EG.¹¹³

I detta avsnitt skall de reformförslag som framförts av VMK rörande sanktioner m m beskrivas.¹¹⁴ Hela sanktionssystemet på värdepappersmarknaden kommer inte att behandlas utan bara de sanktioner som kan tillämpas då *börsbolag* överträder gällande normer i lag och kontrakt.

¹⁰⁹ Möjligheten till domstolsprövning är dessutom ett krav enligt artikel 6:1 i den europeiska konventionen rörande skydd för de mänskliga rättigheterna.

¹¹⁰ Se Hemström (1972) s 225.

¹¹¹ Att möjligheter till domstolsprövning förespråkas är helt i linje med de harmoniseringssträvanden som präglar reformarbetet på den svenska börslagstiftningens område. Se t ex SOU 1989:72 (Del 1) s 371 och 383 angående beaktande av EG-aspekter i utredningsverksamheten.

¹¹² Se Dir 1987:11 och 1988:14.

¹¹³ För en översikt över utvecklingen inom EG på detta område se t ex Wymeersch (1989).

¹¹⁴ Se VMK:s slutbetänkande SOU 1989:72 (Del 1 och 2). Detta avsnitt är i första hand baserat på SOU 1989:72 (Del 2) s 115–137.

11.7.1 De nuvarande sanktionerna

Kommittén konstaterar att det nuvarande sanktionssystemet är behäftat med svagheter och behöver nyanseras. En svaghet är att åtgärder som är avsedda att sanktionera börsbolagen i praktiken drabbar aktieägare direkt eller indirekt.¹¹⁵

Vad först gäller *avregistrering* sägs att denna sanktion behövs trots att den inte används särskilt ofta. Här föreslås en utvidgning så att avregistrering även kan ifrågakomma då ett börsbolag inte betalar det vite som bolaget ålagts enligt IRK eller liknande avtal.

Börsstoppet anses fylla en viktig funktion, men bör inte betraktas som en sanktion. En nyhet är att även Bi skall få rätt att avbryta handeln i ett värdepapper om den aktuella börsen underlåter detta trots att särskilda skäl föreligger.¹¹⁶

Någon anledning att ta bort möjligheten att meddela *föreläggande* eller *varning* finns inte, eftersom dessa typer av sanktioner är lämpliga vid mindre överträdelse för att åstadkomma en snabb rättelse av ett missförhållande. Varningsinstrumentet föreslås dock få en utvidgad tillämpning. I olika sammanhang har det framförts behov av att kunna rikta sanktioner mot enskilda personer i börsbolag.¹¹⁷ Tanken är att en varning har starkare effekt när den riktas mot en enskild person än mot en juridisk person eller annat kollektiv.¹¹⁸

Även *vitessanktionen* föreslås bli kvar oförändrad. *Erinran* omnämns däremot inte.

11.7.2 Bidrag till rättegångskostnader m m

Aktiebolags- och skadeståndslagstiftningen medger ett betydande utrymme för enskilda att rikta skadeståndstalan mot aktiebolag och dess funktionärer. Inte minst gäller detta vid bristfällig informationsgivning från bolag till marknad och aktieägare.¹¹⁹ Leo-kommissionen fann emellertid denna möjlighet

¹¹⁵ SOU 1989:72 (Del 2) s 115.

¹¹⁶ SOU 1989:72 (Del 1) s 85. Författningsförslaget 51 § 2 st.

¹¹⁷ Se t ex Finansdepartementets PM i prop 1983/84:164 (bil 2) s 24–28.

¹¹⁸ SOU 1989:72 (Del 2) s 117.

¹¹⁹ Skadeståndsfrågorna behandlas i nästa kapitel.

mindre tillfredsställande eftersom risken att drabbas av höga rättegångskostnader har en starkt avhållande effekt på enskilda personers processbenägenhet.¹²⁰

Sveriges Aktiesparares Riksförbund har beslutat bygga upp en fond som skall täcka enskild medlems rättegångskostnader m m vid en skadeståndprocess mot ett aktiebolag. Denna typ av insatser är enligt VMK lovvärd men anser att det borde ankomma på marknaden att säkerställa medel för detta ändamål. Om det finns ett allmänt intresse av en domstolsprocess, t ex då praxis saknas, borde medel kunna ställas till förfogande om den enskilde saknar medel och möjligheter att själv åstadkomma en finansiering av processen.

För att medel till bidrag till rättegångskostnader skall säkerställas bör det införas en lagbestämmelse som ålägger börs- och clearingorganisationerna att avsätta medel för detta ändamål.¹²¹ Finansieringen skall inte ske genom inrättandet av en fond utan istället budgeteras i de avgifter som börser och clearingorganisationer debiterar fondkommissionärer, emittenter m fl. Med tanke på den förväntade frekvensen mål som finansieras på detta sätt kommer detta att innebära blygsamma avgiftshöjningar.

En styrelse med ledamöter som rekryteras från olika intressegrupper på marknaden bör ansvara för fördelningen av medel. Bidrag bör endast utgå till fysiska personer som drabbas av en förmögenhetsskada på grund av förhållanden som direkt eller indirekt kan hänföras till värdepappersmarknaden. Det bör vara fråga om talan riktad mot någon av de aktörer som är professionellt verksam på marknaden.¹²² Styrelsen fattar på ansökan beslut om att medel kommer att ställas till förfogande i en kommande process.

Den administration som eventuellt kan bli aktuell bör kunna ombesörjas av det kansli som inrättas för disciplinnämndens räkning. Samtidigt måste nämnden och den styrelse som beslutar om bidrag till täckande av processkostnader hållas åtskilda eftersom det kan finnas intressekonflikter mellan dessa två funktioner. De kostnader som skall vara ersättningsgilla bör bestämmas utifrån vad som föreskrivs i rättegångsbalkens (RB) bestämmelser om rättegångskostnader i tvistemål. Följden blir att domstolen är bunden inom de ramar som anges i RB kap 18. Den nämnda styrelsens uppgifter blir

¹²⁰ SOU 1989:72 (Del 2) s 121.

¹²¹ SOU 1989:72 (Del 1) s 88. Författningsförslaget 65 §.

¹²² SOU 1989:72 (Del 2) s 123.

då begränsad till att garantera medelstillelningen i enlighet med domstolens beslut.

Eftersom styrelsen skall utformas som en privat institution finns det enligt VMK ingen anledning att skapa möjligheter för att överklaga dess beslut.

11.7.3 Disciplinnämnd

Den nuvarande ordningen rörande handläggningen av anmärkningsärenden har som redan nämnts inte undgått kritik. VMK föreslår därför att handläggningen av dessa flyttas till ett från börserna och clearingorganisationerna fristående organ benämnt "disciplinnämnd". Nämndens verksamhet föreslås bli reglerad i en särskild "lag om disciplinnämnd för värdepappersmarknaden".¹²³ Detta organ skall vara fristående från de olika marknadsplatserna och verka för en enhetlig syn på bl a etiska frågor. Avsikten är att nämnden skall ingå som en del i systemet för övervakning av handeln på börser m m och utgöra en rättssäkerhetsgaranti.¹²⁴ Nämnden skulle dock inte fungera som besvärinstans i frågor rörande t ex vägrad inregistrering och liknande beslut av mer utpräglat administrativ natur. Dessa skall i stället kunna klandras vid allmän domstol.¹²⁵

En annan målsättning är att åtskilja administrativa beslutsärenden från disciplinärenden. För att detta skall lyckas måste bedömningskriterier för detta ändamål införas. Ett disciplinärende kännetecknas av att ett aktiebolag eller en fondkommissionär med uppsåt eller oaktsamhet brutit mot bestämmelser i lag som rör börs- eller clearingverksamhet eller föreskrifter i upprättade avtal. Vissa åtgärder och ingripande i den dagliga verksamheten kommer börsernas tjänstemän och styrelser att tillgripa. Om en förseelse sålunda är av mer blygsamt slag behöver den inte föras till disciplinnämnden. Det blir då av stor vikt att definiera vilka åtgärder som skall betraktas som sanktioner och vilka som är så allvarliga att nämnden bör förfoga över dem. Börsstopp är ett exempel på åtgärd som VMK uttryckligen fränkänner

¹²³ SOU 1989:72 (Del 1) s 115–117.

¹²⁴ SOU 1989:72 (Del 2) s 137.

¹²⁵ A a s 126.

frånkänner sanktionskaraktär.¹²⁶ På samma sätt är föreläggande om åtgärd enligt VMK ett administrativt beslut som inte skall prövas av nämnden.

Eftersom det åligger styrelserna på de olika marknadsplatserna att hänskjuta disciplinärenden till nämnden blir det i sista hand denna, tillsammans med Bi i sin egenskap av tillsynsmyndighet, som kommer att svara för gränsdragningen mellan administrativa beslut och disciplinärenden. Orsaken till att nämnden inte har rätt att ta upp ärenden *ex officio* är att det då blir fråga om tillsynsverksamhet. Eftersom klandermöjlighet vid allmän domstol finns i båda fallen är gränsdragningsfrågorna från rättssäkerhetssynpunkt av underordnad betydelse.¹²⁷ I vissa brådskande fall har också börsen rätt att tillämpa sanktioner, men för att de skall vidmakthållas måste ärendet underställas disciplinnämnden senast dagen efter beslutet.¹³⁰

¹²⁶ A a s 116.

¹²⁷ A a s 127.

¹²⁸ A a s 130. Författningsförslaget SOU 1989:72 (Del 1) s 90, 74 §.

12. Skadeståndsansvar

Inledning

När information sprids från ett aktiebolag är den vanligtvis allt igenom "korrekt, rättidig, relevant och tillförlitlig".¹ Någon gång kan det likafullt förekomma brister i börsbolagens informationsgivning och då finns det goda möjligheter för börsen att ingripa med sanktioner. I allvarigare fall kan börsbolagets beteende också leda till allmänt åtal. Hittills har det bara skett en gång.² Börsen har dock vid upprepade tillfällen beslutat att ålägga vite då börsbolagen brutit i sina skyldigheter enligt IRK. Under de senaste två åren (1989/1990) har antalet sanktionsärenden minskat betydligt.

Möjligheterna att tillgripa de börs- och straffrättsliga sanktionerna vid bristfällig informationsgivning är ofta tillräckliga för att förmå börsbolagen att uppfylla sin informationsplikt. Det är emellertid tänkbart att bolagets handlande eller underlåtenhet också medför att aktieplacering fattar förlustbringande placeringsbeslut och att detta aktualiserar skadeståndsanspråk. I detta kapitel är avsikten att undersöka vilka möjligheter svensk rätt kan erbjuda skadelidande i dessa fall.

Som tidigare påpekats är det fråga om vilka ersättningsmöjligheter en skadelidande kan utnyttja på aktiemarknadens sekundärmarknadssegment. Om skadan inträffar i en primärmarknadstransaktion finns eventuellt andra remedier att tillgripa.³

Stora skillnader finns mellan olika länders syn på enskilda placerares skadeståndsanspråk till följd av bristfällig informationsgivning.

I amerikansk rätt anses den enskilda rätten till skadestånd utgöra en av hörnstenarna i sanktionssystemet mot bristfällig informationsgivning. Den flitigast anlitade ansvarsgrunden (SEC rule 10b-5) kräver visserligen grov vårdslöshet (recklessness) från uppgiftslämnarens sida för att skadeståndsanspråk skall bifallas, men trots detta är mängden processer närmast oöver- skådlig.⁴ Ansvar för bristfälligheter i handlingar som används i samband med

¹ *Stockholms fondbörs*: protokoll 1986.05.29 § 2.

² Se avsnitt 10.6 ovan.

³ Se *Inledning*, avsnitt *Avgränsningsfrågor*.

⁴ Tvister med anledning av SA 1933 och SEA 1934 är till absolut övervägande del koncentrerade kring skadeståndsansvaret för bristfällig informationsgivning.

insamlingar av rösträttsfullmakter kan dock ådraga uppgiftslämnaren ansvar redan vid oaktsamhet (negligence).

Även engelsk rätt ger placerare ett betydande skydd vid nyemissioner riktade till allmänheten genom tillämpning av en tillitspresumtion. Förluster som uppkommer genom brister i den kontinuerliga informationsgivningen får precis som i svensk rätt bedömas med utgångspunkt från allmänna skadeståndsrättsliga principer.

I ABL 15 kap finns ett långtgående culpaansvar som bl a omfattar vissa felaktigheter i prospekt, redovisningshandlingar m m. Det bolagsrättsliga ansvaret omfattar dock inte all den informationsgivning börsbolag är pliktiga att distribuera enligt de allmänt accepterade handlingsregler rörande informationsgivning som tillämpas på aktiemarknaden. Huvudsakligen sanktioneras den periodiska informationsgivningen (t ex årsredovisningshandlingar), men inte det fortlöpande offentliggörandet av enstaka betydelsefulla händelser som börsbolagen är ålagda enligt IRK. Genom ABL 15 kap 1 § begränsas dessutom det bolagsrättsliga culpaansvaret gentemot tredje man.

I vilken utsträckning kan då den allmänna skadeståndsrätten komplettera ABL 15 kap?⁵ Svaret på den frågan är naturligtvis *dels* avhängigt av hur omfattande det bolagsrättsliga ansvaret är, *dels* vilka möjligheter som finns att tillämpa ett utomobligatoriskt ansvar i de skadesituationer avhandlingen behandlar. SkL 2 kap 4 § ger rätt till skadestånd om den skadebringande handlingen utgör brott, men är så inte fallet är rättsläget mer osäkert. Det förefaller emellertid inte vara motiverat att se SkL 2 kap 4 § som en generell spärregel och acceptera att bristfällig informationsgivning bara kan berättiga till skadestånd om brott kunnat konstateras. Rättsutvecklingen kan ske i analogi med SkL 2 kap 4 § genom praxis, vilket är den metod som såväl förarbeten som en rad avgöranden i HD anvisar.⁶

Även om en analog tolkning av SkL 2 kap 4 § accepteras på aktiemarknaden, finns det vissa rättspolitiska argument som talar mot en alltför långtgående och till sina effekter svåröverblickbar utvidgning av ansvaret för bristfällig informationsgivning. Eftersom sådana uppgifter når en stor och obestämd krets personer, spridningen sker via massmedia, de potentiella skadorna oproportionerligt stora i förhållande till den skadebringande hand-

⁵ Även i detta sammanhang vore det relevant att diskutera garantiansvar och andra ansvarsgrunder som kan aktualiseras då någon sprider bristfällig information till en vidare krets. Se även *Inledning*, avsnitt *Avgränsningsfrågor*.

⁶ Se t ex prop 1972:5 s 628; NJA 1976 s 282; NJA 1987 s 692.

lingens allvar, det finns risk för dubbelkompensation osv, kan det förefalla både befogat och lämpligt att inta en restriktiv hållning vid bedömningen av dessa skadeståndsanspråk.

Kapitlet är i korthet upplagt på följande sätt. Nästa avsnitt behandlar det bolagsrättsliga ansvarets struktur. Avsikten är att försöka precisera det bolagsrättsliga ansvarets räckvidd.

Den diskussion som förs i avsnitt 12.2 argumenterar för ett vidgat utomobligatoriskt skadeståndsansvar för bristfällig informationgivning på aktiemarknaden. Diskussionen är i hög grad normativt inriktad. I avsnitt 12.3 utvecklas därefter en möjlig syn på vilka förutsättningar för ansvar som kan uppställas och hur ansvarsbedömningen kan gå till. De principer som på senare år vuxit fram i amerikansk rätt är av stor betydelse som inspirationskälla för den analys som presenteras.⁷ I första hand gäller det teorin om marknadsbedrägeri, som i sin tur är starkt influerad av de ekonomiska teorierna om effektiva marknader. Slutligen berörs några problem relaterade till skadeståndets beräkning (12.4).

12.1 Det bolagsrättsliga ansvarets struktur

Inledning

Det bolagsrättsliga ansvaret i ABL kap 15 reglerar skadeståndsskyldigheten för personer i organställning (stiftare, styrelseledamot, Vd och revisor) gentemot bolaget, aktieägare, borgenärer och tredje man. Enligt aktiebolagsutredningens betänkande behövdes särskilda bolagsrättsliga ansvarsregler eftersom den allmänna skadeståndsrätten var ofullständig. Tredje mans skyddsbehov framfördes som ett argument för en särskild reglering av skadeståndsskyldigheten.⁸

Stadganden om den juridiska personens ansvar återfinns inte i ABL. Detta ansvar följer därför av den allmänna skadeståndsrätten. Ur den skadelidandes perspektiv torde den juridiska personens eget ansvar för bristfällig informationgivning vara av större praktisk betydelse än det ansvar som åvilar enskilda personer i organställning. Börsbolagen torde inte minst ha större ekonomiska förutsättningar att ersätta skadelidande än sina företräda-

⁷ Se kapitel 9 ovan.

⁸ SOU 1971:15 s 351.

re. En viktig uppgift blir därför att diskutera den juridiska personens ställning i ansvarshänseende.

För att underlätta den fortsatta framställningen av det aktiebolagsrättsliga ansvarets struktur introduceras redan här nedan de centrala rättstekniska termernas innebörd. Utgångspunkten är det ansvar som kan riktas mot en person i organställning.⁹

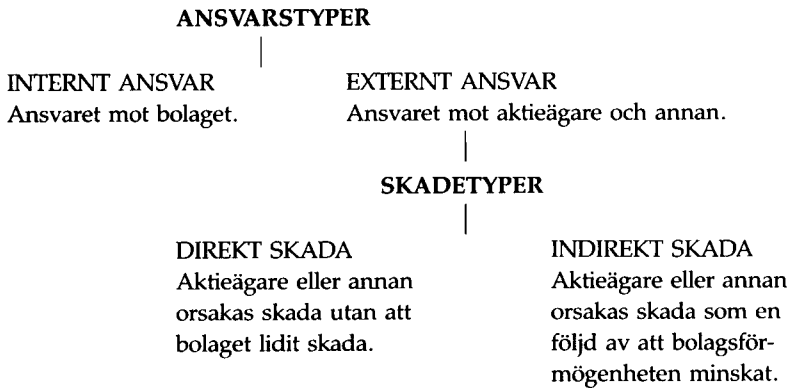


Fig 1: Ansvars- och skadetyper i ABL.

På grund av den uppbyggnad ABL 15 kap 1 § erhållit måste en distinktion göras mellan det ansvar som åvilar en person i organställning gentemot *bolaget* (internt ansvar) respektive *aktieägare eller annan* (externt ansvar) vid fullgörandet av sitt uppdrag.¹⁰ Annan än aktieägare är t ex borgenärer och anställda.¹¹

Om en person i organställning av oaktsamhet brustit i sina skyldigheter gentemot bolaget (internt ansvar) sker ansvarsbedömningen enligt culpa-principen, dvs ansvar förutsätter vållande och det är inte fråga om något strikt ansvar.¹² Tillfogas däremot aktieägare eller annan (externt ansvar) skada, är ansvaret begränsat till culpösa överträdelser av ABL och bolagsordningen.

Uppdelningen mellan internt och externt ansvar i den svenska, danska och finska bolagsrätten har kritiserats av Gomard.¹³ Att denna distinktion

⁹ Taxell (1983) s 6–7; Dotevall (1989) s 101.

¹⁰ Taxell (1983) s 6.

¹¹ Kedner-Roos (II) s 365 p 04.

¹² Taxell (1983) s 23.

¹³ Denna distinktion görs inte i norsk rätt.

görs i svensk rätt beror enligt Gomard på att ansvaret för ren förmögenhets-skada inte bedöms enligt vanliga culparegler utan enligt SkL 2 kap 4 § förutsätter brott. Genom ABL 15 kap 1–2 §§ utvidgas således ansvaret för ren förmögenhetsskada på det bolagsrättsliga området.¹⁴

Det bolagsrättsliga ansvarets struktur påverkas också av distinktionen mellan *direkt* och *indirekt* skada. Om en aktieägare eller en person i organställning tillfogar bolaget en skada är den alltid av typen direkt skada.¹⁵ Sålunda har distinktionen mellan direkt och indirekt skada bara relevans för bedömningen av det *externa ansvarets* omfattning.¹⁶ Aktieägare och annan kan nämligen åsamkas skada på två olika sätt. Det kan ske antingen genom att bolagets förmögenhet minskar (indirekt skada) eller utan att bolagets ekonomiska ställning påverkas (direkt skada).¹⁷

Samtliga ansvars- och skadetyper kommer att beröras översiktligt nedan. Det bör då framgå att det i första hand är det externa ansvaret för en särskild typ av direkt skada – bristfällig informationsgivning – som är av intresse för avhandlingen. Andra skador kan ge upphov till andra slutsatser i vissa avseenden.

12.1.1 Ansvaret mot bolaget (*internt ansvar*)

När bolaget lidit en förlust uppkommer frågan om någon skall anses skyldig att ersätta skadan.¹⁸ Det interna ansvaret avgränsar ansvaret för en person i organställning när bolaget åsamkats skada i samband med utövandet av vederbörandes uppdrag. Eftersom personer i organställning har ett syssломannaansvar är det naturligt att de ansvarar fullt ut för eget vållande.¹⁹ Detta är också ståndpunkten i ABL 15 kap 1 §.

Bolagets organisation, dvs den faktiska funktionsfördelningen mellan bolagsorganen och de enskilda ledamöterna, m fl faktorer har stor betydelse för det interna ansvarets omfattning.²⁰ Avgörande för funktionärens person-

¹⁴ Gomard (1984) s 56; SOU 1971:15 s 353; Hellner (1987) s 53.

¹⁵ Taxell (1963) s 41.

¹⁶ Taxell (1983) s 52; Dotevall (1989) s 101, 422.

¹⁷ Taxell (1983) s 6; Dotevall (1989) s 101.

¹⁸ Taxell (1983) s 15.

¹⁹ Olika moment i syssломannaansvaret kan visserligen betonas för olika organ, men generellt sett följer en lojalitets- och omsorgsplikt jämförbar med andra uppdragsförhållanden. Se Dotevall (1989) s 261; Moberg (1986) s 54.

²⁰ Taxell (1963) s 20.

liga ansvar för rättshandlingar som företagits å bolagets vägnar (eller underlåtit) – oavsett om externt eller internt ansvar åsyftas – är om åtgärden (eller underlåtenheten) sker inom respektive utom ramen för en person i organisationens uppdrag i vidsträckt mening.²¹ Om en vidtagen åtgärd faller utanför vad som skall anses omfattas av uppdraget blir nämligen andra ansvarsförutsättningar än de som anges i ABL 15 kap gällande. Bolagets interna organisation återverkar därför *dels* på innehållet i den enskilde personens uppdrag, *dels* genom att den kan vara avgörande för ansvarsplaceringen i det enskilda fallet.

Problemet med organisation och ansvar har flera aspekter. Å ena sidan gäller det att avgöra vad som faktiskt ingår i de olika organens kompetens, dvs i vilka frågor de olika organen med för bolaget bindande verkan kan fatta beslut. Denna sida av problemet kommer jag inte alls att behandla.²² Å andra sidan är det i samband med ansvaret för bristfällig informationsgivning ibland av stor betydelse att fastställa i vilken mån delegation (explicit eller implicit) av förvaltningsuppgifter också innebär en motsvarande ansvarsöverflyttning. Man hamnar lätt i en oklar situation där ingenting generellt sett kan sägas på förhand om styrelsens eller Vd:s ansvar.

Även om en bedömning *in casu* är oundviklig kan följande uppdelning av de olika organens kompetens underlätta den följande diskussionen om organisation och informationsansvar:²³

1. Det *obligatoriska* kompetensområdet; delegation mellan olika bolagsorgan kan inte ske.
2. Det *fakultativa* kompetensområdet; dvs delegation mellan olika bolagsorgan kan ske.

Som huvudregel torde gälla att delegation av förvaltningsuppgifter inom det fakultativa området också innebär en motsvarande ansvarsöverflyttning.²⁴ Ett stadgande i ABL eller bolagsordningen som uttryckligen ålägger ett visst bolagsorgan en särskild uppgift, utesluter delegation med åtföljande ansvarsöverflyttning, såvida det inte är (implicit eller explicit) förutsatt i regeln

²¹ A a s 38.

²² Inte heller behandlas kontraktsförhållanden. Se Dotevall (1989) s 75 ff.

²³ Avsikten är endast att terminologiskt skilja mellan de fall då delegation av förvaltningsuppgifter innebär överflyttning av ansvar och då så inte är fallet.

²⁴ Taxell (1964) s 522; Dotevall (1989) s 227.

att så kan ske.²⁵ Saknas denna möjlighet tillhör uppgiften således det obligatoriska kompetensområdet.

Eftersom informationsgivning om bolagets angelägenheter till marknaden och aktieägare åtminstone generellt sett får antas vara en följd av styrelsens, Vd:s och revisorernas verksamhet, saknas anledning att beakta de övriga bolagsfunktionärernas ställning i berörda hänseenden. Revisorerna har en kontrollerande funktion – förhållandevis väl definierad i lag och revisorspraxis – som inte innefattar något deltagande i bolagets förvaltning, vilket i sin tur bör betyda att frågan om delegation och ansvar har mindre intresse så vitt avser dessa fall. Vad jag istället vill belysa är den inverkan fördelningen av förvaltningsuppgifter mellan styrelse och Vd specifikt har på ansvaret för bolagets informationsgivning.

Styrelsen svarar för bolagets organisation och förvaltningen av dess angelägenheter. Om Vd utsetts har denne hand om den löpande förvaltningen enligt de riktlinjer och anvisningar som meddelas av styrelsen. Vad som innefattas i den löpande förvaltningen, dvs Vd:s befogenhet och behörighet, är inte närmare preciserat i ABL utöver skyldigheten att se till att bolagets bokföring fullgörs i enlighet med lag.²⁶

Allmänt sett gäller att "förvaltningen" dels är delad mellan styrelsen och Vd, dels består av alla åtgärder som inte för sin giltighet kräver beslut av bolagsstämman. Jämfört med äldre lag innebar 1975 års ABL en försvagning av bolagsstämmans ställning till förmån för styrelsen.²⁷ Dessutom accepterade lagstiftaren den pågående utvecklingen att ledningen av bolaget i allt större utsträckning ligger på direktionnivå. Styrelsen hänvisas enligt motiven till en "övervakande, kontrollerande och långsiktigt planerande funktion".²⁸ Denna funktionsfördelning ger Vd ansvar för den löpande förvaltningen, dvs driften av bolagets rörelse, förvaltningen av dess medel och bokföringen. Övriga förvaltningsbefogenheter ankommer på styrelsen.

I praktiken är det svårt att dela upp den förvaltande verksamheten i skikt som är avgränsade från varandra. Vd:s löpande förvaltning och överordnad

²⁵ Ett exempel på stadgande där delegation förutsätts kunna ifrågakomma är ABL 3 kap 4 §. Där sägs att aktiebrev skall undertecknas av styrelsen eller bank enligt styrelsens fullmakt.

²⁶ ABL 8 kap 6 och 12 §§.

²⁷ Bolagsstämman kan fortfarande ge direktiv till styrelsen i enskilda frågor som normalt faller inom styrelsens förvaltningsbefogenheter. Detta förmodas enligt motiven tillhöra undantagen. Se prop 1975:103 s 236 ff.

²⁸ Prop 1975:103 s 235.

förvaltning i styrelsens regi griper in i varandra och kan ofta bara särskiljas genom hänvisning till vilket organ som fattat det aktuella beslutet.

Styrelsens möjligheter att dag för dag följa driften i bolaget är starkt begränsade och det ingår inte heller i dess uppgifter. Om styrelsen utsett en Vd har styrelsen att noggrant övervaka bolagets löpande verksamhet och tillse att Vd fullgör sina åligganden på ett tillfredsställande sätt. Styrelsen kan också när som helst ingripa i den löpande förvaltningen och därmed åsidosätta Vd:s beslutanderätt.²⁹ I den utsträckning styrelsen utnyttjar denna möjlighet ådrar sig ledamöterna också motsvarande ansvar. Vid en ansvarsbedömning *in casu* måste därför samtliga rättsliga och faktiska omständigheter beaktas, inklusive sådant som inverkar på bolagets organisation och verksamhet.³⁰ Detta krävs för att möjliggöra en bestämning av den faktiska ansvarssituation som varje medlem av styrelsen respektive Vd intagit i det aktuella skadefallet.³¹

Rörande de olika aspekterna av informationsansvaret gäller att styrelsen enligt lag ansvarar för upprättandet av emissionsprospekt, bolaget för introduktionsprospekt och för de skyldigheter som följer av IRK. Innebörden av att bolaget i vissa fall ansvarar får bedömas mot bakgrund av vad som tidigare helt kort sagts om ansvarets avgränsning mellan styrelsen och Vd. Rörande upprättandet av prospekt får det anses falla inom styrelsens obligatoriska kompetensområde och skyldigheten kan inte delegeras. Styrelsen kan inte heller på egen hand besluta om nyemission utan ett föregående bemyndigande av bolagsstämman. Om styrelsen t ex delegerar uppgiften att upprätta ett prospekt till Vd sker ingen ansvarsöverflyttning eftersom denna uppgift åligger styrelsen enligt ABL 4 kap 18 §.

I fråga om de skyldigheter som bolaget åläggs enligt IRK består dessa till stor del av informationsregler som ålägger bolaget en skyldighet att delge

²⁹ Kedner-Roos (I) s 201. Det går inte att helt neutralisera en Vd på detta sätt. I allmänhet torde ingripanden av detta slag förebåda Vd:s snara avgång.

³⁰ Taxell (1964) s 524.

³¹ Se Kedner-Roos (I) s 201; Grönfors (1961) s 100–101. Det finns flera beröringspunkter mellan styrelsens och Vd:s handlande som bolagsorgan och fullmactsreglerna. Särskilt gör sig likheterna gällande rörande Vd. Den juridiska personens organ kan genom att företa rättshandlingar i bolagets namn både förpliktiga och berättiga bolaget. Samtidigt kan skillnader observeras mellan handlande av person i organställning och handlande enligt fullmakt. I doktrinen förefaller det numera tillhöra ovanligheterna att man jämför dessa båda former av ställföreträdarskap. Fullmaktshandlande är enligt Grönfors karakteriserat som ett handlande i annans namn, medan den juridiska personen bara kan företa rättshandlingar genom sina organ. De bolagsrättsliga firmateckningsreglerna har bl a tillkommit som en konsekvens av dessa skillnader.

börsen och marknaden upplysningar om beslut, händelser m m som är av den beskaffenheten att de påverkar marknads bild av bolaget. Denna skyldighet kräver att uppgifter lämnas kontinuerligt och inom viss minsta tid. Eftersom denna informationsplikt ständigt är aktuell, torde den närmast undantagslöst vara av det slag att den får anses falla under Vd:s löpande förvaltning.

Möjligen kan man, med en analogi från styrelsens övervakande och kontrollerande funktion förespråka en skyldighet för styrelsen att se till att informationsrutinerna är sådana att kraven i IRK kan uppfyllas på ett tillfredsställande sätt.

Att enskilda styrelseledamöter någon gång skulle vara skyldiga att på eget initiativ lämna information till marknaden anser jag vara att gå för långt. Det är förmodligen så att marknaden också lägger vikt vid *vem* som informerar. En fast praxis från företagens sida måste etableras för att förhindra improviserade framträdanden från olika ledande företrädare.³² I annat fall försvåras marknads möjligheter att rätt värdera informationsflödet från bolaget ifråga.³³

Om den i ABL angivna obligatoriska kompetensordningen mellan bolagsorganen avses bli permanent förskjuten genom ett beslut från något bolagsorgan, blir detta beslut utan rättsverkan. Om bolagsstämman t ex ålägger styrelsen att sörja för bolagets kapitalbehov på valfritt sätt kan detta aldrig innefatta rätten att besluta om nyemission. Bolagsstämman har dock närmast full frihet att ge styrelsen och Vd bindande direktiv rörande förvaltningen.³⁴ Enligt ABL 8 kap 13 § 2 st är dock ställföreträdare förhindrad att efterkomma en föreskrift av bolagsstämman (eller annat bolagsorgan) om det innebär ett åsidosättande av lag eller bolagsordning. Styrelsen (eller Vd) är inte skyldiga att följa ett sådant beslut utan är tvärtom tvingade att göra en egen bedömning. Någon ansvarsöverflyttning sker således inte om t ex styrelsen skulle visa sig för eftergiven i dessa fall.³⁵

Något annorlunda kan situationen bli om en organisationsstruktur tillämpas som visserligen inte är förbjuden men inte heller uttryckligen tillåten.

³² Om någon person med en ledande befattning i bolaget på eget initiativ ändå lämnar marknaden information, påkallar detta enligt min mening omedelbar aktivitet från bolagsledningens sida. Det är inte uteslutet att passivitet på denna punkt kan ådra styrelsen eller Vd ett ansvar.

³³ Vikten av planerad informationgivning understryks bl a i BiH p 5.3.

³⁴ Dotevall (1989) s 64; Kedner-Roos (I) s 216; NJA 1960 s 698.

³⁵ Taxell (1964) s 523.

I detta fall saknas anledning att rikta invändningar mot förfarandet så länge den valda organisationsformen är ett uttryck för styrelsens allmänna behörighet att ordna bolagets förvaltning på ett ändamålsenligt sätt. Om det inom bolagsledningen sker en långtgående uppgiftsfördelning i strid med ABL eller bolagsordningen: en del styrelseledamöter passiviseras, styrelsen övertar uppgifter från Vd eller att Vd gör intrång i styrelsens beslutsfär inskrider naturligtvis ingen om detta sker i samförstånd. Däremot kan problem uppkomma om de externa revisorerna eller aktieägare aktualiserar dessa avvikelser på bolagsstämman. Stämman kan då för det första ge direktiv som styrelsen måste följa och i andra hand vägra styrelsen och Vd ansvarsfrihet. Om en rättsstridig organisation av bolaget skett, följer heller ingen motsvarande ansvarsöverflyttning.³⁶

Den omständigheten att en företrädare t ex handlat i strid mot uttryckliga direktiv är inte ensamt avgörande för frågan om handlingen ligger utanför den befogenhet eller rätt att handla eller besluta i en bolagsangelägenhet som tillkommer en enskild person i organställning.³⁷ Utslagsgivande är i stället arten och omfattningen av verksamheten och den skadeorsakande handlingens eller underlåtenhetens samband med denna.³⁸ Den interna arbetsfördelningen mellan Vd och styrelse eller mellan styrelseledamöterna är heller inte alltid avgörande även om det påverkar ansvarsbedömningen. Om en åtgärd är av den arten att den kan anses falla inom det obligatoriska kompetensområdet för styrelsen eller Vd är den att anse som en del i bolagsverksamheten och därmed ansvarsbetingande.³⁹

12.1.2 Ansvaret mot aktieägare och annan (externt ansvar)

Inledning

Rörande det externa ansvaret gäller enligt ABL 15 kap 1 § att skada i bolagets verksamhet, som drabbar aktieägare eller annan, bara ersätts om ABL eller bolagsordningen överträtts. Om exempelvis en styrelseledamot i strid med

³⁶ Taxell (1963) s 92 ff; Taxell (1983) s 138.

³⁷ Taxell (1963) s 36; Dotevall (1989) s 77–78.

³⁸ Taxell (1983) s 8.

³⁹ Flera problem kan uppmärksammas i samband med bolagsorgans ställföreträdarskap och gränsdragningen mellan de olika organens kompetens. Se Dotevall (1989) kap 5.

en regel i ABL av oaktsamhet infogat vilseledande uppgifter i ett prospekt är ABL 15 kap 1 § direkt tillämplig och ersättning kan teoretiskt utgå till alla som lidit skada.⁴⁰

En skillnad görs i ABL mellan skador som *direkt* orsakas bolaget, aktieägare eller annan och sådan som *indirekt* drabbar aktieägare eller annan som en följd av att bolaget lidit förlust eller åsamkats skada. Om t ex en aktieägare i strid med ABL eller bolagsordningen inte erhåller företrädesrätt i en nyemission har han åsamkats en direkt skada. Har bolaget orsakats förluster genom försumlighet från ledningens sida har aktieägarens andel i bolagsförmögenheten minskats. Den skada vederbörande åsamkats är då av typen indirekt skada.

Det externa ansvaret är utformat som en inskränkt culparegel och innebär *dels* att styrelse, Vd och revisor skall ersätta skada som vållas aktieägare eller annan genom överträdelse av ABL eller bolagsordningen, *dels* att aktieägare på samma grunder skall ersätta skador som de vållar bolaget, aktieägare eller annan. Bolagsledningens ansvar är alltså generellt sett lindrigare i förhållande till aktieägare och annan än mot bolaget.

12.1.2.1 Ansvarsgrunder

Enligt motiven är ABL 15 kap 1 § 2 p avsedd att skydda tredje mans intressen vid överträdelser av ABL och bolagsordningen.⁴¹ En följdfråga blir därför vilka regler som omfattas av lokutionen "denna lag eller bolagsordningen". Jag har inte undersökt om det finns några bestämmelser av informationskaraktär i de börsnoterade företagens bolagsordningar som har relevans för culpabedömningen. Den följande framställningen beaktar därför bara de regler som innefattas av uttrycket "denna lag".

Uttrycket "denna lag" omfattar språkligt sett naturligtvis bara ABL. Vissa stadganden i ABL saknar emellertid självständigt innehåll. I stället sker en hänvisning till anslutande lagstiftning som innehåller utförliga regler. Ett betydelsefullt exempel på detta är ABL 11 kap 1 § som direkt hänvisar till BFL. Härigenom görs en stor mängd redovisningsregler till en central komponent i det bolagsrättsliga regelsystemet.⁴²

⁴⁰ Nial (1988) s 317.

⁴¹ Prop 1975:103 s 540; Dotevall (1989) s 446.

Följderna av felaktigheter i den ekonomiska redovisningen kan på ett särskilt sätt drabba dem som är beroende av dessa uppgifter för att kunna fatta korrekta placeringsbeslut. Enligt motiven till ABL var avsikten med skadeståndsregeln i 15 kap 1 § 2 p bl a att sanktionera de bestämmelser i lagen som har till syfte att skydda "aktieägare och annan". Som exempel på sådana regler nämns i motiven årsredovisningsreglerna och bestämmelserna om bolagets bundna kapital.⁴³

Redovisningsreglerna är av ramkaraktär och ett särskilt organ (Bokföringsnämnden; BFN) inrättades 1976 med uppgift att precisera och utveckla vad som är god redovisningssed.⁴⁴ I de fall det förekommer brister i t ex en årsredovisning torde BFL tillsammans med fastlagda principer för god redovisningssed fälla utslaget om bristfälligheten konstituerar oaktsamhet eller inte.⁴⁵

På samma sätt som ABL kap 11 hänvisar till BFL, hänvisar ABL 4 kap 1 § till lag (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag m m (förkortas här LRE). Genom denna lagstiftning skapas garantier för att beslut om riktade emissioner till ledande befattningshavare inom det emitterande bolaget fattas under former som är betryggande från minoritetsskyddssynpunkt och att informationsgivningen i samband med sådana beslut uppfyller högt ställda krav.⁴⁶ Därmed gör sig samma synpunkter gällande rörande skadeståndsansvarets omfattning som redovisats avseende BFL, dvs skadeståndsreglerna i ABL kap 15 kan antas omfatta även LRE.⁴⁷

En möjlig och rimlig tolkning av formuleringen "denna lag" innebär att bara de författningar omfattas av det externa ansvaret som ABL uttryckligen hänvisar till. Möjligen kan man också uppställa ett krav på identitet när det gäller reglernas ändamål. Detta skulle i så fall ge följande regler en jämförelsevis klar ställning:

1. Aktiebolagslagen (1975:1385).
2. Bokföringslagen (1976:125).
3. Bokföringsnämndens principer rörande god redovisningssed.
4. Lag (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag, m m.

