

Arrangörens ansvar för uppgifter vid emittering av obligationslån – ett norskt rättsfall

LARS GORTON*

1. Övergripande frågeställning

Som bekant indelas rättsordningen i olika rättsområden, som kan skilja sig beroende på vilka frågeställningar som avses och vilka personkategorier som berörs. Lars Pehrson har i sin forskning fr.a. ägnat sig åt associationsrättsliga och konkurrensrättsliga frågeställningar, och i denna uppsats vill jag diskutera en fråga som har associationsrättslig anknytning men även krediträttslig karaktär.

Delar av associationsrätten gränsar till vad som ofta karaktäriseras som ”kapitalmarknadsrätt” och andra delar (eller kanske snarare med ett annat perspektiv) till ett rättsområde som ibland karaktäriseras som *corporate finance law* (i svensk rätt närmast den otympliga termen ”företagsfinansieringsrätt”). Detta speciella område kan ses som en del av kapitalmarknadsrätten.¹ På liknande sätt gränsar krediträtten i vissa avseenden till kapitalmarknadsrätten. Det juridiska ramverket innehåller olika delområden som i vissa delar överlappar men också kompletterar varandra. Dessa olika juridiska del-

* Professor em. vid Juridiska fakulteten, Stockholms universitet, verksam vid Stockholm Centre for Commercial Law. Tillika avdelningsledare för forskningsavdelningen för förmögenhetsrätt vid Stockholm Centre for Commercial Law.

¹ Som utgångspunkt vid företagsfinansiering kan åtskillnad göras mellan finansiering genom emission av aktier, genom obligationslån eller genom krediter av olika slag. Vid sidan av dessa grundformer finns även olika hybridformer. Se exempelvis Ferran, *Company law and corporate finance*. Oxford 2 uppl. 1999, Gullifer & Payne, *Corporate finance law. Principles and policy*. Oxford 2011, Hudson, *The law of finance*. 2 uppl. London 2013, och vissa därmed förknippade frågeställningar behandlas i Eklund & Stattin, *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*. Uppsala 2013. Jag har lämnat ett litet bidrag genom uppsatsen *Företagskrediter* i Videregående kreditret, red. Lennart Lyng Andersen, Köbenhavn 2008 s. 98 ff. Eklund & Stattin har nyligen utkommit med *Kapitalmarknadsrätt*. Uppsala 2015.

områden regleras vidare genom såväl administrativrättsliga som civilrättsliga bestämmelser. Vid vissa finansiella transaktionstyper har administrativrättsliga regler större betydelse än civilrättsliga, och i vissa fall sätter regelverket mer än i andra, gränser för avtalsutformning och avtalsinnehåll. Under vissa omständigheter har avtalsparterna större frihet än under andra att själva komma överens om vad som ska gälla mellan dem.

Dessa mycket översiktliga utgångspunkter har viss betydelse för den nu aktuella betraktelsen, som har sin grund i ett norskt rättsfall, där frågan rörde vilket ansvar som åvilar en arrangör av ett obligationslån, Pareto Securities Ltd. (i det följande Pareto). Låntagaren i obligationslånet var MPF Corp. Ltd., som gick i konkurs. För de i fallet aktuella borgenärerna fanns inga medel att hämta i MPF:s konkurs. Det rör sig i fallet om tre företag, som då framförde ersättningskrav mot arrangören av obligationslånet för bristfällig information (jämt undanhållande av information) samt bristfällig rådgivning i samband med introduktionen av obligationslånet. De tre kärandena var Hodne Holding AS (i det följande Hodne), Velcon AS (Velcon) och Helland AS (Helland), som alla deltog som investerare i det berörda obligationslånet, men med något olika andelar. Det rör sig m.a.o. om en fråga där investerare i värdepapper anser sig ha fått missvisande och eller otillräcklig information ang. risk med avseende på investeringen. Detta är en fråga som förekommit till bedömning i de nordiska länderna på olika sätt och i olika sammanhang, dock inte särskilt frågan om investering i obligationer. Noteras kan också, att det i bl.a. engelsk rätt finns en del rättspraxis på området och att där dessutom antalet tvister inom det finansieringsrättsliga området ökat avsevärt, bl.a. men långt ifrån endast, när det gäller derivat.²

En fråga som i sammanhanget måste beaktas särskilt är att ”norsk erstatningsret” trots likheter med svensk skadeståndsrätt i vissa avseenden avviker från motsvarande förhållanden i svensk rätt. Även om utgångspunkterna är likartade skiljer sig tillämpningen av reglerna något. Man måste därför vara försiktig med att dra alltför långtgående slutsatser från det här diskuterade avgörandet. Det ska också understrykas, att det är frågan om ett underrättsavgörande från Oslo tingrett³, vilket naturligtvis inte kan tillmätas samma

² Här omnämns derivat särskilt, inte för att derivat är en finansiell produkt som förekommit till bedömning i nordisk rätt, men eftersom det finns engelsk rättspraxis på det området, som ger vid handen, att part som hävdar att man i en derivattransaktion är underlägsen det finansiella institut som utgör motpart knappast kan räkna med framgång i sina krav.

