

Skada på värdepappersmarknaden

av Catarina af Sandeberg



Catarina af Sandeberg
catarina.af-sandeberg@su.se

Skada på värdepappersmarknaden ersätts inte, det vet vi sedan gammalt. Som bolagsledning i Sverige kan man påstå nästan vad som helst i fråga om bolagets vinster och prognoser och framgångar. Om det sedan visar sig vara falskt så händer inget annat än att kursen går ned, och den som investerat i bolagets aktier får se sin investering förlora i värde. Handlar du med aktier får du skylla dig själv, har vi lärt oss.

Under de 150 år vi handlat aktier över börs har inställningen varit att handel med aktier sker på egen risk. Du ska vara medveten om att du kan förlora pengarna, och inte ens om förlusten beror på fel begångna av bolagets företrädare kan du få ersättning. Denna inställning har flera orsaker.

Men först lite om hur skada kan uppstå. Skadan orsakas oftast av en kursförlust. En person har investerat i ett bolags aktier till ett visst pris, så går kursen ned och investorn förlorar mellanskillnaden. Typfallet i Sverige är ju Fermenta, och andra bolags aktier som blivit avnoterade från börsen och förlorat sitt värde. Ett exempel från senare tid är bolaget Prosolvía. Prosolvía noterades på börsens O-lista sommaren 1997 efter det att bolagets ledning av pressen fått utmärkelsen "årets företag"; bolaget hade ett par månader dessförinnan nekats börsinträde av börsens revisorer. Introduktionsprospektet visade sig senare innehålla en rad fel av väsentlig art. Dessa felaktigheter utgjordes dels av felaktiga uppgifter rörande kunder, produkter och order, dels hade den ekonomiska rapporteringen justerats på ett för

bolaget fördelaktigt sätt. I sin årsberättelse för 1997 redovisade Prosolvía stora exportframgångar och en fördubbling av omsättningen från 230 miljoner året innan till 435 miljoner kronor för 1997. En stor del av det belopp som redovisades som intäkt för 1997 visade sig dock vara osäkra kundfordringar, vilka felaktigt vinstavräknades under 1997. I oktober 1998 visade bolaget en förlust på 358 miljoner. Bolaget försattes i konkurs den 28 december 1998. Bolagsledningen är stämd för svindleri och bokföringsbrott, och rättegången pågår för närvarande.

Jur.dr **Catarina af Sandeberg** är forskare vid Stockholms Universitet. Artikeln bygger på ett anförande hållet vid Forskardagen i försäkrings- och skadeståndsrätt den 28 januari 2003, anordnad av European Insurance Law Institute (EILI).

I USA är stämningar vid skada på värdepappersmarknaden inte ovanliga; ca 300 fall av brott mot den federala lagstiftningen prövas varje år. Grunden för ansökningarna brukar vara fel i den ekonomiska rapporteringen, såsom under/övervärderade tillgångar, undervärderade skulder, överoptimistisk vinstintjäningsförmåga eller prognos. Många av stämningarna rör bolagsledningens innehållande av insiderinformation. Vid insiderstämningar har skada uppstått genom att ledningen hemlighållit information, som när den offentliggörs pressar ned kursen. Den som handlat innan informationen offentliggjordes har köpt för dyrt och förlorar pengar på kursförlusten när kursen går ned. I ett känt fall visste bolagsledningen i ett gruvbolag att man gjort malmfyndigheter, och att kursen skulle gå upp då detta offentliggjordes. Man riktade en emission till bolagsledningen innan fyndigheterna offentliggjordes. Ett annat exempel är bolagsledningen som förnekade att man avsåg rikta ett uppköpserbjudande till ett annat bolag, vilket man sedan trots förnekandet gjorde. De investorer som sålt sina aktier i mellantiden gick miste om kursuppgången då budet så småningom lades.

Varför inte i Sverige?

På senare år har en handfull tvister rörande skadestånd vid värdepappersskada prövats i svenska domstolar. Dessa fall har rört betalningsansvar för banklån, som anställda tagit för att kunna köpa konvertibler i sitt arbetsgivarbolag. Bolaget har erbjudit konvertibler, banken har lånat ut pengar. Sedan försätts bolaget i konkurs och konvertiblerna är värdelösa men banklånet finns kvar. Låntagaren söker så bli befriad från betalningsansvar för sitt lån, på den grund att banken varit vårdslös som inte kollat upp bolagets ekonomi. Man har dels begärt rättens prövning av relationen mellan låntagare och bank som kontraktuell, dels som utomkontraktuell. I inget av fallen

har låntagarens talan hittills bifallits, men vi avvaktar med spänning utgången i ett fall som skall prövas i hovrätten för Skåne och Blekinge under våren.