⁴² Taxell (1983) s 55.

⁴³ Prop 1975:103 s 540; Nial (1988) s 317.

⁴⁴ Kedner-Roos (II) s 15 ff; Thorell (1984) s 52.

⁴⁵ Se ovan kap 3.

⁴⁶ Prop 1986/87:76 s 21.

⁴⁷ Skälen till att LRE utformades som en egen lag och inte som en del av den existerande ABL anges i prop 1986/87:76 s 26 ff.

Det bolagsrättsliga ansvar som grundas på ABL 15 kap 1 § 2 p får sannolikt göra halt här. Syftet med bestämmelsen är nämligen begränsad till att sanktionera konkreta överträdelser av "denna lag och bolagsordningen".⁴⁸

Eftersom börsbolagens informationsgivning är betydligt mer omfattande än vad som krävs enligt ABL, hamnar man omgående i den svåra, för att inte säga omöjliga, situationen att tvingas bestämma exakt vilka uppgifter som omfattas av informationskraven i ABL respektive vilka som inte gör det. Detta är särskilt problematiskt rörande sådana viktiga förhållanden och händelser som rör tiden efter de senast offentliggjorda redovisningshandlingarna och i prospekt som regelmässigt är mer utförliga än vad som krävs enligt ABL 4 kap.⁴⁹ Om uppgifter av detta slag är skadebringande kan inte ansvarsreglerna rörande det externa ansvaret i ABL 15 kap tillämpas eftersom det inte föreligger någon skyldighet att offentliggöra dessa uppgifter enligt ABL. Den skadelidande är i stället hänvisad till den allmänna skadeståndsrätten.

Den restriktiva tolkningen av ansvarets räckvidd skapar också andra gränssfall. I BF 13 § stadgas t ex att introduktionsprospektet skall innehålla samma uppgifter som ett emissionsprospekt om börsstyrelsen inte bestämmer annat. Någon skyldighet att offentliggöra en sådan handling finns emellertid inte i ABL. Även om prospektet inte uppfyller kraven i ABL 4 kap 20–22 och 24 §§ är det därför inte fråga om ett brott mot ABL utan mot BF 13 §. Om däremot ett introduktionsprospekt publiceras i samband med en nyemission och introduktions- och emissionsprospekt utgör samma handling förefaller det oundvikligt att prospekthandlingen betraktas som en helhet och omfattas av det bolagsrättsliga ansvaret.⁵⁰

I vad mån principen om skyddat intresse skall tillämpas vid bestämningen av det externa ansvarets omfattning kan diskuteras och har diskuterats. Frågan gäller i vad mån *alla* eller bara *vissa* av de regler som språkligt sett omfattas av ansvaret i ABL 15 kap 1 § omfattas av det externa ansvaret och huruvida det närmare urvalet skall ske med utgångspunkt från en analys av vilka intressen den överträdde regeln är avsedd att skydda.

Dotevall menar att principerna om skyddat intresse måste tillämpas eftersom man i annat fall "bara skjuter problemet framför sig". En följdfråga

⁴⁸ Taxell (1983) s 56–57.

⁴⁹ Se ABL 4 kap 21 §.

⁵⁰ Det bolagsrättsliga ansvaret kan således aldrig aktualiseras på den grunden att en annan lagstiftning hänvisar till vissa regler i ABL.

blir nämligen om den enskilde aktieägaren eller borgenären kan begära skadestånd för indirekt skada.⁵¹ Enligt Taxell är det tillräckligt att bolagsledningen handlat eller underlåtit något i strid med ABL eller bolagsordningen för att ansvar skall uppkomma.⁵² Möjligen förutsätter Taxell att skyddsnormsfrågan ingår i bedömningen av om det föreligger adekvat kausalitet mellan handlande och skada. Fördelen med skyddsnormsresonemang skulle i så fall vara att vissa frågor om skadestånd kan sorteras ut på ett tidigt stadium och behöver inte bedömas enligt de komplicerade adekvansprinciperna.

Konsekvenserna av att det externa bolagsrättsliga ansvaret är begränsat till överträdelse av ABL 15 kap 1 §, enligt resonemanget ovan, blir *dels* att den juridiska personens ansvar får större betydelse, *dels* att räckvidden av andra ansvarsregler (t ex SKL 2 kap 4 §) bör undersökas för att utröna i vad mån det bolagsrättsliga ansvaret kan kompletteras av den allmänna skadeståndsrätten.

12.1.2.2 Direkt skada

Om en aktieägare eller annan åsamkas direkt skada genom ett beslut eller en åtgärd i bolagets verksamhet, t ex genom att ett prospekt fått ett felaktigt innehåll med skada som följd, bedöms skadan enligt förutsättningarna för det externa ansvaret, dvs skadestånd förutsätter att ABL eller bolagsordning överträtts.

Även om ansvarsgrunden är identisk för både *aktieägare* och *annan* intar de olika ställning i förhållande till bolaget.⁵³ Förhållandet mellan aktieägare och ledning regleras av ABL och bolagsordningen. I praktiken kan det leda till betydande komplikationer om aktieägare tillåts konkurrera med bolaget om ersättningsanspråk.⁵⁴ Deras skydd är också förhållandevis väl tillgodosett genom att de kan väcka ersättningstalan å bolagets vägnar. Om skadestånd erlagts till bolaget får även aktieägarna, med vissa undantag, anses vara kompenserade.

I vissa fall anser Dotevall att både bolaget och aktieägaren har självständiga anspråk på grund av den direkta skadan och att det därmed föreligger en

⁵¹ Dotevall (1989) s 448 ff.

⁵² Taxell (1983) s 54–55. Jfr även Taxell (1963) s 44, 189.

⁵³ Taxell (1983) s 51.

⁵⁴ A a s 62.

risk för dubbelkompensation om både bolaget och aktieägaren erhåller ersättning.⁵⁵ Om skadeståndet avser samma skada är denna risk reell.⁵⁶ Frågan är under vilka omständigheter detta skulle kunna inträffa.⁵⁷

Tredje mans (anställda, borgenärer m fl) ansvarsposition skiljer sig delvis från aktieägarnas även om ansvarsgrunden är identisk. Begränsningen av bolagsledningens ansvar mot tredje man är enligt Taxell möjlig därför att bolaget ansvarar gentemot tredje man.⁵⁸ Styrelsen och Vd är endast företrädare för bolaget och ansvar för skada som orsakats tredje man vilar därmed på bolaget och inte på företrädarna.

12.1.2.3 Indirekt skada

Indirekt skada uppkommer när bolaget orsakas en förlust som drabbar aktieägare eller annan genom att bolagsförmögenheten minskar. Om en person i organställning är skadevällare ersätts indirekt skada i samma utsträckning som vederbörandes interna ansvar kan göras gällande.⁵⁹

Normalt anses aktieägares anspråk för indirekt skada vara subsidiärt,

⁵⁵ Dotevall (1989) s 454.

⁵⁶ Det finns en processuell aspekt av frågan som bör nämnas. Antag att en grupp aktieägare stämmer ett börsbolag på skadestånd för förluster som åsamkats av bristfällig informationsgivning. Antag att skadestånd bifalls och att bolaget därefter riktar en regresstalan mot styrelseledamöterna. Domen i det första målet få då betydande bevisverkan och bedömningen i skuldfrågan kan på goda grunder antas bli densamma i det senare målet. Frågan om dubbelkompensation blir då akut. Antag att styrelseledamöterna parallellt med den första processen anhängiggör en negativ fastställsetalan rörande skadeståndsskyldighet gentemot bolaget till följd av de anspråk som riktats mot bolaget från gruppen aktieägare. Då kan tvisten mellan aktieägare och bolaget vilandeförklaras (se RB 32 kap 5 §) med motiveringen att utgången i den senare processen kommer att få avgörande betydelse för de enskilda aktieägarnas rätt till skadestånd.

⁵⁷ Frågan om dubbelkompensation är mycket komplicerad på aktiemarknaden och är slutligen beroende av hur marknaden reagerar när utgången av skadeståndsprocessen blir känd. Anta att en placerare tillika aktieägare erhåller ersättning av bolaget för kursförlust till följd av bristfällig informationsgivning. Erhålls ersättning av bolaget har bolagsförmögenheten onekligen minskats. Påverkas inte kursen av att skadestånd erläggs har dubbelkompensation trots detta inte erhållits eftersom kursen är den tillförlitligaste uppskattningen av bolagets värde som står till buds vid en given tidpunkt. Erhåller bolaget i sin tur ersättning från den bolagsfunktionär som varit försumlig har inte heller bolagsförmögenheten påverkats av skadeståndet. Påverkas kursen i detta fall positivt, dvs stiger över den nivå som den skadelidande rätteligen borde betalt kan det vara motiverat att tala om en dubbelkompensation, men sker ingen kurspåverkan förefaller påståendet om dubbelkompensation även i detta fall omöjligt att ta ställning till.

⁵⁸ Taxell (1983) s 63.

⁵⁹ Nial (1988) s 320.

dvs anspråken är tillgodosedda om bolaget gör gällande ersättningsanspråk mot den som orsakat skadan. Underlåter bolaget att fullfölja sina ersättningskrav, kan aktieägarnas andel i bolaget minska i värde och bolagsborgenärernas möjligheter att få betalt reduceras om bolagets solvens minskat.⁶⁰ För att hindra att en majoritet motsätter sig skadeståndstalan finns vissa möjligheter för en minoritet att föra sådan talan å bolagets vägnar.⁶¹

Tydligt är också att tredje man har ett något starkare behov av skydd för indirekta skador än vad aktieägarna har eftersom dessa kan eliminera en indirekt skada genom att aktualisera bolagets ersättningsanspråk gentemot de personer i organställning som orsakat skadan.⁶²

De nämnda inskränkningarna i aktieägarnas möjligheter att erhålla ersättning motiveras med att bolagslagstiftningen ger aktieägarna rätt att påverka bolagets verksamhet, vägra ansvarsfrihet för bolagsledningen och föra minoritetstalan å bolagets vägnar.⁶³ I svensk rätt anses det generellt sett saknas anledning att låta en aktieägare föra talan mot bolaget eller person i organställning om han lidit skada som drabbat alla aktieägare lika. Normalt förväntas aktieägare i stället använda sig av de existerande möjligheterna till inflytande.

12.1.3 Den juridiska personens eget ansvar

Det externa ansvaret påverkas också i hög grad av den omständigheten att bolaget och inte bara dess organ kan hamna i ansvarsposition.⁶⁴ Överhuvudtaget är det svårt att lösa problem rörande bolagsledningens externa ansvar utan en någorlunda klar bild av bolagets eget ansvar.⁶⁵ I en konkret ansvarssituation kan nämligen talan komma att riktas direkt mot bolaget och inte nödvändigtvis mot styrelseledamöterna. Ansvaret för en person i or-

⁶⁰ Taxell (1983) s 15.

⁶¹ Kedner-Roos (II) s 374 p 02.

⁶² Taxell (1983) s 63.

⁶³ Kedner-Roos (II) s 366 ff.

⁶⁴ När den juridiska personens eget ansvar diskuteras aktualiseras samtidigt frågor rörande skyddet för bolagets kapital. Det finns olika åsikter om i vilken utsträckning kapitalskyddsaspekter utgör ett hinder för att medge skadestånd till tredje man. För avhandlingen har detta mindre betydelse eftersom det antas tillhöra ovanligheterna att skadeståndsanspråk till följd av bristfällig informationsgivning kan bli så omfattande att bolagets eget kapital hamnar i farozonen. Helt uteslutet är det dock inte.

⁶⁵ Taxell (1983) s 13.

ganställning blir då reducerat till en fråga om regressansvar och först på det stadiet blir det meningsfullt att tillämpa principerna om internt ansvar.

Ett bolag (juridisk person) är en abstraktion, en *persona ficta*, skapad av rättsordningen, som bara kan agera genom sina företrädare.⁶⁶ Till skillnad från en fysisk person saknar den juridiska personen naturligtvis varje form av mental kapacitet och alla åtgärder som sker i bolagets namn måste vidtas av fysiska personer. Orsaken till att en juridisk person likväl kan hållas skadeståndsrättsligt ansvarig är att den ansvarar för sina företrädares handlande.⁶⁷

En allmän begränsning av bolagets ansvar är dock att handlandet verkligen kan tillskrivas bolaget, dvs att det skett inom ramen för bolagets verksamhet.⁶⁸ Är detta kriterium uppfyllt saknar det intresse vilket organ som i realiteten företagit den skadebringande handlingen.

Enligt SkL 2 kap 1 § är var och en som uppsåtligen eller av vårdslöshet vållar person- eller sakskada i allmänhet ersättningskyldig, likaså den som vållar ren förmögenhetsskada genom brott (SkL 2 kap 4 §). Enligt dessa bestämmelser kan även ett aktiebolag ådraga sig skadeståndsansvar.⁶⁹ Skadeståndsskyldigheten grundas således på allmänna regler om skadestånd och bestämmelser i ABL spelar antingen en underordnad roll eller är de inte alls tillämpliga.⁷⁰

Om t ex styrelsen inom ramen för bolagets verksamhet vållar aktieägare en ren förmögenhetsskada genom att överträda en bestämmelse i ABL kan denne kräva ersättning av styrelseledamöterna enligt ABL 15 kap 1 §. Riktas anspråket i stället mot bolaget får det bedömas med utgångspunkt från SkL 2

⁶⁶ Problemet har ingående behandlats av Hellner (1964) s 122–168.

⁶⁷ Se SOU 1941:9 s 638; Bengtsson m fl (1985) s 96. Se även NJA 1960 s 243 där det sades att "ett vållande som ligger det högsta förvaltande organet till last – vid aktiebolag således styrelsen – bedömdes som härrörande från den juridiska personen själv och följaktligen utgjorde grund för dess ersättningskyldighet jämlikt allmänna skadeståndsregler". Se även Thornstedt (1948) s 115 och 122.

⁶⁸ Taxell (1963) s 36. Jfr tvistefrågan i engelsk rätt huruvida bolaget uteslutande svarar för handlingar *intra vias* eller också *ultra vires*. Den dominerande uppfattningen tycks vara att bolaget svarar också för handlingar *ultra vires* och att doktrinen om *ultra vires* inte äger relevans ifråga om den juridiska personens skadeståndsansvar eftersom den frågan skall bedömas med utgångspunkt från principerna om "principal and agent". Se Palmer's Company Law (1987) 9–30; 18–13. Palmer citerar här bl a fallet *Ranger v G W Ry* (1854) 5 H L C 72, 86. Se även Boyle & Birds' Company Law (1987) s 24–25; Dotevall (1989) s 78.

⁶⁹ Se prop 1972:5 s 471.

⁷⁰ Taxell (1963) s 183.

kap 4 §.⁷¹ Enligt Nial är bolagets ansvar för ren förmögenhetsskada inskränkt till de fall skadan uppkommit genom brott, medan hovrättsfallet RH 1984:28 tycks peka i en annan riktning, nämligen att bolaget kan åläggas skadeståndsansvar även då brott inte förekommit, dvs genom en analog tillämpning av SkL 2 kap 4 §.⁷²

En annan svårighet vid analysen av den juridiska personens eget ansvar är gränsdragningen mellan organ- och principalansvaret. I det senare fallet ansvarar bolaget enligt SkL 3 kap 1 § för alla som i civilrättslig mening är arbetstagare och arbetstagaren är enligt SkL 4 kap 1 § endast ansvarig om synnerliga skäl föreligger. Regressmöjligheterna är alltså i hög grad begränsade om en arbetstagare vållat skadan.

För bolagsorgan är normalt sett varken det skadeståndsrättsliga principalansvaret eller den skadeståndsrättsliga jämningsregeln tillämplig. Bedömningen kompliceras något om skadevållaren samtidigt är arbetstagare och person i organställning. Var skadan en följd av vederbörandes ställning som arbetstagare, skall bedömningen ske enligt allmänna regler och ansvar kan då bara ifrågakomma om det finns synnerliga skäl. Om vållandet å andra sidan utgjorde ett handlande å den juridiska personens vägnar blir följden att de associationsrättsliga reglerna uttömmade reglerar ansvarsfrågan.⁷³

Den juridiska personen svarar således som huvudregel för handlande av de förvaltande bolagsfunktionärerna, dvs styrelseledamot och Vd när handlandet skett i bolagets verksamhet. Ansvaret är inget principalansvar i egentlig mening utan är en konsekvens av den allmänna culparegeln om ansvar för eget vållande.⁷⁴ Den som drabbas av skada till följd av ett bolags verksamhet kan därför vända sig direkt mot bolaget med anspråk på ersättning. Bolagsstämman kan sedan, om företrädarens handlande i det aktuella fallet inte godkänns, vägra ansvarsfrihet och enligt ABL 15 kap 5 § inleda skadeståndstalan till förmån för bolaget. I praktiken blir det då tal om en regresstalan på grundval av det interna ansvaret.

⁷¹ Nial (1988) s 321.

⁷² A a s 322; Dotevall (1989) s 483; Kedner-Roos (II) s 368.

⁷³ Prop 1972:5 s 433; 561–564; prop 1975:103 s 542–543; Dotevall (1989) s 480; Kedner-Roos (II) s 372.

⁷⁴ Se prop 1972:5 s 211.

12.2 Ansvaret för ren förmögenhetsskada på aktiemarknaden

Inledning

Det externa ansvaret i ABL tar uteslutande sikte på vissa ansvarssituationer som kan uppkomma i bolagets verksamhet. Om en aktieägare eller tredje man – de för avhandlingen närmast relevanta skadesubjekten – åsamkas en skada som inte beror på en överträdelse av ABL eller bolagsordningen kan heller inte ABL utgöra ansvarsgrund. Frågan är då om andra skadeståndsregler äger tillämpning.

Nedanstående figur visar översiktligt vilka regler som kan utgöra ansvarsgrund vid olika slag av bristfällig informationsgivning från börsbolag.⁷⁵

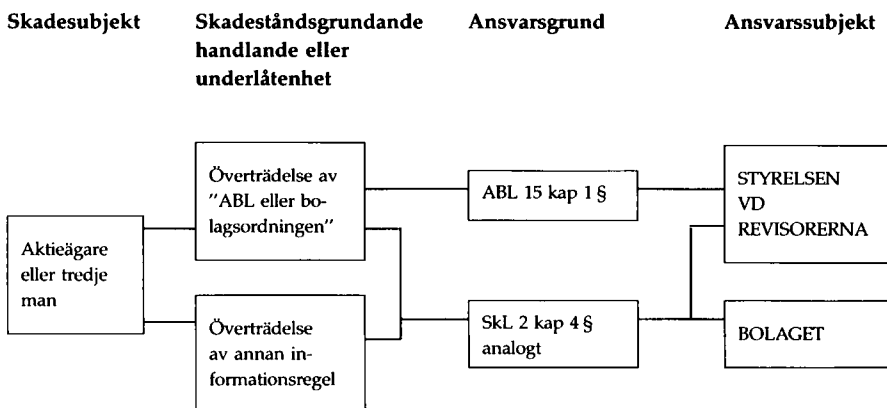


Fig 2: Översikt – ansvaret för bristfällig informationsgivning.

Figuren ovan visar att ABL reglerar bolagsfunktionärernas culpaansvar för bristfällig informationsgivning när en regel i ABL eller bolagsordningen överträtts. Om de nämnda funktionärerna skall hållas ansvariga för överträdelser av andra informationsregler än dem som återfinns i ABL, utgör en analog tillämpning av SkL 2 kap 4 § en tänkbar alternativ ansvarsgrund. Slutligen kan bolaget bara göras ansvarigt för skador till följd av bristfällig informationsgivning med stöd av en sådan analogi från SkL 2 kap 4 §. Ifall bolaget också åläggs ersättningsskyldighet kan det interna ansvaret därefter

⁷⁵ Figuren bygger på de slutsatser som drogs i avsnitt 12.1.2 ovan rörande det bolagsrättsliga ansvarets räckvidd.

aktualiseras, vilket kan innebära att ansvaret slutligen placeras på någon bolagsfunktionär, med åtföljande problem rörande dubbelkompensation och jämkning.⁷⁶

Ansvaret för ren förmögenhetsskada, dvs ansvaret för ekonomisk skada utan samband med person- eller sakskada, utgör en gråzon mellan den inom- och utomobligatoriska skadeståndsrätten.⁷⁷ Området är bl a av detta skäl notoriskt svårbehandlat.⁷⁸ I avhandlingen har skadetyper primärt intresse för bedömningen av om en juridisk person eller någon person i organställning kan ådraga sig skadeståndsskyldighet för bristfällig informationsgivning som sker av oaktsamhet.

Avsikten med detta kapitel är emellertid inte att behandla de allmänna problem som är förknippade med skadetyper ren förmögenhetsskada. Mot bakgrund av den utförliga behandling problemet fått i Jan Kleinemans avhandling finns det så vitt jag kan bedöma också goda skäl för att överge en sådan ambition. I stället erbjuds möjligheten att bygga vidare på Kleinemans arbete och koncentrera framställningen till den skadesituation som är denna avhandlings föremål, nämligen ansvaret för bristfällig informationsgivning från börsbolag till aktiemarknaden.⁷⁹ Principiella resonemang kring möjligheterna att utvidga ansvaret för ren förmögenhetsskada kan därför göras kortfattade.⁸⁰

Det sagda skall inte uppfattas som att jag är överens med Kleineman på alla punkter. Kleineman godtar t ex inte ett generellt investerarskydd grundat på vårdslöshet "i en massmedialt spridd informationsakt" eftersom detta förmodas leda till ett obegränsat ansvar och att så vidsträckt ansvar förmodligen inte heller tillämpas i någon annan rättsordning.⁸¹ Avhandlingen företräder en delvis annan syn i detta avseende och även i frågan om hur ansvarsbedömningen bör utformas samt vilka begränsningsinstrument som i

⁷⁶ Ur processuell synvinkel är det en fördel att rikta talan mot person i organställning om skadan åsamkats genom överträdelse av lag eller bolagsordning. Detta medför nämligen att en argumentation rörande tillämplig ansvarsgrund, och möjligheterna att utvidga ansvar för ren förmögenhetsskada, inte behöver föras.

⁷⁷ Roos *SvJT* (1988) s 43.

⁷⁸ Även i anglo-saxisk rätt tycks så vara fallet. Se t ex Farrar-Dugdale (1984) s 108–109.

⁷⁹ Det bör dock anmärkas att Jan Kleinemans avhandling tycks vara influerad av anglo-saxisk rätt och bl a P Atiyahs författarskap. Särskilt anknytningen till sistnämnde författares inflytelserika verk *The Rise and Fall of Freedom of Contract* är märkbar.

⁸⁰ Utförlig analys av äldre doktrin och avgöranden i HD har därför bedömts som överflödiga.

⁸¹ Kleineman (1989) s 26.

stället för "faktiskt befogad tillit" kan användas när informationsskador uppkommer på aktiemarknaden.

En del möda måste alltså läggas ned på att ge en rättspolitisk motivering till varför det både är lämpligt och möjligt att i vissa fall medge ett ansvar just för bristfällig informationsgivning på aktiemarknaden och att oaktsamhet i vissa fall bör vara tillräckligt för att ådra ansvar. För att rätt kunna genomföra denna analys, och samtidigt bemöta de argument som leder till att ansvaret för ren förmögenhetsskada på aktiemarknaden inte alls medges, kan det underlätta om de grundläggande kännetecknen på de skadesituationer avhandlingen behandlar i korta drag repeteras:

1. Informationskanaler
 - (a) Egendistribuerad information (t ex prospekt).
 - (b) Massmedialt distribuerad information (t ex pressrelease med uppgift om byte av Vd).
2. Bristfällighetens art
 - (a) Fel.
 - (b) Förtigande.
3. Mottagarkrets och potentiella skadelidande
 - (a) Aktieägare.
 - (b) Alla som är teckningsberättigade (prospektfallet).
 - (c) Investerare som använder de aktuella uppgifterna som placeringsunderlag.

I det föregående kapitlet beskrevs i korthet det bolagsrättsliga ansvarets struktur. Helt klart är att bara egendistribuerad information (p 1 a ovan) ingår i den bolagsrättsliga ansvarsstrukturen i den mån felet eller förtigandet även innebär en överträdelse av lag eller bolagsordning.

Om en företrädare för ett börsbolag av oaktsamhet åsamkat skada genom bristfällig informationsgivning, utan att det innebär en överträdelse av ABL eller bolagsordningen, är den skadelidande hänvisad till de allmänna skadeståndsrättsliga principerna om ren förmögenhetsskada. Detta gäller oavsett om det är fråga om egen- eller massmedialt distribuerad information. Enligt ordalydelsen i SkL 2 kap 4 § är huvudregeln att en ren förmögenhetsskada ersätts om den vållats genom brott, medan det är mer osäkert vad som gäller om anknytningen till brottsligt handlande saknas. Det är inte ovanligt att SkL 2 kap 4 § beskrivs som en "spärregel" varmed åsyftas att skadestånd

för ren förmögenhetsskada *förutsätter* brott eller uttryckligt lagstöd av det slag som erhålls i ABL 15 kap.⁸²

Answarets struktur ger otvivelaktigt ett splittrat intryck om de aktuella skadesituationerna bildar utgångspunkt för en analys. Det uppkommer därmed ett behov av att beskriva hur ansvarsbedömningen skulle kunna utformas inom ramen för en helhetssyn på ansvaret för bristfällig informationsgivning som emanerar från börsbolagen och sprids till aktiemarknaden.⁸³

För att detta skall vara möjligt krävs att ansvaret för ren förmögenhetsskada kan utvidgas. Eftersom domstolarna enligt motiven gavs uppgiften att utvidga och utveckla ansvaret för ren förmögenhetsskada *in casu* är det möjligt att göra en sådan utvidgning inom ramen för gällande rätt.⁸⁴

12.2.1 Den skadeståndsrättsliga "spärregeln"

SkL 2 kap 4 § framställs ofta som ett hinder för att medge skadestånd för ren förmögenhetsskada utom i samband med brott. Regelns historiska rötter återfinns i 1864 års strafflag och närmare bestämt till 6 kap 1 §.⁸⁵ Denna anknytning till straffrätten tycks fortfarande ha stor betydelse för oviljan att erkänna anspråk som inte är följd av brottsliga handlingar.⁸⁶ På flera sätt är denna syn på skadetyper naturligt eftersom kopplingen till straffbarhet skapar en förhållandevis klar och elegant avgränsning.

Den rättspolitiska grunden för att vidmakthålla denna inskränkning i culpaansvaret förknippas i doktrinen ofta med det ekonomiska system vi

⁸² Kopplingen mellan brottslig handling och ersättning för ren förmögenhetsskada i praxis före 1972 års SkL behandlas utförligt i Kleineman (1987) s 206–243.

⁸³ Ansvaret för bristfällig informationsgivning berördes i motiven till den nu gällande SkL i samband med det allmännas ansvar för upplysningsverksamhet. Se prop 1972:5 s 333.

⁸⁴ Se prop 1972:5 s 451–452. Dep ch konstaterade att den nya SkL inte avsåg att "...vare sig medföra någon ändring i gällande rätt eller utgöra hinder för en rättsutveckling genom praxis i riktning mot ett vidgat ansvar för ren förmögenhetsskada" (prop 1972:5 s 568). Även lagrådet instämde i denna uppfattning (prop 1972:5 s 628).

⁸⁵ Orsaken till att SkL 2 kap 4 § fick sin nuvarande utformning var att lagstiftarens enda ambition var att direkt överföra SL 6 kap 1 § till den nya SkL. Det var således aldrig fråga om att slutgiltigt ta ställning till omfattningen av ett culpaansvar för denna skadetyper. Se prop 1972:5 *pass*; Kleineman (1987) s 131 ff.

⁸⁶ SL 6 kap 1 § hade följande lydelse: "Skada, som någon genom brott annan tillfogar, skall av den brottslige gäldas, evad brottet skett med uppsåt eller av vållande." Se Lundstedt (1935) s 29 ff; Bengtsson m fl (1985) s 21 ff där likartade förklaringar ges till varför SL fått detta inflytande över culparegelns omfattning.

lever i.⁸⁷ Eftersom detta bl a bygger på idéer om fri konkurrens uppstår vissa typiska och av rättsordningen accepterade skaderisker som innebär att den som inte klarar konkurrensförhållandena på marknaden får räkna med att också åsamkas ekonomiska skador.⁸⁸ Utan denna begränsning löper ansvaret risk att bli alltför vittgående och kan medföra oönskade störningar i det ekonomiska livet.⁸⁹ En annan oönskad effekt av ett allmänt culpaansvar är minskad rättssäkerhet eftersom det är omöjligt att förutse alla ekonomiska konsekvenser av i och för sig affärsmässigt motiverade handlingssätt.

SkL 2 kap 4 § har orsakat både doktrin och rättstillämpning svårigheter av olika slag. En orsak är att regeln tolkats *e contrario* och därmed kommit att uppfattas som just en spärregel.⁹⁰ Eftersom lagen har karaktär av ramlag bör den emellertid inte tolkas på detta sätt. I motiven sägs dessutom att man inte åsyftade någon ändring i äldre rätt och att stadgandet inte skulle utgöra något hinder för en rättsutveckling genom praxis i riktning mot ett vidgat ansvar för ren förmögenhetsskada.⁹¹ Slutsatserna härav blir att äldre rätt får viss betydelse som utgångspunkt vid analysen av SkL 2 kap 4 § och att regeln inte skall tolkas *e contrario*.⁹² Tendensen numera förefaller också vara att denna försiktiga hållning till ansvaret för ren förmögenhetsskada överges i takt med att ändrade samhällsförhållanden kräver det.

Det finns olika sätt att argumentera när en utvidgning av culpaansvaret på ett visst område eftersträvas. Eftersom både tvingande och dispositiva lagbestämmelser har företrädare framför bestämmelserna i SkL kan ett sätt vara att föra över skadan till kontraktssfären i de fall det finns en viss "närhet" mellan skadevållare och skadelidande.⁹³ Typiskt för kontraktsförhållanden är att olika parter frivilligt utfäst sig att fullborda vissa prestationer för att detta i någon mening ökar båda parternas nytta. Genom avtalet sker en allokering av risken för framtida händelser och parterna underkastar sig också vissa externa sanktioner i händelse av kontraktsbrott. Den utomobligatoriska skadeståndsrätten reglerar däremot ett förhållande mellan parter som har sam-

⁸⁷ Karlgren (1965) s 106; Dufwa (1987) s 204; Hellner (1985) s 50.

⁸⁸ Kleineman utreder utförligt bristerna i detta argument. Kleineman (1987) s 278–286.

⁸⁹ Bengtsson m fl (1985) s 22.

⁹⁰ Prop 1972:5 s 568; Nordenson-Bengtsson-Strömbäck (1976) s 78–79.

⁹¹ Prop 1972:5 s 568; Dufwa (1987) s 204; Hellner (1985) s 206; JustR Knutsson i NJA 1976 s 282 (s 287). Se även Bengtsson *SvJT* (1976) s 593. Angående SkL:s karaktär av ramlagstiftning se Bengtsson m fl (1985) s 79 med hänvisningar.

⁹² Prop 1972:5 s 157 och 568; Dufwa (1987) s 204 ff.

⁹³ Hellner (1987) s 60–61.

manförts genom en viss händelse som i de flesta fall var både oväntad och önskad.

Som en direkt konsekvens av denna systematik finns det helt tydligt ett gränsområde mellan skadestånds- och kontraktsrätt. Alla skadefall låter sig inte entydigt definieras som antingen det ena eller det andra. Inte minst märks detta på bolagsrättens område. Om ett börsbolag A t ex offentliggör ett prospekt och erbjuder placerare att teckna aktier står A i ett kontraktsliknande förhållande till gruppen potentiella placerare och prospektet kan utan svårighet uppfattas som ett anbud. När bolaget t ex kontinuerligt lämnar marknaden information enligt IRK är det också möjligt att anlägga ett kontraktsrättsligt perspektiv. Börsen kan å marknads vägnar sägas ha ingått ett kontrakt (IRK) med aktiemarknadsbolagens förening som agerar som ställföreträdare för börsbolagen.

Enligt Kleineman finns det vissa tecken som tyder på att rättspraxis visar en ökad benägenhet att beskriva rättsförhållandet mellan skadevällare och skadelidande som just kontraktsliknande.⁹⁴ Han menar också att det saknas stöd för en deliktsteori avseende rena förmögenhetsskador för svensk rätts vidkommande. Även om det i rättspraxis förekommer fall av ersättningsgilla rena förmögenhetsskador motiverar inte dessa att en utomobligatorisk konstruktion används vid analysen av ansvaret för ren förmögenhetsskada.⁹⁵

Dufwa å sin sida menar i stället att det i svensk skadeståndsrätt finns en linje företrädd som innebär att kontraktsmässiga överväganden undviks och att utvecklingen i stället skall äga rum på rent deliktuell grund. Enligt Dufwa bör alltså rättsläget närmast uppfattas så att rättsgrunden för skadeståndsskyldighet bör vara det otillåtna beteende ("deliktet/vållandet") som skadevällaren kan lastas för, snarare än analyser av förhållandet mellan skadelidande och skadevällare ("graden av närhet").⁹⁶ Innebörden blir i så fall att domstolarna bör kunna se sig oförhindrade att erkänna skadeståndsanspråk direkt mot tredje man utan att gå omvägen över kontraktsfiktioner.

Under årens lopp har det förekommit några domstolsavgöranden som inneburit ett utvidgat ansvar för ren förmögenhetsskada där skadan framkallats av vilseledande informationsgivning.⁹⁷ Av särskilt intresse är det s k

⁹⁴ Kleineman (1987) s 420.

⁹⁵ A a s 448. Se även Karlgren (1940) s 13 ff.

⁹⁶ Dufwa (1987) s 213.

⁹⁷ Se t ex NJA 1901 s 129; NJA 1939 s 360 (båda rörde vårdslös bevitning) och NJA 1947 s 21 (vårdslös soliditetupplysning).

Kone-fallet från år 1987 som rörde frågan om skadeståndsskyldighet mot tredje man för den som av oaktsamhet lämnat felaktig uppgift i ett värderingsintyg beträffande fast egendom.⁹⁸ Utlåtandet innehöll inga direkta saksfel, men gav enligt HD likväl intryck av att hinder mot exploatering av den aktuella fastigheten inte förelåg.⁹⁹

HD var noga med att understryka att det inte var möjligt att göra generella uttalanden ens om gränserna för värderingsmäns skadeståndsskyldighet och fallets prejudikatvärde torde därför vara begränsat till just värderingsintyg. Det typiska för dessa skadesituationer är att A mot betalning lämnar B ett uppdrag att ge ett utlåtande rörande värdet av t ex en fastighet. B vet, eller förmodas veta, att detta intyg kommer att användas som beslutsunderlag av C. Om denna insikt om användningssättet saknas hos B kan skadeståndsansvar sannolikt inte göras gällande. De kontraktsliknande dragen ("närheten") i relationen mellan B och C är därför avgörande för ansvar.¹⁰⁰

Den rättspolitiska målsättningen för HD förefaller ha varit att skydda den samhällsföreteelse som dessa intyg utgör och skapa en rättsregel som äger tillämpning på de fall då skada uppkommer som en följd av tillit till ett sådant intyg. Följande fem kriterier (eller rekvisit) kan med ledning av domskälen ställas upp för ansvar:

1. Yrkesmässighet.

Värderingen skall ha företagits av en person som yrkesmässigt brukar åta sig sådana uppdrag.

2. Insikt om användningssättet.

För värderingsmannen måste det stå klart att intyget kan komma till användning för skilda ändamål och av flera personer.

3. Befogad tillit.

Det är berättigat att fästa tillit till ett värderingsintyg. Egen kontrollaktivitet av mottagarna (användarna) av intyget förutsätts inte.

⁹⁸ NJA 1987 s 692. Jfr NJA 1976 s 282, där JustR Knutsson (som även deltog i 1987 års fall) avgav ett principiellt sett intressant yttrande rörande möjligheterna att utvidga ansvaret för ren för-mögenhetsskada efter tillkomsten av SKL 2 kap 4 §. Se även Kleineman (1987) s 542–546 som diskuterar hovrättsavgörandet som föregick 1987 års HD-avgörande.

⁹⁹ Intyget hänvisar bl a till en stadsplan som i verkligheten inte förelåg.

¹⁰⁰ Den särskilda insikten hos B att just C kommer att använda intyget som beslutsunderlag skapar ett kontraktsliknande förhållande mellan B och C. Se Lawson-Markesinis (1982) s 84. Se även de förutsättningar Kleineman (1987) s 444 ställer upp för att ett ansvar skall betecknas som kontraktsliknande.

4. Oaktsamhet.

Den som satt sin tillit till ett värderingsintyg skall inte behöva bära följderna av en skada som beror på att intygsgivaren förfarit vårdslöst. Rena uppskattningsfel betraktas inte som oaktsamhet.

5. Avsaknad av friskrivning.

Det är möjligt att med bindande verkan friskriva sig från ansvar för tredjemansskador.

Det kan inte uteslutas att HD influerats av de rättspolitiska värderingar som förknippas med den avtalsrättsliga tillitsteorin.¹⁰¹ Behovet av säkerhet och förutsebarhet i det ekonomiska livet ges där hög prioritet vilket får till följd att godtroende medkontrahenter ges företräde vid bedömningen av ett avtals giltighet.¹⁰² HD beaktar uttryckligen konsekvenserna av att intygsgivare bara ansvarar mot sin uppdragsgivare och finner en sådan lösning otillfredsställande för fastighets- och kreditmarknaden.¹⁰³ Övervägande skäl talar i stället för att den som med fog satt sin tillit till ett värderingsintyg inte skall behöva bära följderna av intygsgivarens oaktsamhet.¹⁰⁴ På ett sätt som påminner om den avtalsrättsliga tillitsteorin skyddar HD:s tillitsprincip god tro hos fastighets- och kreditmarknadens aktörer, vilket också torde ge värderingsintyg en ökad grad av användbarhet för marknaden.¹⁰⁵

Tillitsprövningen i det aktuella HD-fallet är "objektiv" i betydelsen att den tar sikte på handlingens art, dvs en skadelidande behöver bara motivera i vad mån det normalt sett skall anses befogat att lita på en handling av ifrågavarande slag och inte på vad han faktiskt uppfattat.¹⁰⁶ Förekomsten av ett värderingsintyg skapar således närmast en presumtion avseende den skadelidandes individuella tillit till utlåtandet. Denna presumtion kan skade-

¹⁰¹ Den avtalsrättsliga tillitsteorin innebär att man i omsättningens intresse skyddar motpartens tillit och inte viljeförklaringens avgivare. Utgångspunkten är alltså vad *anbudsmottagaren* uppfattat. Se Grönfors (1984) s 29.

¹⁰² Adlercreutz (1989) s 253.

¹⁰³ NJA 1987 s 692 (s 703).

¹⁰⁴ NJA 1987 s 692 (s 703).

¹⁰⁵ Se Lundstedt (1930) s 176.

¹⁰⁶ Jfr det engelska avgörandet *Esso Petroleum v Mardon* [1976] 2 All ER 5. I detta fall uppgav bensinbolaget att försäljningen vid en viss station skulle uppgå till en viss mängd. Senare visade det sig att försäljningen bara uppgick till en fjärdedel. Bolaget hade till skillnad från kändanden betydande erfarenhet av att bedöma försäljningskapaciteten och detta förhållande lades dem till last. I ett annat fall hade en mäklare givit råd rörande vissa placeringar. Han kunde inte hållas ansvarig eftersom förändringarna på marknaden var oförutsebara. *Stafford v Conti Commodity Services Ltd* [1981] 1 All ER 691.

vällaren häva genom att visa att vederbörande kände till fakta av sådan art att värderingsintyget inte förtjänade just denne skadelidandes tilltro.