³ Saksnr 11-062353TVI-OTIR/08, avsagt 01.11.2012.

tyngd som ett utslag från Høyesterett. Det ska vidare inskjutas, att avgörandet inte överklagades.

Med denna reservation kan fallet icke desto mindre ha intresse (inte minst argumentationsintresse) även för svenska jurister. Eftersom svensk rättspraxis saknas på området kan det vara av betydelse att se hur man i relativt närbesläktat rättssystem som det norska bedömt en hithörande fråga. Domen innehåller flera överväganden som har allmänt juridiskt intresse.

Inskjutas bör också, att det finns rättspraxis som berör andra likartade frågeställningar, som jag dock inte här går närmare in på, men eftersom obligationslån utgör en speciell företeelse med speciella rättsliga ramar har det sitt intresse att undersöka hur rättsreglerna tillämpas i ett särskilt fall inom detta speciella område.⁴

2. Kreditavtalet i ett kapitalmarknadsrättsligt perspektiv

Som nämnts tangerar vissa delar av krediträtten associationsrätten, och fr.a. det som ofta hänförs till kapitalmarknadsrätten, och det norska rättsfall, som utgör utgångspunkt för denna betraktelse, kan ses som en speciell belysning av hithörande frågeställningar.

När det gäller finansieringen av ett företag kan mycket översiktligt sägas, att grundformerna utgörs av lån, obligationer och aktiekapital. Därutöver finns också ett antal mellanformer, exempelvis optioner, konvertibla skuldebrev och andra hybridformer. Den rättsliga regleringen skiljer sig åt vad gäller dessa olika finansieringsformer, där aktiebolagslagen och skuldebrevslagen i olika avseenden spelar roll, vartill kommer att olika administrativrättsliga regler (genomgående starkt påverkade av EU-rätten) har betydelse i andra avseenden. Allmänt kan dessutom avtalsrätten ha betydelse i sammanhanget och kan innebära vissa inskränkningar, när det gäller möjligheten att utforma avtalet. Därtill kan, som i det nu aktuella fallet, komma ersättningsrättsliga principer. Praktiskt spelar de enskilda avtalsvillkoren stor roll vid de olika

⁴ I sin studie *Legal risk in the financial markets*, 2 uppl. Oxford 2010, anger McCormick på s. 159 ff. olika typer av krav ("civil or otherwise") som har framställts inom den finansiella sektorn som sträcker sig från felaktig information om risker m.m., mot styrelse och ledning i bolag, mot bankens uppträdande mera generellt, beträffande revisorer, beträffande intressekonflikter, beträffande skattefusk, beträffande världsloshet hos "professional advisers", beträffande "failure to disclose", beträffande förhållanden i samband med konkurs samt beträffande krav mot offentliga organ och myndigheter.

transaktionerna. Flera olika typer av krav och tvister har uppstått inom den finansiella sektorn som föranlett en prövning av olika ansvarskrav.⁵

Tillskott i form av aktiekapital regleras såväl av associationsrättsliga som administrativrättsliga (kapitalmarknadsrättsliga) regler som i olika avseenden är tämligen omfattande. Beträffande obligationer gäller att det i stora delar saknas särskilda civilrättsliga regler (även om i vissa avseenden skuldebrevslagen har betydelse), och parterna ofta avtalsvägen kommer överens om de villkor som ska gälla. Vidare har olika kapitalmarknadsrättsliga regler betydelse i sammanhanget. När det gäller kreditgivning (t.ex. i form av syndikerade lån) saknas i huvudsak särskilda regler av kapitalmarknadsrättslig karaktär, och i stället har innehållet i de låneavtal som parterna enats om avgörande betydelse, även om detta också måste ses i ljuset av avtalsrättsliga principer.

Medan finansiering via aktiemarknaden resp. via obligationsmarknaden ofta (men inte alltid) vänder sig till ett större antal finansörer innefattar banklånet en relation mellan en (eller flera) kreditgivare och en låntagare. I de båda förra fallen finns vanligen särskild och ganska omfattande administrativrättslig lagstiftning, medan kreditavtalet i allmänhet inte är underkastat någon särskild reglering av detta slag.⁶

Om det rör sig om finansiering genom aktiekapital brukar liksom vid obligationslån en rådgivande funktionär vara inblandad som företrädare för den som vill ta upp ett obligationslån eller ta upp investering i form av aktiekapital genom aktieemission. Vid långivning från en bank sker normalt förhandlingen direkt mellan den enskilda kreditgivaren och låntagaren, men om flera långivare är inblandade, dvs. vid syndikerade lån, finns normalt, liksom vid utgivningen av obligationer, en funktionär mellan låntagaren och långivarna, normalt betecknad som "arrangörsbank". Denna mellanmansliknande funktionär utgörs vanligen av någon som har en professionell ställ-

