

4 oktober 2005

Tredje AP-fonden

SVAR PÅ REMISS: PROSPEKTANSVAR, SOU 2005:18

Tredje AP-fonden anser att flera viktiga aspekter i det föreslagna regelverket inte belysts tillräckligt i betänkandet. Detta gäller främst förslagets samhällsekonomiska konsekvenser men också de processrättsliga följderna.

SAMHÄLLSEKONOMISKA KONSEKVENSER

Förslagen i betänkandet bygger helt och hållet på en teoretisk juridisk analys – en samhällsekonomisk konsekvensanalys saknas helt. Enligt Tredje AP-fondens uppfattning finns det en betydande risk för att de utvidgade ansvarsregler som föreslås i betänkandet innebär att det blir dyrare för företagen att skaffa riskkapital. En samhällsekonomisk konsekvensanalys bör därför genomföras inom ramen för det fortsatta lagstiftningsarbetet. Vad avser ansvaret för emittenter och säljare vid s.k. erbjudandeprospekt förefaller utredningens förslag väsentligen vara en anpassning till vad som gäller i stort sett alla andra länder. Detsamma kan dock inte sägas framgå beträffande ansvaret för andra medverkande liksom kretsen av ersättningsberättigade investerare där reglerna skiftar mer emellan länderna. Konsekvensanalysen bör därför även beakta hur de föreslagna reglerna förhåller sig till reglerna i andra länder.

De nya reglerna kan bland annat förväntas få följande samhällsekonomiska effekter:

1. Konkurrensnackdelar för den publika aktiemarknaden

Investmentbankerna kommer att ta betalt för den risk som det innebär att ta på sig ett eventuellt skadeståndsansvar. Detta kommer att fördyra för bolagen att skaffa riskkapital och genomföra strukturaffärer via börsen. Tillsammans med övriga nya regelverk för den publika aktiemarknaden (koden för bolagsstyrning, IFRS, nya regler om marknadsmissbruk osv) innebär detta att ytterligare konkurrensnackdelar för den publika aktiemarknaden i förhållande till Private Equity-marknaden. Detta minskar investeringsmöjligheterna för institutionella placerare (såsom livbolag och AP-fonder) vars portföljer enligt rådande regelverk ska placera huvuddelen av sitt kapital i marknadsnoterade tillgångar. En fortsatt flykt från börsen till Private Equity-marknaden skulle också innebära en inskränkning i hushållens möjligheter att spara i aktier.

2. Färre strukturaffärer

Ökade transaktionskostnader skulle också få negativa konsekvenser för antalet strukturaffärer på den svenska aktiemarknaden, vilket i sin tur skulle verka hämmande på produktivitetstillväxten i det svenska näringslivet. En väl fungerande marknad för företagsköp och försäljningar är en förutsättning för en samhällsekonomiskt effektiv allokering av kapital.

3. Högre kostnad för riskkapital

Genom att öka möjligheterna att rikta skadeståndsanspråk mot bolaget höjs också den löpande risknivån i de börsnoterade bolagens verksamhet, vilket höjer riskpremien på börsnoterade aktier generellt. Det innebär en löpande högre kostnad för riskkapital.

4. Fler riktade emissioner

Vid nyemission kommer det framstå som mer attraktivt att genomföra emissionen som en riktad emission (som ej kräver prospekt) istället för en företrädesemission där befintliga aktieägare har företräde att teckna aktier. Detta är till nackdel för institutioner och mindre aktieägare som drabbas av utspädningseffekter

5. Begränsade samhällsekonomiska vinster

Det är också tveksamt om det verkligen finns samhällsekonomiska vinster som uppväger de samhällsekonomiska kostnader som är förknippade med de föreslagna reglerna. USA har en rättstradition som innebär möjligheterna att utkräva skadestånd är väsentligt större än i Sverige. Detta gäller även skador orsakade av missvisande information i ett prospekt. Dock finns det inga belägg för förekomsten av missvisande information skulle vara mindre i amerikanska prospekt. En uppenbar skillnad är att amerikanska prospekt tenderar att vara mycket omfattande till följd av alla de juridiska texter som bland annat motiveras av reglerna för prospektansvar. Detta gör det svårare för investerarna att ta del av den affärsmässigt relevanta informationen.