Det finns genom betoningen på ett tillitsgrundat ansvar påtagliga likheter mellan bedömningen av ansvaret för ren förmögenhetsskada i utom- och inomobligatoriska förhållanden. I kontraktsförhållanden kan tillitsbedömningen t ex röra en underlägsen parts förlitan på ett beslutsunderlag som tillhandahålls av motparten. I detta fall innebär tillitens självständiga betydelse ett hänsynstagande till olikheten i styrkeförhållande mellan parterna och kontraktet ses inte längre enbart som ett riskallokeringsinstrument.¹⁰⁷

I anglo-saxisk rätt förefaller det tillitsbaserade ansvaret (reliance-based liabilities) inom både skadestånds- och kontraktsrätten få allt större betydelse.¹⁰⁸ Tanken att den som har ett informationsövertag skall hållas ansvarig för vilseledanden av motparten om denne inte har samma tillgång till relevanta upplysningar börjar på detta sätt vinna insteg. Dessa tillitsbaserade ansvarsgrunder ses av flera författare som ett uttryck för rättens utveckling från 1800-talets *laissez-faire* till en mer socialt orienterad civilrätt som innebär intresseavvägningar *ad hoc* snarare än en förlitan på formella rättsliga principer.¹⁰⁹

När frågan ställs om det var befogat att sätta tillit till den aktuella uppgiften, måste den skadelidande visa att hans handlande inte var sådant att han själv rimligen bör bära ansvaret för sin förlust. Han kan t ex inte förhålla sig helt passiv men å andra sidan går det att skönja en tendens där tillitsbaserat ansvar blir allt vanligare.¹¹⁰ Om det tidigare antogs att var och en måste skydda sina egna intressen (*caveat emptor*) och inte förutsätta att alla i omvärlden är ärliga sanningssägare, gäller nu snarare det motsatta, nämligen att mottagare av information regelmässigt också har rätt att förlita sig på den. Påfallande är hur det numera framstår som både berättigat och befogat att mottagare av finansiella data om företag, kvantitets- och kvalitetspåståenden av olika slag (se t ex produktansvarets och konsumenträttens utveckling)¹¹¹ fäster tillit till sådana utsagor även i de fall det vore förenat med obetydligt besvär att kontrollera utsagans sanningshalt.¹¹²

¹⁰⁷ Atiyah (1979) s 773.

¹⁰⁸ A a s 772.

¹⁰⁹ Atiyah (1979); Taxell (1972); Wilhelmsson (1987).

¹¹⁰ Atiyah (1979) s 771.

¹¹¹ Lindmark (1988) s 11–18.

¹¹² *Prosser and Keeton on Torts* s 752. Se även det engelska fallet *Esso Petroleum v Mardon* [1976] 2 All ER 382.

Om detta är riktigt innebär det att undersökningsplikten minskar i betydelse till förmån för (svagare) avtalsparters rätt att lita på sin motparts utsa- gor. Även när det inte finns ett kontrakt mellan parterna kan tilliten få stor betydelse som ett instrument för att t ex bedöma det berättigade i den skadelidandes handlande. Kleinemans avhandling är ett exempel från skade- ståndsrettslig doktrin på hur denna typ av argumentation kan tillämpas på vilseledande av annan än kontraktspart och Kone-fallet är möjligen ett ex-empel från rättspraxis där tillitsprinciper haft inflytande.¹¹³

Även hovrättsfallet RH 28:84 är av principiell betydelse för avhandlingen eftersom det kan tolkas som en utvidgning av ansvaret för ren förmögenhets- skada på bolagsrättens område. Avgörandet ger också stöd för tanken att aktieägare kan erhålla ersättning av den juridiska personen för skada som vållats av företrädare för bolagsledningen.¹¹⁴ Bakgrunden var följande:¹¹⁵

KemaNobel AB som ägde mer än 90 % av aktierna i Nitro Nobel AB begärde hos styrelsen i detta bolag att frågan om inlösen av resterande aktier i bolaget skulle hänskjutas till skiljeman. KemaNobel AB åtog sig att ombesörja att anmodan att uppge skiljeman utsändes till minoritetsaktieägarna i Nitro Nobel. Aktieägare B i minoritetsgruppen erhöll ingen sådan anmodan som förutsätts i ABL 14 kap 10 § 2 st. Som svar på en fråga uppgav KemaNobel att anmodan sänts till alla kända aktieägare. Först efter undersökningar av B blev det klarlagt att B inte erhållit någon anmodan. B yrkade ersättning för kostnaderna i samband med sina efterforskningar.

Genom att B inte erhöll någon anmodan överträdde ABL 14 kap 10 § 2 st. KemaNobel hade åtagit sig att ombesörja en uppgift som enligt lag ålåg styrelsen i dotterbolaget. Hovrätten ålade därför KemaNobel ett skadeståndsansvar gentemot aktieägare i NitroNobel. ABL 14 kap 10 § 2 st syftar till att ge minoritetsaktieägare möjlighet att påverka valet av skiljeman i inlösningstvister. Genom att B hade små möjligheter att själv företa undersökningar om de verkliga förhållande- na och att KemaNobel lämnade en felaktig upplysning till B hade bolaget förfarit oaktsamt. Bolaget ålades därför enligt *grunderna* för ABL 15 kap 1 § att ersätta skadan.

¹¹³ NJA 1987 s 692.

¹¹⁴ Dotevall (1989) s 483.

¹¹⁵ RH 1984, 28:84 (Svea hovrätt FT 543/82). Det rör sig om ett fall där den sk småmålslagen tillämpades. Talan fullföljdes mot tingsrättens dom men Svea hovrätt fann i beslut den 24 juni 1980 ej skäl att meddela prövningstillstånd. HD beslutade den 11 juni 1982 att det fick anses vara av vikt för ledningen av rättstillämpningen att tvisten prövades av högre rätt varför HD (NJA 1982 s 330) meddelade tillstånd till målets prövning i Svea hovrätt.

Genom att aktieägare B aldrig mottog någon anmodan om att utse skiljeman överträdde ABL 14 kap 10 §.¹¹⁶ KemaNobel åtog sig skyldigheten att informera B genom ett avtal med styrelsen i Nitro Nobel. Försummelse från KemaNobel kan inte aktualisera något bolagsrättsligt ansvar eftersom ABL inte innehåller något stadgande som kan tillämpas i en situation som denna.

Målet innebär att den skyldighet som ålåg NitroNobel enligt ABL 14 kap 10 §, övertogs av KemaNobel och att detta även innebar en ansvarsöverflyttning. Det är därför följdriktigt att *bolaget* KemaNobel ålades skadeståndsskyldighet, eftersom det förelåg en avtalsrelation mellan moderbolag och dotterbolag vad gäller distributionen av anmodan enligt ABL 14 kap 10 § 2 st. Av detta följer inte att aktieägaren B och KemaNobel också står i en avtalsrättslig relation. Hovrätten ansåg dock att förhållandet uppvisade "kvasikontraktuella" drag, vilket sannolikt var orsaken till att skadestånd medgavs.¹¹⁷ Möjligen kan det kontraktsrättsliga inslaget sägas ha bestått i att KemaNobel utfäst sig att tillhandahålla ett meddelande som man sedan genom oaktsamhet underlät att lämna tillsammans med det faktum att relationen mellan KemaNobel och den skadelidande var både konkret och närliggande.

Så särskilt mycket enklare är det inte att förstå vad hovrätten avser med att bolaget enligt "grunderna" för ABL 15 kap 1 § skall ersätta skadan. Detta stadgande omfattar ju endast bolagets organ och kan knappast inbegripa en ledamot i ett annat bolags styrelse. Visserligen är inte ABL 15 kap uttömmande i den meningen att den juridiska personen aldrig kan bära något skadeståndsansvar, men ABL 15 kap 1 § innefattar inte den juridiska personen. Överhuvudtaget omfattas bara de personer som uttryckligen räknas upp i stadgandet och en koncernchef omfattas t ex inte av det bolagsrättsliga ansvaret i denna sin egenskap.¹¹⁸ En möjlig tolkning är att hovrätten med "grunderna" avser att brott mot en bolagsrättslig förpliktelse alltid utgör en skadeståndsgrundande handling.

Trots att fallet i flera viktiga avseenden är svårtolkat bör slutsatsen bli att regler om ren förmögenhetsskada kan komplettera ansvarsreglerna i ABL.¹¹⁹ Även Kleineman instämmer i denna tolkning av fallet även om han betonar

¹¹⁶ För en inträngande analys av detta fall bör också omnämnas Wendel (HT 1989).

¹¹⁷ Termen "kvasikontraktuell" nämns bara i referatrubriken till målet och återkommer inte i själva referatet.

¹¹⁸ Jfr dock Müllern *Advokaten* (1987) s 216–217 och Unger *Advokaten* (1987) s 18–26.

¹¹⁹ Se Kedner-Roos (II) s 368. Även Roos *StJT* (1988) s 50.

att det här uteslutande är fråga om en aktieägare som fått felaktiga besked rörande tvångsinlösen av aktier och inte om något ansvar för bristfällig informationsgivning som sprids till en vidare krets.¹²⁰ Denna iakttagelse kan naturligtvis inte bestridas.

Nial förefaller vara kritisk mot utgången i detta avgörande. Han berör visserligen inte RH 28:84 direkt, men använder ett exempel i sin *Svensk associationsrätt i huvuddrag* som i vissa avseenden påminner om hovrättsfallet. Nial menar att en skadelidande som på grund av försumlighet från aktiebolagets styrelse förlorar den lösningsrätt han enligt ABL 3 kap 3 § är berättigad till visserligen har rätt att erhålla skadestånd från styrelseledamöterna enligt ABL 15 kap 1 § men inte av bolaget. Detta beror enligt Nial på att ABL inte erkänner något ansvar för den juridiska personen samt att den rena förmögenhetsskadan inte uppkommit på grund av brott.¹²¹

Om man som Nial och flera andra rättsvetenskapsmän väljer att utgå från den principiella ståndpunkten att det föreligger en spärregel och samtidigt förutsätter att gällande rätt är koherent, möter man emellertid omedelbart vissa svårigheter. I takt med att antalet domstolsavgöranden ökar som bifaller anspråk för ren förmögenhetsskada utan samband med brott, minskar möjligheterna att genom en induktiv analys av de befintliga rättskällorna härleda en spärregel. Å andra sidan är det inte heller möjligt att hävda ett generellt culpaansvar. Som utgångspunkt för en juridisk argumentation gäller därför fortfarande presumptionen att ansvaret för ren förmögenhetsskada förutsätter brott, men avvikelser är sannolikt möjliga att åstadkomma om en välgrundad rättspolitisk motivering kan förebringas varför skadestånd bör medges i ett enskilt fall.¹²²

Sammanfattningsvis förefaller en vidare argumentation avseende spärregelns existens vara överflödigt.¹²³ Det tycks i stället finnas anledning att förvänta sig ett utvidgat ansvar för ren förmögenhetsskada inom ramen för en utveckling av rättspraxis. Sedan lång tid tillbaka har HD tillämpat skadeståndsansvar för ren förmögenhetsskada beträffande felaktiga vederhäftighetsintyg, vittnesintyg och soliditetsupplysningar. Denna tendens att i praxis

¹²⁰ Kleineman (1989) s 25.

¹²¹ Nial (1988) s 322.

¹²² JustR Knutsson i NJA 1976 s 282 (s 287); NJA 1987 s 692; Karlgren (1965) s 106; Bengtsson *SvJT* (1981) s 529; Saxén (1975) s 72; Kleineman (1987).

¹²³ Den som önskar en utförlig argumentation i detta avseende hänvisas till Kleineman (1987).

utvidga ansvaret kan också skönjas genom t ex RH 28:84 som rörde bolagsrättsliga förhållanden och Kone-fallet som avsåg ett felaktigt värderingsintyg.

12.2.2 Riskspridningsargumentet

Ett argument mot ett tillåta ett mer vidsträckt skadeståndsansvar för bristfällig informationsgivning på aktiemarknaden sammanhänger delvis med distributionsformerna. Uppgifter från börsbolag till placerare sprids regelmässigt via massmedia och når en på förhand obestämd grupp personer. Om ett ansvar för oaktsamhet godtas kan den skadelidande kretsen och de potentiella skadornas storlek bli oöverblickbara och oproportionerligt stora i förhållande till den skadebringande handlingens allvar.¹²⁴ Detta kan också leda till ersättningskrav som i realiteten beror på andra omständigheter än den bristfälliga informationen. I sin tur förefaller detta skapa en risk för att en stor mängd komplicerade skadeståndsprocesser skall inledas som alla måste bedömas på sina individuella meriter. Samma synpunkter gäller i detta avseende både egen- och massmedialt distribuerad information.

I samband med att dessa och besläktade invändningar undersöks närmare bör man fråga sig när och på vilka grunder skadeståndsprocesser av det aktuella slaget kan förväntas bli initierade. Likaledes är det av intresse att försöka få en uppfattning om storleksordningen av de belopp det är fråga om och hur stort antal skadelidande som berörs. Saknas en någorlunda klar bild av dessa förhållanden är risken annars stor att långtgående ansvarsbegränsningar förespråkas som ensidigt gynnar börsbolagen. Skadesituationen behöver därför i någon mån typiseras vad gäller sannolika *parter* och *belopp*. Dessutom är det av intresse att kort beröra hur skadetyper betraktas i andra rättsordningar. Även detta ger en god bild av om de implicita farhågor som rymts i det sk riskspridningsargumentet är berättigade eller ej.¹²⁵

Att skadeståndstalan riktas mot det uppgiftsskyldiga bolaget – som torde vara det viktigaste ansvarssubjektet – är knappast sannolikt om de skadelidande är långsiktiga placerare eller placerare med stora innehav i bolagets aktier. Deras benägenhet att driva en process är antagligen svag

¹²⁴ Kleineman (1987) s 523.

¹²⁵ Riskspridningsargumentet är den träffande översättning Kleineman valt för det välkända engelska "floodgates"-argumentet. Se längre fram i detta avsnitt för en närmare förklaring av termens bakgrund etc.

eftersom de löper risk att ytterligare försämra sina egna placeringars värde om skadeståndsanspråken bifalls.

Mest troligt är därför att personer som varit, men av något skäl inte längre vill vara aktieägare i bolaget, efter att den bristfälliga informationen uppdagats, avyttrar sina innehav och kräver skadestånd för den kvarvarande förlusten. Om deras anspråk bifalls kan skadeståndet medföra en inkomstöverföring från gruppen kvarvarande aktieägare till de skadeståndsberättigade, f d aktieägarna. Denna grupp gör i så fall en vinst på de kvarvarandes bekostnad. Även ställningen för bolagets fordringsägare kan påverkas om skadeståndets storlek inte är helt obetydligt i förhållande till bolagets tillgångar.¹²⁶

Tvingas bolaget betala ut ersättning för en skada som en person i organställning orsakat har bolaget ofta regressrätt för hela detta belopp.¹²⁷ Om skadestånd tillfaller f d aktieägare från bolaget förefaller det därför sannolikt att de kvarvarande aktieägarna riktar regressanspråk mot de personer i organställning som varit försumliga.

Om talan i stället riktas mot enskilda personer i bolagets ledning, revisorer, andra experter osv gör sig inte dessa synpunkter gällande. Kan personligt skadeståndsansvar utkrävas av t ex Vd utan att organansvaret aktualiseras påverkar det inte bolagets ställning. Förmodligen är processbenägenheten i dessa fall därigenom större, men påverkas i stället av den ersättningsskyldiges möjligheter att betala eventuella skadestånd. Även i detta fall torde dock processbenägenheten minska i den mån bolaget blir ansvarigt för sådan utomobligatorisk skada som vållas av en person i organställning enligt principen att organets handlande är bolagets.¹²⁸

Även om det inte kan uteslutas att processer drivs av principiella skäl är det förmodligen så att skadeståndsanspråk bara övervägs om det är frågan om "kännbara" ekonomiska förluster. Det är naturligtvis omöjligt att förut säga vad som är så ekonomiskt kännbart att skadeståndstalan övervägs, men det är inte troligt att lindrigare fall av vårdslöshet kommer att ge upphov till någon särskilt stor mängd stämningar eftersom transaktionskostnaderna i

¹²⁶ När skadeståndets beräkning analyseras kommer bl a frågan om denna inkomstöverföring är reell eller inte att utredas närmare.

¹²⁷ Taxell (1963) s 221.

¹²⁸ Taxell (1983) s 63. Se också avsnitt 12.1.3 där den juridiska personens ansvar behandlas mer utförligt.

den typ av processer det är fråga om är påfallande höga.¹²⁹ Tendensen är nog snarast den att endast de grövre fallen av vilseledande ger upphov till sådana skador att ersättningsanspråk blir meningsfulla.

Nästa fråga gäller storleksordningen av de belopp en eventuell tvist kan komma att handla om. Om de två typsituationerna, egen- och massmedialt distribuerad information, får representeras av två exempel, prospekt och skyldigheten, för börsbolag att omedelbart offentliggöra betydelsefulla händelser, gör sig följande synpunkter gällande.

Riskkapitaltillförseln (nettoflödet av pengar till aktiemarknaden) på den svenska aktiemarknaden var under åren 1984–1988 i genomsnitt 5,4 miljarder kr per år.¹³⁰ Av detta belopp representerar nyemissionsverksamheten 2,7 miljarder. Antag att det beloppsmässigt största nytecknade beloppet i en och samma emission ett visst år uppgick till 300 milj kr och anskaffades i en emission där prospektet innehöll bristfällig informationsgivning. Om det därtill antages att dessa brister orsakade en överskattning av kursvärdet på 30%, var den sammanlagda skadan som åsamkats placerare 90 miljoner kronor, dvs detta belopp betalades för mycket av gruppen aktietecknare. Detta motsvarar 1,6% av den totala riskkapitaltillförseln, 3,2% av emissionsvolymen och 15% av det aktuella bolagets börsvärde. Beloppet är stort betraktat ur såväl bolagets som de skadelidandes perspektiv, men ur marknadens synvinkel är det av mindre eller ingen betydelse.

Om därefter den andra situationen berörs, nämligen att ett börsbolag inom ramen för sina skyldigheter enligt IRK t ex sprider enstaka felaktig uppgift, ger det följande tänkbara scenario. Antag att kursen i AB X A är 200 kr när positiv men felaktig information offentliggörs dag 1, samt att uppgifterna medför en kursuppgång från 200 till 250 kronor (+ 25%) samma dag. Antag vidare att när felet korrigeras dag 15 sker en kursnedgång till 205 kronor (-18%). Om handel skett till för hög kurs i 14 dagar och den genomsnittliga dagsomsättningen 1988 var 2,4 milj kr i bolagets A-aktier, ger detta en total förlust på maximalt 6 milj kr (18% av 33,6 milj kr) för alla placerare sammanlagt.

Även om beräkningarna i båda fallen är hypotetiska tycks skadeståndssanktionen varken utgöra något hot mot börsbolagens solvens eller mot marknadens funktionssätt. Tvärtom bör en klart avgränsad skadeståndssanktion kunna leda till en förbättrad marknadssituation. Orsaken är helt enkelt

¹²⁹ Se Crocker 14 *J L & Econ* (1971) s 451 ff; Ogus-Veljanovski (1984).

¹³⁰ Källa: Stockholms fondbörs Årsrapport 1988 tabell 12.

den att en sådan sanktions preventiva verkan kan väntas medföra en bättre efterlevnad av informationsreglerna, vilket i sin tur ökar placerarnas förtroende för marknadens integritet och att priserna blir mer informationstäta. Det vore också stötande att tillåta börsbolag att göra en ekonomisk vinst genom bristfällig informationsgivning i samband med nyemissioner.

De problem som diskuteras här är också uppmärksammade i andra länders rättsordningar. Inte minst i engelsk och amerikansk rätt är "floodgates-argumentet" (riskspridningsargumentet) välkänt och ofta citerat. I svensk doktrin åtefinns det hos Kleineman som ser det som ett argument (möjligen to m det avgörande argumentet) mot att medge skadestånd för bristfällig informationsgivning på aktiemarknaden.

Det kanske mest kända uttalandet av detta argument formulerades av Cardozo CJ i ett amerikanskt avgörande om revisorsansvar och lyder på följande sätt:

"If liability for negligence exists, a thoughtless slip or blunder, the failure to detect a theft or forgery beneath the cover of deceptive entries, may expose accountants to a liability in an indeterminate amount for an indeterminate time to an indeterminate class. The hazards of business conducted on these terms are so extreme as to enkindle doubt whether a flaw may not exist in the implication of a duty that exposes to these consequences."¹³¹

Rädslan för att ansvaret skall sakna klara gränser är naturligtvis i många fall befogad och domstolarna i USA och England har använt olika metoder för att skapa dessa begränsningar utan att för den skull vilja binda sig för en total spärregel. Synen på relevansen av detta argument har därmed gradvis förändrats och fått olika innebörd och tillämpning i olika skadesituationer.¹³² Ett välkänt uttalande av Lord Roskill i *Junior Books Ltd v Veitchi Co Ltd* får belysa detta:

"The 'floodgates' argument is very familiar. It still may on occasion have its proper place but if principle suggests that the law should develop along a particular route and if the adoption of that particular route will accord a remedy where that remedy has hitherto been denied, I see no reason why, if it be just

¹³¹ Citatet hämtat från det amerikanska *Ultramares Corp v Touche* (1931) 174 NE 441 (s 444). Floodgates-argumentet förekommer långt tidigare i amerikansk praxis och märks bl a i processer mot järnvägsbolag. Se t ex de två fall som anges i *Prosser and Keeton on Torts* s 23; *Mitchell v Rochester Railway Co* från 1896 och *Spade v Lynn & Boston Railroad Co* från 1897.

¹³² För en schematisk översikt över utvecklingen av "negligently caused economic loss" i engelsk rätt, se Farrar-Dugdale (1984) s 108–127, särskilt diagrammet på s 110 är belysande.

that the law should henceforth accord that remedy, that remedy should be denied simply because it will, in consequence of this particular development, become available to many rather than few."¹³³

Uttalandet av Lord Roskill innebär att enbart det faktum att gruppen skadelidande är stor, inte i sig utgör något skäl att vägra skadestånd.¹³⁴

Genom lagstiftningen på börsrättens område i England (FSA) förefaller man ha övergått till att medge en lagstadgad rätt till skadestånd för bristfällig informationsgivning från börsbolag.¹³⁵ I engelsk rätt finns som en följd av FSA numera ett långtgående ansvar för bristfällig information i bl a prospekt där allmänheten erbjuds att teckna aktier.¹³⁶ Skadestånd kan utgå till var och en som åsamkats en förlust p g a den bristfälliga informationsgivningen oberoende av den individuella tilliten till prospektet. Avgörande är i stället att den skadelidande kan styrka att han ådragits en förlust. Regeln kan sägas skapa en tillitspresumtion som kan brytas genom att skadevällaren visar att den skadelidande kände till de korrekta förhållandena.¹³⁷ Det finns också en lång rad lagstadgade undantag från ansvar, bl a god tro från uppgiftslämnarna.¹³⁸ Att basera anspråken på "common law of deceit" har efter genomförandet av dessa reformer sannolikt bara marginellt intresse.¹³⁹

¹³³ [1983] AC 520 s 539. Fallet rörde ekonomisk förlust till följd av sakskada.

¹³⁴ Se Roos *SoJT* (1988) s 50. Se även *Prosser and Keeton on Torts* s 23–24 där rädslan för att öppna "the flood of litigation" hindrat domstolarna från att medge ersättning för anspråk som annars framstått som berättigade. Allteftersom praxis utvecklats har en juridisk teknik utvecklats som gjort det möjligt att behandla även skadetyper som t ex tredjemansskador och psykiskt lidande utan att domstolarna översvämmas av processer.

¹³⁵ Enligt engelsk rätt är det tänkbart att angripa ett prospekt som föranlett en person att teckna aktier på felaktiga grunder på flera olika sätt. Se uppräknningen i Hahlo-Farrar (1987) s 197.

¹³⁶ FSA s 150–152. Detta ansvar omfattar trots det anförda inte den kontinuerliga informationsplikten där den skadelidande är hänvisad till andra remedier. Jfr FSA s 47 som gör det till en brottslig handling att sprida vilseledande information.

¹³⁷ FSA s 151 (5).

¹³⁸ FSA s 151.

¹³⁹ Misrepresentation Act (1967) s 2 erbjuder en alternativ lagstadgad rätt att erhålla skadestånd. Även i detta fall kan anspråket riktas mot den juridiska personen. Det kan inte uteslutas att "rescission" (hävning av kontrakt) är ett bättre val om talan skall riktas mot bolaget för bristfällig informationsgivning i samband med aktieteckning. Se Hahlo-Farrar (1987) s 203. Se även Walker (1980) under uppslagsordet "deceit". Huruvida det är möjligt för en aktieägare att begära skadestånd av bolaget i samband med en nyemission utan att samtidigt häva aktieteckningen diskuterades i ett ovanligt meningsutbyte mellan Hornby och Gower i *19 M L R* (1956) s 54–62 i anslutning till *Houldsworth v City of Glasgow Bank* (1880) 5 App Cas 317 (HL). Se även Lüning (1986) s 39.

Ett i sammanhanget relevant avgörande är *Caparo Industries plc v Dickman and others*.¹⁴⁰ Bakgrunden var att Caparo (C) genomförde ett övertagande av F plc genom ett framgångsrikt offentligt erbjudande. Erbjudandets storlek fastställdes på grundval av redovisningsuppgifter som sammanställts av revisorerna i F. Enligt domstolen hade dessa revisorer en "duty of care" gentemot C i deras egenskap av aktieägare, men inte som investerare eller "non-shareholders". Orsaken var "the relationship between them and the auditor of a company's accounts being insufficiently proximate".¹⁴¹

Avgörandet speglar närmast synen att information från ett aktiebolag är en *bolagsintern* fråga. Detta synsätt har övergetts i engelsk rätt vad gäller introduktionsprospekt genom FSA till förmån för en mer marknadsorienterad syn på informationsflödet.

I amerikansk rätt gäller att antalet potentiella skadelidande saknar betydelse för rätten till skadestånd. Där finns i stället möjligheten att begära "class action" om ett stort antal identiska skadeståndsanspråk har aktualiserats.¹⁴² Hur amerikansk rätt bedömer dessa typer av skador har redan behandlats översiktligt i kapitel 9.

Som hittills framgått aktualiserar den behandlade skadetyper aldrig något ansvar som är obegränsat i tiden, obegränsade belopp eller en obegränsad mängd personer. Den egendistribuerade informationen har inte minst ett tidsbegränsat värde ur informationssynpunkt som i sig reducerar bolagets riskexponering. Antag att det finns ett fel i ett emissionsprospekt och att någon efter teckningstidens utgång företar placeringar på den öppna marknaden i förlitan på att prospektet är korrekt. I detta fall torde bolaget bara kunna bli skadeståndsskyldigt om felet fortfarande är okänt på marknaden och alltså inte påverkat kursbildningen.¹⁴³

¹⁴⁰ [1989] 1 All E R s 798. Avgörandet citerat från BCLC (1989) s 154 ff.

¹⁴¹ BCLC (1989) s 154.

¹⁴² Se Lindblom (1989). Se också det vidlyftiga fallet *Escott v Barchris* 283 Fed Supp 643 (SDNY 1968). I detta fall hölls utgivaren av prospektet, tre företrädare för bolaget som undertecknat prospektet, samtliga nio styrelseledamöter (varav fyra var "outside directors"), revisorerna och samtliga tio underwriters, ansvariga för prospektinnehållet. Class action-institutet torde vara oundgängligt – även i svensk rätt – om skadeståndsprocesser på aktiemarknaden överhuvudtaget skall kunna hanteras.

¹⁴³ Se det engelska rättsfallet *Peek v Gurney* (1873) LR 6 HL 377 där Lord Cairns J bl a uttalade följande: "The allotment having been completed, the prospectus, as it seems to me, had done its work; it was exhausted. The share list was full; the directors had obtained from the company the money which they desired to obtain". Käranden hade på grundval av prospekthandlingen köpt aktier flera månader senare från annan än bolaget. Hans skadeståndsanspråk underkändes. Se *Andrews v Mockford* [1896] 1 QB 372 som gav prospektet en mer vidsträckt användning. Frågan

→

Prospektet vänder sig dessutom till en på förhand okänd men likväl begränsad personkrets (potentiella aktietecknare). Skadeståndets belopp kan heller aldrig överstiga emissionsbeloppet. De som svarar för upprättandet av de handlingar som skall offentliggöras måste också vara medvetna om varför informationen upprättas och att aktiemarknaden som helhet är mottagare.

När det gäller massmedialt distribuerad information från ett börsbolag till marknaden gör sig i stort sett samma synpunkter gällande. Detta intryck förstärks av de ekonomiska teorierna om effektiva marknader som ger offentliggjord information synnerligen kort livslängd. I detta fall är i stället behovet av skydd för marknadens prisbildningsfunktion så vitalt att en skadeståndssanktion inte bör uteslutas.

Att skadestånd för bristfällig informationsgivning på aktiemarknaden accepteras i någon form och utsträckning förefaller mot denna bakgrund rimligt. Problemet är snarare vilken omfattning det bör ha. Följden blir att rättspolitiska överväganden och argument kring dessa skador kan koncentreras till hur skadebegreppet definieras och därefter hur ansvarsbedömningen utformas.

Det finns alltså flera skäl som talar för lämpligheten av att inta en öppen hållning till skadeståndsansvar på aktiemarknaden även i oaktsamhetsfallen. Bland dessa märks inte minst att aktiehandeln faller inom den privaträttsliga sfären av rättsordningen och att skadeståndet enligt Grönfors t o m är "rygggraden i privaträttens sanktionssystem".¹⁴⁴ Innebörden är att placerare inte bör vara utestängda från användandet av ett så viktigt sanktionsinstrumentet på ett så betydelsefullt område. Eftersom aktiemarknaden har så stor samhälls-ekonomisk betydelse kan också skadeståndssanktionens preventiva roll i värnandet om marknadens prisbildningsfunktion och integritet poängteras.

12.3 Förutsättningar för skadeståndsansvar

Inledning

Traditionellt har skadeståndsansvaret i svensk rätt baserats på ett ansvar för eget vållande enligt culparegeln.¹⁴⁵ Grundelementet i culparegeln är "skuld" och det finns ett otvetydigt släktskap mellan culpa och moraliska skuld-

om vem som är berättigad att använda ett prospekt som placeringsunderlag (och under hur lång tid) har fortfarande relevans enligt common law. Se Sealy (1989) s 323.

¹⁴⁴ Grönfors *TJFF* (1973) s 159.

¹⁴⁵ Hellner (1987) s 38; Hagström (1983) s 9 ff.

principer.¹⁴⁶ Skillnaden ligger väl närmast däri att culpregeln är ett skadeståndsrättsligt instrument som avser att reglera de ekonomiska konsekvenserna av ett socialt oacceptabelt beteende, medan den moraliska skulden inte nödvändigtvis behöver förbindas med formerna för ekonomisk gottgörelse.¹⁴⁷

För att skadestånd skall medges gäller flera grundläggande förutsättningar.¹⁴⁸ Den ansvarige skall ha företagit eller underlåtit att företa en viss handling och genom detta beteende ha överträtt eller åsidosatt en av rättsordningen upprätthållen betedenorm. När det kan fastslås att en sådan betedenorm överträtts föreligger som regel också oaktsamhet.¹⁴⁹

Det skall också föreligga adekvat kausalitet mellan det klandervärda beteendet och den uppkomna skadan. Därtill kommer faktorer på såväl den skadelidandes som den skadevållandes sida, som t ex att bara den är ersättningsberättigad som åsamkats skada genom direkt vållande.

Vid sidan av kravet på adekvans, uppställs ibland kravet att skadan skall ha drabbat det intresse eller något av de intressen som den åsidosatta handlingsnormen (som inte behöver vara lagfäst) avser att skydda. Principen om skyddat intresse har emellertid ingen eller liten aktualitet på person- och sakskadornas område vid sidan av adekvanskravet. Det torde få betraktas som ett undantagsfall att en person- eller sakskada inte omfattas av den i situationen tillämpliga handlingsnormens skyddsomfång.

På området för rena förmögenhetsskador har däremot skyddsnormsresonemang i vissa fall ett betydande värde eftersom ekonomiska förluster kan åsamkas på ett sätt som uppfyller adekvanskraven men som likväl inte innebär ett åsidosättande av det intresse som den aktuella handlingsnormen avser att skydda. Om den skadelidande således inte omfattas av den över-

¹⁴⁶ Vinding Kruse (1989) s 29. Jfr dock Lundstedt (1944) s 1 där förf menar att varje anknytning till skuld är ett "ovetenskapligt" hållningssätt. Grunden för culpregelns upprätthållande är i stället dess sociala funktioner. Dessa sägs bestå i en prevenerande och en ersättande funktion. Roos påpekar att rättsvetenskapliga iakttagelser rörande skadeståndets preventiva effekt ofta grundar sig på ren spekulat. Denna introspektiva metod kan ge ett riktigt resultat, men har med de moderna samhällsvetenskapernas framväxt blivit föråldrad. Se Roos (1990) s 46. Ersättningsmomentet kvarstår dock orubbat vilket också betonas i nutida skadeståndsrättslig doktrin.

¹⁴⁷ Jfr Roos (1990) s 21 och den där förda diskussionen om skadeståndsrätten som ett ersättnings-system.

¹⁴⁸ Hellner (1987) s 56; Kleineman (1987) s 288 ff; JustR Nordenson i NJA 1976 s 458 (s 465–469). Dufwa är starkt kritisk mot tillämpningen av principerna om skyddat intresse. Se Dufwa (1987) s 204.

¹⁴⁹ Bengtsson m fl (1985) s 37.

trädde regelns skyddssfär skall skadestånd inte medges.¹⁵⁰ Skyddsnormsläran föregriper därmed adekvansprövningen.

Ytterligare ett begränsningskriterium har förespråkats av Kleineman när det är fråga om rena förmögenhetsskador till följd av vilseledande information.¹⁵¹ Vid ansvarsbedömningen bör man enligt honom uppställa ett krav på "faktisk befogad tillit" hos den skadelidande. Han betonar därigenom att närheten mellan skadelidande och skadevällare måste tillmätas avgörande betydelse. Härigenom undviks att ansvaret blir alltför vidsträckt. Dessutom kan vissa begreppslika oklarheter undvikas.

Culparegeln har sin givna tillämpning på sak- och personskador. Det är betydligt mera osäkert om det är möjligt att helt eller delvis tillämpa ett culpaansvar i andra skadesituationer. I vissa fall kan det säkert ifrågakomma, men i vårt land har man genom lagstiftning dragit upp en förhållandevis snäv gräns för ekonomiska skador som uppkommer utan samband med att någon lider person- eller sakskada, dvs rena förmögenhetsskador enligt definitionen i SKL 1 kap 2 §. I föregående avsnitt diskuterades det lämpliga i att utvidga ansvaret för ren förmögenhetsskada vid bristfällig informationsgivning på aktiemarknaden. Där intogs ståndpunkten att det egentligen inte finns några principiella hinder mot en sådan utvidgning.

I detta kapitel blir det bl a fråga om att tillämpa de ovan nämnda skadeståndsrättsliga principerna på den för avhandlingen aktuella skadetypen. Det antas då att det skadeståndsrättsliga ansvaret för ren förmögenhetsskada kan utvidgas till att omfatta bristfällig informationsgivning på aktiemarknaden.

Särskilt vid studiet av amerikansk praxis framkom tydligt ett rättspolitiskt betingat behov av kriterier som kan användas för att begränsa ansvaret. Lika tydligt är behovet av handlingsutrymme för domstolarna vid bedömningen av dessa många gånger olika anspråk på ersättning. Förmodligen finns därför samma behov av begränsning och flexibilitet när ansvarsbedömningen skall ske enligt svensk rätt.

En annan iakttagelse vid studiet av utländsk praxis och doktrin är att principerna för ansvarsbedömningen sällan kan sammanfattas i en enkel formel. Det bör därför framhållas att den i avhandlingen förespråkade meto-

¹⁵⁰ Frågan om skyddat intresse behandlas utförligt i JustR Nordensons votum i NJA 1976 s 458 (s 465 ff). Fallet rörde inte ansvaret för ren förmögenhetsskada. Se även Dufwa (1987) s 185 med hänvisningar.

¹⁵¹ Kleineman (1987) s 575.

den hur ansvarsbedömningen bör ske, betonar betydelsen av ekonomisk teori. Bakgrunden till detta ställningstagande utvecklades närmare i kapitel 2 ovan. Den rättspolitiska bakgrunden är bl a att denna metod förefaller jämförelsevis enkel att tillämpa och tillgodoser även högt ställda krav på förutsebarhet.

Den metod som hämtar inspiration från ekonomisk teori är dock inte den enda tänkbara metoden. I nästa avsnitt presenteras därför översiktligt två huvudlinjer avseende ansvarsbedömningen.

12.3.1 Principer för ansvarsbedömningen – översikt

Om det antas att skadeståndsanspråk för bristfällig informationsgivning på aktiemarknaden kan bifallas även i oakttsamhetsfallen uppkommer frågan hur culpabedömningen bör utformas.¹⁵² Skadeståndsrättens systematiska hörnstenar såsom vållande och kausalitet står naturligtvis orubbade, men tillämpningen måste anpassas efter de konkreta förutsättningar som följer av den aktuella skadetyper.

Rättspraxis ger inte någon säker ledning ifråga om utformningen av ansvarsbedömningen. Samma sak gäller doktrinen, där även nyare litteratur som behandlar informationsansvar är stöpt i den klassiska skadeståndsrättsliga teorins former där individuella drag i en given skadesituation betonas.¹⁵³ Denna individualisering är delvis en konsekvens av culpabedömningens "natur" men samtidigt leder denna betoning lätt in i en återvändsgränd när den aktuella skadetyper skall behandlas. Således återstår möjligheten att försöka formulera en teoretisk modell för ansvarsbedömningen i sin helhet som tillgodoser de krav på förutsebarhet och rimlighet som normalt förknippas med culpabedömningen.¹⁵⁴

Med skada förstås i allmänhet en viss ofördelaktig effekt.¹⁵⁵ I det följande tillämpas ett tekniskt skadebegrepp som innebär att skada alltid och enbart utgörs av den förmögenhetsförlust som åsamkas genom *utebliven eller inträffad kursändring* orsakad av den uppgiftsskyldiges försumlighet. Valet av

¹⁵² Rörande valet av terminologi kan följande åter förtjäna att nämnas. Termen *bristfällig* informationsgivning är det allmänna begreppet och innefattar i avhandlingen både *felaktig* och *utebliven* (t ex förtigande) informationsgivning.

¹⁵³ Se t ex Kleineman (1987); Dotevall (1989).

¹⁵⁴ Bengtsson m fl (1985) s 39.

¹⁵⁵ Se t ex Karlgren (1972) s 194.

skadebegrepp motiveras *dels* av att ekonomisk teori framhåller att all offentliggjord väsentlig information omedelbart avspeglas i kurserna, *dels* av att aktiekurserna är den bästa approximationen av en akties värde som vid varje given tidpunkt finns tillgänglig.

Ansvarsbedömningen i sin helhet påverkas av hur skadebegreppet definieras. Denna begreppsbildning inverkar också på de principer som skall styra analysen av orsakssambandet och skadeståndets beräkning. Det finns därför anledning att inleda analysen med en diskussion om det i avhandlingen använda skadebegreppet.