⁵ Beträffande dessa olika utgångspunkter se bl.a. framställningarna och diskussionerna i *Functional or dysfunctional – the law as a cure*. Stockholm Centre for Commercial Law nr 22 tillsammans med Marianne och Marcus Wallenbergs Stiftelse, Stockholm 2015 (ed. Lars Gorton, Jan Kleineman and Hans Wibom) där hithörande frågor diskuterades i ett ex ante och ex postperspektiv i anslutning till domstols- och administrativ praxis. Spörsmålet har i det nu aktuella perspektivet allmänt intresse eftersom lagstiftarens roll närmast är av ex antekaraktär genom ett antal regler, medan ex postöverväganden närmast knyts till ersättning inom eller utom kontrakt. I sammanhanget kan också hänvisas till McCormick, *Legal risk in the financial market*. 2 uppl. Oxford 2010, där en grundlig diskussion förs om betydelsen av olika typer av rättsregler med avseende på de finansiella marknaderna, aktörerna och transaktionsformerna.

⁶ Banker omges av omfattande administrativ reglering, något som också innefattar deras roll som kreditgivare.

ning med ansvar för vissa företeelser i sammanhanget (ibland betecknad som självständig företagare – en beteckning som i sig inte säger särskilt mycket). Arrangörbanken är ofta också långivare i samband med transaktionen. I svensk rätt har liknande rättsliga frågor berörts i olika sammanhang, där en rådgivare är inblandad i en finansiell transaktion.⁷

Twisten i fallet rör ett obligationslån, som utgör en av de finansieringsformer som står företag till buds, och frågan tar sikte på ansvar för mäklaren/rådgivaren i förhållande till investerarna.

3. Bakgrunden till fallet

3.1 Allmänt

I fallet finns flera omständigheter av betydelse för domstolens överväganden och avgörande. Eftersom domen ger en god beskrivning av hur en obligationstransaktion kan se ut vill jag gärna uppehålla mig något vid den redogörelse som lämnas. Med den utgångspunkten vill jag dock försöka korta ner referatet så mycket som möjligt.

I fallet skulle således ett företag, MPF Corp. Ltd (nedan MPF), ta upp ett lån för investering i en särskild slags djuphavsplattform som skulle kunna användas för oljeborrning, bostad, lagring av olja m.m. Bolaget hade 2006 kapitaliserats med egenkapital om USD 275 milj. och ett obligationslån om USD 150 milj. mot säkerhet i en pant med andra prioritering. Plattformen skulle byggas vid ett spanskt varv. Totalkostnaden för den nya plattformen var enligt investerarpresentationen, som var daterad den 28 april 2008, beräknad till USD 866 milj. För att finansiera investeringen skulle detta ske genom egenkapitalet om 275 milj., obligationslånet om 150 milj., det obligationslån om USD 75 milj. som omfattas av tvisten samt ett förväntat banklån om USD 375 milj. Den 2 april 2007 hade MPF ingått ett avtal om uthyrning av plattformen till Petrobras för borrhningsverksamhet i Svarta havet. Intäkter för tre års verksamhet skulle därmed vara säkrade.

⁷ När det gäller frågan om ansvar för sina åtaganden i olika finansiella transaktioner har frågan behandlats i olika sammanhang, bl.a. med avseende på finansiella rådgivare, revisorer osv. I norsk rätt se bl.a. Færstad, *Erstatningsansvar for villedende informasjon*. Oslo 2014. I svensk rätt se bl.a. Korling, *Rådgivningsansvar – särskilt avseende finansiell rådgivning och investeringsrådgivning*. Stockholm 2010 bl.a. s. 157 ff. och 210 ff., 237 ff. och 339 ff. Kleineman har diskuterat hithörande frågor i olika sammanhang, bl. a. i *Rådgivares informationsansvar – en probleminventering*, SvJT 1998 s. 185.

MPF hade 2007 inlett ett samarbete med Pareto beträffande upptagande av obligationslånet om USD 75 milj., men vid detta tillfälle ledde inte diskussionerna fram till något avtal. Så snart avtalet med Petrobras ingåtts tog dock MPF på nytt kontakt med Pareto. MPF hade vid tillfället ansträngt likviditet. MPF ingick med Pareto ett mandatavtal den 8 april 2008. Av detta avtal framgick att Pareto som arrangör skulle bistå med effektiv marknadsföring av transaktionen, hjälpa till med investerardokumentation och engagerandet av olika rådgivare.

Deutsche Bank, som även hade andra intressen i transaktionen, togs ”på anmodan” av MPF med som medarrangör med en provisionsfördelning om 40 % för Deutsche Bank och 60 % för Pareto. Deutsche Banks aktiva medverkan i transaktionen var dock mycket begränsad.

