



REMISSYTTRANDE
2013-06-11

Finansdepartementet
103 33 STOCKHOLM

Fi2013/905

Prospektansvar (Ds 2013:16)

Sammanfattning

Prospektansvar utgör en viktig fråga som har diskuterats under många år i Sverige. Svenska Bankföreningen och Svenska Fondhandlareföreningen (nedan föreningarna) har vid ett flertal tillfällen framfört sina synpunkter på frågan, senast i yttranden över Aktiebolagskommitténs slutbetänkande och Prospektutredningens slutbetänkande (SOU 2005:18). Finansdepartementet har i DS 2013:16 lagt fram ett reviderat förslag som i väsentliga delar tagit hänsyn till av föreningarna framförda remissynpunkter. Föreningarna noterar särskilt att något förslag om särskilt ansvar för andra som medverkar vid upprättande av prospekt inte läggs fram och att framförda synpunkter rörande nackdelarna med ett ansvar även för skuldemissioner för styrelseledamöter och andra organföreträdare har beaktats.

Föreningarna har under lång tid varit positivt inställda till ett förtydligande av rättsläget beträffande prospektansvaret och har tidigare framfört att det av Aktiebolagskommitténs framlagda förslaget var godtagbart. Eftersom den grundläggande ansvarsbestämmelsen i nu aktuellt förslag anknyter till Aktiebolagskommitténs bedömning kan promemorians förslag i denna del tillstyrkas.

Enligt föreningarna är det tveksamt om tillräckliga skäl föreligger för att utvidga ansvaret för ett prospekt till att gälla den handel som sker i andrahandsmarknaden efter en genomförd marknadsintroduktion. Om så bedöms nödvändigt på grund av åtaganden gentemot EU bör ansvaret begränsas och särskilda krav ställas upp för ansvar.

Föreningarna anser vidare att skuldebrev som endast är konvertibla på emittentens eller en myndighets begäran i syfte att stärka bolagets kapitalisering vid framtida finansiella svårigheter bör jämföras med skuldebrev, inte med aktierelaterade instrument.

Sammantaget anser föreningarna att nu framlagt förslag, med nämnda undantag, bör genomföras. De förändringar eller förtydliganden av rättsläget som ett sådant genomförande medför kommer, enligt föreningarnas bedömning, inte att medföra några negativa effekter på svensk kapitalmarknad, snarare tvärtom, eftersom rättsläget klargörs.

Allmänt

Föreningarna riktade allvarlig kritik mot Prospektutredningens förslag om Prospektansvar. Det var särskilt förslaget att införa särskilda bestämmelser om värdepappersinstitut och uppdragstagares ansvar för prospekt och förslaget att organföreträdare skulle ges ansvar för prospekt i samband med notering av skuldebrev som föreningarna vände sig emot och avstyrkte. Vidare invände föreningarna mot förslaget att även de personer som handlat på andrahandsmarknaden skulle vara ersättningsberättigade. Föreningarna ansåg att risken var påtaglig att dessa förslag om de genomfördes skulle få långtgående negativa effekter för den svenska kapitalmarknaden. Föreningarna ansåg också bl.a. att konsekvenserna av Prospektutredningens förslag inte var tillräckligt utredda.

Nu föreliggande förslag synes i väsentliga delar ha beaktat föreningarnas tidigare framförda synpunkter och farhågor. Det omarbetade förslaget rörande att personer som handlat på andrahandsmarknaden ska vara ersättningsberättigade behandlas utförligare nedan.

Den ersättningsberättigade kretsen

Beträffande den ersättningsberättigade kretsen föreslås i promemorian att reglerna om ansvar för fel och brister i ett prospekt ska kunna åberopas av den som har tecknat eller förvärvat överlåtbara värdepapper vid ett erbjudande till allmänheten som omfattas av prospektet. Om ett prospekt används för upptagande av överlåtbara värdepapper till handel på en reglerad marknad ska ansvarsreglerna kunna åberopas av den som har förvärvat sådana värdepapper inom sex månader från det att värdepapperen togs upp till handel på den reglerade marknaden.