På aktiemarknaden finns en mängd föreskrifter som gör det relativt enkelt att uttala sig om vilket handlande som skulle varit önskvärt när en analys genomförs som avser att fastställa om ett börsbolag brustit i sin informationsgivning. Det kräver egentligen bara en jämförelse mellan det påstådda handlandet/underlåtenheten och de tillämpliga reglerna. Antag t ex att ett företag utsett en ny Vd men underlåtit att offentliggöra detta. Eftersom det finns en regel i IRK (Bil 1) p 17 som ålägger offentliggörande av denna uppgift har den uppgiftsskyldige inte handlat på ett önskvärt sätt. Avviker beteendet också från vad som i den aktuella situationen rimligen kunde krävas, föreligger skadeståndsgrundande oaktsamhet. Om ett förtigande sker i strid med en rättslig förpliktelse kan således passiviteten utgöra oaktsamhet.

Aktsamhetsbedömningen påverkas också av olika omständigheter på den skadevällandes sida. En sådan analys tar sikte på vilket mått av aktsamhet som krävs av det utpekade ansvarssubjektet. Det kan också finnas omständigheter som medför att ansvar inte anses föreligga eller att det av någon anledning bör lindras.

Har oaktsamhet kunnat beläggas, återstår frågan om det föreligger adekvat kausalitet mellan oaktsamheten och handlandet (transaktionssambandet) respektive skadan (förlustsambandet). Först och främst gäller det då att fastställa om det påstått förlustbringande handlandet framkallades av den bristfälliga informationsgivningen. Därtill måste sannolikt den skadelidande styrka att bristfälligheten också orsakade förlusten.¹⁵⁶

¹⁵⁶ En allmän synpunkt på bevisning rörande orsakssambandet är följande. I miljöskadelagen (1986:225) 3 § 3 st stadgas en bevislättnad rörande orsakssambandet som sannolikt får uppfattas som ett uttryck för en allmän rättsgrundsats: "En skada skall anses ha orsakats genom en störning som avses i första stycket, om det med hänsyn till störningens och skadeverkningarnas art, andra möjliga skadeorsaker samt omständigheterna i övrigt föreligger övervägande sannolikhet för ett sådant orsakssamband." Se även NJA 1977 s 176; NJA 1981 s 622; prop 1985/86:83; Ds 1989:77 s 153–154.

Ett transaktionssamband föreligger om den skadelidande visar att hans handlande framkallades av den bristfälliga informationen. Eftersom placementsbeslut är en mental process som inte utan svårigheter kan rekonstrueras, torde det vara svårt att åstadkomma bevisning på denna punkt. I felfallet kan en möjlighet vara att företa en tillitsprövning och fråga om det var befogat att fästa tillit till den felaktiga uppgiften. En sådan analys kan dock inte på något meningsfullt sätt företas i förtigandefallen. Det torde vara i det närmaste helt omöjligt att fästa tillit till okänd information. Ett alternativ är att tillämpa ett väsentlighetsrekvisit och undersöka om den förtigna uppgiften var väsentlig som placeringsunderlag och anses så vara fallet är tillitskravet styrkt och en presumtion föreligger rörande förekomsten av ett transaktionssamband.

Förlustsambandet är inte helt okomplicerat på en marknad. Det gäller för den skadelidande att styrka att hans förlust orsakades av den bristfälliga informationsgivningen. Samtidigt är förlusten endast konstaterbar i form av en kursförändring som kan ha berott på andra omständigheter än den påstådda bristfälligheten. Bevisbördan för såväl skadans omfattning som förlustsambandet åvilar den skadelidande och dessa två punkter sammanfaller såtillvida som *styrkt förlust* också torde innebära tillfredsställande bevisning rörande *skadans storlek*. Omvänt gäller också att om den skadelidande inte kan styrka något samband mellan oaktsamheten och förlusten kan vederbörande heller inte styrka skadans storlek.¹⁵⁷

Adekvansprövningen tar sikte på att begränsa det skadevällande handlandets effekter genom att avfärda osannolika skador. Sannolikhetsprövningen är vardagligt intuitiv och har lite gemensamt med statistiska eller matematiska metoder.

Sammanfattningsvis torde ansvarsbedömningen bestå av följande komponenter vid bedömningen av ett skadeståndsanspråk för bristfällig informationsgivning.

1. Skadebegreppet.

Med skada förstås en ekonomisk förlust som åsamkas genom en utebliven eller inträffad kursändring.

2. Aktsamhetsbedömningen.

(a) Har en informationsregel överträtts? Bristfällig information kan förekomma i två former, nämligen att den uppgiftsskyldige:

¹⁵⁷ Det är från bevissynpunkt mindre betungande att styrka skadans storlek eftersom RB 35 kap 5 § medger att den inträffade skadans storlek uppskattas.

- förtiger uppgifter ("förtigandefallet") eller
 - sprider felaktig information ("felfallet").
- (b) Har en informationsregel överträtts undersöks vad som rimligen kunde krävas av skadevällaren *in casu*.
3. Omständigheter som utesluter ansvar eller lindrar aktsamhetsbedömningen.
- (a) Informationen var redan offentliggjord.
 - (b) Uppgiftslämnaren var i god tro.
 - (c) Åtgärder vidtogs som var ägnade att minska eller föregripa den skadliga effekten.
- m fl.*
4. Orsakssambandet.
- (a) Var den bristfälliga informationen orsak till:
 - den enskilde placerarens handlande (transaktionssambandet) och
 - skadan (förlustsambandet)?
 - (b) Adevkans – osannolika följder av bristfälligheten avfärdas.

En culpabedömning baserad på dessa förutsättningar är inte problemfri och tydligast kommer detta till uttryck vid analysen av orsakssambandet. I amerikansk praxis har, som framgick av kapitel 9, Supreme Court t ex låtit sig influeras av de ekonomiska teorierna om effektiva marknader och tillämpat vissa långtgående presumtioner som givit den skadelidande bevislättnader.¹⁵⁸ Såvitt jag kan se finns det inget som hindrar att även svenska domstolar skulle kunna låta bedömningen av orsakssambandet påverkas av ekonomisk teori. Orsakssambandet är i så fall att anse som styrkt om bristfälligheten medfört en kursförändring och den skadelidande företagit sin förlustbringande transaktion under den relevanta tidsperioden.

Om en orsakspresumtion av det slag som tillämpas av amerikanska domstolar skall tillämpas inom ramen för svensk rätt förutsätter det en fungerande aktiemarknad, dvs att marknadspriset omedelbart reagerar på ny information rörande de värdepapper som konstituerar marknaden. Även denna fråga berörs i det följande.

12.3.2 Det tillämpade skadebegreppet

Avhandlingen behandlar uteslutande *en* skadetyyp, nämligen skada till följd av bristfällig informationsgivning på aktiemarknaden. Enligt den gängse

¹⁵⁸ Jag vill påminna om att Supreme Court sannolikt inte tillämpade ekonomisk teori av något annat skäl än att man ville bibehålla möjligheten att tillämpa class action-institutet i detta mål och eventuellt i andra liknande.

skadeståndsrättsliga terminologin är det fråga om en ren förmögenhets-skada, dvs sådan skada som uppkommer utan samband med att någon lider person- eller sakskada.

När ersättningsanspråk framställs krävs alltid att något som kan be-tecknas som en *skada* föreligger och att det yrkade skadeståndet framstår som en kompensation för denna skada.¹⁵⁹ Vad skadeståndsrätten tar ställning till är under vilka förutsättningar och i vilken utsträckning denna skada skall ersättas.

Med skada åsyftas vanligen en viss ofördelaktig effekt.¹⁶⁰ Det belopp vartill skadan uppskattas sägs utgöra den abstrakta skadan eller helt enkelt förlusten.¹⁶¹ Den konkreta skadan, eller med ett annat uttryck realskadan, är alltså inte nödvändigtvis identisk med den abstrakta skadan.¹⁶² Normalt anses det därför inte föreligga någon begreppslig identitet mellan skadan och ersättnings storlek. Det nedan förordade skadebegreppet innebär emeller-tid att en sådan identitet i praktiken uppkommer. Om å andra sidan den föreslagna definitionen av skadebegreppet kan accepteras, underlättas onek-ligen bestämningen av de olika skaderekvisiten högst avsevärt.¹⁶³

Skadebegreppet diskuteras vanligen i samband med att skadeståndets storlek skall fastställas. I praktiken kan man emellertid inte särskilja skadans bestämmande från de förutsättningar som gäller för att den som framställt ersättningsanspråk skall erhålla ersättning. Fastställandet av kriterierna för ansvarsbedömningen är nämligen direkt avhängig den definition skade-begreppet erhåller. Den närmare preciseringen måste därför anknytas till de huvudmoment som kännetecknar den aktuella skadetypen.¹⁶⁴ Detta är en orsak till att skadebegreppet diskuteras redan här. Ett annat skäl är att avhandlingen förespråkar en särskild metod för ansvarsbedömningen som förutsätter att ett skadebegrepp av här förordad slag kan accepteras.

Någon mer tillförlitlig approximation av en viss akties värde än den som priserna (aktiekurserna) ger torde inte finnas. En definition av skadebegrep-pet bör därför anknytas till detta förhållande och i det följande förordas

¹⁵⁹ Persson (1953) s 5.

¹⁶⁰ Grönfors (1952) s 38–39. Se även Persson (1953) s 12.

¹⁶¹ Karlgren (1972) s 194.

¹⁶² Se Strahl (1948) s 8.

¹⁶³ Skadebegreppet skapar också en effektiv spärr mot oberättigade skadeståndsanspråk och filtrerar bort i och för sig berättigade, men obetydliga anspråk. Att så sker är acceptabelt mot bakgrund av skadeståndets underordnade ställning i sanktionssystemet betraktat som en helhet.

¹⁶⁴ Persson (1953) s 12.

därför ett jämförelsevis tekniskt skadebegrepp. Med skada förstås den förmögenhetsförlust som åsamkas genom en utebliven eller inträffad väsentlig kursändring orsakad av försumlighet hos den uppgiftsskyldige.¹⁶⁵ Skadan relateras uteslutande till konstaterbara förändringar i aktiekursen i det bolag som brustit i sin informationsplikt. Innebörden är närmare bestämt att aktiekursen *ex ante* används som utgångspunkt för att bestämma "värdet" hos bolagets aktier under den period kursen var influerad av den bristfälliga informationen.¹⁶⁶ Kursen *ex ante* jämförs sedan med kursen *ex post*, dvs när offentliggörande eller korrigerings av bristfälligheten skett.

Mot bakgrund av de svårigheter som finns när det gäller att påvisa sambandet mellan t ex en felaktig uppgift och effekten på kursen, bör bara sådant handlande eller sådan underlåtenhet anses vara skadestandsgrundande som innebär en väsentlig kurspåverkan.¹⁶⁷ En kursändring på 10 % eller mer anses uppfylla kravet på väsentlighet vid tillämpningen av de svenska förbuden mot insiderhandel och jag väljer därför att tillämpa ett storleksmässigt motsvarande väsentlighetsrekvisit i detta sammanhang.¹⁶⁸ Om kursen påverkats med mindre än 10 % vid en jämförelse mellan kursen *ex ante*, dvs före det felaktiga handlandet eller underlåtenheten och kursen *ex post* efter korrigeringen/offentliggörandet, torde det saknas skäl att aktualisera någon sanktion. Kursfluktuationer som är mindre än 10 % får anses falla inom den riskmarginal som aktiehandel normalt är förknippad med.

Vid tillämpningen av väsentlighetsrekvisitet i det konkreta fallet måste hänsyn tas till de systematiska respektive icke-systematiska riskförhållandena på marknaden. En skada kan framstå som väsentlig om t ex den kursförändring som bristfälligheten orsakar förstärks av förändringar på marknaden som helhet (systematiska faktorer). Om därför marknadsindex sjunker samtidigt som bristfälligheten förstärker denna trend för det aktuella företaget, måste en korrigerings göras för att konstatera om den påstådda skadan verkligen är väsentlig.¹⁶⁹

Marknaden påverkas inte alltid av börsbolagens handlande eller underlåtenhet i informationshänseende. Det kan ha olika förklaringar, t ex att

¹⁶⁵ Se beskrivningen av de i avhandlingen behandlade skadetyperna i inledningskapitlet.

¹⁶⁶ Hur denna beräkning kan gå till återkommer jag till i kap 12.4.

¹⁶⁷ Dessa svårigheter belystes i kap 9.2.1 ovan.

¹⁶⁸ Se prop 1984/85:157 s 40; Moberg-Samuelsson (1989) s 122 ff.

¹⁶⁹ Se kap 12.4 nedan.

marknaden inte ansett att den bristfälliga informationen var väsentlig eller att den redan var känd.

En annan förklaring sammanhänger med att inte alla noterade aktier är föremål för samma intensiva handel. På Stockholmsbörsen svarade t ex de 25 mest omsatta bolagen för 72 % av börsomsättningen och 56 % av det totala börsvärdet under de första två kvartalen 1989.¹⁷⁰ Under samma period var omsättningshastigheten endast 18–21 % för dessa bolag. För de övriga 124 bolagen var motsvarande siffror 9–13 %. Ett trettiotal av börsbolagen uppnådde inte en omsättning på 10 mkr under det andra kvartalet (ungefär motsvarande 5 börsposter per dag) och de flesta uppnådde inte ens hälften därav. 15 företag hade ingen omsättning i sin huvudserie ens varannan dag.¹⁷¹ Detta torde minska marknaden likviditet och öka osäkerheten om börskursernas tillförlitlighet som värdemätare.¹⁷²

Den låga omsättningshastigheten innebär dock inget argument mot att tillämpa det förordade skadebegreppet. Eftersom den förment skadelidande har bevisbördan för att han åsamkats en ekonomisk förlust, blir följden en minskning i antalet tänkbara processer. Samtidigt måste den person som företagit en placering under den tidsperiod som ett företag inte uppfyllt sina förpliktelser i informationshänseende, lätt kunna fås att inse att han inte åsamkats någon förlust om inte kursbildningen i det försumliga bolagets aktier påverkats av det uppgiftsskyldiga bolagets bristfälliga informationsgivning. Han bör i detta fall låta sig nöja med vetskapen att företagets beteende kan bli föremål för någon av de övriga sanktionerna.

Att utebliven eller svag kursändring till följd av oaktsamhet inte medger framställandet av skadeståndsanspråk innebär därför enligt min mening närmast en fördel hos det förordade skadebegreppet.

Det är tänkbart att en placerare lider skada till följd av att han företar en åtgärd som visserligen har ett direkt samband med den bristfälliga informationen, men som t ex föranlett en annan åtgärd än placering i något bolags aktier. Skador av detta slag behandlas inte i avhandlingen och kan åtminstone generellt sett uteslutas från rätten till skadestånd med stöd av normskyddsresonemang (eller p g a bristande adekvans). Man kan nämligen

¹⁷⁰ Omsättningshastigheten anger den procentuella omsättningen under en viss tidsperiod ställt i relation till börsvärdet vid periodens slut.

¹⁷¹ Kvartalsrapport för Stockholms fondbörs (2/89) s 1.

¹⁷² Se avsnitt 9.3.3 där marknaden beskaffenhet anges som en förutsättning för tillämpningen av de s k market fraud theories.

påstå att informationsreglerna endast syftar till att värna om prisbildningen på aktiemarknaden och andra effekter av bristfällig informationsgivning saknar denna anknytning.

Även följande skadetyper bör omfattas av ett skadeståndsansvar för bristfällig informationsgivning. Om AB X t ex felaktigt påstår att man funnit en ny oljekälla utanför Gotland och Y därefter köper aktier i AB Z som tillverkar de pipelines som normalt används under dessa yttre förutsättningar, uppkommer frågan om Y skall anses ha lidit någon skada. Har kursen i Z gått upp till följd av de uppgifter som X offentliggjort kan så vara fallet. Y har därmed rätt till skadestånd från X om kursen i Z korrigeras i samband med att X offentliggör korrekt information.

För att ett konkret fall av bristfällig informationsgivning skall tillmätas skadeståndsrättslig relevans föreslås sålunda att bristfälligheten måste ha påverkat placerares beteende och prisbildningen på ett sätt som innebär minst väsentlig kurspåverkan i det aktuella företagens börsnoterade värdepapper.

Notera att det förordade skadebegreppet inte påverkar den påstådda försumlighetens bedömning från straff- eller börsrättslig utgångspunkt. Den följande analysen av den skadeståndsrättsliga ansvarsbedömningen kan därför inte läggas till grund för analysen av de övriga sanktionerna eftersom det avgörande då inte är konstaterad skada.

12.3.3 Aktsamhetsbedömningen

Culparegeln säger att den som vållar skada också skall ersätta skadan. Ansvar förutsätter alltså både vållande och orsakssamband. I det närmast följande avsnittet behandlas vållandemomentet medan orsakssambandet diskuteras i avsnitt 12.3.5.

För ansvar krävs i allmänhet ett oaktsamt *positivt* beteende. Underlåtenhet ådrager av lätt insedda skäl som huvudregel inget skadeståndsansvar, men det finns betydelsefulla undantag. Så snart det föreligger en rättslig skyldighet att handla kan underlåtenhet utgöra oaktsamhet.¹⁷³ Detta undantag har stor betydelse på aktiemarknaden mot bakgrund av den stora mängd regler som ålägger börsbolagen informationsplikt. Även förtigande av information kan alltså grunda skadeståndsansvar.

¹⁷³ Bengtsson m fl (1985) s 39.

Oberoende av vem som vållat skadan tillämpas allmänna skadeståndsrättsliga principer vid ansvarsbedömningen så när som på en punkt. Om skadestånd yrkas med stöd av ABL 15 kap 1 § förutsätter det en överträdelse av "denna lag eller bolagsordningen", dvs bedömningen av den grad av oaktsamhet som ådrager skadeståndsskyldighet skall uteslutande ske i förhållande till just dessa normer. Denna begränsning finns inte om ansvaret t ex grundas på en analogi med SkL 2 kap 4 §.

Innebörden av termen "oaktsamhet" är minst sagt diffus och kan inte fångas i någon generell formulering. Ytligt betraktat gäller att en person som vållat en skada är oaktsam om han med hänsyn till en regel borde handlat annorlunda.¹⁷⁴ Detta skulle i så fall tyda på att avvikelser från en regel, föreskrift, allmänt accepterade sedvanor etc i och för sig är tillräckligt för att rubricera ett beteende som oaktsamt.

Å andra sidan kan man invända att bedömningen inte alls är objektiv, utan snarare kännetecknas av att en mycket konkret analys företas av en given skadesituation, där en avvägning sker mellan alla de faktorer som talar för eller emot att en handling i skadeståndsrättsligt hänseende betraktas som otillbörlig och därför också medför skadeståndsansvar.¹⁷⁵

Bedömningen förutsätter oberoende av hur oaktsamhetsbegreppet utformas och vilken metod som sedan tillämpas vid bedömningen av det konkreta fallet, att någon har rätt att skönsmässigt fatta avgörandet om ett visst beteende är oaktsamt eller inte. Denna rätt tillkommer i sista hand de allmänna domstolarna.

När aktsamhetsbedömningen skall genomföras finns åtminstone två olika tillvägagångssätt. En möjlighet är att undersöka om den påstått skadebringande handlingen innebär en överträdelse av en bindande handlingsnorm. Ett alternativ till denna normrelaterade metod är den s k riskavvägningsmetoden. Den förekommer i de fall det inte går att finna en norm eller där det av lämplighetsskäl är omöjligt att ställa upp en handlingsnorm. Avvägningen sker genom beaktande av (a) risken för skada, (b) den sannolika skadans storlek, (c) möjligheterna att förekomma skada samt (d) den handlandes möjligheter att inse skaderiskerna. Om en riskavvägning skall ske kompliceras en redan svår bedömning ytterligare.¹⁷⁶ Mot bakgrund av

¹⁷⁴ Nordenson-Bengtsson-Strömbäck (1976) s 36.

¹⁷⁵ Agell (1962) s 69–70.

¹⁷⁶ Roos (1990) s 107; Hellner (1985) s 95.

den rikhaltiga mängd regler som finns på aktiemarknaden bör aktsamhetsbedömningen lämpligen ske enligt den normrelaterade metoden.¹⁷⁷

För att en aktsamhetsbedömning skall kunna genomföras erfordras en tillämplig aktsamhetsstandard och frågan är var och hur den skall sökas. En primär källa är domstolspraxis. Det kan ju tänkas att liknande fall avgjorts tidigare. Saknas praxis gäller det att undersöka i vad mån någon myndighet eller annat organ utfärdat bindande föreskrifter som kan fylla samma syfte. Hänvisningar till sedvana, "bonus pater familias" eller de "rådande värderingarna i samhället", är som begrepp i stort sett övergivna av både rättstillämpning och doktrin.¹⁷⁸ Det nutida angreppssättet innebär i stället att olika (skriftliga) normer som föreskriver ett visst beteende bildar utgångspunkt för culpabedömningen. Generellt sett innebär detta att den handlar oaktsamt som enligt en tillämplig norm borde handlat annorlunda.¹⁷⁹ Tillvägagångssättet förefaller rimligt mot bakgrund av den mångfald skrivna regler som finns i det moderna samhället.

Samspelet mellan culpabedömning och skriftliga handlingsnormer är inte helt okomplicerat. Karlgren menade t o m att skadeståndsrättsligt sanktionerade handlingsnormer helt ersätter culpabedömningen eftersom den konkreta normen gör en sådan bedömning överflödig. Samtidigt framförde han åsikten att culpaansvar inte kan uteslutas även om det är klarlagt att en handlingsnorm inte överträtts.¹⁸⁰ Grönfors uppmärksammade å andra sidan i sin avhandling om trafikskadeansvar att skriftliga normer ofta ger culpa-begreppet en mer gripbar framtoning och att det knappast kan påstås att det föreligger någon artskillnad mellan det förhållandet att culpabedömningen sker "på fri hand" jämfört med om bedömningen tar sin utgångspunkt i en skriven handlingsregel.¹⁸¹

Vissa fördelar uppnås helt tydligt om aktsamhetsbedömningen åtminstone delvis kan objektiveras genom att överträdelser av vissa föreskrifter

¹⁷⁷ Det kan också påpekas att föreskrifter ofta finns till just för att det finns en känd skaderisk. Den som handlar mot en föreskrift kan därför, åtminstone som huvudregel, inte ursäktas sig med att han inte hade någon anledning att räkna med skaderisken. Saxén (1975) s 17.

¹⁷⁸ Roos (1990) s 105.

¹⁷⁹ Bengtsson m fl (1985) s 36.

¹⁸⁰ Karlgren (1972) s 61.

¹⁸¹ Grönfors (1952) s 43 ff. Föreskrifternas betydelse för culpabedömningen poängteras också av Strahl i SOU 1950:16 s 126.

tillåts konstituera oaktsamhet.¹⁸² Om det går att fastställa en sådan skriven standard kan frågan om oaktsamhet föreligger eller ej avgöras genom en jämförelse mellan det faktiska handlandet och vad som krävs enligt de aktuella reglerna.¹⁸³ Ju mer preciserade dessa handlingsregler är, desto mindre utrymme återstår onekligen för ett avvikande beteende.¹⁸⁴

En orsak till förekomsten av den diskuterade typen av bindande handlingsregler förtjänar en så stark ställning är att de skapar en berättigad förväntan hos omgivningen att de som lyder under reglerna också följer dem. Denna förväntan begränsas trots det anförda till de intressen som skyddas av den aktuella normen och att det kan beläggas att den som brutit mot en skriftlig handlingsnorm också borde iakttagit den.¹⁸⁵

På aktiemarknaden finns onekligen en stor mängd föreskrifter som i detalj preciserar börsbolagens skyldigheter att informera. Syftet med dessa regler är bl a att skydda enskilda personer från skador till följd av bristfällig informationsgivning. I huvudavdelning II gavs en översiktlig beskrivning av vilka krav som åligger bolagen i detta avseende. Där gavs också olika exempel på överträdelser. Det finns anledning att i korthet beröra de centrala punkterna av denna informationsplikt även här.

Informationsreglerna kan i grova drag delas upp i tre huvudkategorier, nämligen sådana som påverkar *urvalet* av uppgifter och sådana som anger *när* respektive *hur* ett offentliggörande skall ske. En objektiv förutsättning för ansvar är därmed att det uppgiftsskyldiga bolaget i strid med en regel underlåter att informera, informerar för sent eller informerar på fel sätt.

Den första frågan rör alltså vilka regler som skall tillåtas inverka på analysen av ansvaret för bristfällig informationsgivning på aktiemarknaden. Problemet är mindre en fråga om att finna konkreta regler och föreskrifter än att bestämma vilka som skall anses bindande för börsbolagen.

När det bolagsrättsliga ansvarets struktur analyserades i avsnitt 12.1 ovan konstaterades också att det externa ansvaret för direkt tillfogad skada inte bara omfattar överträdelser av ABL och bolagsordningen utan även BFL och LRE.

¹⁸² Med "föreskrifter" avses i detta sammanhang bindande handlingsregler. Språkbruket förefaller vara väl inarbetat i nordisk skadeståndsrättslig doktrin. Se Hagström *TfR* (1980) s 293; Saxén (1975) s 15.

¹⁸³ Rodhe (1984) s 467.

¹⁸⁴ Hellner (1987) s 90.

¹⁸⁵ Bengtsson m fl (1985) s 45. Se även Hagström *TfR* (1980) s 320.

Eftersom IRK med bilagor har tillkommit genom ett åläggande i författning och dessutom har tagits fram i samverkan mellan börsen och AF har det betydande stadga. Detta understryks också av att det fastställts av börsen. Vidare är efterlevnaden sannolikt en avgörande förutsättning för aktiemarknadens funktionsförmåga, dvs bristande efterlevnad innebär betydande skaderisker för både enskilda och samhällsekonomin i stort.

Om ett visst bolag offentliggjort att man följer och ämnar följa alla rekommendationer och uttalanden, inkluderat dem som inte utgör kontraktsinnehåll, blir situationen annorlunda. I sådana fall har bolaget ensidigt förbundit sig att följa dessa och därmed också skapat bestämda förväntningar hos marknaden. Bryter bolaget sedan mot någon sådan föreskrift kan det inte uteslutas att detta kan utgöra skadeståndsgrundande oaktsamhet. En förutsättning för ansvar bör dock vara grov oaktsamhet eftersom de bolag som själva höjer informationsstandarden inte gör detta genom att först utforma bindande handlingsregler som man sen säger sig följa utan snarare ställer upp ett optimeringslöfte.

Oaktsamhet kan också föreligga om bolaget tillämpat en egen informationspraxis som inte föreskrivs i några regler, men där avsikten inte varit att vare sig höja eller sänka den etablerade informationsstandarden. Om bolaget vid något senare tillfälle ämnar avvika från den egna sedvanan bör marknaden under alla förhållanden göras uppmärksam på avvikelsen. I annat fall kan oaktsamhet föreligga även i de fall bolaget inte avviker från några regler.

I ett konkret skadefall är det också av betydelse när uppgifterna offentliggjorts och i vilken utsträckning det finns föreskrifter som inverkar på bedömningen i dessa avseenden.

Det är stor skillnad mellan den skyndsamhet som bolaget måste visa när det gäller att offentliggöra enstaka betydelsefulla händelser och t ex årsredovisning. I det senare fallet är nyckelordet "regelbunden" och i det förra "omedelbar".¹⁸⁶

Särskilt IRK och BiH innehåller en rad bestämmelser som ger direktiv för när olika slags uppgifter skall offentliggöras. Detta indikerar att bedömningen bör inkludera en prövning av huruvida bolaget lämnat information på ett sådant sätt att marknaden krav på omedelbar tillgång till all väsentlig information är uppfyllt. Med andra ord kan det förekomma att ett bolag är försumligt om det otillbörligen dröjer med ett offentliggörande.

¹⁸⁶ BiH s 30; Grönfors (1974) s 18.

Formerna för offentliggörande skiftar. IRK (Bas) p 6 och 7 ger vissa regler på detta område medan BiH innehåller mer utförliga bestämmelser rörande vilka kommunikationsmedel som skall användas.¹⁸⁷ Kontraktsbestämmelserna anger visserligen bara de minimikrav som gäller, men får likväl anses utgöra aktsamhetsnorm. Skall kraven ökas får detta ske genom en utveckling av företagens informationspraxis, rättspraxis eller enligt den förhandlingsordning som gäller för ändring av kontraktsbestämmelserna.

Även de regler som styr distributionssättet, dvs hur offentliggörandet skall ske, måste beaktas. I vissa fall disponerar uppgiftslämnaren över mediet vilket medför att kommunikationen sker direkt mellan uppgiftslämnare och mottagare. Prospekt och årsredovisningshandlingar är exempel på denna typ av dokument. Bedömningen utgår i dessa fall från att informationshandlingen utgör en helhet och att offentliggörande av handlingen som sådan är påbjuden i lag.

Rörande den kontinuerliga informationsplikten av enstaka betydelsefulla händelser, som åläggs börsbolagen enligt IRK,¹⁸⁸ gäller delvis andra förutsättningar. IRK stadgar uttryckligen att den skall spridas via massmedia.¹⁸⁹ Kommunikationen sker i detta fall genom ett tekniskt eller journalistiskt medium.¹⁹⁰ De vanligaste kanalerna är TT, dagstidningar, fackpress och Radio/TV:s nyhetsredaktioner.

Den för aktsamhetsbedömningen relevanta frågan är när en uppgift skall anses vara offentliggjord. Är det tillräckligt att lämna uppgiften till TT, eller en facktidning eller måste flera informationskanaler användas? Enligt BiH är det tillräckligt om en kommuniké samtidigt lämnas till TT och en daglig rikstidning. Det understryks att detta är ett minimikrav.¹⁹¹

När ett område är föremål för så omfattande reglering är en objektivisering av ansvaret till viss del oundviklig, men aktsamhetsbedömningen är likväl starkt knuten till den enskilda skadesituationen och den personliga vårdslösheten.¹⁹² Skadevållaren måste åtminstone i någon mån kunna lastas för att han avvikit från de aktuella reglerna.¹⁹³ Domstolen är därför inte bunden av

¹⁸⁷ BiH s 32.

¹⁸⁸ IRK (Bil 1) p 18.

¹⁸⁹ BiH p 6.2.1.

¹⁹⁰ Hadenius-Weibull (1984) s 17.

¹⁹¹ BiH p 6.2.1.

¹⁹² Erenius (1971) s 117–118; Bengtsson m fl (1985) s 22.

¹⁹³ Dotevall (1989) s 104.

en föreskrift på så sätt att den måste läggas till grund för aktsamhetsbedömningen. Tvärtom kan man framföra åsikten att domstolen bör ha full frihet att "eftercensurera" de föreskrifter som, om de överträds, av kärandesidan påstås grunda oaktsamhet.¹⁹⁴

Ett problem med den normrelaterade metoden är att den kan förefalla alltför teknisk. Den tycks inte heller ge vare sig bolag eller rättstillämpare erforderlig vägledning eller flexibilitet för att medge hänsynstagande till omständigheterna i det enskilda fallet. Detta är t ex Karlgrens huvudinvändning och samma resonemang återfinns hos Saxén.¹⁹⁵ Kanske kan detta problem undvikas om culpabedömningen delas upp i två moment enligt följande.¹⁹⁶

Först och främst gäller det att fastställa om den påstått skadeståndsskyldige överträtt en rättsligt bindande handlingsnorm. Om det kan beläggas att så har skett föreligger också oaktsamhet. Avser överträdelsen en tillämplig lagregel (t ex i ABL) behöver domstolen inte närmare undersöka denna norms bindande karaktär. Är det å andra sidan fråga om självreglering (t ex en regel i någon av NBK:s rekommendationer) måste domstolen också företa en prövning av om denna rekommendation är bindande för vederbörandes handlande.¹⁹⁷ Anses så vara fallet föreligger oaktsamhet och i annat fall inte.

En aktsamhetsbedömning som bara tar ställning till om en informationsregel överträts eller ej är särskilt klargörande i vissa fall av förtiganden. Skadeståndsfrågan är nämligen löst om det kan konstateras att den uppgiftsskyldige *inte* överträtt någon informationsregel genom sitt förtigande.

Det andra steget i culpabedömningen beaktar subjektiva omständigheter på den påstått skadelidandes sida som ger anledning att bedöma underlåtenheten som *ursäktlig*. Det åligger den förment skadeståndsskyldige att åberopa och styrka dessa omständigheter.

Synen att viss handling eller underlåtenhet kan framstå som ursäktlig, med lindrigare bedömning som följd, tillämpas även av börsstyrelsen när ett

¹⁹⁴ Jfr detta förhållande i dansk rätt, Vinding Kruse (1989) s 94.

¹⁹⁵ Saxén (1975) s 16.

¹⁹⁶ I NJA 1943 s 141 (s 144) tillämpas denna metod hos minoriteten. JustR Strandberg och Afzelius tycks dela upp bedömningen enligt det här föreslagna mönstret. Först konstateras att den påstått skadeståndsskyldige brutit mot eldvaktsinstruktionerna. Därefter avfärdar man de skäl som vederbörande åberopat till ursäkt för sitt handlande.

¹⁹⁷ Processuellt innebär detta att käranden måste grunda sitt yrkande på en viss bestämmelses ställning som bindande handlingsnorm. Även bevisbördan för att så är fallet torde åvila den skadelidande.

bolag brutit mot IRK.¹⁹⁸ I praktiken är detta naturligtvis detsamma som att påstå att underlåtenheten varit eller inte varit oaktsam. Om inte börserna bedömer ett handlande eller en underlåtenhet som så allvarlig att en sanktion (t ex vite) beslutas, förefaller det vara utsiktslöst att kräva skadestånd. Börsstyrelsens bedömning tar emellertid inte i första hand sikte på uppgiftens betydelse för kursbildningen utan på om den uppgiftsskyldiges beteende *i sig* var sådant att det kan ursäktas.

Exempel på omständigheter som kan åberopas som ursäkt berörs närmare i nästföljande avsnitt.

12.3.4 Omständigheter som utesluter ansvar eller lindrar aktsamhetsbedömningen

Även om aktsamhetsbedömningen kan utgå från huruvida överträdelse skett av regler i ABL eller IRK bör inte varje överträdelse ge upphov till skadeansvar.¹⁹⁹ För att den förment skadevällande skall undgå ansvar vid ett konstaterat regelbrott åligger det vederbörande att åberopa förmildrande omständigheter.²⁰⁰

Det kan finnas omständigheter på såväl den skadelidandes som den skadevällandes sida som bör medföra att aktsamhetsbedömningen lindras eller att ansvar helt utesluts. Att optimera aktsamheten är lika lite ett samhällsintresse på detta område som på andra områden, men innebär för den skull inte att grov vårdslöshet krävs.

När omständigheter som lindrar aktsamhetsbedömningen analyseras kan det åter igen vara lämpligt att anknyta till det tillämpade skadebegreppet. Bara sådana bristfälligheter som har någon effekt på marknadspriset kan i så fall ligga till grund för skadeståndsanspråk. Kan svaranden visa att uppgifterna inte hade någon sådan effekt uteblir också generellt sett ansvar. Följande exempel belyser detta:

Antag att Skanska och Hufvudstaden förhandlar om att gå samman. Placerare A säljer dag 1 aktier i Skanska. Dag 2 offentliggörs fusionsplanerna och kursen stiger i båda bolagen med följd att A gör en "förlust". Om det fanns en skyldighet för bolagen att offentliggöra uppgifter om den förestående fusionen dag 1 har de varit oaktsamma.

¹⁹⁸ Börsstyrelsens beslut i anmärkningsärenden innehåller regelmässigt lokutionen att försumelse varit eller inte varit "ursäktlig".

¹⁹⁹ Taxell (1963) s 67.

²⁰⁰ Angående åberopsbördan, se Boman *Soft* (1960) s 387–419.

Steg inte kursen dag 2 har A inte lidit skada trots att bolagen varit oakt-samma. Det saknas då grund för att framställa ett skadeståndsanspråk.

Som redan antytts kan det finnas olika omständigheter på den skadelidandes sida som medför ansvars lindring eller helt utesluter ansvar.

Om den som påstår sig ha lidit skada till följd av bristfällig informations-givning kände till de faktiska förhållandena och företog sin placering mot bättre vetande kan detta befria från skadeståndsskyldighet. Om t ex A i ovanstående exempel kände till fusionsplanerna, men ändå sålde aktier, får det antas att hans skäl att sälja vägde tyngre än de ekonomiska fördelarna av den väntade kursuppgången.

När en skadelidande kräver skadestånd för bristfällig informations-givning kan svaranden bemöta detta med påståendet att käranden, den fel-aktiga informationen till trots, var korrekt informerad eftersom han t ex tagit del av artiklar i fackpress. I förtigandefallet kan det i stället anföras att de förtigna uppgifterna rent faktiskt var allmänt spridda. För att uppgiftslämna-ren skall frias i detta avseende torde krävas att den information som felaktigt lämnats eller förtigits motverkats av att korrekta uppgifter distribueras med en sådan intensitet och trovärdighet att de verkligen kan anses motverka det intryck som felet respektive förtigandet framkallat på marknaden. Huruvida så är fallet eller ej bör framgå av en analys av kursrörelserna i det aktuella företags aktier.

Det finns en stor variation av tänkbara omständigheter på den skadevål-landes sida som kan åberopas för att undkomma ansvar för oaktsamhet. Några tänkbara fall skall beröras här.

Eftersom informationsreglernas syfte är att tillhandahålla ett besluts-underlag får det också anses följa att den uppgiftsskyldige har kännedom om att offentliggjorda uppgifter används på det sätt de är avsedda. Det är således ingen ansvarsfrihetsgrund att börsbolaget inte kände till att någon fattade placeringsbeslut med ledning av de offentliggjorda uppgifterna. Principiellt sett gäller samma sak då någon underlåter att lämna marknaden vissa data. För den uppgiftsskyldige måste det stå klart att uppgifter av detta slag kan komma till användning på olika sätt av en stor mängd personer.²⁰¹

Inte heller bör villfarelse rörande reglernas innebörd medge ansvarsbe-frielse annat än i undantagsfall. I fråga om tillämpningen av IRK finns det

²⁰¹ Se Kone-fallet NJA 1987 s 692 (s 703).

alltid möjlighet att rådgöra med børsledningen och när det gäller egendistribuerad information, t ex prospekt eller årsredovisning, finns det som regel både rådrum och expertis tillgänglig som gör att villfarelse normalt inte kan betraktas som ursäktlig.

En tänkbar omständighet som kan lindra bedömningen är att den som annars skulle vara ansvarig kan undkomma skadeståndsansvar om han kan göra sannolikt att han hade välgrundad anledning att själv sätta tilltro till den information som sedan visade sig vara felaktig. Om vederbörande kan styrka god tro fram till den tidpunkt då korrigerig av de felaktiga eller offentliggörande av de förtigna uppgifterna skedde bör han kunna undgå ansvar.

Om överträdelsen framstår som mindre i handlingsögonblicket än i efterhand, trots att överträdelsen lett till en betydande kursförändring, bör också ansvars lindring kunna förekomma.

Enbart det faktum att något som utlovats inte kunnat infrias ger ingen ansvarsbefrielse. Detta torde innebära att t ex framtidsprognoser inte behandlas annorlunda än andra uppgifter. Rörande framtidsprognoser gäller att ansvarets räckvidd under alla förhållanden är begränsat i tiden. Om exempelvis uppgifter rörande en framtida förväntad vinstutveckling visar sig felaktiga, kan detta sannolikt inte ådraga upprättarna något ansvar om de som tagit fram och offentliggjort uppgifterna var i god tro vid tidpunkten för sammanställningen.²⁰² Samtidigt kan utebliven korrigerig utgöra oaktsamhet om bolaget vet att prognoserna inte längre stämmer. Detta kräver dock ett ställningstagande i det enskilda fallet.