Information utväxlades mellan flera personer knutna till de olika företag som var inblandade i obligationslånet. Investerarpresentationen omfattade 34 sidor, och av dessa utgjorde 29 sidor text i power point format, relativt stor, tydlig och läsbar. De första fem sidorna i presentationen hade utformats på ett helt annat sätt: liten text, tätt mellan raderna, ansvarsfriskrivningar av olika slag, i vissa avseenden tämligen precisa, i andra fall mera generella till sin natur. I domen återges en sida av denna text även innefattande friskrivningarna. Av presentationen, som i sin helhet var på engelska, framgick ett antal omständigheter som kan förväntas i en sådan presentation, exempelvis något om MPF:s historia, borrhälskonceptet, MPF:s kapitalstruktur, intjäningspotential etc.

I domen lämnas därefter en översikt över förhandlingarna (eller kanske snarare diskussionerna) i förhållande till olika investerare, och domstolen konstaterade, att sedan investerarna ”tecknat” sig per telefon fick de flesta en ”application form” för underskrift, och till denna knöts också ”Terms and Conditions of Application”. Materialet var tämligen omfattande och innefattade också flera friskrivningsklausuler. Vidare utarbetades en ”term sheet” som på sex tättskrivna sidor beskrev obligationens innehåll och villkor.

Morgonen den 28 april avhölls ett informationsmöte för alla Paretos mäklare. Då presenterades villkoren och Paretomäklarna fick också besked om vikten av en aktiv försäljning av obligationslånet, och det var också uppenbart (och underströks också) att försäljningen skulle vara en bra affär för såväl Pareto såväl som de enskilda mäklarna. Trots att en ”investering” i obligationslånet betecknades som en ”kjempedal” (en beteckning som i sammanhanget kunde ifrågasättas) blev försäljningsresultatet tämligen klen. Deutsche Bank, som var aktieägare, stor investerare i den tidigare obligatio-

nen från 2006 samt medarrangör med avseende på det nya obligationslånet, tecknade sig för USD 11 milj. och tre mindre investerare tecknade sig för vardera USD 200 000. Den 29 april tecknades inget belopp, och det var oklart om några ytterligare belopp tecknats, innan den ordinarie teckningsperioden löpte ut den 30 april kl. 16. Marknadsintresset för obligationen var lågt, men en mobilisering ledde till att den andra huvudaktieägaren tecknade sig för USD 18 milj. och en annan stor aktieägare för 10 milj. Några mindre belopp tecknades av personer som också hade intressen i bolaget. Först när de tre kärandeföretagen också tecknat sig (dvs. sedan den angivna teckningsperioden löpt ut) hade lånet blivit fulltecknat, något som sannolikt skedde den 5 maj 2008. Velcon betalade sin investering den 7 maj och Hodne och Helland sina resp. investeringar den 8 maj.

Den 8 eller 10 maj meddelade varvet, Dragades, MPF att ändringsorder skulle innebära en ökning av budgeterade kostnader med 10 % i förhållande till vad som sagts vid investerarpresentationen. Dessa ändringsorder var nödvändiga för att leveranstidpunkten skulle kunna hållas. Lånebeloppet hade inte släppts vid denna tidpunkt, men genom Norsk Tillitsmands (NT) försorg släpptes beloppet den 13 maj 2008.⁸ Varken Pareto eller NT kände vid denna tidpunkt till den högre kostnad som varvet vid tillfället betingat sig (det var således inte fråga om ett fastpriskontrakt).

Den 23 maj framgick av styrelsedokument, att budgeten för MPF måste ökas med USD 200 milj., något som inte var möjligt, och trots försök att lösa problemen sattes MPF i konkurs i september 2008.

3.2 Kärandenas krav och grunder

Hodne och Helland framställde nu krav på Pareto med NOK 10 170 000 vardera och Velcon med NOK 5 085 000 jämte ränta.

Grunden för deras yrkanden var, att Pareto var ansvarigt till följd av att man uppträtt i strid med gott affärsskick:

- 1) Genom att lämna felaktiga och vilseledande upplysningar som Pareto kände väl till, innefattande att Pareto inte lämnat tillräcklig information om bl.a. de ökade byggkostnaderna m.m.

⁸ Norsk Tillitsmand är en privat organisation med funktionen att sköta vissa mellanhavanden mellan obligationsinnehavarna och gäldenären påminnande om agentbankens funktion vid syndikerade lån. I Sverige finns numera liknande funktionärer genom bl.a. Corp Nordic och Swedish Trustee.

- 2) Genom att inte i tillräcklig grad företa undersökning av MPF och de risker som dess verksamhet var förknippad med och som Pareto borde ha känt till.