När det gäller den ersättningsberättigade kretsen inställer sig många, svåra frågor. Rent allmänt aktualiseras också spörsmålet om ansvaret överhuvudtaget för information till marknaden, en fråga som det enligt föreningarnas uppfattning finns anledning att i annat sammanhang utreda och överväga. En alltför vid eller obestämd krets av ersättningsberättigade riskerar att skapa osäkerhet på marknaden och även påverka utformningen av prospekt. Kostnaderna för framtagande av prospekt skulle med stor sannolikhet bli högre och osäkerheten skulle också kunna påverka innehållet i prospekten på flera sätt. Resultatet skulle kunna bli än mer utförliga prospekt för att undvika att något av intresse saknas eller att innehållet blir av mindre intresse på grund av påtvingad försiktighet. Osäkerhet om kretsen av ersättningsberättigade riskerar också att öka risken för processer. Föreningarna är väl införstådda med att nästan varje avgränsning av den ersättningsberättigade kretsen kan ifrågasättas. En avgränsning till den som har tecknat eller förvärvat överlåtbara värdepapper vid ett erbjudande till allmänheten som omfattas av prospektet innebär t.ex. att den som med prospektet som beslutsunderlag i stället valt att investera via derivatmarknaden

inte innefattas. Vidare kan det vara svårförklarligt att investerare som genom en ”private placement” investerat medel inte omfattas medan däremot de som i en efterföljande marknadsnotering skulle enligt förslaget kunna föra talan. Ett annat exempel är om ett bolag tar upp till notering ett aktieslag (A-aktier) som enbart skiljer sig från ett redan noterat aktieslag (B-aktier) i fråga om röststyrka. I ett sådant fall syftar prospektet till att investerare ska kunna bilda sig en uppfattning om en akties ekonomiska värde. Den särskilda beskrivning som kommer att finnas i prospektet rörande röstskillnad får betraktas som mer av formaliakarakter. Det kan uppstå stötande effekter om den som någon månad efter noteringen av A-aktien överväger en investering i bolagets aktier och då noga studerar prospektet. Om investeraren därefter bestämmer sig för att köpa A-eller B-aktier kan vara mer ett övervägande kring likviditet, maktförhållanden etc. Visar det sig senare att prospektet innehåller ett avgörande fel av betydelse för en aktieinvestor, är det inte helt enkelt att förklara varför en A-aktieinvestor men inte en B-aktieinvestor ska ha möjlighet att åberopa ansvarsreglerna.

Sammantaget anser emellertid föreningarna, på ovan nämnda grunder, att reglerna om ansvar för fel och brister i ett prospekt ska kunna åberopas av den som har tecknat eller förvärvat överlåtbara värdepapper vid ett erbjudande till allmänheten som omfattas av prospektet.

När det gäller förslaget om ansvar gentemot andrahandsmarknaden är föreningarna mer tveksamma även om nu aktuellt förslag har en mer begränsad räckvidd än det av Prospektutredningen i slutbetänkandet framlagda förslaget. Vad som sagts ovan om de negativa effekterna av en alltför vid eller obestämd krets av ersättningsberättigade gäller i allt högre grad när det gäller detta ansvar. Förslaget i denna del reser dessutom ett antal juridiskt intressanta och komplicerade, särskilt skadeståndsrättsliga, frågor såsom orsakssambandet mellan köpet av värdepapperet och fel i prospektet, vilka fel i ett prospekt ska vara ersättningsgilla och hur ska skadeståndet bestämmas. Frågor kring skadeståndsansvaret har vid remitteringen av Prospektutredningens slutbetänkande utretts på Svenska Fondhandlareföreningens uppdrag av professor Jan Kleineman. Den analys och kritik som professor Kleineman då framförde i förhållande till Prospektutredningens förslag är i väsentliga delar giltig även vid detta förslag och bör beaktas i det fortsatta lagstiftningsarbetet.

Av stor betydelse är också hur de föreslagna reglerna är förenliga med regelverken i vår omvärld. Den utländska jämförelse som gjordes i Prospektutredningen fick hård kritik och det finns enligt föreningarnas uppfattning, trots goda försök till analys av rättsläget i vissa jurisdiktioner i föreliggande promemoria, fortfarande brister i detta avseende.