Ett annat tänkbart alternativ är att skadevällaren lyckas påvisa att han vidtog riskminimerande åtgärder i syfte att åstadkomma en korrigerig av de konsekvenser som bristfälligheten eventuellt kunde tänkas få till följd.

Ytterligare en grund för ansvarsbefrielse utgörs av att skadevällaren hade goda skäl att lita på en expert som uttalat sig i en viss fråga och som den uppgiftsskyldige sedan lade till grund för ett beslut om informationsgivning.

En särskild fråga är om det är realistiskt att ålägga ett lika långtgående ansvar för bristfällig informationsgivning rörande massmedialt distribuerade uppgifter som då bolaget självt kontrollerar både innehåll och distribution. Skall det förhållandet att den uppgiftsskyldige inte råder över hur informationen offentliggörs påverka bedömningen? Ett generellt svar kan inte ges, men om information lämnas till massmedia kan frågan om bolagets eventuella

²⁰² Se FSA s 151 (1).

oaktsamhet inte göras beroende av vad mediaorganet faktiskt publicerar eller inte publicerar utan av de uppgifters beskaffenhet som företaget ursprungligen lämnade. Företaget kan inte göras ansvarigt för hur massmedia hantarerar de lämnade uppgifterna. Dessutom skall alla uppgifter också lämnas till börser och där offentliggörs de utan redigering.

Följden blir att det knappast finns fog för att göra en åtskillnad mellan egen- och massmedialt distribuerad information i detta avseende. I båda fallen bör ansvar kunna grundas på oaktsamhet.

12.3.5 Orsak och adekvans

Inledning

Ett av de starkaste rättspolitiska argumenten för att inte utvidga ansvaret för ren förmögenhetsskada till att omfatta skador som orsakats av bristfällig informationsgivning är måhända knutet till svårigheterna att ur ansvarssynpunkt begränsa den skadeglösa händelsens effekter. Den bakomliggande frågan utgör samtidigt ett av kardinalproblemen vid all ansvarsbedömning, dvs hur ett skadeståndsanspråk skall erkännas men samtidigt begränsas. Att resignera inför de svårigheter som den nu aktuella skadetyper aktualiserar framstår som liktydigt med att låta den juridiska teknikens påstådda begränsningar styra rätten till ersättning, vilket naturligtvis är oacceptabelt.

En viktig ansvarsbegränsning erhålls genom orsakskravet. I svensk rätt uttrycks kravet på samband mellan handling och effekt i kraven på kausalitet och adekvans. De kausalproblem som uppkommer berör förloppet från den inledande handlingen eller underlåtenheten fram till den konkreta skadan.²⁰³ I rättsligt hänseende är det bara en del av förloppet som äger relevans, nämligen mellan ett visst faktum och en eller flera preciserade effekter, det s k saksammanhanget. Typiserad innehåller analysen följande moment. Ett faktum X (t ex offentliggörande av en felaktig uppgift), som har lett till effekten Y (skada i form av en ekonomisk förlust) skall ingå i en orsakskedja och sambandet mellan X-Y (felet-skadan) skall ha en viss närhet (adekvans).²⁰⁴

Huruvida det föreligger ett orsaksförhållande mellan ett oaktsamt handlande och en skada är en viktig utredningsfråga, men knappast ett typiskt

²⁰³ Se Persson (1953) s 13; Grönfors (1952) s 52.

²⁰⁴ Jfr Persson (1953) s 118.

rättsligt problem.²⁰⁵ Trots detta har ämnet diskuterats så flitigt i rättsvetenskapliga (och filosofiska) sammanhang att man redan på 1960- och 70-talen kan lägga märke till en viss måttnad – åtminstone i den rättsvetenskapliga litteraturen.²⁰⁶ Den utförliga behandlingen till trots tycks oklarhet fortfarande råda om orsakskravets "egentliga" innebörd och dess förhållande till juridiken. Orsakspårens diffusa karaktär, kanske mer än andra rekvisit, medger onekligen domstolen ett betydande utrymme för skönsmässighet. Kanske är detta en av orsakskravets huvuduppgifter.

I det följande är målet varken att försöka bidra med några synpunkter till denna debatt eller analysera hur man i svensk praxis betraktar och tillämpar de gängse teorierna på området. De grundläggande oklarheterna kommer sannolikt alltid att bestå. Avsikten är i stället att med hjälp av ett begränsat urval av den tillgängliga litteraturen försöka beskriva hur orsakskravet kan påverka den för avhandlingen aktuella skadetyper och belysa vilka svårösta problem de för med sig.²⁰⁷

Detta avsnitt inleds med en allmän beskrivning av orsakskrav- och adekvansproblemen enligt svensk rätt. Därefter diskuteras hur man inom ramen för svensk rätt kan lösa de problem som uppkommer i relation till den aktuella skadetyper.

12.3.5.1 Allmänt om orsakskravet

När en skada inträffat kan den alltid inordnas i ett visst händelseförlopp.²⁰⁸ Innan den rättsliga analysen kan vidta måste skadeförloppet yttergränser anges. Det är således fråga om att rekonstruera och värdera en händelsekedja inom ramen för en rättslig analys. Genom att först avgränsa det relevanta

²⁰⁵ Hellner (1976) s 147.

²⁰⁶ Se t ex Persson (1962) s 67. Hellners lärobok i skadeståndsrätt behandlar orsakskravet relativt utförligt i den 3:e upplagan men mer kortfattat i den 4:e. Skälet till nedkortningen tycks vara den inträngande analys dessa problem fått i Peczenik (1979). Se Hellner (1985) s 160–161.

²⁰⁷ Bland den rikhaltiga litteratur som finns har särskilt följande arbeten lyckats ge vägledning: Peczenik (1979); Hart-Honoré (1985); Bengtsson m fl (1985); Persson (1953 och 1962); Hellner (1976 och 1985); Honoré 11 IECL (1971) ch 7; Strahl (1964) s 324 ff samt Karlgren (1972) s 48.

²⁰⁸ Konsekvenserna av en handling fortgår i evighet och varje orsak torde kunna härledas till "alltings början". I den meningen ingår alla händelser i en orsakskedja. Därför är det nödvändigt att avgränsa de rättsligt relevanta förloppen, till ett visst saksammanhang. Detta förutsätter emellertid i sin tur ett rättspolitiskt ställningstagande (värdering) relaterat till en viss avsedd effekt, t ex ansvarsbefrielse för en viss skadetyper. Se i fråga om amerikansk rätt t ex Prosser and Keeton on Torts s 264.

händelseförloppet i tid och rum är det sedan möjligt att bestämma om en skada föreligger, om denna är ersättningsgill och i vilken omfattning den i så fall skall ersättas. Orsaksbegreppet kan inte ensamt bära denna börda, men utgör ofta ett oundgängligt redskap vid skadeståndsrättslig analys.

Rent logiskt anses det föreligga ett orsaksförhållande mellan två händelser eller företeelser (X och Y), som ligger efter varandra i tiden, så snart det kan konstateras att Y inte skulle inträffat om inte X hade inträffat ("logisk kausalitet" eller "conditio sine qua non").²⁰⁹ X sägs då vara en *nödvändig betingelse* för Y. Avgörande är enligt Hellner vad som skulle ha inträffat om vållande inte funnits.²¹⁰ Detta hypotetiska resonemang skall tydligen ske i strid med faktiskt observerade förhållanden (om inte X inträffat, vilket det faktiskt gjorde, skulle inte heller Y inträffat) och huruvida så är fallet eller ej, kan naturligtvis varken verifieras eller falsifieras.²¹¹

Förekomsten av en nödvändig betingelse räcker inte för att ålägga någon skadeståndsskyldighet. Det kan nämligen tänkas att ett händelseförlopp har flera teoretiskt tänkbara förlopp, eller består av flera klart urskiljbara steg, vilket gör att X inte framstår som en *tillräcklig betingelse* för Y. För att ta ställning till denna aspekt av orsaksförhållandet kan det därför ibland vara nödvändigt att dela upp händelseförloppet i flera led och se om de olika delarna är "naturnödvändiga" konsekvenser av X.²¹² Det kan då visa sig att något av de förekommande stegen mot Y utgör en anomali. Analysen förutsätter i så fall att sammansatta händelseförlopp bryts ner i sekvenser som var för sig skall utgöra en nödvändig betingelse för det närmast efterföljande ledet i händelsekedjan. Om så inte är fallet anses skadan vara en alltför slumpmässig följd av handlandet.

I själva verket är det nog inte kausalitetsfrågan som vållar det stora bekymret i samband med den rättsliga analysen. Det är i stället frågan om det överhuvudtaget är möjligt att med tillräcklig exakthet precisera *effekten* av det oaktsamma handlandet, dvs skadefallets rättsligt relevanta slutpunkt. Kan denna effekt preciseras, ger sig enligt Persson ofta nog kausalfrågan av sig själv.²¹³ Detta påpekande förefaller i hög grad vara relevant för skador till följd

²⁰⁹ Bengtsson m fl (1985) s 40.

²¹⁰ Hellner (1976) s 144.

²¹¹ Hart-Honoré (1985) s 101.

²¹² Bengtsson m fl (1985) s 43; Hellner (1976) s 144.

²¹³ Persson (1953) s 130.

av bristfällig informationsgivning på aktiemarknaden och understryker återigen betydelsen av att skadebegreppet ges en klar definition.

12.3.5.2 Adekvanskravet

Enligt Strahl är adekvansbegreppet en del av den kontinentaleuropeiska rättstraditionen med rötter i tysk filosofi. Begreppet har influerat skandinavisk doktrin och rättstillämpning men aldrig anglo-saxisk rätt.²¹⁴ Det vore en överdrift att påstå att begreppet är oomstritt i svensk skadeståndsrättslig doktrin.²¹⁵

Enligt Peczenik står oaktsamhet (negligence) och adekvans (adequacy) i ett särskilt förhållande till varandra.²¹⁶ Oaktsamhet är förbunden med en normal persons (bonus pater familias) möjligheter att förutse risken av att en skada skulle följa på ett visst handlande. Adekvans beror däremot på i vilken utsträckning en särskilt kompetent person (vir optimus) kan förutse en relevant skaderisk. En *vir optimus* har större förmåga till förutseende jämfört med en bonus pater.

Adekvansen kommer dessutom att styra ansvarets omfattning i de fall något oaktsamhetsrekvisit inte är uppställt. Strikt ansvar är ju definitionsmässigt ett ansvar som inte är begränsat till skadevällarens oaktsamhet. I stället begränsas ansvaret av adekvansen.²¹⁷

Målsättningen med införandet av ett adekvansbegrepp är föranledd av behovet att kunna normera en begränsning av culpaansvaret. Adekvans har alltså ett omedelbart samband med kausalitetsfrågan. När ett orsakssamband konstaterats (oaktsamheten är både en nödvändig och tillräcklig betingelse för skadan), är det meningen att en adekvansprövning därefter skall avfärda de höggradigt osannolika följderna ("tillfälligheterna") av det oaktsamma handlandet.²¹⁸ Saknas kausalsamband finns det naturligtvis ingen anledning att gå vidare och sortera ut osannolika skador.

För att ett handlande (X) skall utgöra adekvat orsak för en skada krävs att X har ökat den objektiva sannolikheten för skada i icke obetydlig grad, dvs ökat skaderisken ("faran"). Vid denna bedömning beaktas alla de omständig-

²¹⁴ Strahl (1964) s 324.

²¹⁵ Enligt Karlgren är "Läran om adekvat kausalitet är icke blott, som nämnt, dunkel utan även praktiskt svår att manövrera med", se Karlgren (1972) s 48. Även Strahl (1964) är starkt kritisk.

²¹⁶ Peczenik (1979) s 286 ff.

²¹⁷ A a s 291; 296–297.

²¹⁸ Hellner (1976) s 147; Peczenik (1979) s 291.

heter en uppmärksam person skulle beaktat när han företog handlingen X. På utredningsstadiet utnyttjas fritt den expertis som erfordras för att bedöma denna sannolikhet, med beaktande av all kunskap och erfarenhet som står till buds *ex post*.²¹⁹ Den förment skadevållandes insikter *ex ante* har ingen betydelse i detta avseende. Några siffermässiga värden på den erforderliga riskökningen kan naturligtvis inte ges. Inte heller behöver den vara i någon särskild mening typisk eller frekvent exemplifierad.²²⁰

I normala situationer, när det talas om fara för skada, alltså om skaderisk som en osäker möjlighet, beror osäkerheten (eller faran) på att även med fullständig kännedom om en viss given situation är det inte möjligt för människor att med säkerhet förutse hur ett händelseförlopp skall utveckla sig. Fullständig och nöjaktig kunskap om alla för en situation relevanta moment existerar inte. Det finns därför alltid en viss osäkerhet rörande ett händelseförlopps framtida utveckling. Så mycket mer kan inte sägas än att en bedömning är välgrundad när all tillgänglig kunskap konsulterats och att denna tyder på att skadan var påräknelig. Någon objektiv sannolikhet är det således aldrig tal om.²²¹

Hur adekvansprövning skall ske är alltså oklart.²²² Att en sannolikhetskalkyl värd namnet överhuvudtaget kan genomföras utan hänvisning till statistiska frekvensberäkningar (empiri) förefaller också orimligt.²²³ Normalt torde emellertid inte domstolarna företa empiriska undersökningar för att verifiera eller falsifiera den hypotes man ställt upp rörande adekvans i ett enskilt fall. Genom valet av terminologi kan man ibland få intrycket att man företar, eller åtminstone eftersträvar, en objektiv prövning, men de frekvensbedömningar som görs torde vara intuitivt grundade och alltså i praktiken ateoretiska.²²⁴

Det tillhör förmodligen ovanligheterna att kausalitets- och adekvansfrågor får avgörande betydelse för den rättsliga bedömningen av ett skadeståndsmål. I vissa fall, särskilt då utrymmet för subjektiva värderingar är

²¹⁹ Hellner (1985) s 167.

²²⁰ Se Hellner (1976) s 149–150.

²²¹ Ross 88 *TfR* (1975) s 409 ff. Artikeln behandlar farebegreppet från straffrättslig utgångspunkt. Se även Hoflund (1967) s 25.

²²² För en genomgång av svensk praxis på denna punkt, se Hellner (1985) s 168–173.

²²³ Man kan inte heller "stapla" sannolikhetsfördelningar på varandra för att därigenom reducera (transformera) dem till en envärdig sannolikhetsfördelning som karakteriserar en viss risksituation där varje led innefattar "sin" egen sannolikhet.

²²⁴ Strahl (1964) s 326 och 335; Hellner (1976) s 149–150.

stort, eller då utredningsmöjligheterna är begränsade, är det kanske lämpligare att undvika en i orsaksresonemang dold rättspolitisk argumentation och öppet ställa frågan om skadevållaren skall hållas ansvarig emedan skadan var förutsebar eller faller inom den överträdde regelns skyddsområde.

Särskilt skyddsnormsresonemang kan ibland vara ändamålsenligt som ett alternativ.²²⁵ Antag att X av oaktsamhet överträtt en lagfäst handlingsregel och därmed åsamkat Y skada. Invändningen att den aktuella skadan faller utanför den överträdde regelns skyddsomfång kan vara tillräcklig för att ta ställning till skadeståndsfrågan i dess helhet. Förutsättningen är då att ett klart och avgränsat syfte framgår av lagförarbeten (eller möjligen praxis) och att skadan inte omfattas av detta syfte. Skadeståndsansvar inträder bara om skadan har drabbat det intresse som skyddas av den aktuella regeln. Har stadgandet uttryckligen ett annat syfte blir analysen av orsakssambandet överflödiga, vilket onekligen innebär en avsevärd förenkling av ansvarsbedömningen. Om regelns syfte å andra sidan inte entydigt kan klarläggas är skyddsnormsresonemang knappast möjliga att åberopa eftersom adekvansprövningens vaghet i så fall bara ersätts med något ännu vagare.²²⁶

I alla situationer kommer man inte heller undan svårigheterna med en hänvisning till att en viss regels skyddsomfång överträts. Frågor som t ex rör hur stor del av de skador (t ex följdskador) som uppkommit skall tillskrivas det oaktsamma handlandet måste likväl lösas med hjälp av andra begränsningskriterier, t ex orsaks- och adekvansresonemang.²²⁷

Adekvanskriteriet är således avsett att begränsa ansvaret. Om normskyddsresonemang är tillämpliga förefaller de tillmötesgå kraven på ansvarsbegränsning i lika hög grad som adekvansläran. Den kanske mest betydelsefulla iakttagelsen så långt är att begränsningen av det skadeståndsrettsliga ansvaret för oaktsamhet inte måste ske med stöd av en enda formel (t ex adekvans), utan begränsningskriterierna kan avpassas efter den särskilda skadetypen.

Den grundläggande svagheten hos adekvansbegreppet är alltså att den

²²⁵ Hart-Honoré (1985) s xxxiv. Angående skyddsnormsläran, se Bengtsson m fl (1985) s 44–46. Se även Hart-Honoré (1985) s 477, där förf menar att skyddsnormsläran ibland överlappar principen om egenrisker, dvs sådana risker som var och en förväntas bära själv. Dessa risker kan bara överflyttas på andra genom försäkringar. Egenrisker ligger alltså utanför rättsordningen som helhet och inte bara utanför vissa reglers skyddsomfång.

²²⁶ Hart-Honoré (1985) s 478.

²²⁷ A a s 109–110; Bengtsson m fl (1985) s 44–46; Peczenik (1979) s 291.

ofta uppträder i kvasilogisk språkdräkt och därmed alltför pretentiöst.²²⁸ Så mycket längre än till att avgöra om det föreligger en (för domstolen) övertygande relation mellan ett visst handlande och skadan kan man troligen inte komma.

12.3.5.3 Orsaksproblemet och den aktuella skadetyper

Som utgångspunkt för ett resonemang kring orsaksproblemet i förhållande till den aktuella skadetyper kan följande exempel användas:²²⁹

Antag att AB A den 1 juni offentliggör en prognos som anger att förväntade åtgärder för att uppfylla bestämmelser i den nya miljölagstiftningen kommer att kosta 25 milj kr årligen de närmaste fem åren. Placerare X tar del av prognosen och köper 1.000 AB A på marknaden i direkt förlitan på att den är korrekt.

Kursen var 100 kr vid offentliggörandet av prognosen och de nya uppgifterna påverkade inte kursen märkbart. Sex månader senare offentliggör AB A i sin årsredovisning nya uppgifter som säger att man nu uppskattar utgifterna till 100 milj kr/år. Någon ny lagstiftning med skärpta krav har inte tillkommit. Kursen i bolagets aktier sjunker nu till 75 kr.

X stämmer bolaget under påståendet att AB A borde insett att kostnaderna var i storleksordningen 100 milj kr per år. X påstår vidare att om de korrekta uppgifterna offentliggjorts den 1 juni hade kursen redan då satts till 75 kr och om så skett hade aktieägarna kunnat undvika den gjorda förlusten på 25 kr per aktie.

Under återopande av dessa faktorer begär X skadestånd med 25 000 kr, dvs 25 kr per förvärvat aktie.

Vid första anblicken verkar denna misslyckade prognos så grovt avvika från den verkliga kostnaden att rimliga krav på exakthet inte är uppfyllda. Vilken betydelse skall det å andra sidan tillmätas att dessa uppgifter var tillgängliga genom andra källor? En annan svårighet rör fastställandet av skadan. Vad säger att hela nedgången beror på just de nu aktuella uppgifterna om ökade utgifter för miljöskydd? Vilken betydelse har det att aktierna i A föll 25 % medan konkurrenterna B och C tappade 35 % av kursen eller om aktierna i B och C inte undergick någon kursnedgång men att bolag A var utsatt för en långvarig strejk i ett betydelsefullt dotterbolag i Sydamerika?

Ovanstående exempel visar om inte annat att bevisning rörande orsaks-sambandet ofta är komplicerad. I det följande kommer problemet att behand-

²²⁸ Grönfors (1952) s 55 och Persson (1962) s 79.

²²⁹ Se Fischel 69 *Cal L Rev* (1982) s 1.

las från två utgångspunkter. För det första diskuteras hur sambandet mellan den bristfälliga informationen och kursförändringen skall betraktas. För det andra berörs den individuella tillitens betydelse, dvs vilken betydelse har det att den skadelidande kan styrka att just den påstådda bristfälligheten var orsak till att en placering företogs. Huvudfrågan är om en skadelidande måste styrka både förlust- och transaktionssambandet, eller om det är tillräckligt med ettdera.

Hur skall man resonera för att lyckas påvisa ett samband mellan den bristfälliga informationen och den enskilde skadelidandes handlande (transaktionssambandet)? Är det överhuvudtaget nödvändigt att ställa upp ett krav på bevisning i detta avseende?

Angående bevisning inom skadeståndsrätten gäller i princip ett krav på full bevisning. Vid komplicerade orsakssammanhang har man sedan länge ansett sig kunna lindra detta krav.²³⁰ I miljöskadelagen 3 § 3 st stadgas t ex en särskild bevisregel för svåröverskådliga och tekniskt komplicerade händelseförlopp.²³¹ Tillämpningen av en motsvarande bevislätnadsregel i produktskademål diskuterades i Ds 1989:79 (Produktskadelag). Det tycks finnas visst fog för åsikten att denna bevislätnadsregel är en allmän rättsgrundsats och att den äger generell tillämplighet i de fall orsakssammanhanget är tekniskt komplicerat och svårutrett.²³²

Om X i det exempel som inledde detta avsnitt inte tagit del av prognosen, men likväl företagit en placering under den relevanta tidsperioden, kan prognosen visserligen sägas ha varit orsak till den kursförändring som åsamkat förlusten, men inte till hans handlande.²³³ Om vi antar att den skadelidande lyckats styrka sambandet mellan bristfällighet och förlust är frågan om det sedan är tillräckligt att den skadelidande styrker att han företagit en placering

²³⁰ SOU 1983:7 s 73; Prop 1985/86:83 s 29; Ekelöf (1977) s 106; Saxén (1975) s 56–58.

²³¹ Ds 1989:79 s 153.

²³² Se Hellner (1985) s 164 där NJA 1977 s 176 (Bilolycka); 1981 s 622 (Fiskodlaren) och 1982 s 421 (LEO-målet) refereras. I dessa avgöranden tillämpade HD en regel om bevislätnad som innebär kausalsambandet är styrkt om kärandens beskrivning av orsaksförloppet i sig framstår som sannolikt m h t omständigheterna i målet och att denna version framstår som klart mera sannolik än den förklaring skadevällaren förmått prestera. Se Welamson *SvJT* (1982) s 145, där förf ställer sig frågande inför om det är en överviktsprincip som tillämpas eller inte. Lindell (1987) anför å sin sida att beviskravet kan sänkas när bedömningen vilar på en omsorgsfull utredning (som i NJA 1982 s 421) även om sannolikhetsgraden "styrkt" inte uppnåtts. En dom som vilar på omsorgsfull utredning är enligt Lindell "minst lika tillförlitlig" som en dom som vilar på knapp utredning men där beviskravet uppfyllts.

²³³ Detta kan formuleras så att tillitsrekvisitet inte är uppfyllt.

under den relevanta tidsperioden eller om han också måste visa att det bristfälliga uppgiftslämnandet orsakade placeringen, dvs var subjektivt vilseledande.

Har en person blivit vilseledd av bristfällig informationsgivning betyder det i allmänhet att vederbörande bibringats en felaktig uppfattning om vissa sakförhållanden.²³⁴ För att en uppgift skall vara vilseledande behöver i och för sig ingen positiv oriktighet föreligga. Uppgiften kan vara vilseledande därför att någon väsentlig omständighet förtigits. På aktiemarknaden kan orsaken till att någon blir vilseledd vara att den uppgiftsskyldige antingen har distribuerat felaktiga data eller underlåtit att distribuera vissa data.

Om den uppgiftsskyldige har underlåtit att lämna vissa uppgifter uppkommer vilseledandet som en följd av att vederbörande genom sin passivitet medverkar till att vidmakthålla den oriktiga föreställning som enskilda aktörer på marknaden redan hyser.

Felaktig information kan avse såväl enskilda data som att helhetsintrycket av ett större faktamaterial framstår som felaktigt och därmed vilseledande. Det är tänkbart att en eller flera offentliggjorda uppgifter, som var för sig är korrekta, blir vilseledande när de sammanvägs med tidigare offentliggjorda data. Ett prospekt kan t ex som helhet ge ett vilseledande intryck utan att det är möjligt att peka ut enskilda uppgifter som direkt felaktiga. Det är naturligtvis svårt att dra gränsen mellan information som är direkt vilseledande och sådana uppgifter som är så svårtolkade att vilseledandet snarast får tillskrivas bristande analysförmåga hos mottagaren.

Eftersom mottagarna av bolagens informationsgivning inte är en homogen grupp är det omöjligt att förutsäga effekterna av ett bolags handlande eller underlåtenhet. Varje enskild placerare drar sina egna slutsatser av ett aktiebolags uppgifter eller förtiganden. Om ett bolag t ex förtigit en uppgift som skulle offentliggjorts kan vissa placerare bli förledda till köp eller försäljning med ekonomiska förluster som följd, medan andra, som också är vilseledda, av okända skäl underlåter att företa en placering. En annan kategori kan ha kompletterande uppgifter som gör att de inte blir vilseledda trots att uppgifter förtigts osv. För vissa placerare gäller att informationsgivning från börsbolag har liten eller ingen effekt alls på deras placeringsbeteende eftersom de varken följer eller förstår innebörden av informations-

²³⁴ Se Marknadsföringslag (1975:1418) 6 §; André (1984) s 82 ff.

flödet så i detalj att deras placeringsbeteenden påverkas med mindre det är fråga om mer uppseendeväckande enstaka händelser.

För den enskilde skadelidande att bevisa att han blivit vilseledd är naturligtvis omöjligt eftersom det skulle kräva ett klarläggande av den psykologiska process som föregick beslutet.

I amerikansk rätt tillämpas ibland ett (egentligen flera olika) tillitsrekvisit som substitut för bevisning avseende subjektivt vilseledande. Om bevisning skall krävas rörande orsaksförhållandet mellan bristfällighet och handling (transaktionssambandet) torde ett motsvarande tillitskrav behöva uppställas även i svensk rätt. Hos Kleineman är detta fö ett huvudargument.

Kleineman menar att den skadelidande måste styrka "direkt befogad tillit" till en bestämd uppgift för att skadestånd skall kunna utgå. Enligt honom bör man uppställa detta tillitskrav för att på så sätt undvika alltför långtgående ansvar.²³⁵ När en tillämpning av text ABL 15 kap 1 § påkallas, måste några begränsande kriterier införas och den av honom föreslagna tillitsteorin kan då tillföra en ansvarsbegränsning som är i linje med övriga fall av vilseledandeansvar. För att ansvar skall medges på en marknad som kännetecknas av att ett bolag sprider information till en närmast obegränsad krets mottagare krävs då en konkret och närliggande relation mellan den oaktsamme informationsansvarige och den förledde – den skadelidande bör på något synbart sätt ha "trätt i förbindelse med bolaget" för att åtnjuta rättsordningens skydd.²³⁶

I motiven till skadeståndslagen diskuterades inte något allmänt informationsansvar men väl det allmännas ansvar för upplysningsverksamhet. Det ansågs inte kunna ifrågakomma att det allmänna generellt ansvarar för skador som uppkommer genom felaktiga upplysningar. Avgörande skall vara om den som får en upplysning har rätt att i olika fall förlita sig på den (m a o ett tillitsrekvisit). Bara om uppgiften lämnades av en behörig befattningshavare kan detta ifrågakomma. En annan förutsättning är att uppgiften använts på ett sätt som den var avsedd för.²³⁷

Saknas faktorer som tyder på att relationen mellan skadevällare och skadelidande har denna närhet kan man inte godta ett generellt investerarskydd

²³⁵ Kleineman (1987) s 575. I ett sakkunnigutlåtande går Kleineman längre och hävdar bl a följande: "Enligt min uppfattning måste skillnaden mellan Roos och mitt synsätt bero på att Roos (som ovan utvecklats) inte velat acceptera min utgångspunkt i en skadeståndsrättslig tillitsteori som förutsättning för allt vilseledandeansvar". Kleineman (1989).

²³⁶ Kleineman (1989).

²³⁷ Prop 1972:5 s 333. Se även Bengtsson (1976) och Bengtsson (1990) s 87 ff.

grundat på oaktsamhet. Tillämpas inte dessa ansvarsbetingelser blir konsekvensen enligt Kleineman i praktiken ett obegränsat ansvar för ren för-mögenhetsskada. Tillitsprövningen får härmed en ansvarsbegränsande ef-fekt som påminner om kausalitet och adekvans och skall enligt Kleineman utgöra ett självständigt moment vid culpabedömningen.²³⁸

Den skadelidandes befogade faktiska tillit till skadevällarens uppgifter skall vara orsak till skadan och den är "befogad" om informationen givits av någon som är kompetent därtill och denne hade klart för sig hur informationen skulle kunna användas. Om dessa kriterier är uppfyllda kan ansvar uppkomma oavsett hur rättsförhållandet mellan skadevällare och skadelidande klassificeras.²³⁹

Man kan emellertid fråga sig om det överhuvudtaget är meningsfullt att diskutera förekomsten av tillit till enskilda uppgifter på en marknad.²⁴⁰ När-hetsrekvisitet torde t ex aldrig kunna uppfyllas eftersom det typiska för handel på aktiemarknaden är att transaktionerna företas anonymt.

Såvida inte avsaknaden av närhet skall utgöra ett tillräckligt skäl för att vägra ansvar måste tillitsrekvisitet ges en definition som är anpassad efter förhållandena på aktiemarknaden. Följande förslag till bestämning kan möj-ligen användas i detta sammanhang:

Tillit är den övertygelse jag hyser i förhållande till någon annans handlande (A) i de fall detta har betydelse för mitt eget val av handlingsalternativ, när mitt val måste fattas innan det är möjligt att kontrollera A:s handlande. Om det å andra sidan finns en kontrollmöjlighet saknar begreppet tillit en väsentlig del av sin innebörd.

Som Dasgupta påpekar är graden av tillit baserat på det rykte (reputation) som t ex en uppgiftslämnare skaffat sig under en bestämd tidsperiod i sådana väldefinierade omständigheter som exempelvis en aktiemarknad utgör.²⁴¹ Tilliten kan således knytas till det berättigade i att hysa lika bestämda för-väntningar rörande uppgiftslämnarens beteende som till de lika enskilda uppgifterna i sig.

Om tillit används i denna betydelse innebär det en särskild lösning på

²³⁸ Kleineman (1987) s 468.

²³⁹ A a s 444.

²⁴⁰ 4 Bromberg-Lowenfels (1989) § 8.6 (2).

²⁴¹ Se Dasgupta (1990) s 51. Jfr de problem i ekonomisk vetenskap som vanligen benämns "moral hazard" och "adverse selection".

vissa för aktiemarknaden typiska riskproblem. I stället för att kräva "direkt befogad tillit" till en enskild uppgift borde det vara möjligt att tillämpa tillitsrekvisitet på en marknad så att tillit är styrkt när en placerare företagit en placering i ett visst företags värdepapper. Genom sitt handlande har vederbörande visat att han hyser tillit till det företags informationsgivning som han företagit placeringen i. Aktivitet skapar en tillitspresumtion med följd att kravet på styrkt transaktionssamband kan överges redan på denna grund.

Om det i avhandlingen tillämpade skadebegreppet används,²⁴² erhålls ytterligare argument för att bevisning rörande transaktionssambandet i allt väsentligt saknar betydelse.

Eftersom skadetyper tilldrar sig på en marknad torde det riktiga vara att utgå ifrån att den bristfälliga informationens marknadseffekt också är identisk med den sökta skadeeffekten. Sambandet mellan den bristfälliga informationen och kursförändringen utgör alltså analysens ram. Problemen är fortfarande många. Det är nämligen så många faktorer som samtidigt påverkar priset, att det inte utan betydande svårigheter torde gå att isolera de förändringar som den bristfälliga informationen givit upphov till. Bristfällig information är en nödvändig betingelse för skada, men är inte en tillräcklig betingelse.

Till stora delar är tydligen bevissvårigheterna rörande orsaksförhållandet i denna del identiska med de problem som uppkommer när den skadelidande skall visa storleken av den uppkomna förlusten.²⁴³ Beräkningen av förlustens storlek kräver nämligen också att man lyckas isolera de faktorer som påverkat kursen under den relevanta tidsperioden och därefter tar ställning till hur stor del av denna påverkan som skall tillskrivas den bristfälliga informationen. Särskilt dunkel blir analysen i detta fall om man antar att aktier har ett "verkligt" värde som kan fastställas vid sidan av den värdering som aktiekurserna är ett uttryck för.²⁴⁴ Svårigheterna ökar också närmast exponentiellt med tiden. Möjligen skall man inte se detta som en nackdel eftersom konsekvensen blir att bara de "klara fallen" aktualiserar skade-

²⁴² Skada är den förmögenhetsförlust som åsamkas genom utebliven eller inträffad kursförändring.

²⁴³ Hazen (1984) s 469. Skadeståndets beräkning diskuteras i kap 12.4 nedan.

²⁴⁴ En förklaring till den undanskymda roll orsaksfrågan spelar i amerikansk praxis kan vara de svårigheter som är förenad med att fastställa orsakssambandet när en transaktion företagits på en anonym marknad.

ståndsanspråk, eller att anspråk av dessa slag förenas med särskilda preskriptionsregler.²⁴⁵

Trots dessa svårigheter måste den sökta effekten rimligen likställas med den kursförändring som den bristfälliga informationen givit upphov till. Går det inte att styrka ett orsakssamband mellan den bristfälliga informationen och kursförändringen bör heller inget skadestånd utgå.²⁴⁶ Samtidigt är detta all bevisning rörande orsakssambandet som bör erfordras.

Detta innebär att ekonomisk teori och empiri rörande marknadens prisbildningsfunktion medger uppställandet av en tillitspresumtion.

I amerikansk rätt kan denna tillitspresumtion också bli föremål för motbevisning.²⁴⁷ På en marknad innebär detta att svaranden måste visa att käranden inte fäst avseende vid marknadspriset utan låtit andra faktorer styra sitt placeringsbeteende.

Utan att upprepa de argument som framfördes mot möjligheten att häva presumtionen och som framfördes i avsnitt 9.3.5 ovan, kan följande nämnas i anslutning till det s k "would have purchased anyway-defence".

Anta att A väljer placeringsstrategi (i förlitan på marknadens prisbildningsfunktion) genom att kasta pil på börssidorna i en dagstidning. De bolag som träffas av en röd pil säljs och de som träffas av en blå pil köps. En röd pil råkar en dag hamna på X och A lämnar in en säljorder.

Samma dag tvingas B sälja alla aktier i X p g a tillfällig betalningsförlägenhet.

Senare visar det sig att X förtigt väsentlig information som när den offentliggörs leder till en betydande kursuppgång. Både A och B gör en förlust.

Det beteende som uppvisas av A innebär inte att tillitspresumtionen hävs, men B:s beteende kan förmodligen få till följd att den hävs eftersom hans bristande likviditet hade tvingat honom att sälja under alla förhållanden.

Detta aktualiserar en viktig rättspolitisk fråga. Är det någon av personerna A och B som inte förtjänar rättsordningens skydd? Enligt min mening drabbas både A och B oförtjänt, vilket belyser att ett s k "would have purchased anyway-defence" egentligen inte förtjänar att beaktas. Hävning av tillitspresumtionen får baseras på de faktorer som gör det berättigat att tillämpa en presumtion överhuvudtaget, nämligen marknadens funktionssätt och inte enskilda personers mer eller mindre väl övertänkta agerande.

²⁴⁵ Eftersom det ofta framhålls att skadetyperna kan ge upphov till gränslösa skadestånd torde det vara betydelsefullt att påpeka att skadetyperna också uppvisar immanenta begränsningsfaktorer.

²⁴⁶ Frågan om skadeståndets beräkning återkommer i avsnitt 12.4.

²⁴⁷ Se avsnitt 9.3.5 ovan.

Slutsatsen för avhandlingens vidkommande blir att det förment skadeståndsskyldiga bolaget inte bör ges möjlighet till motbevisning rörande den tillitspresumtion som det tillämpade skadebegreppet erbjuder. Redan mot bakgrund av begränsad insikt i hur prisbildningen på marknaden går till förefaller det rent definitionsmässigt vara så att placerare skulle erlagt (eller erhållit) ett annat pris om korrekt information lämnats av det uppgiftsskyldiga bolaget. Placerare kan inte förmodas vara villiga att betala mer (eller att erhålla lägre ersättning) i en transaktion jämfört med vad som skulle varit fallet om korrekt information varit känd. Placerarna lider därmed i realiteten en ekonomisk förlust så snart det föreligger ett förlustsamband. Begreppet tillit har ur detta perspektiv ingenting att tillföra. Otvivelaktigt innebär det också en processekonomisk fördel om domstolen kan avstå från individuella aspekter av berört slag.

12.4 Skadeståndets beräkning

Problemet med skadeståndsanspråk i samband med förekomsten av bristfällig informationsgivning är som framgått till stor del förknippat med svårigheten att konstatera att skada verkligen uppkommit och att det föreligger ett naturligt orsakssamband mellan den bristfälliga informationen och skadan.²⁴⁸

Den i sammanhanget relevanta skadan är alltid en följd av att aktiekursen påverkas av felaktig information eller att en kursförändring fördröjs till följd av att uppgifter förtigs. Förändringen antas i detta sammanhang bero på att någon med uppgiftsskyldighet av oaktsamhet skapat ett bristfälligt informationsunderlag som i sin tur medfört ett placeringsbeteende som vid korrekt information skulle sett annorlunda ut.²⁴⁹

Har en felaktig uppgift distribuerats förmodas alla som vidtar aktieplaceringar, okunniga om de rätta förhållandena, ha varit vilseledda tidigast fr o m offentliggörandet av uppgiften och som längst tills korrigerings sker. Är den felaktiga uppgiften kurshöjande har de som förvärvat aktier gjort en förlust, medan kurssänkande information på motsvarande sätt åsamkar säljare en

²⁴⁸ Detta avsnitt ger endast allmänna synpunkter på problemet och beaktar inte skillnader som beror på skilda förvävs- eller avyttringssituationer m m. I 2 Bromberg-Lowenfels (1989) § 5.7 (272) ges exempel på hur man i amerikansk rätt beräknar skadeståndet. Där framkommer hur mångfacetterat problemet är.

²⁴⁹ Om överträdelsen åstadkommer en väsentlig kurspåverkan stiger eller sjunker aktiekursen med minst 10 % beroende på uppgiftens betydelse.

förlust. Om det i stället är fråga om ett förtigande av kursrelevant information antas placerare vara vilseledda tidigast från den tidpunkt då plikt att offentliggöra uppgiften inträdde och som längst tills dess så skedde. De som sålt har gjort en förlust om den förtigna informationen var kurshöjande och på motsvarande sätt åsamkar ett förtigande av kurssänkande information köpare en förlust.

Att bestämma huruvida ett brott mot informationsreglerna medfört att priset på ett visst företags aktier blivit felaktigt är förenat med betydande svårigheter. Ett problem är att försöka fastställa vad kursen skulle varit om det aldrig förekommit någon bristfällighet. Det förefaller alltför spekulativt att försöka räkna fram värdet på företags aktier från grunden oberoende av den rådande aktiekursen. Att ta skillnaden mellan förvärvs- och försäljningspris som utgångspunkt är också alltför osäkert eftersom det kan ha offentliggjorts annan information som påverkat kursen under mellantiden.