Så tillbaka till orsakerna. Vad är anledningen till att skada på värdepappersmarknaden inte ersätts i Sverige? Det finns flera orsaker till detta. En orsak är att utomkontraktuell förmögenhetsskada tills helt nyligen bara ersätts om skadan uppstått i samband med att ett brott blivit begånget. Dels har vi ingen kulturell tradition av skadeståndsvister i Sverige: vi stämmer helt enkelt inte varandra i särskilt stor utsträckning. Ofta för att vi inte tror att det lönar sig. Den individuella skadan kanske inte är så stor, eventuellt till och med endast några hundralappar. Och vi vet att en tvist är dyr och tar lång tid, ofta många år, vilket vi varken har ork eller råd till. Vi vet inte heller hur en domstol skulle förhålla sig i en fråga om skadestånd på värdepappersmarknaden, ty det finns nästan inga rättsfall inom området; rättsutvecklingen har helt enkelt mer eller mindre avstannat inom detta område.

Hinder för rättvisa

I doktrinen brukar man inom ramen för den s.k. "access to justice"-debatten tala om "obstacles to justice", dvs. hinder för rättvisa. Exempel på hinder mot att rättvisa kan skipas är de höga processkostnaderna, tidsutdräkten, parternas bristande förmåga att genomdriva sina rättigheter samt svårigheterna att anpassa den traditionella civilprocessen till frågor rörande icke-individualiserade, s.k. fragmentariska, intressen. Ett fragmentariskt intresse innebär att var och en i kollektivet lider en begränsad, t.o.m. eventuellt försumbar skada, och att en process med ty åtföljande kostnader ter sig oproportionerligt dyrbar och krävande ur alla synvinklar.

Vid börsintroduktionen av Telia köpte 1 040 000 köpare aktier som kostade 85 kr styck. Hypotetiskt hade kursnedgången ned

till ca 25 kronor kunnat bero på felaktig pris-sättning. Den individuella förlusten för var och en är kanske bara ett par tusenlappar, men den totala skadan uppgår till 900 miljoner aktier gånger kursförlusten 60 kr, dvs. 54 miljarder. Som lagstiftaren uttryckt det i förarbetena till lag om grupprättegång: "(d)et är lika stor skada för samhället om 100 personer förlorar 1 000 kr var som om en person förlorar 100 000 kronor – skadan är densamma."

En distinktion som förekommer i den allmänna debatten om nya anspråkstyper i det moderna samhället är skillnaden mellan individuellt processbara, icke-individuellt processbara och processimmuna anspråk. Ett anspråk är *individuellt processbart* om kostnaderna för att driva igenom anspråket genom enskild talan understiger det ekonomiska värde som käranden tillgodogörs genom en framgångsrik rättegång.

Är så inte fallet, kan anspråket vara *icke-individuellt processbart*. Ett ekonomiskt vinstgivande rättsligt agerande kan då komma till stånd genom att flera gör gemensam sak och därigenom sänker den totala kostnaden för att driva igenom anspråken.

Är inte heller detta möjligt, talar man om ett *processimmunt anspråk*. Anspråken på värdepappersmarknaden räknas ofta till de processimmuna.

Ingen ersättning till aktieägarna

Ytterligare ett skäl till att vi väljer att inte processa är att vi inte är säkra på att vi får ersättning även om vi får rätt i domstolen. Vi kan i Sverige än så länge endast kräva ersättning från styrelseledamöterna, och hur vet vi att de har pengar att betala med, eller är försäkrade för en sådan situation. Och har de t.ex. lämnat vilseledande uppgifter uppsåtligt, så täcker inte försäkringen skadan.

Men – bolaget självt då, om det inte är försatt i konkurs? Genom det s.k. organansvaret tar väl bolaget över ansvaret för sina

företrädares handlingar? Normalt sett är det så. Men inte vid aktieägares skada. Här gör man undantag från de vanliga reglerna, för ett bolag får inte betala ersättning till aktieägare som blivit vilseledda. Denna princip har vi ärvt från Tyskland, liksom så mycket annat inom rätten och juridiken. Principen slogs fast på 1930-talet i Högsta domstolen, bland annat i några av de rättegångar som följde på Kreuger-kraschen, och principen gäller än, men endast något år till! I Tyskland övergavs denna 100 år gamla inställning på 1980-talet, då nya regler infördes, men här har inställningen levt vidare till alldeles nyligen.