Enligt promemorian utgör det ett krav i prospektdirektivet, artikel 6.2 att medlemsstaterna har ett civilrättsligt ansvar även för dessa prospekt. Enligt föreningarnas uppfattning är denna artikel mycket vag och ger medlemsstaterna föga vägledning om hur detta civilrättsliga ansvar bör utformas för att en medlemsstat ska anses ha uppfyllt direktivets krav. Det är möjligt att en medlemsstat ska anses ha uppfyllt direktivets krav genom en civilrättslig reglering som skyddar förvärvare i primärmarknaden men inte förvärvare i

sekundärmarknaden. Den svenska finansmarknaden är som bekant en del av den europeiska och globala marknaden och det är därför av vikt att vårt regelsystem i huvudsak överensstämmer med det som är allmänt förekommande. Det vore därför av stort intresse med närmare uppgifter och utredning om vilket ansvar som föreligger i andra medlemsstater gentemot sekundärmarknaden.

Sammantaget kan föreningarna inte tillstyrka förslaget om ansvar gentemot andrahandsmarknaden. Om ett sådant ansvar övervägs anser föreningarna att särskilda kriterier bör uppsättas för ett utkrävande av ansvar. Det bör exempelvis åligga den skadelidande att visa att det är prospektet som föranlett denne att vidta transaktionen ifråga. Vidare bör tiden kortas ned, t.ex. så att ansvar föreligger till och med den tidigare av den dag som infaller tre månader efter likvid i erbjudandet eller fem dagar efter offentliggörandet av den första delårsrapporten efter erbjudandet. Ny information från emittenten ska självfallet bryta ansvaret för prospektet.

Övriga frågor

I promemorian föreslås att även erbjudandehandlingar avseende kontanta uppköpserbjudanden ska omfattas av den nya ansvarsregleringen. Motiveringen till varför sådana erbjudanden bör omfattas i promemorian är tämligen kortfattad. När det gäller dessa erbjudanden är det fråga om andra förhållanden än när värdepapper erbjuds som vederlag. Den begränsade beskrivningen av målbolaget i erbjudandehandlingen upprättas av budgivaren på basis av publik information utgiven av målbolaget, och målbolagets styrelse tar ansvar för den. Vad aktieägaren - som måste kunna förväntas ha kunskap om det bolag som denne äger aktier i - har att ta ställning till är om budet är tillräckligt bra i förhållande till rådande börskurs. Börskursen skall återspegla den information om bolaget som finns marknaden och som bolaget har ansvar för enligt noteringsreglerna. Det föreligger således väsentliga skillnader gentemot den situationen att värdepapper erbjuds som vederlag. Mot denna bakgrund och att den svenska självregleringen rörande sådana erbjudanden går längre än vad som är föreskrivet i EU avstyrker föreningarna förslaget att kontanta uppköpserbjudanden ska omfattas av den nya ansvarsregleringen.

När det gäller konvertibler och vissa andra aktierelaterade instrument bör enligt föreningarnas mening åtskillnad göras mellan å ena sidan skuldebrev som endast är konvertibla på emittentens eller en myndighets begäran i syfte att stärka bolagets kapitalisering vid framtida finansiella svårigheter ("coco bonds" eller "negativa konvertibler") och å andra sidan skuldebrev som kan konverteras på innehavarens begäran i syfte att realisera den uppsida för investeraren som kan ligga i en vanlig konvertibel. Vanliga konvertibler står aktier nära. De negativa konvertiblerna är mer renodlade skuldebrev för vilka en eventuell konvertering är en risk mer än en möjlighet. Utgivningen av sådana skuldebrev kommer att riktas mot obligationsmarknaden, inte aktiemarknaden. Därtill kommer att de negativa konvertiblerna är starkt präglade av myndighetsstyrning. Samma åtskillnad kan göras mellan å ena sidan skuldebrev på vilka räntan kan sättas ned vid dåliga finansiella nyckeltal och sådana som kan ge avkastning om det går bra för bolaget.

Föreningarna rekommenderar vidare att en definition av vinstandelsbevis och kapitalandelsbevis införs för att precisera räckvidden av bestämmelsen.(se 11 kap. 11 § ABL)

Föreningarna tillstyrker eller lämnar övriga förslag utan erinran. Vidare hemställer föreningarna att de föreslagna och av föreningarna tillstyrkta lagändringarna genomförs så snart som möjligt.

Svenska Bankföreningen

Svenska Fondhandlareföreningen

Tomas Tetzell

Lars Afrell