Vidare ansåg kändandena också, att Pareto använt en försäljningsmetod som inte gett kändandena tid att undersöka förhållandena utan de var hänvisade till att förlita sig på uppgifterna från sina kontaktpersoner. Vidare hävdades, att Pareto inte upplyst om att man inte gjort en ”objektiv genomgång” av MFP (due diligence) med avseende på investeringen.

Beträffande Velcon gällde också, att detta företag inte var en professionell investerare, varför ännu strängare krav gällde beträffande informationsgivningen.

De oriktiga och ofullständiga upplysningarna har lett till att kändandena lidit skada som en konsekvens av att obligationerna blev värdelösa bara några få dagar efter introduktionen. Vidare tillades, att om Pareto lämnat fullständiga och korrekta uppgifter så skulle kändandena inte ha gjort investeringen.

Slutligen återopades ”hovedsakelig verdipapirhandeloven § 10-11 og ulovfestede regler om profesjonsansvar, samt kjopsloven § 19 og alminnelige obligasjonsrettslige regler.”⁹

3.3 Svarandens inställning och grund för denna

Pareto bestred kändandenas krav och yrkade att domstolen skulle frifinna dem från vad som lades dem till last.

Pareto framhöll, att kändandena genom avtalet accepterat att Pareto inte kan hållas ansvarigt för fel och utebliven information i den dokumentation, som låg till grund för tecknandet. Inte heller fanns det någon grund för att ansvarsfriskrivningarna skulle sättas åt sidan.

Om domstolen ändå skulle anse, att avtalsvillkoren skulle kunna sättas åt sidan i den förevarande situationen så gällde ändå, att investerare på kapitalmarknaden själv bär ansvaret för sina investeringsbeslut. Pareto har inte uppträtt oaktsamt eller på annat sätt handlat i strid med kravet på gott affärs-skick.

⁹ Här ska inskjutas, att de första reglerna stammar från EU-direktiv, samt att den norska köpsloven, liksom den svenska har sin grund i CISG (den internationella köplagen). De förra reglerna är numera både mycket omfattande och detaljerade och syftar till att minska risken för att investerare gör bedömningar på felaktiga grunder. Dessa MiFID-regler bygger på åtskillnad mellan professionella investerare och icke-professionella investerare, där de senare reglerna är strängare till förmån för investeraren.

Paretos uppdrag bestod i att skapa en dokumentation och lägga tillräta ekonomiska förhållanden som skulle kunna leda till att MPF skulle kunna ta upp ett lån om USD 75 milj. på obligationsmarknaden genom en privat placering. Enligt mandatet skulle Pareto (och Deutsche Bank) bl.a. bistå MPF med utarbetande av relevant information till investerarna och sörja för nödvändig marknadsföring av det konvertibla obligationslånet. Det var aldrig frågan om att Pareto skulle företa en fullständig "due diligence" av MPF, som det skulle ha varit fråga om vid en offentlig börsemission, och även om det inte gäller särskilda regler för en privat placering så har Pareto genomfört sitt uppdrag i enlighet med gott förrättningskick.

Det fanns inte något skäl att kritisera Pareto för hur uppdraget organiserats och genomförts. Pareto har sörjt för att de centrala riskfaktorerna blev analyserade och tydligt kommunicerade till investerarna, som fått tillräcklig information för att fatta ett kvalificerat investeringsbeslut. Härutöver pekade Pareto på ett antal andra faktorer som utvisade att Pareto inte förfarit oaktsamt vid framtagande av informationsmaterialet. Pareto framhöll också bl.a. att ytterligare undersökning av omständigheterna inte skulle ha kunnat leda till bättre information.

Det fanns heller ingen anledning, varför Pareto skulle hållas ansvarigt, eftersom kärandena accepterat betingelserna för avtalet, och inte heller förelåg några skäl varför § 36 i avtalslagen skulle vara tillämplig, lika lite som att det skulle finnas förutsättningar att tillämpa 33 § avtalslagen i föreliggande situation.

Vidare ansåg Pareto inte att det fanns någon grund varför Velco skulle anses vara icke-professionell investerare i "verdipapirhandelovens" mening, och Velcon måste anses ha haft goda förutsättningar att inse de risker, som var förknippade med transaktionen.

4. Motivering och dom

4.1 Grunder för ansvar i den aktuella situationen

Den rättsliga utgångspunkten vid bedömningen återfanns enligt domstolen i "verdipapirhandelloven, alminnelige obligasjonsrettslige regler, avtaleloven og skadeerstatningsloven".¹⁰

¹⁰ Detta visar på det tämligen komplicerade förhållandet av olika typer av regler som kan komma att tillämpas.

Domstolen pekar bl.a. på bestämmelsen § 10-11 i verdipapirhandellden, ang. god affärsred. Här sägs:

”(1) Verdipapirforetak skal utove sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk. Foretaket skal herunder påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte ...

(2) Verdipapirforetaket skal gi kunder og potensielle kunder relevante opplysninger i en forståelig form om:

...