PROCESSRÄTTSLIGA KONSEKVENSER

1. Allmänt

Betänkandet behandlar inte närmare processuella frågor i anledning av förslaget till prospektansvar, möjligen med undantag för preskriptionsregeln. Enligt Tredje AP-fonden är det en betydande brist i utredningens förslag att de processuella frågorna inte närmare belysts och övervägs. Tredje AP-fonden anser därför att processfrågorna - om reglerna genomförs i enlighet med förslaget - måste bli föremål för noggranna överväganden i det fortsatta lagstiftningsarbetet.

Tredje AP-fonden pekar i det följande på dels vissa allmänna utgångspunkter som bör vara vägledande vid utformningen av de processuella reglerna, dels några särskilda områden som enligt fondens mening det finns anledning att närmare överväga.

En första utgångspunkt bör vara att regelverket så långt som möjligt medger att frågan om ansvar för felaktigheter och brister i ett prospekt kan prövas i en process vid svensk domstol som avser såväl samtliga ansvarssubjekt, svenska såväl som utländska, som samtliga skadelidande. Det torde i allmänhet vara i såväl ansvarssubjektens, inte minst det bolag vars finansiella instrument avses, som de skadelidandes intresse att ansvarsfrågorna prövas i ett sammanhang. Eftersom antalet skadelidande kan vara mycket stort bör det vidare finnas regler som gör det möjligt att effektivt hantera processer med ett stort antal kärande.

Tredje AP-fonden behandlar i det följande forumfrågan och frågan om en samlad process (grupprättegång).

2. Forumfrågan

Enligt Tredje AP-fonden kan det ifrågasättas om det finns en tillämplig svensk forumregel för samtliga fall med utländska juridiska eller fysiska personer som kan göras ansvariga enligt de föreslagna reglerna. Som exempel kan nämnas ett utländskt bolag som är noterat i Sverige men som

upprättar ett erbjudandeprospekt för en säljare eller ett prospekt i anslutning till ett uppköpserbjudande. Detsamma gäller beträffande utländska värdepappersinstitut och andra utländska medverkande som kan bli ansvariga enligt de föreslagna reglerna. Tydliga forumregler har såväl pedagogiska som processekonomiska fördelar.

3. Grupprättegång

Det torde vara i såväl bolagens som finansmarknadens intresse att frågan om fel eller brist i ett prospekt prövas i ett sammanhang och att avgörande gäller för samtliga inblandade parter. Processer rörande ansvar för felaktigheter i prospekt tillhör också de områden som visat sig vara lämpade för grupprättegångar, något som erfarenheterna från USA ger stöd för. Antalet skadelidande kan vara mycket stort och beträffande de större noterade bolagen sannolikt uppgå till många tiotusentals. Tvistefrågorna torde också till övervägande del vara gemensamma för samtliga skadelidande, dvs. om innehållet i ett prospekt är felaktigt eller bristfälligt och om felet eller bristen är en följd av uppsåt eller oaktsamhet hos något ansvarssubjekt. Däremot kan frågor kring skadans storlek skilja sig mellan olika grupper, t.ex. mellan innehavare av olika klasser av aktier eller mellan innehavare av akter respektive andra finansiella instrument såsom företagsobligationer. Även gruppen eller grupperna bör också förhållandevis väl gå att bestämma. Det finns också i allmänhet investerare som är lämpliga som företrädare för en grupp, t.ex. institutionella investerare eller andra större investerare.

Betänkandet innehåller emellertid över huvud taget inte någon diskussion om de regler som finns om grupprättegång är ändamålsenliga för grupptalan om prospektansvar. Enligt Tredje AP-fonden bör denna fråga utredas i det fortsatta lagstiftningsarbetet. Det skulle vara mycket olyckligt för förtroendet för svensk finansmarknad och svenskt rättsväsende om, vid den första större processen rörande prospektansvar, rättegången inte skulle kunna genomföras på ett ändamålsenligt och effektivt sätt.