Utebliven eller fördröjd kursändring ("skada") hindrar dock inte att börserna kan ålägga vite vid brott mot någon informationsregel i IRK. Vid grov oaktsamhet och uppsåt är dessutom enbart risken för att skada skall uppkomma i vissa fall tillräckligt för att brottslig handling skall föreligga.²⁵⁰

Storleken av den ekonomiska förlust som åsamkats kan aldrig fastställas exakt. I stället är man hänvisad till en uppskattning av dess storlek. En metod som då kan användas är differensmetoden. Utmärkande för en skada blir då att den betecknar en differens som kan utläsas ur en jämförelse mellan två olika händelseled, nämligen de hypotetiska respektive observerbara förloppen.²⁵¹ Det första ledet vilar på sannolikhetsöverbäganden vad som skulle hänt om skadan aldrig inträffat medan det andra baseras på det faktiskt observerade förloppet. Analysen av dessa förlopp ger två olika tal och förlustens storlek kan sedan fastställas genom en enkel subtraktion. Till dessa två led kommer sedan en kostnadssida som lämnas därhän i det följande.

Normal skadeuppskattning kan baseras på återanskaffningsvärdet, reparation, försäljningspris osv. Skada i detta fall innebär emellertid att hela marknaden för en viss "vara" förändrats i grunden. När differensmetoden skall tillämpas kan visserligen den kurs bilda utgångsvärde som rådde vid förvärvstillfället, men den efterföljande observerbara kursutvecklingen utgör ingen acceptabel approximation av det faktiska förloppet eftersom olika

²⁵⁰ Se BrB 9 kap 9 § 2 st "...ägnad att påverka bedömandet av företaget i ekonomiskt hänseende".

²⁵¹ Persson (1953) s 16.

orsaksfaktorer tillkommer som innebär att den pågående trenden i kursutvecklingen förstärks. Det kan t ex inte uteslutas att aktieägare som blivit vilseledda säljer ut sina innehav för att därigenom *dels* öka sina förluster (och därigenom öka skadeståndsanspråken), *dels* försöka åstadkomma att det uppgiftsskyldiga bolagets handlande/underlåtenhet framstår som mer allvarligt än som annars skulle varit fallet.

Differensmetoden har också andra nackdelar som delvis följer av att den vilar på vissa identitetsantaganden. Om uppgift A^1 förtigits och senare offentliggörs i form av A^2 antas för det första att dessa båda uppgifter är identiska, vilket inte behöver vara fallet. För det andra antas att det går att rekonstruera hur marknaden skulle reagerat om korrekt information givits eller förtigandet aldrig skett, vilket som regel är omöjligt. I samma utsträckning som identitet saknas, mister differensmetoden också sin tillförlitlighet.²⁵² Den har också till effekt att vid de tillfällen skadestånd medges kan de bli betydande, men för börsbolagens vidkommande knappast så stora att kapitalskyddssynpunkter bör medföra att skadestånd inte medges.

Differensmetoden erbjuder således *som bäst* en grov approximation av skadans storlek och antalet möjliga felkällor är som redan framgått oräkneliga. Svårigheter av detta slag är emellertid inte okända i skadeståndsrättsliga sammanhang. Snart sagt varje personskada är exempelvis omöjlig att kvantifiera med stöd av någon objektivt sett exakt metod. Samma sak gäller anspråk på förlorad handelsvinst, expropriationsersättning osv. Även i dessa fall är domstolen hänvisad till uppskattningar och skälighetsbedömningar. Svårigheterna utgör inte i sig något hinder mot att tillerkänna skadestånd. Tvärtom finns det stöd i lag för att uppskatta inträffad skada när full bevisning inte alls eller endast med svårighet kan föras. Domstolen kan i dessa fall värdera skadan till ett rimligt belopp.²⁵³

Det finns en möjlig precisering av beräkningsgrunden, baserad på de två slag av risk som aktiehandel är förknippad med. Risk som kan diversifieras bort, s k ickesystematisk risk eller marknadsrisk, kan inte motivera ekono-

²⁵² *Elkind v Liggett & Myers* [1980 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 97,716. Detta avgörande innehåller en utförlig diskussion om "the measurement of damages". Målet rörde bl a två fall av direkt tipsgivning från bolagsledningen i Liggett & Myers till vissa utvalda finansanalytiker innan ett väntat kursfall.

²⁵³ Uppskattning kan ske med stöd av RB 35 kap 5 §. För en diskussion av detta lagrum, se Danielsson (1953) som särskilt diskuterar stadgandets tillämpning i praxis. Även Bengtsson m fl (1985) s 68; Ekelöf (1980) s 106.

misk kompensation. Om marknadsindex gått ned samtidigt som ett kursfall aktualiserar skadestånd, skulle det medföra överkompensation om även denna nedgång ersattes. Endast den systematiska eller företagsunika risken kräver en kompensation.

Den systematiska risken mäts av marknadsportföljen, dvs samtliga börsnoterade aktier. Graden av samvariation mellan en enskild aktie och marknadsportföljen anges i det så kallade β -värdet. β -värdet anger således hur känslig ett visst värdepapper är för marknadsvängningar. Om marknaden stiger med 1,0 och aktierna i X har ett β -värde på 2,0 kommer X att stiga med 2 %. Det finns således möjligheter att kompensera för vissa elementära fel vid skadeståndets beräkning på detta sätt, men eftersom tidshorizonten mellan bristfällighet och konstaterad skada är så kort torde det bara erfordras i undantagsfall.²⁵⁴

Helt tydligt kan forskningsrön från finansiell ekonomi medverka till att göra dessa beräkningar än mer exakta.²⁵⁵

²⁵⁴ En liknande marknadsindex-metod tillämpades i det amerikanska fallet *Rolf v Blyth, Eastman Dillon & Co, Inc* [1981–1982 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶¶ 98,269 och 98,201. Målet rörde dock inte bristfällig informationsgivning utan "churning" (överdriven handel i klientens värdepapper för att åstadkomma kommission åt mäklaren). Kärandens portföljförvaltare en viss Mr Yamada hade missbrukat sin ställning och åsamkat dr Rolf stora förluster (portföljens värde sjönk från \$1.423.000 till \$225.000). Angående β -värdet som ett mått på *market risk*, se Brealey-Myers (1984) s 126.

²⁵⁵ En möjlighet kan t ex den så kallade *Capital Asset Pricing Model* (CAPM-ekvationen) erbjuda. Se Hansson-Högfeldt *Ekon Deb* (1988) och även de förslag som presenteras i Fischel 69 *Cal L Rev* (1982).

13. Sammanfattande diskussion om regleringen av börsbolagens informationsgivning

Inledning

I detta kapitel är avsikten att sammanfatta den föregående diskussionen om de befintliga sanktions- och påföljdmöjligheterna. Dessutom vill jag föra fram några principiella synpunkter på samspelet mellan lag- och självreglering vid preciseringen av den informationsplikt som bör åvila börsbolagen.

Den följande argumentationen avser att visa hur antagandet att priserna är informationsbärande mycket väl kan lämpa sig som grundantagande vid formulerandet av en övergripande målsättning för regleringen av börsbolagens informationsgivning.

Vidare framförs ståndpunkten att ett culpaansvar för bristfällig informationsgivning utan större svårigheter kan anpassas till förhållandena på aktiemarknaden. Ett sådant ansvar kan spela en viktig roll som komplement till det befintliga sanktions- och påföljdssystemet. De svårigheter som ofta framförs som ett argument mot en sådan utvidgning av ansvaret, t ex riskspridningsargumentet, oförutsebarhet avseende skadeståndets storlek, vilka som ingår i den ersättningsberättigade kretsen, är i huvudsak av juridisk-teknisk natur. Kan dessa problem lösas på ett godtagbart sätt bortfaller också merparten av invändningarna mot ett culpaansvar för bristfällig informationsgivning.

Den följande argumentationen behandlar bara informationsreglerna och det är inte undersökt i vad mån de här behandlade principerna för reglering m m har någon relevans på andra delområden eller på aktiemarknaden i dess helhet. Andra motiv för reglering och synpunkter av strukturell natur kan mycket väl göra sig gällande på andra områden.

13.1 Motiv för reglering

En fondbörs är först och främst en marknadsplats. Aktiemarknadens betydelse för samhällsekonomin blir dock allt större. Rättmätiga krav på skydd för mindre och osofistikerade investerare, tillsammans med historiska erfarenheter av aktiemarknaders sammanbrott, gör därför att statsmakten har en förhållandevis stor benägenhet att införa lagregler i syfte att stärka marknadens möjligheter att fungera kontinuerligt. Utan att ge avkall på något av

dessa krav kan olika metoder användas när formerna för reglering av marknaden övervägs.

Värnandet om marknadens effektivitet är mer eller mindre uttalat den nuvarande regleringens yttersta mål. Eftersom olika former av bedrägliga beteenden är ägnade att rubba allmänhetens förtroende för aktiemarknaden, är det nödvändigt att tillhandahålla ett investerarskydd. I annat fall finns det en risk att stora skaror placerare väljer andra placeringsalternativ, med följd att näringslivets möjligheter att utnyttja aktiemarknaden som finansieringskälla äventyras. Eftersom förtroendenaspekten antas vara den utlösande faktorn i den antydda orsakskedjan är det ofta just denna aspekt som betonas i lagstiftningssammanhang.¹

När informationsreglernas betydelse ställs i fokus förefaller det närmast vara en truism att påstå att den som befinner sig i en beslutsposition och inte erhåller adekvat information löper större risk än välinformerade aktörer att bli lurad. Om informationsregler medför att alla aktörer ges likvärdig tillgång till denna centrala förnödenhet antas problemet delvis vara löst och förtroendet för marknaden återställt. Likabehandling som allmän policy antas ha den erforderliga förtroendeskapande effekten.

Mot denna bakgrund är det inte heller särskilt svårt att inse varför reglerad informationsgivning kommit att inta rollen som det viktigaste instrumentet för att tillgodose behovet av skydd för investerare i snart sagt alla länder med organiserad aktiemarknad.

Uppfattningen att alla uppgifter skall offentliggöras på bred front och att likhetsprinciper rörande tillgång till såväl information som marknad skall styra reglernas utformning, vilar principiellt på antagandet att den välinformerade placeraren kan fatta väl övervägda beslut. Möjligheterna att föra investerare bakom ljuset minskar i takt med informationsmängden. I det föregående gavs denna syn benämningen informationsdoktrinen.

Detta argumentationssätt har emellertid flera brister. För det första torde det vara så att asymmetrisk kompetens är ett lika stort problem som asymmetrisk tillgång till information. Lekmannaplacerare har sällan eller aldrig de kunskaper och resurser som krävs för att framgångsrikt kunna konkurrera med de professionella aktörerna. För det andra bortses helt från marknadens sätt att assimilera information i kurserna. En stor mängd empiriska undersökningar har företagits som tydligt visar att ny information diskonteras i

¹ Se t ex prop 1984/85:157 s 21–22; SOU 1984:2 s 108.

marknadspriset omedelbart i samband med offentliggörandet. På en fungerande aktiemarknad sker en fortlöpande bearbetning av all tillgänglig information och den bästa uppskattningen av värdet på en viss aktie är vid varje tidpunkt aktiekursen. Huvudsakligen är det de professionella marknadssegmenten som åstadkommer denna informationsbearbetning och som kan agera tillräckligt snabbt för att kunna utnyttja de arbitragemöjligheter som informationsflödet medger.

Om investerare alltså inte kan tillgodogöra sig information från börsbolagen, är mer information inte liktydigt med ökat investerarskydd. Ekonomisk teori leder i stället till den berättigade slutsatsen att prisbildningens effektivitet utgör det mest verkningsfulla investerarskyddet. Strävan att alla får del av all information samtidigt kan därmed underordnas målsättningen att alla offentliggjorda uppgifter så snabbt som möjligt skall återspeglas i kurserna.

Det kan inte heller uteslutas att de mindre sofistikerade aktörerna får en sämre position om avsikten med regleringarna är att skapa en likvärdig tillgång och förståelse av all väsentlig information. Eftersom alla data de kan komma över ändå redan nått de professionella grupperna och därigenom också påverkat prisbildningen har den genomsnittlige investeraren ingen glädje av att informationsreglerna avpassas efter deras behov. Följden blir att informationsgivningen från börsbolag till marknad kan anpassas efter de professionella aktörernas behov utan att detta behöver innebära en förlust av investerarskydd. Tvärtom tyder mycket på att det innebär en vinst.

En central ambition med informations- och ansvarsreglerna är att de utformas så att marknadsprisbildningsfunktionen fungerar optimalt och att kurserna blir så informationstäta som möjligt. Det finns därför anledning att noga överväga om inte de motiv som – reflekterat eller oreflekterat – hittills styrt marknadsreglering nu får anses vara alltför otidsenliga för att kunna fungera som principiell utgångspunkt för lagstiftning.

En annan konsekvens av ett föråldrat synsätt på marknadsfunktionen är att regleringen av börsbolagens informationsgivning lätt reduceras till ett företagsproblem, med exklusiv hemvist i bolagsrätten. Informationsflödets betydelse för prisbildningen måste också beaktas och det kan med fördel omformuleras till ett *marknadsproblem*. Innebörden är att mottagarkretsen av all information från börsbolag vidgas och tillåts inbegripa marknaden i sin helhet.

Om aktiemarknaden är effektiv i den betydelsen att all offentliggjord

information omedelbart återspeglas i kurserna, kan lekmanaplacerare passivt dra nytta av den informationsbearbetning som sker i de professionella segmenten eftersom de ändå erhåller samma priser som alla andra aktörer utan att de behöver företa kostsam anskaffning och analys av information. Om de professionella segmenten gör en vinst p g a överlägsen tillgång till information, kan detta ses som en kompensation för deras informationsbearbetning.

Denna form av arbetsdelning förekommer på skilda områden i samhället och anses då ha klara fördelar. Det är inget vitalt samhällsintresse att alla som placerar i aktier också skall företa analyser. Målet bör i stället vara att värna om prisbildningens effektivitet.

13.2 Strukturella aspekter

Varje form av regelsystem är en kompromiss. Möjligheten att uppnå ett i alla delar fullkomligt system är med all säkerhet utom räckhåll för lagstiftare. Att självreglering saknar egenskapen att vara fullkomlig delar den med lagstiftning. Sannolikheten för att lagstiftning är närmare det optimala än självreglering torde vara liten. Hur det än må vara med detta, bör analysen i stället inriktas på hur dessa två instrument kan kombineras för att uppnå en tillfredsställande reglering.

Vilken betydelse Kreuger-kraschen, Fermenta-skandalen och liknande händelser har haft och kan komma att få på utformningen av regler på marknaden är naturligtvis omöjligt att uttala sig om med bestämdhet. Den smärtsamma erfarenhet, som ett grovt missbruk av aktiemarknaden utgör, bör *åtminstone* leda till en ökad insikt om att regelsystemet inte uteslutande kan bygga på antagandet att alla aktörer är lojala mot de övergripande samhällsekonomiska mål lagstiftaren satt upp för kapitalmarknaderna. Inte heller torde det vara befogat att räkna med konsekvent uppslutning kring vad självreglerande organ betecknar som "god sed på aktiemarknaden". Att de kända missbruksfallen definieras som "undantag" i en annars väl fungerande miljö kan inte utgöra ett godtagbart skäl för passivitet. Dessa affärer utgör tvärtom ett prov på det befintliga regelsystemets kapacitet och avslöjar obönhörligen vilka svagheter som finns.

Ett första steg mot införandet av ändamålsenliga informationsregler är att förankra regelsystemet i en bestämd uppfattning om marknaden funktions-sätt. Om målet är att priserna skall bli så effektiva informationsbärare som möjligt, och detta kan anses tillgodose investerarskyddsaspekter m m i till-

räckligt hög grad, finns också en solid bas för den tekniska utformningen av regelsystemet.

Om målsättningen med reglerna sålunda är klarlagd, kan de respektive fördelarna hos lag- och självreglering lättare vägas samman och utnyttjas på bästa sätt.

I allmänna ordalag är fördelen med lagstiftning att det finns större möjligheter att lägga kraft bakom orden och differentiera sanktions- och påföljdssystemet. Samtidigt är lagstiftning inte någon särskilt snabb metod när ändringar påkallas. Ett problem med lagstiftning som medel för att optimera informationsgivning är därför att den måste utformas på ett generellt sätt för att kunna fungera under en längre tidsperiod. Dessutom är processen som föregår en lagändring (eller en reform) så tidsödande att de eftersträvade positiva effekterna kanske inte kan uppnås. I vissa fall kan det också ha skett en anpassning eller t o m korrigerings på marknaden genom formell eller spontan självreglering vilket också det kan medföra att lagstiftningen inte får avsedd effekt.

Självreglering är till skillnad mot offentlig reglering ett informellt förfarande. Det kan därför finnas anledning att dröja vid de kännetecken som denna regleringsform har.

Ett försök till definition av självreglering kan bli *en kollektivt överenskommen form av normgivning och kontroll* av en organisations medlemmar, där reglerna avses styrande för verksamhetens bedrivande och medlemmarnas beteende på vissa centrala områden. Allmänt sett emanerar alltså självreglering från insikten hos en grupp individuella aktörer (eller en institution) om att en reglering av dess verksamhet framstår som gynnsam med utgångspunkt från organisationens och de individuella aktörernas gemensamma intressen.

Attityderna till självreglering varierar i betydande utsträckning. I nedanstående uppräknings ges några av de vanligaste argumenten för självreglering:²

1. De personer som har befattning med ett självreglerande system är ofta experter.
2. Systemet är vanligtvis inte särskilt kostnadskrävande och de kostnader som uppstår bärs av marknaden.
3. Reglerna kan lätt ändras.

² För en diskussion om självreglering på den svenska marknaden, se Farrar (1985) s 498.

Sammanfattande diskussion

4. Tillämpningen präglas av snabbhet och flexibilitet.
5. Lagstiftning är inriktad på en minimistandard medan självreglering kan tillämpa högre normativa trösklar.
6. Möjligheterna för regleringsorganet att göra auktoritativa uttalanden *ad hoc* är stora och uppfattas inte som ett behörighetsöverskridande.
7. Belastning på domstolsväsendet minskar.
8. Sanktionerna uppfattas ofta som stränga eftersom det innebär förlust av aktörens goda rykte på marknaden.

Det finns också en rad nackdelar:

1. Självreglerande organ framstår ofta som domare i egen sak, vilket kan leda till att överträdelser sanktioneras mildare än om motsvarande beteende varit föremål för lagreglering. Kollegialitet kan medföra slapp regel tillämpning.
2. Möjligheter till nyanserade bedömningar när sanktioner skall utmätas är begränsade. De sanktioner som finns är antingen för drakoniska (uteslutning, avregistrering etc) eller för svaga (vite, reprimander).
3. Det saknas ofta effektiva undersökningsresurser vid påstådda regelbrott.
4. Eftersom systemet i grunden bygger på frivillighet genom anslutning (kontrakt) kan reglerna inte utsträckas till att omfatta andra än de anslutna. Systemets funktion bygger därför på ett monopol, vilket kan kräva statsmaktens medverkan eller i vart fall dess samtycke.
5. Svårigheter kan uppkomma om aktörer inte accepterar det självreglerande organets beslut och vill få det överprövat. Saknas denna möjlighet uppstår brister i rättssäkerheten.
6. Onödiga dupliceringar av uppgifter kan uppkomma med påföljande brister i övervakningen av olika marknadsavsnitt.
7. Avsaknaden av allmän insyn i organens verksamhet är negativt.

Självreglering utgör på vissa områden ett alternativ till lagstiftning. Ibland kan självreglering tillhandahålla ett regelsystem som är både effektivare och mindre kostnadskrävande än vad en motsvarande statlig reglering kan erbjuda. Detta gäller särskilt på en så institutionaliserad marknad som den nu diskuterade. På de engelska kapitalmarknaderna har t ex statsmakten insett att självreglering är ett närmast oundgängligt komplement till lagstiftning.³ I vårt land har staten intagit en hållning som närmast innebär att marknaden givits tillfälle att prestera erforderliga åtgärder för att uppnå ett funktionssätt som ter sig acceptabelt. Uteblir dessa är förmodligen olika former av statliga interventioner att vänta. I USA påminner situationen till viss del om den i

³ *Review of Investor Protection: A Discussion Document.* (1982 HMSO) para 3.44 (d) s 52.

England, dvs ett centralt övervakningsorgan (SEC) i överordnat samarbete med en lång rad självreglerande organisationer.

Ett ofta förbisett problem är att de självreglerande organen inte sällan står statsmakten så nära att deras ställning som självreglerande organ kan ifrågasättas. I praktiken är gränserna mellan väletablerade organ (som t ex fondbörserna) och statsapparaten delvis utsuddad. En effekt av denna närhet kan bli att angelägna reformer aldrig kommer till stånd. När lagändringar föreslås kan det tänkas att statsmakten möts av en anpassningsvilja från de ledande marknadsorganen som innebär att kompromisser ligger nära till hands rörande de mest angelägna målen med en planerad reform. Följden kan i stället bli att de självreglerande organen ökar sin egen regelflora, men i allt väsentligt behåller den existerande tillämpningen. Någon förändrad praxis uppkommer därför inte, i vart fall inte i den utsträckning som eftersträvades.⁴

Ett uttalande i 1973 års *Senate Securities Sub-Committee* förtjänar att citeras för att illustrera oviljan att medverka till mer genomgripande reformer av marknaden som ibland kan antas föreligga:

“The natural lack of enthusiasm for regulation on the part of the group to be regulated, the temptation to use a facade of industry regulation as a shield to ward off more meaningful regulation, the tendency for businessmen to use collective action to advance their interests through the imposition of purely anti-competitive restraints as opposed to those justified by regulatory needs, and a resistance to changes in the regulatory pattern because of vested economic interests in its preservation.”⁵

Enligt detta uttalande saknar självreglerande organ tillräckligt starka incitament för att reglera marknaden på ett sätt som står i överensstämmelse med de behov som lagstiftaren anser föreligga. Vid närmare eftertanke kan emellertid detta argument också åberopas mot lagstiftning eftersom även den är en konsekvens av olika gruppintressen. Förekomsten av gruppintressen är alltså inget argument för eller mot vare sig lagstiftning eller självreglering.

Seligman påstår att skärpt lagstiftning var nödvändig att införa i USA just på grund av att NYSE inte kunde åstadkomma en tillfredsställande nivå

⁴ Page 49 *M L R* (1986) s 141 ff.

⁵ Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, 93rd Cong, 1st Sess, Securities Industry Study. Report of the Subcommittee on Securities, 145 (Comm print 1973). Citatet återges även i Page 49 *M L R* (1986) s 143; Seligman 9 *J Corp L* (1983) s 56. Citerat från Seligman.

på informationsgivningen.⁶ Eftersom NYSE inte hade något monopol på börshandel – introduktion av aktier kunde ske vid någon annan fondbörs eller marknadsföras på andra sätt (market shopping) – var det enkelt för bolagen att undvika de omfattande krav på informationsgivning som NYSE tillämpade.⁷

Konsekvensen för verksamheten vid NYSE blev att det egna regelsystemet inte kunde upprätthållas. NYSE lyckades inte förmå företag att lämna uppgifter eller att tillmötesgå börsen i samband med undersökningar av påstådda regelbrott, ens vid ansökan om inregistrering av aktier. Dessa brister anger bl a Seligman som typiska exempel på fondbörsers oförmåga att åstadkomma en tillfredsställande informationsgivning till marknaden.

I en rapport som åtföljde 1934 års amerikanska *Securities Exchange Bill* uttrycks de svårigheter som man då ansåg fanns hos NYSE som självreglerande organ på följande sätt:

“Although the exchanges have endeavored to bring about an improvement in the type of financial reports filed by corporations, they have been hampered by the terms of the listing contracts made with issuers, which they have not considered themselves entitled to modify without the consent of such issuers. Progress in this direction has been further retarded by the unwillingness of issuers to furnish adequate information, supported by the threat of withdrawal of their listings, and by the potential competition of exchanges having more lenient standards. Such impediments could not exist so far as a Federal regulatory body is concerned.”⁸

Denna kritik riktades mot NYSE innan tillkomsten av SEC och således också innan den nu gällande federala lagstiftningen infördes.

En tydlig svaghet i den dåvarande strukturen var att skärpta regler inte kunde införas utan medgivande från bolagen. Liknande förhållande gäller i dag på den svenska marknaden genom den konstruktion IRK fått, nämligen att ändringar i kontraktet förutsätter förhandlingar med Aktiemarknads-

⁶ Seligman 9 J Corp L (1983) s 54.

⁷ På 1930-talet var det vanligt att man handlade med aktier på The New York Curb Exchange, numera American Stock Exchange (AMEX). Vanligtvis inleddes handel där med att en mäklare började hålla marknad i en viss aktie utan att detta föregåtts av någon informationsgivning eller att information kunde väntas följa om denna aktie. Trots att The New York Curb Exchange var landets andra fondbörs i storlek var 82 % (november 1933) av alla aktier som det handlades i “unlisted”.

⁸ Senate Report No 792, 73rd Cong, 2d Sess 5 (1934). Citerat från Seligman 9 J Corp L (1983) s 55.

bolagens förening. Det kan inte uteslutas att detta försvårar reforminitiativ från börsens sida.⁹

Sammanfattningsvis torde förhållandet mellan lag- och självreglering kunna utvärderas genom att respektive regleringsforms principiella fördelar formuleras på följande sätt:

LAGREGLERING

- (a) Tillgodoser samhällsintressen.
- (b) Skapar förutsebarhet.
- (c) Möjliggör klara regler.

SJÄLVREGLERING

- (a) Tillgodoser aktörernas intressen.
- (b) Medger smidig tillämpning.
- (c) Tillämpar högre normativa trösklar (principer).

Vid valet mellan självreglering och lagstiftning på ett visst område i samhället (t ex aktiemarknaden) kan en utgångspunkt för bedömningen vara hur självständigt det är från den övriga omgivningen. I vilken mån påverkar t ex börsbolagens informationsbeteende andra delar av samhället? Helt klart är att aktiemarknaden som helhet är av stor betydelse för samhällsekonomin. Lagstiftning kan då motiveras i den utsträckning det påkallas för att tillgodose samhällsintressena. Samtidigt bör lagstiftaren lämna största möjliga utrymme oreglerat för att inte eliminera utrymmet för självreglering.

Självregleringens styrka och möjligen också dess svaghet ligger i det faktum att en positiv närhet till marknaden kan vidmakthållas kontinuerligt. Detta medger ett betydande mått av smidighet som i sin tur gör att reglerna inte löper risk att förlora kontakten med den pågående utvecklingen och behoven hos marknaden. Om närheten och intressegemenskapen i relation till marknads aktörer blir alltför påtaglig kan de självreglerande organen å andra sidan förlora initiativet och önskvärda reformer utebli. Dessutom kan enskilda aktörers behov av förutsebarhet inte alltid vidmakthållas.

Genom lagstiftning kan i bästa fall ett enhetligt och väl avgränsat system etableras. Lagregler kan, om de utformas med omsorg, ge klara signaler om önskvärt beteende. Regeln ställer exempelvis upp en gräns för det tillåtna respektive det otillåtna.¹⁰ Självreglering kan å andra sidan formuleras som principer och därmed skapa högre normativa trösklar. En princip uppställer

⁹ Det torde också kunna ifrågasättas – från såväl materiellrättslig som principiell synvinkel – om det är en nödvändig förutsättning för inregistrering av aktier att börsbolaget ifråga är medlem i Aktiemarknadsbolagens förening.

¹⁰ Peczenik (1987) s 52.

ju närmast ett ideal som kan förverkligas i större eller mindre grad.¹¹ Den engelska *Takeover Code* är ett exempel på ett regelsystem som har denna uppbyggnad. Där uppställs 10 allmänna principer (general principles) som fortlöpande preciseras genom mer detaljerade regler (rules).¹²

Sammanvägningen mellan lagstiftning och självreglering kan sålunda i huvuddrag utformas så att man lagstiftningsvägen försöker kompensera de svagheter som självregleringen uppvisar, dvs *dels* förhindra att marknaden låses i en stark intressegemenskap, *dels* tillhandahålla ett väl differentierat sanktionssystem. Detta kan åstadkommas genom att i lagstiftningens form utforma ett ramverk för självreglerande organs verksamhetsformer och behörighet. Den nuvarande kontraktsformen (IRK) för börsbolagens relation till börsen kan lämpligen överges. Mer principiellt orienterade steg mot förbättrad informationsgivning kan utformas som lagstiftning, men detaljregleringen överlämnas till självreglerande organ, under övervakning av ett offentlighetsrättsligt organ.¹³

13.3 Sanktioner och påföljder

Enligt informationsdoktrinen är lagstadgad informationsskyldighet och förbudsregler mot vilseledande beteende och otillbörligt utnyttjande av information ömsesidigt kompletterande. Regler mot bedrägliga beteenden har ett klart funktionellt samband med informationsreglerna eftersom det som typiskt sett skall förhindras är utnyttjandet av ett informationsförsprång (insiderhandel), eller spridande av falsk information (svindleri). Information får således karaktär av nyckelbegrepp även i dessa regelkomplex och förekomsten av bedrägerier är ofta synonymt med avsaknaden av adekvat och korrekt information.¹⁴

Frågan som ställs i detta avsnitt är vilken roll sanktioner och påföljder

¹¹ A a s s.

¹² *The City Code on Takeovers and Mergers*. London (1988).

¹³ Londonmarknaden är ett intressant exempel på detta. De materiella informationskrav som enligt tillämpliga EG-direktiv skall gälla på alla marknader inom gemenskapen har inkorporerats i den regelbok som ISE tillämpar (ASL). En liknande konstruktion skulle mycket väl kunna vara motiverad i vårt land.

¹⁴ Den börsetiska debatt som pågått i bl a massmedia under senare år, föranledd av oönskade beteenden hos bolag och dess ledande företrädare, har ofta haft bristfällig informationsgivning som gemensam nämnare. Se Linné-Wetterstrand (1986).

spelar om reglernas målsättning i stället är att aktiekurserna skall bli så informationstäta som möjligt.

I ekonomisk teori diskuterar man ibland möjligheten av att optimera en reglerings sanktionsnivå så att den varken blir för mildt sanktionerad eller överdrivet hårt sanktionerad ("the cure can be worse than the disease"). Detta resonemang förutsätter att man på något sätt kan förutsäga den optimala sanktionsnivån, vilket ofta innebär att kostnaderna för att garantera regelns efterlevnad ställs mot vinsterna av att vissa beteenden uteblir. Enligt detta betraktelsesätt skall beteendet bara motarbetas om kostnaderna för att reducera det är lägre än de förväntade förlusterna.¹⁵

Ett enkelt exempel kan illustrera detta: om ett visst beteende orsakar investerare förluster på 10 mkr per år och det kostar 5 mkr att effektivt motarbeta det är åtgärderna motiverade. Om det däremot kostar mer än 10 mkr är det inte motiverat. Endast under dessa förutsättningar innebär åtgärderna en effektivisering av marknaden. Den optimala nivån innebär alltid en ambitionsnivå som är lägre än att alla överträdelser skall beivras, några enstaka missbruksfall kommer således alltid att undkomma upptäckt och påföljd.

Om sanktioner införs mot bristfällig informationsgivning ökar teoretiskt kostnaderna för alla som erbjuder lågkvalitativa investeringar och försöker få dem att framstå som högkvalitativa genom bristfälliga uppgifter. En sådan reglering åsamkar inga eller mycket låga kostnader för företag som inte sprider felaktiga uppgifter. Eftersom korrekt informationsgivning stöds av sanktioner är behovet mindre för säljarna att verifiera lämnade uppgifter och säljarna behöver inte i samma utsträckning åstadkomma omfattande alternativa åtgärder för att underbygga att de lämnade uppgifterna är korrekta. Detta reducerar kostnaderna för informationsbearbetning och analys. Kostnaderna för högkvalitets-företagen reduceras emellertid inte till noll om sanktionerna är för svaga eller av andra skäl otillräckliga.

En allmän svaghet hos sanktionsregler sammanhänger med att deras avskräckande effekt är en funktion av hur effektivt överträdelser sanktioneras. En regels förmåga att avhålla företagen från ett visst beteende beror på hur stor skillnaden är mellan hur de behandlas som håller regeln och de som inte gör det. Om en styrelseledamot sprider falska rykten om sitt företag i syfte att påverka priset i den ena eller andra riktningen och sannolikheten att han skall bli upptäckt är försumbar, har en sanktion förmodligen låg eller

¹⁵ Detta resonemang bortser från att det kan finnas etiska och moraliska överväganden som skall beaktas trots att det inte är önskvärt ur detta perspektiv.

ingen avskräckande effekt. Om det är förenat med betydande ekonomiska fördelar att överträda regeln från den enskildes perspektiv kommer den förmodligen också att överträdas.

Straffrättsliga remedier av det slag som finns i BrB 9 kap 9 § kan visserligen vara effektiva, men den uppenbara nackdelen är att de tar betydande offentliga resurser i anspråk. Det kan heller inte uteslutas att andra måltyper prioriteras framför svindleri när begränsade resurser skall fördelas av åklagarmyndigheterna, med följd att bara de mest uppseendeväckande fallen beivras. En annan nackdel är att de har begränsad effekt på företag som inte lämnar några uppgifter. Tystnaden från ett bolag i vars aktier handel sker på sekundärmarknaden kan betyda att ingenting finns att meddela, att det finns dåliga nyheter eller goda nyheter som inte kan offentliggöras av hänsyn till konkurrenterna osv. Även om det finns en betydande flora av informationskrav är överträdelser i form av förtiganden som regel inte åtkomliga med stöd av straffbud.

De børsrättsliga sanktionerna är primärt avregistrering och avtalsvite. Avregistrering kan användas som en sanktion då börsbolag inte uppfyller de krav på informationsgivning som gäller för börsbolag. Problemet är att denna sanktion knappast kan tillämpas på ett särskilt nyanserat sätt, vilket gör att den i första hand används i extremfall. Avtalsvite täcker formellt sett bara kontraktets bestämmelser och kan sålunda inte utsträckas till att omfatta bristfällig informationsgivning i allmänhet. I praktiken är dock kontraktet så beskaffat att varje form av bristfällighet innebär ett kontraktsbrott. Börsbolagen är t ex skyldiga att upprätta årsredovisningshandlingarna i enlighet med tillämplig lag och god redovisningssed.¹⁶

Med tanke på närheten mellan det övervakande organet och marknadens aktörer är börssanktionerna av största betydelse. Börsen har också möjlighet att agera snabbt när något händer. De övriga sanktionerna och påföljderna saknar dessa egenskaper.

Skadeståndssanktionen är den tredje komponenten i det befintliga sanktionssystemet. Betydande oenighet råder om denna sanktions räckvidd. Den följande beskrivningen sammanfattar vad som framfördes i kap 12 och för diskussionen ett steg ytterligare i principiell riktning.

ABL 15 kap 1 § täcker alla överträdelser av lag och bolagsordning som någon bolagsfunktionär är skuld till, men omfattar t ex inte IRK eller NBK:s

¹⁶ IRK (Bil 1) p 9.

rekommendationer. Den juridiska personens eget ansvar faller dessutom helt utanför det bolagsrättsliga systemet. I vad mån det finns ett culpaansvar utanför denna sfär är således oklart, men i det föregående har jag argumenterat för att gällande rätt i vart fall inte uppställer några hinder för att utvidga culpaansvaret om det kan anföras goda skäl.

Vad först ankommer ansvaret enligt ABL torde det vara ostridigt att bolagets organföreträdare ansvarar för bristfällig informationsgivning som åsamkar aktieägare skada om bristen innebär en överträdelse av lag eller bolagsordning. Ansvarets omfattning gentemot "annan" är beroende av huruvida begreppet skall tolkas inskränkande eller utvidgande. Semantiskt innefattas alla andra än aktieägare. Detta förefaller också vara den uppfattning som framförs i motiven till ABL.¹⁷

I motiven till 1944 års ABL förutsätts att informationsreglerna i ABL är betydelsefulla skyddsregler för tredje man som *träder i förbindelse med bolaget*.¹⁸ Närhetsrekvisitet innebär i detta fall att även den som köper en aktie i bolaget, föranledd därtill av en felaktig årsredovisning, på den öppna marknaden, kan ådömas skadestånd från styrelseledamöterna.¹⁹ Det finns så vitt jag funnit ingenting som tyder på att rättsläget i berört hänseende skulle ha ändrats.

Den problematiska punkten i svensk rätt är egentligen inte hur vidsträckt den skadeståndsberättigade kretsen är. Till all den informationsplikt som följer av ABL är det också knutet ett generellt syftande skadeståndsansvar i lagens kap 15. Någon begränsning vad avser personkretsen finns inte. I stället får en eventuell begränsning ske inom ramen för culpabedömningen.

Den skadeståndsrättsligt kontroversiella frågan är snarare *om och under vilka förutsättningar* ett culpaansvar kan omfatta även annan information än sådan som sanktioneras genom ABL kap 15.

En viktig fråga vid diskussionen om sanktionssystemets struktur och samverkan mellan de olika påföljderna är i vad mån det finns en spänning

¹⁷ Prop 1975:103 s 540.

¹⁸ SOU 1941:9 s 640.

¹⁹ Jfr det engelska rättsfallet *Caparo Industries plc v Dickman and others* [1989] BCLC s 154. I detta avgörande intog domstolen (Court of Appeal) ståndpunkten att en revisor visserligen har ett ansvar gentemot aktieägare, men inte gentemot personer som enbart p g a brister i revisionen fattat beslut att köpa aktier i bolaget ifråga på felaktiga grunder: "the relationship between them and the auditor of a company's account being insufficiently proximate" (BCLC s 154). Engelsk rätt avviker därmed från svensk rätt i detta avseende och den ansvarsberättigade kretsen är vidare än vad fallet tycks vara i engelsk rätt.

mellan de olika skyddssfärer som svindleristadgandet i BrB 9 kap 9 § respektive ABL 15 kap 1 § tillhandahåller.

BrB 9 kap 9 § omfattar *all* vilseledande informationsgivning och skapar därmed ett betydelsefullt och generellt syftande investerarskydd. I 9 § 2 st är gärningsmannaskapet knutet till personer som på grund av sin ställning bör äga särskild kännedom om ett visst bolag. Konsekvensen blir att alla bolagsorgan omfattas av det straffrättsliga ansvaret, men personkretsen är mer vidsträckt än så. För det fall den bristfälliga informationsgivningen utgör grov oaktsamhet, kan därmed SkL 2 kap 4 § utgöra grund för ett yrkande om skadestånd. Förmodligen är det också så att skadestånd enligt SkL 2 kap 4 § inte förutsätter ett krav på brottslig gärning för att kunna tillämpas.²⁰ Kretsen skadelidande är obestämd i det fall skadeståndstalan grundas på BrB 9 kap 9 § och den ersättningsberättigade kretsen kan omfatta alla som blivit vilseledda och lidit skada.

Vad ankommer ett culpaansvar genom analog tillämpning av SkL 2 kap 4 § är det fråga om ett mer kontroversiellt område. I det föregående har jag försökt visa att ett culpaansvar utan särskilt stora svårigheter kan förenas även med högt ställda krav på rättssäkerhet. Innan jag övergår till att sammanfatta dessa slutsatser finns det anledning att repetera några av de skäl som talar för att medge ett skadeståndsansvar baserat på culpa.