2. Finansielle instrumenter ... herunder hensiktsmessig veiledning og advarsel om risiko forbundet med investeringar i de aktuelle instrumenter eller de foreslåtte strategier,

...

(3) Verdipapirforetak skal påse at all informasjon til kunder eller potensiell kunder er korrekt, klar og ikke villednde. Markedsforingsinformasjon skal tydelig angis som sådan.

...”

Vidare hänvisades till § 10-31 ang. dokumentationen:

”(1) Verdipapirforetak skal foreta lydopptak av alle telefonsamtaler i tilknytning til investeringstjenester ...”

Detta omfattar bl.a. ”mottak og formidling av ordre” jfr Verdipapirhandellden § 2-1(1) nr. 1.¹¹

Som domstolen uttryckte saken så innebär ”god forretningsskikk” i sammanhanget, att företaget och dess medarbetare ska ta tillvara investerarens intresse på bästa sätt och lämna relevanta upplysningar så att investeraren ges en möjlighet att förstå risken med investeringen.¹²

¹¹ Beträffande dessa lagrum kan noteras, att de norska bestämmelserna baserar sig på EES-avtalet, medan motsvarande svenska regler har sin grund i Direktiv 2004/39/EC. Dessa regler är i grunden ensartade, och den svenska regleringen återfinns i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden, där de i detta sammanhang relevanta bestämmelserna återfinns i 8 kap. I 8:1 anges: ”Ett värdepappersinstitut skall tillvarata sina kunders intressen, när det gäller investeringstjänster ... samt handla hederligt, rättvist och professionellt. Ett värdepappersinstitut skall även i övrigt handla på ett sådant sätt, att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls.” I lagens 15 kapitel återfinns regler om professionella och icke-professionella kunder.

¹² Noteras kan, att frågan om ”god forretningsskikk” och ”best execution” återfinns i olika sammanhang i berörd reglering, och ”best execution” (ett mera specifikt begrepp) har bl.a. behandlats av Ordeberg, *The best there is? An inquiry into best execution rules*. Stockholm 2013.

4.2 Domstolens överväganden

Domstolen tog i sina överväganden hänsyn till en stor mängd fakta baserade på vad som skett under förhandlingarna och diskussionerna mellan de inblandade samt på den dokumentation, som förelåg för bedömning. Denna genomgång var omfattande och kan inte här anges i detalj.

Tingretten angav arrangörens primäruppgifter på följande sätt:

- ”1. opprettholde og utvikle eget omdøme i markedet ved å få gjennomført oppdrag foretaket har påtatt seg;
2. imøtekomme oppdragsgiverens behov;
3. skape egen intjening ved å motta provisjonen;
4. bidra til att vilkårene gjør investeringen interessant; og
5. unngå at investorene taper penger på investeringen.”

Domstolen konstaterade också att dessa primäruppgifter kunde kombineras på olika sätt, beroende på vad parterna kom överens om, och det ankom på arrangören att balansera de olika intressena mot varandra, ”men det innebærer ikke at foretaket i den sammenheng kan fravike de grunnleggende prinsippene om god forretningsskikk.”

Härvid konstateras också, att med en arrangörsprovision som var så hög som i fallet kunde krävas, att arrangören ser till att kompetenta personer brukar tid på projektet och vinnlägger sig om att knyta till projektet investerare som fått god information m.h.t. faktiska förhållanden inkl. risker.

Domstolen tog i sina överväganden intryck av att arrangören inte lyckats intressera särskilt många investerare, utan att man efter förlängning av teckningstiden i ett sent skede mobiliserat några som redan i en eller annan form var inblandade i förhållandena.

Rätten konstaterade vidare att investerarpresentationen innehöll en stor mängd ansvarsfriskrivningar som framstod som snarare ”hentet fra utenlands rett enn fra norsk rett.” Här konstaterar domstolen, att i norsk rätt är ”den juridiske rekkevidden av slike klausuler begrenset.” Man pekar också på utformningen av presentationen med finstilt och svårtillgänglig text beträffande riskfaktorerna medan andra delar var betydligt kundvänligare.

Vidare konstateras, att den i sammanhanget inblandade advokatfirman hade påpekat vissa riskfaktorer, som Pareto borde ha klargjort, och att Pareto kände till att varvskontraktet inte var ett fastpriskontrakt. Vidare hade från revisionsfirman påpekats, att det fanns behov av förbättringar i MPF:s interna projektrapportering. Härtill kom ytterligare ett flertal omständigheter som visade, att kändarna knappast fått tillräckligt mycket information för att

bedöma riskerna och att tiden för deras beslut om att delta var mycket kort. Domstolen konkluderade i denna del:

”Samlet sett var disse faresignalerne så kraftige, at Pareto – som kanskje landets fremste tilrettelegger av obligasjonslån – ved reell vurdering måtte forstå at foretaket for markedsføringen av lånet ikke kunne unnlate *enten* å fraråde MPG å gå i markedet på det foreliggende grunnlag, *eller* selv gå dypere inn i selskapet for nærmere å avklare den reelle risikoen, *eller* i hvert fall krevd at investorpresentasjonen meget klart tydeliggjorde den meget store risikoen det ville være å investere på det foreliggende grunnlag, og mer konkret påpekte de fleste av de forhold som er omtalt ovenfor.