Frågor som kan vara värda att belysa är exempelvis: Är det lämpligt med ett ”opt in-förfarande”, dvs. att grupptalan omfattar de gruppmedlemmar som inom en viss tid efter att talan har väckts anmält till domstolen att de önskar omfattas av processen? Vid en första anblick synes de skäl som i motiven till reglerna om grupprättegång redovisas för ett s.k. ”opt out-förfarande”, dvs. att de som omfattas av kärandens beskrivning av gruppen omfattas av talan, om de inte anmäler att de önskar utträda ur gruppen, ha särskild styrka beträffande nu aktuella processer, jfr. prop. 2001/02:10 s. 63 ff. I detta sammanhang bör konsekvenserna den föreslagna preskriptionsregeln övervägas, t.ex. avseende risken rättsförlust för den som inte förstår att ta till vara sin rätt och för antalet stämningar, dvs. att regeln kan verka processgenererande när en talan väl har aktualiserat. Även vilken handling som är bryter preskriptionen vid en grupptalan enligt ett opt in-förfarande kan behöva diskuteras.

Frågan om vem som ska ha rätt att föra talan för gruppens räkning är möjligen av mindre intresse vid ett förfarande som bygger på opt in men är långt ifrån utan betydelse. Vid en annan lösning får dock frågan långt större betydelse. Reglerna om grupprättegång kan sägas bygga på en princip om ”stämmer bäst som stämmer först”, dvs. en väckt grupptalan utgör hinder (litispensens) för någon annan att väcka talan rörande samma anspråk och samma gruppmedlemmar, se 15 § lagen om grupprättegång och a.a. prop. s. 60 ff. särskilt s. 61. En annan lösning skulle kunna vara att ge företräde åt den som själv eller som företrädare för andra representerar störst antal finansiella

instrument vilka omfattas av grupptalan. Om olika slag av finansiella instrument, t.ex. aktier och obligationer, eller olika klasser av samma slag av finansiella instrument, t.ex. A- och B-aktier, omfattas av talan kan principen dock behöva viss anpassning.

ANSVAR FÖR STÄLLFÖRETRÄDARE


Som anförts ovan anser Tredje AP-fonden att frågan om ställföreträdares (organföreträdares) ansvar bör ingå i den samhällsekonomiska konsekvensanalys som fonden efterlyst ovan. Här ska en fråga som rör den valda lagstiftningstekniken något beröras.

Utredningen har valt att reglera organföreträdares ansvar genom hänvisningar i lagen om handel med finansiella instrument till reglerna om organföreträdares skadeståndsansvar i de associationsrättsliga lagarna (se 2 kap. 25 § andra stycket utredningens förslag till lagtext). En konsekvens av den valda lagstiftningstekniken är att ställföreträdares för utländska juridiska personer inte kommer att omfattas av något skadeståndsansvar enligt de svenska reglerna. Deras eventuella skadeståndsansvar blir istället beroende av om de omfattas av skadeståndsansvar för "svenska prospekt" enligt deras nationella lagstiftning, associationsrättslig eller annan. På motsvarande sätt kan det finnas utrymme svenska emittenter att undgå ställföreträdares ansvar genom att emittera utomland, beroende på hur andra länders regler om prospektansvar är utformade. Detta skulle kunna leda till att svenska företag väljer att emittera särskilt räntebärande instrument utomlands istället för i Sverige.

SYNPUNKTER PÅ KOMMITTÉNS SAMMANSÄTTNING

Slutligen vill Tredje AP-fonden något beröra kommitténs sammansättning. Regler om prospektansvar innebär i de fall ansvaret aktualiseras en omfördelning av förmögenhet mellan olika investerare i det aktuella bolaget. Regler om prospektansvar har också stor betydelse för näringslivet som helhet och tänkbara samhällsekonomiska konsekvenser har belysts ovan. Det är mot denna bakgrund något förvånande att såväl investerar- som näringslivsintressena haft en mycket begränsad representation i kommittén.

I detta ärende har verkställande direktören Kerstin Hessius beslutat. I den slutliga handläggningen deltog Pernilla Klein och Mikael Sedolin, föredragande.



Pernilla Klein
för Kerstin Hessius enligt uppdrag



Mikael Sedolin