Varför är det då på detta viset? Regleringen av aktiemarknaden är en balansgång mellan två intressentgrupper, nämligen aktieägarkollektivet, de s.k. investerarna, och borgenärskollektivet, bolagets fordringsägare. Av hävd har skyddet för bolagets borgenärer i denna balansakt fått väga tyngst. I aktiebolagens linda skulle framför allt bolaget skyddas, inte minst mot de skador dess företrädare kunde åsamka bolaget. Högsta domstolen har i rättsfallen beaktat skyddet för bolaget och dess borgenärer, ty om aktieägare skulle kunna kräva ersättning från bolaget så skulle detta leda till att bolagets ekonomi skadades, kanske till och med att aktiekapitalet skulle kunna komma att förbrukas. Borgenärernas ställning skulle komma att undermineras, och det skydd aktiebolagslagens regler utgör för borgenärerna skulle komma att framstå som förfelade.

Borgenärsskyddet i aktiebolagsrätten har tillkommit som ett resultat av lagstiftarens prioritering av bolagsborgenärernas intressen framför delägarnas. En rad argument kan framföras såväl för som emot detta prioriterings-sätt. Man kan fråga sig om det är rimligt att ohederliga transaktioner får avsedd effekt och får äga giltighet. Det kan vidare ifrågasättas om det är riktigt att bolag vars företrädare svikligen förlätt placerare att betala in pengar till bolaget skall kunna tillgodogöra sig detta

kapital med stöd av regler till skydd för bolagets borgenärer.

Vidare bör hänsyn även tas till aktieägarnas fordringsägare – förvärvet finansieras ju ofta genom att förvärvaren upptar ett lån.

I motsats till det klassiska borgenärsskyddet har investerarskyddet haft svårt att hävda sig som rättsprincip i Sverige. Men i ljuset av allt starkare fokus på investerarskydd har lagstiftaren diskuterat om en så sträng regel som den nu gällande bör upprätthållas.

Å andra sidan är det inte alltid bolaget som har fått in pengarna för aktieförsäljningen. Under 1990-talet är det i genomsnitt endast 25 % av det kapital som sålts över börsen som tillfallit bolaget självt. Resterande 75 % tillfaller förutvarande ägare, som säljer ut sitt innehav över börs. Vid Telia-introduktionen såldes som ovan nämnts ca 900 miljoner aktier, varav 150 miljoner aktier nyemitterades. Teckningspris var 85 kronor, varigenom den tidigare ägaren, staten, tillfördes 64 miljarder kronor, och bolaget tillfördes ca 12,7 miljarder kronor.

Här skall givetvis en fördelning av ansvaret ske efter en undersökning av var ansvaret samt bristen i ansvar förelegat.

Den rådande situationen är emellertid nu under förändring. Med tiden har insikten att även investerarna måste skyddas vuxit fram. Blir investerarna brända så investerar de inte sina pengar i börsen, dvs. i bolagen, utan

stoppa pengarna i madrassen varvid utvecklingen av näringslivet hämmas. Lagstiftaren har tagit krafttag för att få bukt på situationen i Sverige.

Hopp inför framtiden

I ljuset av den ökade fokuseringen på investerarskyddet har den gamla principen att i första hand skydda bolagskapitalet övergivits. Aktiebolagskommittén, som 2001 lade fram sitt förslag till en helt ny aktiebolagslag, anser att det är dags att riva upp den gamla principen om att bolaget ej kan ansvara. Man anser att denna princip inte är förenlig med en modern syn på behovet av skydd för aktieägare, och föreslår en lagstiftning om bolagets ansvar.

Låntagaren kan i framtiden hoppas på ersättning från banken på ett annat sätt, genom att lagen om ansvar vid finansiell rådgivning till konsument träder i kraft den 1 juli i år.

Processuella hinder överbryggas genom att möjligheten till grupprättegång införts fr.o.m. 1 januari 2003.

Detta leder till att vi kan vänta oss att skada på värdepappersmarknaden ersätts i större utsträckning framöver, och att såväl bolagsledning som banker och andra inblandade rådgivare kommer att behöva visa omsorg och aktsamhet vid sin marknadsföring och försäljning av värdepapper.