Disse forholdene vurderet hver for seg og samlet innebærer at det er rettens konklusjon at Pareto overfor potensielle investorer ikke har handlet i samsvar med god forretningsskikk.”

4.3 Domstolens slutsatser med avseende på ansvarsgrunlaget

Domstolen tog vid sin bedömning med avseende på kärandena hänsyn till att Velcon var i en särställning eftersom man klargjort att man inte var professionell investerare.

Tingretten konstaterade inledningsvis, at ”[d]et rettslige utgangspunktet er profesjonsansvaret og derved potensielle investorers berettigede forventning til tilretteleggerens atferd.” I norsk rätt finns en del domar där hithörande frågor varit föremål för bedömning, exempelvis NHR:s domar i Rt 1995 s. 1537 och Rt 2003 s. 400.¹³

I den förra domen fastslår Høyesterett bl.a.:

”Det gjelder i utgangspunktet et strengt, ulovfestet uaktsomhetskrav for profesjonsutøvere. Likevel er det et visst spillerom for atferd som kan kritiseres, må anses som erstatningsbetingende uaktsomhet.”

Pareto hade bl.a. gjort gällande, att Oslo Börs i sina regler för notering endast ställer krav om due diligence-prövning med avseende på aktieemissioner och inte för obligationslån, varför detta innebar att lägre undersökningskrav gällde vid obligatioslån. Oslo tingrett konstaterar att obligationslån visserligen kan innefatta stora skillnader sinsemellan, men att detta knappast kunde föranleda att helt andra undersökningsregler skulle gälla. I fallet hade på en

¹³ Däremot har jag inte funnit någon hänvisning till de i andra sammanhang mycket diskuterade domarna Rt 2000 s. 679, Rt 2012 s. 355 eller Rt 2013 s. 388, men dessa domar rörde snarare andra finansiella produkter än obligationer.

undanskymd placering i materialet insatts orden ”no due diligence”, men att det skulle ha krävts betydligt mer för att riskerna skulle tydliggöras, än som var fallet.

Domstolen lade särskild vikt vid att flera omständigheter inte blivit närmare undersökta eller utförda innan potentiella investerare kontaktades: Det rörde sig om ett varvskontrakt på löpande räkning, där MPF saknade möjlighet att bära högre kostnader, att kostnadsbudgeten för projektet och dess framförande var oralistisk, att storägarna detaljstyrde styrelsen i MPF, att samtal endast förts med några få personer i styrelsen och ledningen i MPF och att det inte gjorts någon hänvisning till bygglånsbankens värderingar och åsikter beträffande projektet.

Sammantaget kom domstolen bl.a. fram till att det sätt som undersökningen gjorts på och den information som lämnats till kändena var otillfredsställande, att man pressat fram snabba beslut, som inte medgav investerarna möjlighet att göra vidare undersökning, att Pareto underlätit att understryka de risker som var förknippade med transaktionen, och att ansvarsfriskrivningarna för Pareto var omfattande och inte tillräckligt precisa. Vidare fastslogs, att Velcon skulle betraktas som icke-professionell aktör.¹⁴

4.4 Betydelsen av de skadelidandes medverkan

Utan att här närmare gå in i detalj på hur domstolen bedömde kändenas medverkan kan konstateras att resultatet av bedömningen blev, att beträffande Hodne och Helland krav kunde ställas på dem som professionella aktörer, där de ansågs ha haft möjlighet att i större grad än Velcon (som icke professionell aktör) ta tillvara sina intressen. Till följd av detta nedsattes ersättningen till Hodne och Helland till halva beloppet medan Velcon tillerkändes full ersättning för investeringen.

De ersättningsbelopp, som skulle betalas till kändena fastställdes därmed till NOK 5 085 000 vardera.

¹⁴ När det gäller förhållandet till professionella aktörer kan generellt anföras, att dessa bör kunna tillvarata sina egna intressen. Även i de numera av Fondhandlareföreningen framtagna svenska standardvillkoren för obligationslån avsedda för professionella investerare återfinns friskrivningsklausuler, som kan anses vara i sammanhanget tämligen standardiserade.