För det första är det helt klart att det förekommer att placerare lider skada som en följd av bristfällig informationsgivning. Detta uppenbara skäl – behovet av reparation – kan inte förträngas så långt att skadeståndssanktionen helt elimineras. Möjligheten att försäkra sig mot dessa skador saknas för närvarande, samtidigt som det finns ett påtagligt samhällsintresse att även privatpersoner med betydande riskaversion skall rekommenderas att placera sparkapital i aktier.

Ett annat skäl för att medge skadestånd är allmänna preventionshänsyn. Om börsbolag löper risk att bli skadeståndsskyldiga, finns det visst fog för tanken att de också blir mer noggranna i urval och presentation av uppgifter än vad de annars skulle varit. Det finns mycket som talar för att informationsgivningens kvalitét ökar. Farhågor att bolagen blir mer försiktiga i sitt upp-

²⁰ Se Kleineman (1987) s 144–145 om de särskilda lagtolkningsproblem som aktualiseras i detta fall. Se även NJA 1936 s 207. Detta fall analyseras ingående i Kleineman (1987) kap 5.4.

giftslämnande är visserligen berättigade, men kan lösas om t ex självreglerande organ ges större frihet än de har i dag att utforma informationskraven.²¹

På vilket område bör då culpaansvaret vara tillämpligt och hur skall ansvarsbedömningen utformas?

Först och främst är det bara bristfällig informationsgivning från bolag vars aktier är föremål för kontinuerlig handel på en aktiemarknad som omfattas av det culpaansvar som diskuteras här. Det föreslagna ansvaret förutsätter därför en fungerande aktiemarknad, där den avgörande egen-skapen är att marknadspriset omedelbart reagerar på ny information.²²

Om de marknadsmässiga förutsättningarna är uppfyllda innebär det i korthet följande för ansvarsbedömningen. En första iakttagelse är att bedömningen kan objektiveras. Alla krav på individuell tillit till den bristfälliga informationen är irrelevanta i en marknadskontext eftersom aktiekurserna överför all tillgänglig information till placerarna. Den som företar en transaktion i ett företags aktier kan därför antas göra detta i förlitan på att marknadens prisbildningsfunktion tillhandahåller den bästa approximationen av det aktuella företags värdepapper som finns att tillgå. Är kursen artificiell till följd av bristfällig informationsgivning, har tilliten också inkluderat denna som en beståndsdel i den datamängd som varit styrande för kursnivån.

I en konkret process är det därför tillräckligt att en skadelidande åbe-ropar och styrker följande för att anses vara berättigad till skadestånd:

1. Att svaranden har brutit i sin informationsgivning.
2. Att bristfälligheten orsakade en ekonomisk förlust.
3. Att den förlustbringande placeringen företogs under den relevanta tidsperioden, dvs mellan tidpunkten då bristfälligheten offentliggjordes och korrigeringen.

Det åligger den förment skadelidande att visa på vilket sätt den uppgiftsskyldige brutit i sin informationsplikt (p 1). Aktsamhetsbedömningen sker i två steg. För det första undersöks om den uppgiftsskyldige brutit mot en bindande handlingsnorm. Innebär bristfälligheten en överträdelse av självreglering,

²¹ Principiellt sett kan skadeståndet enligt den modell som presenteras i avhandlingen sägas sanktionera *fara* snarare än *skada*. Även om skada inte kan konstateras ökar bristfällig informationsgivning faran för kurspåverkan i så hög grad att skadeståndssanktionen kan fylla en viktig preventiv funktion. Kravet på orsakssamband mellan skadebringande handling eller underlåtenhet och den skadelidandes förlustbringande transaktion upplöses därmed.

²² Se 9.3.3 ovan.

bör domstolen också göra en granskning av normernas ställning som handlingsregler på marknaden; är de bindande eller inte? Utgör bristfälligheten däremot ett lagbrott, krävs inte denna normgranskning. Steg två innebär att domstolen undersöker om det finns något som kan och bör medföra ansvarsfrihet. Kan sådana omständigheter inte anföras är beteendet att anse som oaktsamt.

Käranden måste också styrka ett orsakssamband mellan den bristfälliga informationen och den ekonomiska förlusten (p 2). Denna begränsningsfaktor återspeglas i det skadebegrepp som diskuterades i avsnitt 12.3.2 ovan. Med skada förstås en ekonomisk förlust orsakad av en utebliven eller inträffad väsentlig kursförändring. Skadan relateras alltså uteslutande till konstaterade förändringar i aktiekursen i det bolag som brustit i sin informationsplikt.

För det tredje måste käranden visa att han företagit en transaktion under den tidsperiod då den uppgiftsskyldige ännu inte uppfyllt sina förpliktelser – i förtigandefallen fram till offentliggörandet och i felfallet fram till korrigeringsstidpunkten (p 3).

Förekommer inte handel i ett bolags värdepapper i sådan omfattning att effektiv kursbildning sker, finns det inget utrymme för att tillämpa den förespråkade metoden för culpabedömning. Skälet är helt enkelt att det inte går att styrka skada. Denna begränsning gör att varje bolag vet med sig om de omfattas av ett culpaansvar för bristfällig informationsgivning av det slag som diskuteras här eller inte.²³

Om ett utvidgat culpaansvar skall tillämpas, träder också den juridiska personen fram som primärt ansvarssubjekt. Det är alltså inte i första hand fråga om att rikta anspråken mot organföreträdare. Från marknads perspektiv är det naturligt att se bolaget som uppgiftslämnare. För den händelse skadestånd medges kan en enskild organledamot därefter regressvis nås med anspråket enligt de bolagsrättsliga reglerna. Det sagda hindrar naturligtvis inte att talan också riktas direkt mot företrädaren, antingen på culpagrund eller med stöd av ABL 15 kap 1 § om skadan är en följd av att "lag eller bolagsordning" överträtts.

Om en aktieägare stämmer bolaget kan detta på sätt och viss jämföras med att vederbörande framställer skadeståndsanspråk mot "sig själv". Aktie-

²³ I vad mån culpaansvaret skall utvidgas ytterligare och även omfatta andra bolag är inte övervägt.

ägare i börsbolag ser emellertid i första hand sitt aktieinnehav som en ren kapitalplacering.²⁴ Möjligheterna till inflytande är alltså sekundära. Identiteten mellan aktieägare och börsbolag är ofta alltför uttunnad för att kunna utgöra ett hinder mot aktieägarens rätt att kunna rikta skadeståndsanspråk mot den juridiska personen. Reparationshänsyn bör i detta fall väga tyngre.

Sammantaget kan det befintliga sanktionssystemet ses på ungefär följande sätt. Straffrätten kan tillgripas vid grova avvikelser från godtagbar informationsstandard. ABL och ett utvidgat culpaansvar genom analogi med SkL 2 kap 4 § tillämpas i de fall bristfällig informationsgivning medfört skada för placerare. Börsens sanktions- och påföljdssystem har en framträdande kontraktsrättslig sida som delvis kompletterar skadeståndssanktionerna, men som också kan användas för smärre korrigeringar i bolagens informationspraxis. Om det kontraktsrättsliga draget bringas att upphöra kan börsen sannolikt på ett bättre sätt än i dag tillvarata marknadens behov av information.

²⁴ Bohlin (1987) s 27.

SUMMARY IN ENGLISH

Introduction

In this dissertation I have chosen to examine the problem concerning the responsibility of listed companies for erroneous (false or misleading) information in the secondary segments of the stock market.

The importance of "safeguarding the public confidence in the market" has long since been the overriding principle behind all regulation of the stock market. You might add that these activities should be pursued efficiently and safely and that stock exchange trading must also be carried on "permanently and with staying power".

The flow of information from company to market is in many ways quite decisive to the ability of the stock market to work. First, this flow is a prerequisite for making the price formation work satisfactorily on the different markets. Second obligatory disclosure of information is considered the most efficient instrument for protecting the investors.

Main section I

The dissertation begins with a description of the rise and wide acceptance of the doctrine of equal opportunity, in Swedish, English and American law inter alia. This view breaks through in our country in the 1970's and thereafter represents the established view on how to satisfy the need for protection of the investor by legislation. England took a similar position in the middle of the 19th century when reforming company laws. The English rules in their turn exerted an influence on the American legislators in the shaping of the Securities Acts in the 1930's.

The thrust of this regulation is briefly that rules about disclosure of information combined with direct prohibitions of certain fraudulent behaviours and the abuse of information will create an acceptable protection for "the average prudent investor". Measures of this kind are considered especially important for the working of the market. When a recently established

company turns public to acquire capital, investors lack the point of reference for judging the value, which the quotations provide in the case of already listed companies. Obligatory disclosure of information before a new issue of shares is supposed to overcome this difficulty.

The doctrine of equal opportunity and its influence on the regulation of the secondary market has its foundation in the concept that all agents (or "the public") will have simultaneous access to all information that the listed companies publish.

If all investors have equal access to the same basis for decisions they are expected to have similar capability to make well-founded ones. In this way you have brought about "equal opportunity" for all investors. The individual ability among the investors to interpret all the elements in this flow of information is after all not taken into consideration. These ideas are built upon the implicit assumption that the ultimate difficulty concerning strategy for investments lies in the lack of information from the companies.

The legislator uses disclosure-rules to maximize the quantity of information and thus neutralize the asymmetry in the supply of information, which is supposed to characterize the stock markets. The objective of these rules is to guarantee that all the relevant information is at once accessible to all agents in the market. Asymmetry in individual qualifications is regarded as of no importance. This stands out clearly in the rules of accountancy which are highly technical and presuppose expertise in their treatment.

In the middle of the seventies you notice a shift of the regulation of listed companies' information from the primary to secondary market. This is clearly evident in American statute law as well as self-regulation. You can observe this trend also in our country. The changed emphasis – from the perspective of the enterprise to that of the market – may have different explanations.

One may criticize the use of the doctrine of equal opportunity as a frame of reference in the regulation of the stock market. This criticism might be summarized as concentrated on the legislator's failure to pay enough attention to the fact that share quotations are sources of information *per se*.

It is not necessary however to lay too much stress on the incompatibility of the doctrine of equal opportunity and "modern" economic theory. Fundamentally this conflict is about legislation of disclosure in the stock market, which neither ought nor can be reduced to an entrepreneurial problem. You must take into account the influence of information on price-information. Where the equilibrium between conflict and complementary lies is a question which needs careful weighing.

There is considerable consensus in economic theory with the argument that the stock market is efficient only if it reflects completely in the prices all available information at any given time. This means logically that the stock market is efficient with regard to only a certain amount of information if the quotations are not affected by the spreading of such data to all agents in the market. You assume that no relevant information is ignored by the market. Efficiency in this context alludes only to the ability of the market to process the information.

Financial theory is dominated by the notion that price formation in the stock market is developed by analysis of new data and the trial by individual agents by portfolio adjustments to exploit potential profit possibilities found in the data. This trading results in variations in supply as well as demand in the market and ends in the establishment of new share prices. As the presumed rational evaluation of the new information by every investor has started the adjustments of portfolios and these have caused the price fluctuations, the new quotations will consequently reflect this information. In other words prices serve as efficient information-bearers, and price fluctuations are probably the best available approximation of the collected judgement by the market as well as its reaction to new information.

Irrespective of the extent to which the doctrine of equal opportunity is justified historically the choice of strategy for investment is nowadays a most complicated activity. Since the non-professional investors (laymen) have not much chance to compete with analysts about arbitrage opportunities shaped by the flow of information primarily two possibilities remain to reach "equal opportunity", if profit is the goal of share investments. You might above all invest in mutual funds to benefit on the one hand from the spreading of risk and on the other hand gain access to all the analytical resources of the fund. Second, it is possible to use the prices (share quotations) as signals of information and thus gather the value of different shares and the future expectations discounted in current prices.

Thus a decisive factor, economically as well as norm-technically, is how prices will function as optimally efficient information bearers. This in the first place is a task for the agents in the markets with access to analysts. Their profit, i e the value of the information from their point of view, lies in being first in time to use the advantage before the new equilibrium in price caused by the information and thus make arbitrage gains based upon their valuation of it.

In short, two different outlooks are competing. On the one hand is the traditional approach to investor behaviour implicit in the doctrine of equal opportunity and on the other hand the market model of investor behaviour. The traditional model assumes that the individual investor carefully analyses information coming from the companies together with all relevant information available to him. According to this model investors are economic agents trying to maximize information.

The fundamental flaw in this latter theory is the premise that it serves some purpose for the investor to analyse information published e.g. the companies before arriving at a decision. This form of analysis is meaningful only if it facilitates the discovery of under- or overvalued shares quicker and qualitatively better than other agents in the market. In a stock market it is more the case that the quotations mirror all published and otherwise available information about listed shares. Since the quotation in itself supplies all accessible data there is no reason to examine other sources.

If this hierarchical view of the market is allowed to exert its influence it will mean an adjustment to the view that the price signal normally is sufficient as a basis for the decisions of the average investor. He may satisfactorily diversify the portfolio, guided exclusively by the prices. The quotations will thus substitute for extensive publishing of trivial data. That the companies fail to publish all analytically relevant facts in their information confirms that this is a solution.

Main section II

This section is almost wholly devoted to the material rules of information. The style is mainly descriptive but my intention has also been to expose at least some problems of principle. Since the analytical (and doubtless even practical) gains by extensive description may be considered limited, the purpose has been to create an applicable set-piece for later analysis of sanctions- and liability rules.

Main section III

Introduction

The analytical objective of the thesis has been concentrated in the legal problems due to responsibility for imperfect information in the secondary market. *Erroneous information* in this context means false and misleading information as well as particulars in which violation of law, contract or self-regulation are concealed.

The existence of erroneous information in the stock market might have many dire consequences. Investment decisions may be rendered impossible and existing shareholders as well as new investors can be enticed into capital investments into which they would not have otherwise ventured. This in its turn will have immediate and negative effects on price formation.

A chapter is devoted to one aspect of the approach of American law to questions of liability that may arise when an individual makes claims for damages due to economic losses caused by false or misleading information. There is a succession of liability grounds, but I have chosen to describe American case law connected with SEC rule 10b-5. The reason is partly that 10b-5 has a central role as an instrument of sanction and partly that American courts in some cases have given attention to economic theory in their reasoning in a way that may be of interest to Swedish law.

Due to Swedish law liability may be of topical interest on a series of different grounds:

1. Criminal liability.
2. Liability due to stock exchange rules and regulations.
3. Liability according to company law.
4. Tort liability.

It probably appears alien to our legal tradition to place tort sanctions in focus. Sanctions following from criminal and stock exchange rules respectively are more likely to be looked upon by many as main sanctions. The rule of the penal code ch 9 sect 9 is undoubtedly a powerful tool in this connection. The stock exchange sanctions are made up by caution, warning, fine and cancellation of listing on a rising scale.

Damages based on stock exchange rules or general tort rules, cannot be ruled in a research of responsibility for erroneous information in the market. There is in fact an individual and private law dimension to share trading that

cannot be ignored. If a loss is caused by defective information it cannot be met by the remaining sanctions.

Property damages due to imperfect information are by no means rare phenomena and may occur in many different ways. If a credit agency out of negligence distributes an erroneous solvency rating which will later form the basis of a report on a certain person's solvency, this will damage the one who is judged as well as the one who requested the report. There are no greater questions of principle involved in discerning justified claims for damages in these and similar cases, to reconstruct the course of events leading to damage, establish the relations of the parties, the causal connection and so forth.

When this type of damage occurs in the share market the situation is different. Irrespective of fundamental difficulties possibly attached to allowing compensation for this kind of damage there are a number of practical obstacles. If, for example, listed companies publish false or misleading specifications which are positive, this of course makes investors more interested in investing money in issues by these companies than would have been the case, given correct information.

To decide whether an investor has suffered a loss at all due to false or misleading information published and if that is the case, how the damage ought to be determined are other examples of difficulties you encounter. The number of potential addressees, their identity and the application of information constitute indeterminate factors, all these together adding further problems. At first sight it seems rather futile to lay down all relevant facts in such a way that you can go further and discuss any claims that might arise.

These obstacles are addressed in a special chapter. When the more precise conditions of tort liability are treated I do it with the support of economic analysis. This allows a transformed view of the system of sanctions generally and of liability specially. Particularly the technical definition of the concept of damage introduced in the dissertation is an immediate result of economic analysis.

Criminal Liability – Swindle

The legal concept of swindle was developed by the Criminal Law Committee (SRK) late in the 30's. One of the reasons for the reform was the Kreuger crash and its legal consequences. What had up until then been considered, with misgivings, to be fraud should in fact be penalized as a special instance

of fraud. This was done in order to avoid future obscurities and impending difficulties concerning evidence, for problems had been encountered in proving a causal connection between misleading statements and loss-making transactions.

The regulation of swindle in the Penal Code (BrB) Ch 9 sect 9 is specially designed to be applied in situations when misleading information is spread among the public. The justification is that the public might be influenced by misleading information and deluded into making loss-making transactions.

The regulation resorts to sanctions when the misleading statement is issued to influence the price of goods, securities or other property as well as when certain persons in the company or with special relationship to it supply misleading particulars which are liable to influence the public view of the company financially. The felony naturally embraces the primary as well as the secondary market but when introducing the rule the authorities were probably not aware of the important function it would later serve as a sanction governing information in the secondary market. That is partly still the case.

A distinctive trait of the felony swindle is its close connection with the conduct of the perpetrator. The crime is separated from the conceivably damaged and does not even presume that there exists a damage according to testimony, only that the conduct has perpetrated a risk for damage. The scope of the penal statute is thus considerable.

In case law you find few instances of swindle. The explanation might be that where damage is proved the classification will rather be fraud than swindle.

The Capability of the Stock Exchange to Interfere Against Imperfect Information

A stock exchange has as its purpose to furnish buyers and sellers with regular opportunity to trade securities in an organised manner. The trade is due to its economic importance to society fenced in by legal restrictions. Trading and quotations shall under the Stock Exchange Act (BL) only refer to listed securities. Among prerequisites concerning company one may mention that there are fixed limits for the share-capital, that shares which are to be listed must have a certain minimal spread and that the company undertakes far-reaching obligations as far as information is concerned.

The Bank Inspection Board (Bi) is by law the supervising authority. The Bi has as its duty to supervise that the activities of the stock exchange take place under the rules and stipulations required by law but in reality the board of the stock exchange cooperating with its operational management supervise the activities on the stock exchange. As for information issued by the listed companies the stock exchange board is exclusive controller because the information obligation is dependent on contract between the exchange and each individual company.

Under BL sect 22 it is the duty of the board of the stock exchange to watch the development of quotations and see to it that trading is undertaken in accordance with BL and other statutes as well as in keeping with sound business practices. The supervision is meant to comprise the stock exchange activities in a wide sense and includes therewithal two categories, namely members of the stock exchange and listed companies. BL sect 22 imposes on the board two somewhat different tasks in this respect depending on whether the question concerns members or quoted companies. In this chapter I intend solely to treat the right of the board and the president to use sanctions and take other measures in cases where companies have violated the contract (IRK, contract of listing) by breaking some rule concerning information.

Efficient and expedient means and sanctions are indisputably needed to make it possible for the board to fulfil its duty to supervise the activities in such a way that they are exercised acceptably and that the members and companies are following valid rules and stipulations. The grounds for the board to resort to sanctions have therefore by gradual reforms been increasingly differentiated. The stock exchange report (SOU 1973:60) suggested for example the introduction of suspension of listing in 1973. Two years later this institution was inaugurated in the stock exchange regulation then in force. In 1983 there was an initiative to increase further the scope for intervention when companies neglect the rules of trading and listing of securities. As a consequence of this there was added to BL sect 24 concerning the right of the board to compel the one who issues securities to take certain measures and the right to issue warning was made statutory. The board has furthermore under IRK the right to issue cautions of less serious violations of IRK.

Damages

There are great differences between the countries in their view of claims by individual investors for damages due to erroneous information.

In American law the individual right to claim for damages is looked upon as one of the corner-stones in the system of sanctions against false or misleading information. The most frequently quoted ground for liability (SEC rule 10b-5) certainly demands recklessness from the originator of the information to permit a claim for damages. In spite of this the quantity of litigations is nearly boundless.

English law likewise furnishes the investor with ample protection upon the issuing of new shares to the general public by what best can be described as applying a presumption of trust. Losses arising from transactions on the secondary market are as a rule judged from the point of view of the general principles of tort.

In The Companies Act (ABL) ch 15, there exists a far-reaching liability for negligence which includes certain errors in prospectuses, statement of accounts etc. Liability under company law does not comprise all the information the company has a duty to distribute due to generally accepted rules of behaviour concerning information and already applied in the stock market. The periodic information is in the main sanctioned (e g yearly statements of accounts) but not the current publishing of single important events (timely disclosure) which the companies are obliged to undertake under IRK. In ABL ch 15 sect 1 the liability for negligence is limited by permitting liability under company law towards a third party include only violations of ABL and the articles of association.

The liability under company law in ABL ch 15 concerns persons exercising corporate functions (founder, member of board and accountant) towards company, shareholders, creditors and third party.

Stipulations about liability of the company itself cannot be found in ABL. Liability follows from the general rules of the law of tort. From the perspective of the one who has suffered a loss the liability of the company is of greater practical importance than that of individuals with leading functions in the company. The companies probably have greater economic resources for paying compensation for damages than their representatives.

If a person of corporate function falls short of his duties towards the company the judgement of the responsibility is done according to the prin-

ciple of culpability, i e liability presupposes negligence and strict liability is ruled out. It might be added that damage suffered by shareholder or somebody else is normally limited to negligent violation of ABL and association rules.

An important question is to what extent can the general law of tort supplement ABL ch 15? The answer to this question is of course dependent on the extent of the responsibility under company law as well as the possibilities of applying the rules of non-contractual responsibility in the kind of damage situations that are treated in this thesis. SkL (Tort Liability Act) ch 2 sect 4 allows a claim for damages if the act causing it is criminal, but when that is not the case the position of law is more unsure. There is however hardly reason to look upon SkL ch 2 sect 4 as a general barrier rule and in other words accept that the erroneous information may only justify compensation for damage if crime is proven. The development of case law may take place by analogy with SkL ch 2 sect 4 as precedent. That is the method applied in a set of judgements by the Supreme Court of Justice.

Liability for pure economic loss, i e economic damage without connection with injury or material damage constitutes a grey zone between contractual and non-contractual compensation for damages. This is a notoriously sticky field of study. It is of primary interest for this dissertation to elucidate this type of damage and to judge how a company or any responsible corporate officer might incur damages for erroneous information caused by negligence.

Several fundamental conditions must be fulfilled to permit compensation for damages. The liable party must have undertaken or neglected a certain action and by this behaviour violated or disregarded a norm of conduct upheld by the rule of law. When it is established that such a norm is violated there exists as a rule a case of negligence.

There also must exist proximate cause between the blameworthy conduct and the incurred damage. Moreover factors on the part of the offender as well as of the investor might be added e g only the party who has incurred damages as a consequence of immediate negligence has a right to compensation for damages.

Apart from the prerequisite of proximate cause, it is sometimes claimed that the interest or interests, which the ignored rule of conduct (which must not necessarily be statute law) was meant to protect, have suffered damage. The principle of protected interest is of little significance beside the condition

of proximate cause in the field of personal injuries and material damages. You may view it as an exception if injury or material damage are not embraced by the scope of protection within the applicable rule of conduct in the given situation.

In the area of property damage the line of argument from the rule of protection is however sometimes very valuable since economic losses can be inflicted in a way that fulfils the requirements of proximate cause but nevertheless does not set aside the interest, which the topical norm of conduct was meant to protect. In this case the investor is not embraced by the protective sphere of the violated rule and compensation for damages is not allowed. The doctrine of protective norms in this case forestalls the test of proximate cause.

The rule of negligence has of course its application to material damage and personal injury. Considerably greater uncertainty prevails concerning the possibility of applying wholly or partly the rule of negligence to other situations of damage. In some cases you can certainly use it but in Sweden the legislation has drawn narrow limits for economic damage not connected with injuries or material damage, i e pure economic losses according to the definition in SkL ch 1 sect 2.

Particularly in American case law you discover a need, determined by legal policy, for criteria that can be used to limit responsibility. Quite as evident is the need for scope for action where the courts try these very dissimilar litigations. There is probably the same quest for limitation and flexibility when judging responsibility according to Swedish law.

Studying foreign doctrine and case law one observation becomes evident: the principles for judging responsibility can very rarely be summed up in one simple formula. It is therefore necessary to point out that the method recommended in this thesis to solve the problems of judging responsibility emphasizes the importance of economic theory. The legal policy background is *inter alia* that this method is rather easy to apply and meets even high requirements of predictability.

If you presume that claims for damages from erroneous information in the stock market in principle may be allowed, the question arises how to shape the judgement of negligence. The systematic corner-stones of the law of tort are naturally intact but the application must be adjusted to the concrete conditions following from the typical type of damage.

The concept of damage is usually interpreted as a certain unfavourable

effect. I advocate a technical concept which implies that damage always and solely amounts to loss of capital inflicted by the fact that *a change in quoted prices has either occurred or failed to come off* on account of negligence from the one whose duty it is to supply figures and particulars. The choice of concept of damage is explained partly by the fact that economic theory points out that all published essential information is immediately reflected in the quotations and partly that quotations are the best available valuation of the value of a share at any given time.

In the stock market there are lots of rules which make it relatively easy to pass verdict on desirable conduct when deciding if a listed company has given defective information. It really only requires a comparison between the alleged action/omission and the applicable rules. Suppose that a company has appointed a new manager but failed to disclose it. Since IRK contains a rule of information that imposes disclosure of this particular the duty-bound has not acted in a desirable way. If this behaviour also deviates from what in the topical situation could reasonably be requested, there is a case for negligence. If concealment is violating legal obligation passivity can thus be judged as negligence.

The judgement of prudence is also influenced by different circumstances on the part of the offender. Such an analysis has in mind what measure of prudence can be demanded from the subject identified as responsible. There might also be circumstances that entail no responsibility or that it ought for some reason to be mitigated.

If negligence is substantiated the question is whether there is proximate cause between negligence and acting (transactional causation) respectively damage (loss causation). First of all one must establish if the alleged loss-inflicting action was caused by erroneous information. Besides the investor must probably prove that the defectiveness alone caused the loss.

A transactional causation exists if the investor shows that his action was induced by the erroneous information. Since investment decisions involve a mental process that cannot be reconstructed easily it is difficult to establish proof in this respect. In the case of false or misleading particulars one might possibly undertake a trust trial and put the question if it was justified to trust the false or misleading information. Such an analysis cannot meaningfully be achieved in the concealment causes. It is nearly impossible to trust unknown information. One alternative is to apply a requisite of essential matter and investigate if the concealed particulars of information essential as the basis for

investment and if that is the case find that the trust requirements is proved and hence that there is a presumption concerning the existence of a transaction causation.

The loss causation is not wholly uncomplicated in the context of a market. The investor has to prove that his loss was caused by the erroneous information. At the same time the loss is ascertainable only in the form of a variation in quotation which may be due to circumstances other than the alleged defectiveness. The burden of proof for the extent of the damage as well as the loss relation rests with the investor and these two points coincide in so far as *verified loss* probably implies sufficient evidence concerning the *size of the damage*. Conversely this holds if the sufferer cannot ascertain a connection between negligence and loss, it is not possible to prove the size of the damage.

The trial of proximate cause aims at circumscribing the effects of the damage-inflicting action by dismissing unlikely damages. The probability test is based on common sense intuition and has little in common with the methods of statistics and mathematics. The above mentioned requisite of essential matter might serve as an alternative to the concept of proximate cause.

In American case law the Supreme Court has for example been influenced by economic theories about efficient markets and applied far-reaching presumptions giving the investors mitigations as regards proof. As far as I can discover there is nothing to restrain Swedish courts from permitting the casual connection be influenced by economic theory. The causal connection is in any case to be considered as verified if the defect caused a change of quotation and the investor has undertaken a loss-involving transaction during the relevant period of time.

If a presumption of cause of the kind applied by American courts is to be used within the scope of Swedish law this presupposes a well functioning stock market that immediately reacts to new information about securities which form the market. This question is discussed later.

Conclusions

According to the doctrine of equal opportunity, the statutory duty of disclosure, and prohibitive rules against misleading conduct and undue use of information are mutually complementary. Rules about fraudulent behaviour

have an evident functional connection with rules of disclosure since what is to be hindered, typically, is the use of an advantage gap of information (insider trading) or spreading of false information (swindle). Disclosure thus has the character of key concept even in this set of rules and the perpetration of frauds is often synonymous with the absence of adequate and correct information.

In economic theory the possibility of optimizing the level of sanction against a rule is sometimes argued in order that the effect of the sanction is neither too mild or too severe ("the cure can be worse than the disease").

Penal remedies under BrB ch 9 sect 9 may certainly be efficient but the obvious drawback is that great demands are made upon public resources. It cannot be excluded that types of cases other than swindle will take priority before swindle when resources are limited. A consequence of this may be that only the most sensational cases are prosecuted. Another disadvantage is the limited effect on companies that supply no information. The silence of a company, the shares of which are traded on the secondary market, may mean that there is nothing to communicate or that there is good or bad news that cannot be published for competitive reasons etc. Even if there is a variety of information requirements the violations in the form of concealment are not within reach of prohibitions.

The legal sanctions of the stock exchange are primarily cancellation of listing and contracted fines. Cancellation might be used as a sanction when companies do not fulfil the claims for information due to the listed companies. The problem is that this sanction may hardly be applied in a less rigid way, which makes it used only in extreme cases. Contractual fine formally covers only the stipulations of the contract and may not be extended to include false or misleading information in general. This contract is in practice so formulated that any form of defective means breach of contract.

Considering the closeness of the supervising authority and the agents of the market the sanctions of the stock exchange are of the utmost importance. The stock exchange is also capable of acting very fast when something happens. The other sanctions and penalties lack this quality.

The sanction of compensation for damages is the third component in the system. There is significant disagreement about the scope of this sanction.

ABL ch 15 sect 1 covers all infringements of law and association rule by a corporate company officer but not the recommendations of for example IRK. The exclusive responsibility of the company is moreover beyond the reach of

the systems of company law. To what extent there exists a liability of negligence beyond this sphere is consequently obscure, but previously I have argued that valid law does not provide any obstacles to extending the liability for negligence if there are good reasons.

As far as the responsibility goes under ABL it seems incontestable that persons with institutional positions in the company are liable for false or misleading information which damages the shareholder if the defect amounts to violation of law or articles of association. The extent of the liability against third parties depends on the interpretation being made extensive or restrictive. Semantically all shareholders are included.

The problematic part of Swedish law is really not the extensions of the sphere of persons who may claim for damages. The information duty that follows from ABL is also attached to a general rule of indemnification in ch 15 of the law. There is no limitation to the scope of persons.

The controversial question in the law of tort is rather if and *under what conditions* liability for negligence might be extended to other information than the one sanctioned by ABL ch 15.

Application of tort liability in analogy with SkL ch 2 sect 4 is a controversial field of study. As mentioned above I have tried to demonstrate that liability for neglect may without difficulty be consistent with ambitious claims for due process of law.

Negligence liability argued about here chiefly includes false and misleading information from companies, the shares of which are continuously traded on a stock exchange subjected to the rules of negligence. The suggested responsibility therefore presupposes a working share market, the decisive quality of which is that quotations immediately respond to new information.

If the market conditions are fulfilled, certain consequences are obvious regarding judgement of liability. The first observation is that the judgement can be objectified. All demands for individual trust in false or misleading information are irrelevant in a market context since the quotations reflect all available information thereby obliging the investors. The one who trades in the shares of a listed company is assumed to do this because he is confident that the price formation function of the market supplies the best possible valuation of the securities put on the market by the relevant company. If the price is artificial due to false or misleading information the confidence has included this fact as an element in the set of data that move the quotations.

If the securities of a company are not traded to the extent that efficient

price formation is rendered possible there is no scope for applying the argued method for judgement of negligence. The reason is quite simply that you cannot prove damages.

If an extended liability is to be applied the company also emerges as primary subject of liability. It is not in the first place about directing claims at persons in institutional positions. From the perspective of the market it is natural to view the company as informant. If damage reparation is allowed an individual in institutional position can, through right of recourse, be reached by the claim in accordance with company law rules. There is no obstacle to pursuing the claim directly against the above mentioned representative either on the ground of negligence or under ABL ch 15 sect 1 if the damage is caused by violation of "law or the articles of association".

If a shareholder sues the company he ranks in the same category as if he makes claims for damages against "himself". A shareholder in a quoted company looks in the first place upon his holding as a pure risk investment. The possibilities to exert an influence are therefore secondary. The identity between shareholder and listed company is often too thinned down to form an obstacle against the shareholder's right to claim for damages from the company. In this case considerations of reparation ought to weigh heavier.

KÄLLFÖRTECKNING

Propositioner, kommittébetänkanden, m m

Prop 1910:54.
Prop 1962:10.
Prop 1972:5.
Prop 1975:103.
Prop 1975/76:175
Prop 1978/79:9
Prop 1979/80:143.
Prop 1983/84:50.
Prop 1983/84:164.
Prop 1984/85:157.
Prop 1985/86:83.
Prop 1987/88:155.
Prop 1989/90:153.

Förslag till lagar om enkla bolag och handelsbolag, om aktiebolag samt om föreningar för ekonomisk verksamhet m m (1890)

Förslag till lag om aktiebolag äfvensom till andra därmed sammanhängande författningar (1908).

Fondhandeln och dess reglerande. Betänkande avgivet av inom Finansdepartementet utsedda kommitterade (1914).

Förslag till lag om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet m m. Avgivet inom Kungl Finansdepartementet särskilt tillkallade sakkunniga (1918).

SOU 1940:20.
SOU 1941:9.
SOU 1950:16.
SOU 1958:27.
SOU 1968:59.
SOU 1970:41–42.
SOU 1970:38.
SOU 1971:9.
SOU 1971:15.
SOU 1973:60.
SOU 1976:54.
SOU 1983:7.

- SOU 1983:52.
SOU 1984:2.
SOU 1986:23.
SOU 1988:29.
SOU 1988:38 med bilagor.
SOU 1989:72 (Del 1 och 2).
Ds Fi 1986:21 Riktade emissioner av aktier m. m.
Ds I 1986:6 Ömsesidigt aktieäggande mellan svenska börsföretag.
Ds 1989:79 Produktskadelag.

Litteratur

- M Aarbakke: *Aksjetegning. Ugyldighet, mislighold og ansvar*. Tidsskrift for Rettsvitenskap (1989) s 333.
A Adlercreutz: *Avtalsrätt 1*. Lund (9:e uppl 1989).
U af Trolle: *Bröderna Kreuger. Torsten och Ivar*. Stockholm (1989).
A Agell: *Samtycke och risktagande. Studier i skadeståndsrätt*. Stockholm (1962).
G A Akerlof: *The Market for "Lemons": Qualitative Uncertainty and the Market Mechanisms*. 84 Quarterly Journal of Economics (1970) s 489.
T M Andersen: *Recent Developments in the Theory of Efficient Capital Markets*. Kredit und Kapital (1985) s 347.
M André: *Marknadsföringsansvar*. Stockholm (1984)
P S Atiyah: *The Rise and Fall of Freedom of Contract*. Oxford (1979).
H-G Axberger: *Tryckfrihetens gränser*. Helsingborg (1984).
R Axelrod: *Från konflikt till samverkan*. Stockholm (1987).
N Beckman-C Holmberg-B Hult-M Löfmarck-I Strahl: *Kommentar till Brottsbalken 1*. Stockholm (5:e uppl 1987).
G J Benston: *Corporate Financial Disclosure in the United Kingdom and the USA*. Farnborough (1976).
B Bengtsson-U Nordenson-E Strömbäck: *Skadestånd*. Stockholm (3:e uppl 1985).
B Bengtsson: *Några nyheter i skadeståndslagstiftningen*. SvJT (1976) s 593
– *Skadestånd vid myndighetsutövning I*. Stockholm (1976).
– *Svensk rättspraxis: skadestånd*. SvJT (1981) s 529.
– *Det allmännas skadeståndsansvar enligt skadeståndslagen*. Lund (1990)
R Bergendal: *Aktiebolagets författning och dess yttre rättsförhållande enligt svensk rätt*. Lund (1922).
H Bohlin: *Aktieägarna och årsredovisningen*. Lund (1987).
D Bonnier: *Börsstopp*. Stockholm (1987).
C Borgström: *Koncernrättsliga problem*. Stockholm (1970).
A J Boyle-J Birds-G Penn (ed): *Boyle & Birds' Company Law*. Bristol (2nd ed 1987).
L Brandeis: *Other People's Money*. New York (1932).
F Braudel: *Civilization and Capitalism 15th-18th Century (Vol II). The Wheels of Commerce*. London (1985).

Litteratur

- *Kapitalismens dynamik*. Värnamo (1988).
- R R Brealey-S Myers: *Principles of Corporate Finance*. Auckland (2nd ed 1984).
- A R Bromberg-L D Lowenfels: *Securities Fraud and Commodities Fraud (Vol 1–6)*. New York (1989).
- J R Brown: *Corporate Secrecy, The Federal Securities Laws, and the Disclosure of Ongoing Negotiations*. 36 Catholic University Law Review (1986) s 93.
- V Brudney: *A Note on Materiality and Soft Information under the Federal Securities Laws*. 75 Virg Law Review (1989) s 723.
- J M Buchanan: *Maktens gränser*. Stockholm (1986).
- A S Burrows: *Remedies for Torts and Breach of Contract*. London (1987).
- K Claesson: *Effektiviteten på Stockholms fondbörs*. Stockholm (1987).
- R H Coase: *The Problem of Social Cost*. 3 Journal of Law & Economics (1960)
- J C Coffee: *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*. 70 Virginia Law Review (1984) s 737
- *Beyond the Shut-Eye Sentry: Toward a Theoretical View of Corporate Misconduct and an Effective Legal Response*. 63 Virginia Law Review (1976) s .
- T Crocker: *Externalities. Property Rights and Transaction Costs: An Empirical Study*. 14 Journal of Law & Economics (1971) s 451
- E Danielsson: *Aktiekapitalet*. Lund (1952).
- B Dahlgren-K Moberg: *Nyckeln till styrelserummet*. Stockholm (2:a uppl 1990).
- P Dasgupta: *Trust as a Commodity*, i D Gambetta (ed): *Trust*. Oxford (1990) s 51.
- A De Ridder: *Access to the Stock Market*. Stockholm (1986).
- *Börsstopp och kursutveckling på Stockholmsbörsen*. Stockholm (1988).
- A S Dewing: *The Financial Policy of Corporations*. New York (3rd ed 1934)
- R Dotevall: *Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör*. Malmö (1989)
- B W Dufwa: *Skyddat intresse, ren förmögenhetsskada och andra skadeståndsrättsliga spörsmål i ett internationellt perspektiv*. I Festskrift till Sveriges Advokatsamfund 1887–1987. Rättsvetenskapliga studier. Stockholm (1987) s 204.
- R M Dworkin: *Is Wealth a Value?* 9 Journal of Legal Studies (1980)
- *A Matter of Principle*. Oxford (1986)
- F H Easterbrook-D R Fischel: *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*. 70 Virginia Law Review (1984) s 681.
- B Edlund-C Holmberg: *Börsen kräver information om transaktioner med närstående*. Balans 4/86 s 8.
- P O Ekelöf: *Straffet, skadeståndet och vitet*. Uppsala (1942).
- *Rättegång IV*. Stockholm (4:e uppl 1977).
- G Eliasson: *Ågare, entreprenörer och kapitalmarknadens organisation – en teoretisk presentation och översikt, i "Expansion, avveckling och företagsvärdering i svensk industri"*. Stockholm (1988).
- J Elster: *Vetenskapliga förklaringar*. Göteborg (1988).

- G Erenius: *Oaktsamhet*. Stockholm (1971).
- E Fama: *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. 35 *Journal of Finance* (1970) s 383.
- E Fama-L Fisher-M Jensen-R Roll: *The Adjustment of Stock Prices to New Information*. 10 *International Economic Rev* (1969) s 1–21.
- J H Farrar: *Company Law*. London (1985)
- J H Farrar-A M Dugdale: *Introduction to Legal Method*. London (1984).
- J H Farrar-N Furey-B Hannigan: *Farrar's Company Law*. London and Edinburgh (2nd ed 1988).
- FASB. Discussion Memorandum: *Criteria for Determining Materiality*. Stamford Conn (1975).
- CCH Editions Limited: *Federal Securities Law Reporter*. (Vol 1–7) Chicago (1933–).
Fermenta – fakta och erfarenheter. En rapport till Stockholms Fondbörs. Stockholm (1988).
- Financial Services in the United Kingdom*. London (1985 Cmnd 9432).
- CCH Editions Limited: *Financial Services Reporter*. (Vol 1–3) Bicester (1987–).
- D R Fischel: *Secondary Liability Under Section 10(b) of the Securities Act of 1934*. 69 *California Law Review* (1981) s 80.
- *Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities*. 38 *Business Lawyer* (1982) s 1.
- J G Fleming: *The Law of Torts*. Sydney (7th ed 1987).
- L E Forsgårdh-K Hertzén: *Information, förväntningar och aktiekurser*. Stockholm (1975).
- K French: *Stock Returns and the Weekend Effect*. 8 *Journal of Financial Economics* (1980) s 55–69.
- J K Galbraith: *Den stora börskraschen 1929*. Stockholm (1965).
- K Garbade: *Securities Markets*. New York (1982).
- J J Giguere: *Negligence vs Scierter: The Proper Standard of Liability for Violations of the Antifraud Provisions Regulating Tender Offers and Proxy Solicitations Under the Securities Exchange Act of 1934*. 41 *Washington and Lee L R* (1984) s 1045.
- R J Gilson-R H Kraakman: *The Mechanisms of Market Efficiency*. 70 *Virginia Law Review* (1984) s 566.
- B Gomard: *Board Members' Liability for Damages*. 28 *Scandinavian Studies in Law* (1984) s 43.
- J N Gordon-L A Kornhauser: *Efficient Markets, Costly Information and Securities Research*. 60 *New York University Law Review* (1985) s 761.
- L C B Gower: *Company Law Reform*. 4 *Malaya Law Review* (1962).
- *A South Sea Heresy*. 68 *Law Quarterly Review* (1952).
- S J Grossman: *The Informational Role of Warranties and Private Disclosure About Product Quality*. 24 *Journal of Law and Economics* (1981) s 461.
- K Grönfors: *Ställningsfullmakt och bulvanskap*. Stockholm (1961).
- *Tidsfaktorn vid transportavtal*. Göteborg (1974).
- *Om trafikskadeansvar utanför kontraktsförhållanden*. Uppsala (1952).

- *Om rättsskydd av skönhetsvärden*. Tidskrift för Juridiska föreningen i Finland (1973) s 159.
- J Habermas: *Borgerlig offentlighet*. Lund (1984).
- S Hadenius-L Weibull: *Massmedier*. Stockholm (2:a uppl 1984).
- V Hagstrøm: *Culpanormen*. Oslo (4:e uppl 1983).
- *Culpa-norm og skrevne adferdsnormer*. Tidskrift for Rettsvitenskap (1980) s 292.
- J Hagströmer: *Om aktiebolag enligt svensk rätt*. Uppsala (1872).
- H R Hahlo-J H Farrar: *Hahlo's Cases and Materials on Company Law*. London (3rd ed 1987).
- H L A Hart-T Honoré: *Causation and the Law*. Oxford (1985).
- T L Hazen: *The Law of Securities Regulation*. St Paul. Minn (1984).
- Hearings on S 14 and S 56, Stock Exchange Practices, Before the Senate Committee on Banking and Currency, 72d & 73d Congs, 1st & 2nd Sess (1932–34).
- J Hellner: *Juridiska personers skadeståndsansvar*. i "Teori och Praxis". Skrifter tillägnade H Karlgren. Stockholm (1964) s 124.
- *Skadeståndsrätt*. Stockholm (4:e uppl 1987).
- *Skadeståndsrätt*. Stockholm (3:e uppl 1976).
- T Hellners-B Malmqvist: *Nya förvaltningslagen*. Stockholm (1987).
- C Hemström: *Uteslutning ur ideell förening*. Stockholm (1972).
- E S Hendriksen: *Accounting Theory*. Homewood (4th ed 1982).
- L Heuman-C M Roos: *Börsstyrelsens beslut i Företagsfinansaffären*. *Juridiska synpunkter*. Lund i mars 1980 (sakkunnigutlåtande).
- J O Hewitt: *Developing Concepts of Materiality and Disclosure*. 32 *Business Lawyer* (1977)
- K Hobér: *The Legal Framework of the US Securities Market*. Stockholm (1988).
- O Hoflund: *Om farebegreppet i straffrätten*. Stockholm (1967).
- A M Honoré: *Causation and Remoteness of Damage*. 11 *International Encyclopedia of Comparative Law*. Tübingen (1971) ch 7.
- House Comm on Interstate and Foreign Commerce, 95th Cong, 1st Sess, Report of the Advisory Committee on Corporate Disclosure to the Securities and Exchange Commission (Comm Print 95–29, 1977)
- T Håstad: *Den nya köprätten*. Uppsala (2 uppl 1990).
- I Hägg(red): *Stockholms Fondbörs – riskkapitalmarknad i omvandling*. Stockholm (1988) s 891.
- R G Ibbotson-R A Sinquefeld: *Stocks, Bonds, Bills and Inflation: The Past and the Future*. Charlottesville (1982).
- J Jaffe: *The Effect of Regulation Changes on Insider Trading*. 5 *Bell Journal of Economics and Management Science* (1974) s 93.
- N Jareborg: *Brotten*. Andra häftet, förmögenhetsbrotten. Lund (2:a uppl 1986).
- Jarrell: *The Economic Effects of Federal Regulation of the Market for New Securities Issues*. 24 *Journal of Law and Economics* (1981) s 613.
- R W Jennings-H March Jr: *Securities Regulation. Cases and Materials*. (6th ed 1987).

Källförteckning

- M M Jennings-P M Reckers-D C Kneer: *Concepts of Materiality and Disclosure – Can the Practitioners Agree?* 12 Securities Regulation Law (1985) s 337.
- B Jönsson-Lundmark: *Behöver Sverige en ny redovisningslagstiftning?* Balans 5/86 s 18.
- J-N Kapferer: *Rykten*. Stockholm (1988).
- H Karlgren: – *Några aktierättsliga anteckningar i anledning av ett par rättsfall*. SvJT (1938) s 187.
- *Avtalsrättsliga spörsmål*. Lund (1940).
 - *Skadeståndsrätt*. (3:e uppl 1965).
 - *Skadeståndsrätt*. Stockholm (5:e uppl. 1972).
- G Kedner: *Svenska aktiebolags informationsgivning*. Lund (2:a uppl 1974).
- G Kedner-C M Roos: *Aktiebolagslagen. (Del I och II)*. Stockholm (3:e uppl 1988).
- D Keim: *Size Related Anomalies and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence*. 12 Journal of Financial Economics (1983) s 13–32.
- F Kessler: *The American Securities Act and its Foreign Counterparts: A Comparative Study*. 44 Yale Law Journal (1934–1935) s 1133–1165.
- E W Kitch: *The Law and Economics of Rights in Valuable Information*. 9 Journal of Legal Studies (1980) s 719.
- J Kleineman: *Ren förmögenhetsskada*. Stockholm (1987).
- H Kripke: *The Myth of the informed Layman*. 28 Business Lawyer (1973) s 631.
- *The SEC and Corporate Disclosure. Regulation in Search for a Purpose*. New York (1979).
- J M Landis: *The Legislative History of the Securities Act of 1933*. 28 George Washington Law Review (1959–1960) s 29.
- F H Lawson-B S Markesinis: *Tortious Liability for Unintentional Harm in the Common Law and Civil Law (Vol I)*. Cambridge m fl (1982).
- S Levmore: *Efficient Markets and Puzzling Intermediaries*. 70 Virginia Law Review (1984) s 658.
- P H Lindblom: *Grupptalan*. Stockholm (1989).
- B Lindell: *Sakfrågor och rättsfrågor*. Uppsala (1987).
- D Lindmark: *Industrins produktansvar*. Stockholm (1988).
- I Linné-C Wetterstrand: *Börsetikens kärnområde – informationssektorn*. Stockholm (1986).
- L Loss-J Seligman: *Securities Regulation (Vol 1–3)*. Boston (1989).
- A V Lundstedt: *Obligationsbegreppet II*. Uppsala (1930).
- *Grundlinjer i skadeståndsrätten. Förra delen: culpa-regeln*. Uppsala (1935).
 - *Skall sanningen i Högbroforsmålet kunna förkvävas?* Uppsala (1937).
 - *Grundlinjer i skadeståndsrätten. Senare delen. Band 1*. Uppsala (1944).
- M A Lynn: *Fraud on the Market: An Emerging Theory of Recovery Under Sec Rule 10b-5*. 50 The George Washington Law Review (1982) s 627.
- M Löfmarck: *Börsen och straffrätten*. Festskrift till Sveriges Advokatsamfund 1887–1987. Rättsvetenskapliga studier. Stockholm (1987).
- *Insiderbrott och svindleri*. Stockholm (1988).

- B G Malkiel: *Efficient Market Hypotheses*. I "The New Palgrave: a Dictionary of Economics (Vol II)". London and Basingstoke (1987) s 120.
- L Marcusson: *Offentlig förvaltning utanför myndighetsområdet*. Uppsala (1989).
- H McLean: *Negligent Regulatory Authorities and the Duty of Care*. 8 Oxford Journal of Legal Studies (1988) s 442.
- A H Manchester: *Modern Legal History*. London (1980).
- H G Manne-E Solomon: *Wall Street in Transition*. New York (1974).
- K Moberg-P Samuelsson: *Börsrätt*. Stockholm (1989).
- K Moberg: *Företaget och sekretessen*. Lund (1981).
- *Bolagsrevisorn*. Stockholm (1986).
- *Köp och försäljning av företag*. I "Perspektiv på arbetsrätten". Vänbok till Axel Adlercreutz. Lund (1983) s 274.
- A Montgomery: *Industrialismens genombrott i Sverige*. Stockholm (1931).
- M Müllern: *Bolagsorgans och koncernchefs ansvar*. Advokaten (1987).
- R J Morgan: *Insider Trading and the Infringement of Property Rights*. 48 Ohio State Law Journal (1987) s 79.
- F W Neate (ed): *The Developing Global Securities Markets*. London (1987).
- E Nerep: *Extraterritorial Control of Competition under International Law*. Stockholm (1983).
- H Nial: *Aktiebolagsrätt*. Stockholm (1946).
- *Till begreppet moder- och dotterbolag*. TJFF (1973) s 225–237.
- *Svensk Associationsrätt i huvuddrag*. Stockholm (4:e uppl 1988).
- G Nord: "Börsnoterad" vad är det? Stockholm (1986).
- U Nordenson-B Bengtsson-E Strömbäck: *Skadestånd*. Stockholm. (2:a uppl 1976).
- Note: *The Reliance Requirement in Private Actions under SEC rule 10b-5*. 88 Harvard Law Review (1975) s 584.
- Note: *The Fraud-on-the-Market Theory*. 95 Harvard Law Review (1982) s 1143.
- A I Ogas-C G Veljanovski: *Readings in the Economics of Law and Regulation*. Oxford (1984).
- L Olsen: *Ersättningsklausuler*. Stockholm (1986).
- M Olson: *The Logic of Collective Action*. Cambridge (1980).
- A C Page: *Self-regulation: The Constitutional Dimension*. 49 Modern Law Review (1986) s 141.
- A Peczenik: *Causes and Damages*. Lund (1979).
- *Rättsnormer*. Stockholm (1987).
- *Rätten och förnuftet*. Stockholm (2:a uppl 1988).
- R R Pennington: *Stock Exchange Listing. The New Requirements*. London (1985).
- U Persson: *Skada och värde*. Lund (1953).
- *Skadestånds- och försäkringsrättsliga studier*. Stockholm (1962).
- C Peterson: *Principen "Societas delinquere non potest" och aktiebolagsstyrelsens straffansvar*. Festskrift till Hans Thornstedt. Stockholm (1983).
- G Petrén-H Ragnemalm: *Sveriges grundlagar*. Stockholm (12:e uppl 1980).

- R Posner: *Economic Analysis of Law*. Boston (3d ed 1986).
- J L Powell: *Issues and Offers of Company Securities: The New Regimes*. London (1988).
- W Page Keeton (ed): *Prosser and Keeton on the Law of Torts*. St Paul Minn (5th ed 1984).
- Proposals for a Securities Market Law for Canada*. Volume 3. Background Papers. (1977).
- H Ragnemalm: *Förvaltningsprocessrättens grunder*. Lund (1988).
- R N Rapp: *Rule 10b-5 and the "Fraud-on-the-Market" – Heavy Seas Meet Tranquil Shores*. 39 Washington and Lee Law Review (1982) s 861.
- Review of Investor Protection – A Discussion Document. London (1982 HMSO).
- Review of Investor Protection: Part I. January 1984 (Cmnd 9125).
- B Rider-C Abrams-E Ferran: *Guide to the Financial Services Act 1986*. London (1989).
- K Rodhe: *Aktiebolagsrätt*. Lund (14:e uppl 1989).
- *Obligationsrätt*. Lund (1956).
- W V H Rogers: *Winfield and Jolowicz on Tort*. London (12 th ed 1984)
- C M Roos: *anm av Jan Kleineman: Ren förmögenhetsskada*, Svensk Juristtidning 1988 s 43.
- *Ersättningsrätt och ersättningssystem*. Stockholm (1990).
- A Ross: *Om "konkret" og "abstrakt" fare*. 88 Tidsskrift for Rettsvitenskap (1975) s 409.
- S A Ross: *Institutional Markets, Financial Marketing, and Financial Innovation*. The Journal of Finance (1989) s 541
- B Russel: *Filosofins problem*. Lund (4:e uppl 1985).
- J Rutterford: *Introduction to Stock Exchange Investment*. London (1983).
- C P Saari: *The Efficient Capital Market Hypothesis, Economic Theory and the Regulation of the Securities Industry*. 29 Stanford Law Review (1977) s 1044.
- L A Samuelsson: *Models of Accounting Information Systems*. Lund (1989).
- P Samuelsson-G Skogh: *Juridisk forskning i gränsområdet mot ekonomi – exemplet insiderhandel*. Artikel i E M Basse (red): *Regulering og styring en juridisk teori- og metodebog*. København (1989).
- J Sandström: *50/50-bolag – En koncerntätlig hybrid*. Balans nr 7 (1978) s 4.
- M A Sargent-E R Greenberg: *Research in Securities Regulation: Access to the Sources of Law*. 75 Law Library Journal (1982) s 98.
- H Saxén: *Skadeståndsrätt*. Åbo (1975).
- A Sen: *Marknadens moraliska status*. Tidens idéserie (Vol I) "Idéer om rättvisa". Stockholm (1989) s 93–114.
- R El-Sayed-C Hamilton: *Refaat El-Sayeds memoarer: Makten och ärligheten*. Stockholm (1990)
- J M Scheffey: *Securities Law Responsibilities of Issuers to Respond to Rumors and Other Publicity: Reexamination of a Continuing Problem*. 57 Notre Dame Lawyer (1982) s 755.
- C M Schmitthoff: *The Future of the European Company Law Scene*. i C M Schmitthoff (ed): *Harmonisation of European Company Law*. London (1973).

- C M Schmitthoff (ed): *Palmers Company Law. Vol I.* London (24 ed 1987).
- T J Schoenbaum: *The Relationship Between Corporate Disclosure and Corporate Responsibility.* 40 Fordham Law Review (1972) s 565.
- M. Scholes: *The Market for Securities: Substitution Versus Price Pressure and the Effects of Information on Share Prices.* 45 Journal of Business (1972) s 183.
- D J Schulte: *The Fraud on the Market Theory: Efficient Markets and the Defenses to an Implied 10b-5 Action.* 70 Iowa Law Review (1985) s 975.
- L S Sealy: *Cases and Materials in Company Law.* (4th edn 1989).
- SEC Staff Report: *The October 1987 Market Break*, February 1988.
- J Seligman: *The Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System.* 9 Journal of Corporation Law (1983) s 1.
- A Seldon (ed): *Financial Regulation – or Over-Regulation?* London (1988).
- Senate Comm on Banking, Housing and Urban Affairs, 93 rd Cong, 1st Sess, Securities Industry Study. Report of the Subcommittee on Securities, 145 (Comm print 1973).
- S Skarstedt: *Allmänna aktiebolagslagen.* Stockholm (7:e uppl 1942).
- M Smiciklas: *Aktiebolagsrättens utveckling.* Svensk Juristtidning (1989) s 50.
- L Smith: *Kampen på aksjemarkedet.* Oslo (1988).
- E Stenbeck-M Wijnblad-H Nial. *Aktiebolagslagen.* Stockholm (6:e uppl 1970).
- R B Stevenson: *Corporations and Information.* Baltimore (1980).
- G Stigler: *Public Regulation of the Stock Markets.* 37 Journal of Business (1964).
- Stock Market Crash of October 1987, GAO Preliminary Report to Congress, January 26, 1988.
- I Strahl: *Om rekvisiten skada och vinning vid förmögenhetsbrotten.* Stockholm (1948).
– *Adekvansläran. I "Teori och praxis".* Skrifter tillägnade Hjalmar Karlgren. Stockholm (1964) s 324.
- H Strömberg: *Normgivningsmakten.* Lund (1983).
- A Strömqvist: *Etikreglerna fick ny dräkt.* Balans 3 (1990) s 48.
- E Söderström: *Gällande lagar om aktiebolag.* Stockholm (1906).
- L E Taxell: *Ansvar och ansvarsfördelning i aktiebolag.* Åbo (1963).
– *Organisation och ansvar.* I Festskrift till O A Borum (1964) s 519.
– *Avtal och rättsskydd.* Åbo (1972).
– *Aktiebolagets organisation.* Åbo (1983).
– *Bolagsledningens ansvar.* Åbo (1983).
- P Thorell: *Skattelag och affärssed.* Uppsala (1984).
- L J Thorson: *The Ethical Investor and the SEC: Conflict Over the Scope of the Shareholders Role in the Corporation.* The Journal of Corporation Law (1976) s 115.
- H Thornstedt: *Om företagaransvar. Studier i specialstraffrätt.* Stockholm (1948).
- U af Trolle: *Bröderna Kreuger. Torsten och Ivar.* Borås (1989).
- S Unger: *Får jag tala med koncernchefen!* Advokaten (1/1987) s 18.
- D M Walker: *The Oxford Companion to Law.* Oxford (1980).
- L Welamson: *Svensk rättspraxis: Civil- och straffprocessrätt.* Svensk Juristtidning (1982)

Källförteckning

- *Svensk rättspraxis: Civil- och straffprocessrätt*. Svensk Juristtidning (1989)
- P H Wemple: *Rule 10b-5 Securities Fraud: Regulating the Application of the Fraud-on-the-Market Theory of Liability*. 18 John Marshall Law Review (1985) s 733.
- E Wendel: *Aktieägares ersättningsmöjligheter vid ren förmögenhetsskada. Med utgångspunkt i RH 24:84 Kema Nobel*. Examensarbete vid Göteborgs universitet, rättsvetenskapliga institutionen (HT 1989).
- E Werlauff: *Europæisk selskabsret*. København (1989).
- P Westberg: *Domstols officialprövning*. Lund (1988).
- T Wilhelmsson: *Social civilrätt*. Helsingfors (1987).
- A Vinding Kruse: *Erstatningsretten*. København (5 udg 1989).
- S Vinding Kruse: *Erhvervslivets kriminalitet*. København (1983).
- N Wolfson: *A Critique of Corporate Law*. University of Miami Law Review (1980) s 959
- *Trade Secrets and Secret Trading*. 25 San Diego Law Review (1988) s 95.
- E Wymeersch: *Control of Securities Markets in the European Community. Collection Studies. Competition – Approximation of Legislation Series no 31*. Brussel (1977).
- *Securities Regulation at the Level of the European Community*. Helsinki (1989).

Rättsfall

Sverige

NJA 1901 s 129.	s 268
NJA 1904 s 538.	s 43
NJA 1905 s 323.	s 43
NJA 1915 s 226.	s 42
NJA 1918 s 394.	s 47
NJA 1920 s 638.	s 47
NJA 1929 s 338.	s 47
NJA 1933 s 724.	s 197
NJA 1934 s 310.	s 197
NJA 1935 s 270.	s 47
NJA 1936 s 207.	s 331
NJA 1939 s 360.	s 268
NJA 1942 s 696.	s 48
NJA 1943 s 141.	s 297
NJA 1947 s 21.	s 268
NJA 1954 s 393.	s 198
NJA 1960 s 698.	s 253

Rättsfall

- NJA 1976 s 282. s 246, 267, 269, 274
NJA 1976 s 458. s 282, 283
NJA 1977 s 176. s 285, 308
NJA 1981 s 622. s 285, 308
NJA 1982 s 330. s 130, 272
NJA 1982 s 421. s 308
NJA 1985 s 343. s 231
NJA 1987 s 692. s 246, 269, 270, 274
AD 1980 nr 49 s 136
RH 1984, 28:84 (Svea hovrätt FT 543/82). s 272 ff
Svea hovrätt Mål nr B 1918/89. s 198, 209
Stockholms tingsrätt Mål nr B19/87. s 208

England

- Andrews v Mockford* [1896] 1 QB 372. s 280
Caparo v Dickman [1989] 1 All ER s 789. s 70, 280, 330
Derry v Peek (1889) 14 App Cas 337. s 61, 70, 177
Esso Petroleum v Mardon [1976] 2 All ER 5. s 270, 271
Foss v Harbottle (1843) 2 Hare 461. s 61
Hedley Burne & Co v Heller & Partner Ltd [1964] AC 465. s 70, 177
Houldsworth v City of Glasgow Bank (1880) 5 App Cas 317 (HL). s 279
Junior Books Ltd v Veitchi Co Ltd [1983] AC 520. s 278
New Brunswick and Canada Railway and Land Company v Muggeridge [1860] 1 Dr & Sm 363,30 LJ Ch 242.
Peek v Gurney (1873) LR 6 HL 377. s 280
Prudential Assurance Co Ltd v Newman Industries Ltd and others (No 2) [1982] Ch 204. s 61, 63
Ranger v G W Rye (1854) 5 HLC 72. s 261
Royal British Bank v Turquand [1856] 6 E & B 327 [1843–60] All ER 435. s 61
Stafford v Conti Commodity Services Ltd [1981] 1 All ER 691. s 270

USA

- Affiliated Ute Citizens v United States* 406 US 128 (1972). [1971–1972 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,443. s 164, 175, 176, 179, 185, 186, 189
Basic Inc v Levinson 485 US 224 (1988). [1987–1988 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,645. s 134, 135, 164, 179, 182, 183, 184, 186, 187, 188, 192, 193, 194, 196
Birnbaum v Newport Steel Corp 193 F2d 461 (2d Cir) cert denied 343 US 956 (1952). s 170

- Blackie v Barrack* 524 F2d 891 (9th Cir 1975) *cert denied* 429 US 816 (1976). [1975–1976 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 95,312. s 183, 185, 186, 190
- Blue Chip Stamps v Manor Drug Stores* 421 US 723 (1975). [1974–1975 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 95,200. s 168, 170, 171
- Cort v Ash* 422 US 66 (1975). s 169
- Dixon v United States*. 381 US 68 (1965). s 177
- Dupuy v Dupuy* 551 F2d 1005 (5th Cir 1977) *cert denied* 434 US 911 (1977). [1977–1978 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 96,048. s 173, 174
- Electronic Specialty Co v International Controls Corp* 409 F2d 937 (2d Cir 1969) [1967–1969 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 92,323. s 149
- Elkind v Liggett & Myers* 66 FRD 36 (SD NY 1975). [1980 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 97,716. s 316
- Ernst & Ernst v Hochfelder* 425 US 185. [1975–1976 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 95,479. s 168, 170, 177
- Escott v Barchris* 283 Fed Supp 643 (SDNY 1968). [1967–1969 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 92,179. s 280
- Financial Industrial Fund Inc v McDonnell Douglas Corp* 474 F2d 514 (10th Cir 1973) *cert denied*, 414 US 874 (1973) [1972–1973 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,773. s 156
- Finkel v Docutel/Olivetti Corp* F2d 356 (5th Cir 1987) [1987 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,281. s 174
- Greenfield v Heublin Inc* 742 F2d (3d Cir 1984) [1984 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 91,642. s 134
- Herman & MacLean v Huddlestone* 459 US 375 (1983), *on remand* 705 F2d 775 (5th Cir 1983). [1982–1983 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 99,058. s 171
- In Re LTV Securities Litigation* DC Tex 89 FRD 595 [1980 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 97,605. s 178, 184, 187, 188
- J I Case v Borak* 377 US 426 (1964). [1961–1964 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 91,382. s 163
- Kardon v National Gypsum Co* 73 FSupp 798 (ED Pa 1947). s 163
- Kirshner v United States* 454 FSupp 14 (2d Cir 1978) [1978 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 96,617. s 167
- Lipton v Documentation Inc* 734 F2d 740 (11th Cir 1984) *rehearing denied* 740 F2d 979 (11th Cir 1984). [1984 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 91,535. s 174
- List v Fashion Park Inc* 340 F2d 457 (2d Cir 1965) *cert denied* 382 US 811 (1965) *rehearing denied* 382 US 933 (1965). [1964–1966 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 91,467. s 174, 175
- Manhattan General Equipment Co v Commissioner* 297 US 129 (1936). s 177
- Newcome v Esrey* 659 FSupp 100 (4th Cir) [1988–1989 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 94,106. s 167
- Panzirer v Wolf* 663 F2d 365 (2d Cir 1981) *vacated as moot* 459 US 1027 (1982). [1979–1980 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 97,363. s 189

- Paramount Communications Inc v Time Inc* Supreme Court of Delaware, February 25, 1990 [1989–1990 Transfer Binding] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 94,938. s 129, 138
- Peil v Speiser* 806 F2d 1154 (3d Cir 1986). [1986–1987 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,006. s 182, 187
- Revlon Inc v Pantry Pride Inc* 621 FSupp 804 [1985–1986 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 92,348. s 134
- Rolf v Blyth, Eastman Dillon & Co Inc* 424 FSupp 1021 (SD NY Jan 18, 1977). [1976–1977 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 95,843 *affd on liability, remanded on damages* 570 F2d 38 (2d Cir 1978). [1977–1978 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 96,275; *cert denied* 439 US 1039 (1978); *option amended* (2d Cir 1978). [1978 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 96,525; *on remand on damages* (SD NY 1979). [1979 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 96,919; *on remand on damages* (SD NY 1980); *revd and remanded on damages* 637 F2d (2d Cir 1980). [1980 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 97,711; *on remand on damages* (SD NY 1981), [1981–1982 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 98,201; *on remand on damages* (SD NY 1981), [1981–1982 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 98,269. s 317
- Ross v Bank South NA* (11th Cir 1989). [1989–1990 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 94,730. s 171
- Santa Fe Indus Inc v Green* 430 US 462 (1977). [1976–1977 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 95,914. s 170
- Shores v Sklar* 647 F2d 462 (5th Cir 1981) [1981 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 98,033. s 168, 193
- Schlick v Penn-Dixie Cement Corp* 507 F2d 374 (2d Cir 1974) *cert denied* 421 US 976. [1974–1975 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 94,853. s 189
- State Teachers retirement Board v Fluor Corp* 654 F2d 843 (2d Cir 1981) [1981 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 98,005. s 134
- Superintendent of Ins v Bankers Life & Cas Co* 404 US 6 (1971). [1971–1972 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 93,262. s 163
- Texas & Pacific R Co v Rigsby* 241 US 33 (1916). s 169
- TSC Industries Inc v Northway Inc* 426 US 438 (1976). [1976–1977 Transfer Binder] Fed Sec L Rep (CCH) ¶ 95,615. s 172, 173
- Ultramares Corp v Touch* 255 NY 170, 174 NE 441 (1931). s 171,278

Rekommendationer, skrivelser m m

Sverige

- Bankinspektionen: Banketik nr 36, 1982–05–06
- Bankinspektionen: Banketik nr 56 och skrivelse 1984–05–10, Dnr. 1290/83-A
- Bankinspektionen: Bilaga till cirkulärskrivelse 1985:4 (1985.09.11) Dnr 1256/85-A.
Avtal angående OTC-notering.

Källförteckning

- Bankinspektionen. Cirkulärskrivelse 1983:7, Tilldelning av aktier vid börsintroduktion.
- Stockholms fondbörs: Börsinformation – en handledning (1988)
- Stockholms fondbörs: Rekommendation beträffande information om transaktioner mellan börsbolag och närstående (1986).
- Föreningen för Aktiemarknadsfrågor, Stadgar 29.8.1986
- Näringslivets Börskommitté: Rekommendation om utformning av prospekt. Stockholm (1986).
- Näringslivets börskommitté: Rekommendation rörande offentliggörande vid förvärv av större aktieposter m m (1984).
- Näringslivets börskommitté: Rekommendation om ändrad resultaträkning, nyckeltalsberäkning m m (1983).
- Näringslivets börskommitté: Rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv (1988).

England

- The Stock Exchange: *Admission of Securities to Listing*. London (1987)
- The Panel on Take-overs and Mergers: *The City Code on Takeovers and Mergers and The Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares*. London (1990)

SAKREGISTER

Registret är ett komplement till innehållsförteckningen. Hänvisningar till nottext görs inte.

- Admission of Securities to Listing (ASL) 69
"Agreement in principle" 134
Aktiemarknadens effektivitet 79, 83
Aktiemarknadsbolagens förening 217
Aktiemarknadsnämnden 130
Aktier 25, 26, 47
Aktörsintressen 326
Anmärkningsärenden 213
Ansvarsfrihet 38, 41
Ansvarssituationer 25
Ansvarstyper 248
Ansvarsöverflyttning 250, 252
Arbitragemöjligheter 91, 320
Asymmetrisk kompetens 89, 319
Avregistrering 55, 69, 239
- Balansräkning 109
Bankinspektionen 124, 212, 222, 237
Bank of England 63
Bedrägliga beteenden 73
Besvärsmått 237
Beteendenorm 282
Bevisbördan 290
Beviskrav 174
Bevisning 307, 312
Big Bang 64
Bokföringsnämnden 99, 256
Bolagsdirektiv (EG) 32
Black Monday 80
Brady-kommissionen 37, 80
Bubble Act 1719 57
Börsauktioner 51
Börschefen 212, 227
Börsetik 18
Börshandel 53
Börsintroduktion (official listing) 69
Börsintroduktionsdirektivet (EG) 33
Börsnotering 212
Börsrätt 28
Börsstopp 69
Börsstyrelsen 55, 126, 212, 238
- City of London 63
Commodity Futures Trading Commission (CFTC) 79
Competent authority 125
- Delaktighet 206
Deliktsteori 268
Delårsrapport 112
Differensmetoden 315
Directors Liability Act 1890 60
Direktivet om introduktionsprospekt (EG) 33, 123
Direkttransaktioner 174, 186
"Disclose or abstain" 34
Distributionssättet 296
Dubbelkompensation 259
- East India Company 56
Effektiv marknad 184, 281
Ekonomijournalister 200
Ekonomisk teori 29, 82, 182, 190
"Equal opportunity" 20, 81, 91, 183
Eventuellt uppsåt 206

Sakregister

- "False market" 150
Financial Accounting Standards Board (FASB) 106
Financial Services Act (1986) 61, 67, 68–71
Finansanalytiker 85, 88, 91, 101, 321
Finansiell ekonomi 83
Flaggningsdirektivet 33
Flaggningsregler 142
"Floodgates of compensation" 163
"Floodgates of litigation" 163
Fondkommissionär 200
"Free ride" 90
Frågerätt 154
Funktionsfördelning 249
Förberedande åtgärd 133
Förhandsinformation 132
Förlustsamband 285
Försvarsåtgärder 138
Försäkringsrättsliga aspekter 26
Förtigande 174, 291
Förtroendeaspekten 18, 54, 78–79, 319
Förtutsebarhet 326
Förvaltningsberättelse 109
Förvaltningsrevision 117

God redovisningssed 110, 117
God sed på aktiemarknaden 130, 216, 321
"Gold fish bowl philosophy" 62
Gower 66
"Green-mailing" 130
Grovt oaktsamhet 207

Handlingsnormer 292
Helhetsintryck 202
Huvudsanktioner 159
Hypotesen om effektiva marknader 84

"I know it when I see it test" 173
Illojala beteenden 55
Implied private actions 163, 169
Informationsdirektivet 33
Informationsdoktrinen 19, 20, 34, 36, 60, 77, 82, 181, 319
Informationsskador 159
Inregistreringskontraktet (IRK) 219, 229, 230, 252, 285, 295, 325, 327
Insiderdirektivet (EG) 34
Insiderhandel 21, 75, 95, 327
Institutionella placerare 93
Insynställning 200
Introduktionsprospekt 53, 257
Intygsgivare 270
Investerarskydd 20, 36, 44, 50, 54, 71, 73, 75, 78, 318, 320
"Investors' insurance" 174

Jenkins-kommittén 62
Joint Stock Companies Act (1844) 58
"Juni-brevet" 226
Juridisk person 47, 50

Kapitalmarknaderna 17, 19, 20
Kapitalskyddssynpunkter 316
"Klara regler" 326
Kommunikationsprincipen 235
Kommunikationsprocessen 148
Koncerndefinition 114
Kontraktsbrott 230
Korrigerings 300
Korsnotering 25
Kreuger-kraschen 100, 197
Kreuger & Toll 47
Kvalitetskontroll 20, 53, 68, 71, 122
Kvasikontrakt 273

Lagen om skydd för företagshemligheter (LSF) 156
Laglighetsprövning 239
Likabehandling 140
London Stock Exchange 58
Lord Davey Committee 61
Lämplighetsprövning 240

Marknadseffekt 205, 312
Marknadsindex 85, 317

- Marknadsrisk 316
 Massmedia 147
 Minoritetstalan 260
- Normativsystemet 41, 49
 Normrelaterad metod 293
 Nyemission 40, 42–44, 49, 60, 68
 Närhetsrekvisit 200, 269
 Närstående transaktioner 210
 Nödvändig betingelse 303
- Omsättningshastighet 185, 216, 219, 290, 332
 Optimerad sanktionsnivå 328
 Organisationsstruktur 253
 Organ- och principalansvar 262
- Panel on Takeovers and Mergers 65
 Parallellverksamhet 142
 Participating debentures 47, 48
 Passivitet 285, 291, 309
 Placeringsbeslut 88
 Placeringsbeteende 92
 Placeringsstrategi 91
 Placeringsunderlag 148
 Pressmeddelande 133, 135, 149
 Prevention of Fraud (Investments) Acts 62, 63, 65
 "Price and structure" 134
 Primärmarknaden 18, 184
 "Principer" 326
 Prisbildningen 83, 87, 92, 187, 320
 Processekonomi 314
 Prognoser 88, 173, 300, 307
 Prospekt direktivet (EG) 33
 Prospektrekommendationen (NBK) 118
- Quotations Department 68, 123
- Rationella förväntningar 90
 Realskada (konkret skada) 288
 Reasonable shareholder 173
- Redovisningsprinciper 107
 Redovisningsprocessen 98
 Redovisningsrådet (RedR) 99
 Registrar of companies (England) 60
 Regress 262, 276
 Rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv (NBK) 130
 Resultatprognoser 111
 Resultaträkning 109
 Revisor 45, 116, 251
 RICO 167
 Riskavvägningsmetoden 292
 Riskbedömning 205
 Riskförhållanden 289
 Riskminimerande åtgärder 300
 Riskökning 305
 Rykten 89, 148, 223
 Rättsskydd 236
- Samhällsintressen 326
 Sanktionssystemet 39, 41
 Sannolikhetskalkyl 305
 "Scienter" 177
 Securities Acts 74
 Securities and Exchange Committee (SEC) 75, 100, 167
 Securities and Investments Board (SIB) 27, 68
 Sekundärmarknaden 18, 87, 184
 Självreglerande organ 125
 Självreglering 64, 125, 322
 Skadeeffekt 312
 Skadelidande 70
 Skaderisk 304
 Skadetyper 248
 Skyddat intresse 257, 282, 306
 South Sea Bubble 56
 South Sea Company 56
 Spekulationshandel 51, 86
 Stiftares ansvar 46
 Stockholms fondbörs 110, 121, 124, 156, 235
 Straffrättskommittén (SRK) 197
 Syssломannaansvar 249

Takeover code 327
 Takeoverdirektivet (utkast) 33
 Terminsaffärer 39, 51
 Tillitsprövning 270
 Tillräcklig betingelse 303
 Tillräknandepincip 150
 Tipsgivning 90
 "Total mix" 173
 Transaktionssamband 285, 308

 Underkompensation 175
 Undersökningsplikt 272
 Uppsåt 200, 206
 Utbyteserbjudande 125, 129
 Utländsk rätt 29
 Utvecklad marknad 184

 Varningsmeddelande 150, 155
 "Vir optimus" 304
 Värdepappersmarknadskommittén
 (VMK) 18, 32, 55, 240
 Värdering av aktier 196, 312
 Värderingsintyg 269
 Väsentlighet 78, 105, 132, 146, 153, 203,
 205, 289

 Wash sales 167
 Wheat Report (USA) 77
 "Would-have-purchased-anyway defen-
 ce" 313

 Äganderätt till information 156

 Öppen marknad 184
 Överkompensation 317

INFORMATION OCH ANSVAR

OM BÖRSBOLAGENS ANSVAR FÖR BRISTFÄLLIG
INFORMATIONSGIVNING PÅ AKTIEMARKNADEN

Tillgången på information från börsbolagen är avgörande för varje aktiemarknads förmåga att fungera. Bristfälliga eller felaktiga uppgifter kan få allvarliga konsekvenser, som att investeringsbeslut försvåras eller omöjliggörs. Såväl befintliga aktieägare som nya investerare kan förledas till kapitalplaceringar som de inte skulle genomfört med korrekt information. Detta leder i sin tur till omedelbara och negativa effekter på prisbildningen.

Boken beskriver förekommande informationsregler och analyserar vilka påföljder och sanktioner som kan aktualiseras när ett börsbolag bryter mot dessa regler. I ett avsnitt diskuteras det straffrättsliga ansvaret. Svindleriparagrafen (BrB 9 kap 9 §) utgör ett kraftfullt redskap i detta sammanhang. Även det börsrättsliga sanktions- och påföljdssystemet analyseras grundligt.

Störst uppmärksamhet har emellertid författaren ägnat förutsättningarna för att erhålla skadestånd på aktiebolagsrättslig eller allmän skadeståndsrättslig grund. Denna individuella och privaträttsliga dimension av handeln med aktier kan inte tillgodoses genom de övriga sanktionerna och påföljderna. För den enskilde placeraren har därför frågan om skadestånd kan utgå eller inte stor betydelse.

Som bakgrund till analysen av sanktions- och påföljdssystemet beskrivs även den regleringsideologi som varit styrande för utformningen av reformer på aktiemarknaden. Här sker en jämförelse med England och USA.

Per Samuelsson är verksam som forskare och lärare vid juridiska fakulteten, Lunds universitet.

NORSTEDTS

ISBN 91-1-908162-6