5. Några avslutande kommentarer

Såvitt jag vet finns i norsk rättspraxis inte något annat avgörande som särskilt tar sikte på arrangörsbankens ansvar, vare sig när det gäller obligationer eller syndikerade lån. I svensk rätt finns ingen rättspraxis i detta avseende. Det finns emellertid både i norsk och svensk rätt ett antal avgöranden, där frågan om finansiell rådgivning och liknande prövats, inte minst när det gäller revisorers och advokaters ansvar, men också i vissa andra fall. En utgångspunkt skulle då kunna vara, att ansvaret har liknande grund i dessa avseenden, men det är samtidigt viktigt att konstatera, att arrangörsbankens funktioner och ansvar är av speciellt slag både till följd av det administrativrättsliga regelverket och med avseende på den särskilda funktion som arrangörsbanken har. Noteras måste också att, till skillnad från vid syndikerade lån, MiFID innehåller administrativa regler med avseende på rådgivarens skyldigheter i samband med obligationslån.

Såvitt jag kan förstå bör en viss försiktighet iakttas, när det gäller analogisering från exempelvis revisorns eller den ekonomiska konsultens ansvar jämfört med det ansvar som rör arrangörsbanken. Deras respektive funktioner är delvis olika, något som kan medföra olikheter vid den ansvarsrättsliga bedömningen. Understrykas bör också, att när ansvaret för revisorer aktualiseras kan särskild aktiebolagsrättslig reglering komma in i bilden vid sidan av den finansmarknadsrättsliga resp. den allmänna skadeståndsrättsliga reglering som finns, allmänna obligationsrättsliga principer och i den mån så är aktuellt innehållet i tillämpliga avtalsvillkor.

Frågan om arrangörens ansvar ska ses i ljuset av principer rörande professionsansvar, som diskuterats i såväl rättspraxis som juridisk litteratur. Det bör dock understrykas, att det vid finansiell rådgivning vanligen förhåller sig så, att det är kunden (uppdragsgivaren) som har en avtalsrelation till rådgivaren eller säljaren av den finansiella produkten.

I den situation som uppstår vid obligationslån eller syndikerade lån baserar sig förhållandet mellan låntagaren och arrangören på ett uppdragsavtal från den förre till den senare (f.ö. som vid emissioner av aktier i den mån man där använder sig av motsvarande förfarande). Därmed kan den juridiska bilden variera något, eftersom det är investerarna resp. långgivarna, som kan drabbas av arrangörens otillfredsställande agerande.

Dock är det på det material som tillhandahålls av arrangören, som investerarna/långgivarna gör sin bedömning beträffande riskerna med investeringen/lånet. Mot den bakgrunden kan det därför ligga nära till hands, att bedöm-

ningen ska göras på basis av avtalet snarare än som ett rent utomkontraktuellt förhållande. Skillnaden blir emellertid kanske inte så betydande i det enskilda fallet.

Påpekas bör, att det givetvis i första hand är låntagaren som är ansvarig med avseende på den information som lämnats, men när låntagaren saknar medel är det uppenbart, att arrangören kommer i skottgluggen som ”deep pocket”. Det kan emellertid förekomma, att låntagaren lämnat tillfredsställande information till arrangören, som arrangören dock av olika skäl bortsett från, missförstått eller tappat bort. Arrangören kan också ha ett självständigt ansvar på grund av sina avtalsgrundade åtaganden. Arrangören har också en särskilt framträdande roll i en situation som den aktualiserats i fallet. I svensk rätt finns med avseende på finansiell rådgivning den särskilda rådgivningslagen (lagen 2003:862 om finansiell rådgivning till konsumenter), en lagstiftning, som är specifikt inriktad på just finansiell rådgivning till konsumenter (innefattande bl.a. viss avrådningsplikt med avseende på kundens investeringar), medan den norska finansavtaleloven (lov om finansavtaler og finansoppdrag från 1999 och därefter reviderad i olika omgångar) är mycket bredare (och i § 47 återfinns en avrådningsplikt beträffande kundens upptagande av lån) samtidigt som lagstiftningen endast innehåller en relativt rudimentär bestämmelse beträffande finansiell rådgivning.

En annan fråga som kan uppmärksammas i sammanhanget rör tingrettens konstaterande, att friskrivningsklausulen kommer från en annan rättslig omgivning än den norska, något som domstolen uppenbarligen fäst viss vikt vid. På samma sätt som svenska obligationsvillkor har utformats med en utgångspunkt i engelska obligationsvillkor har de i fallet aktuella obligationsvillkoren utformats på basis av vad som förekommer i engelsk rätt. De ansvarsfriskrivningar som där förekommer är ofta tämligen långtgående och anses i engelsk rätt vanligen vara godtagbara åtminstone i B2B-relationer och i det här aktuella sammanhanget förhållandet till professionella aktörer. En sak är, att de i tvisten aktuella klausulerna framstod som mindre genomarbetade (villkoren bar prägel av klipp och klistra), och denna omständighet kan vara en grund för att villkoren bedömdes tämligen strängt. Tingrettens uttalande i sammanhanget framstår som kortfattat och i denna del skulle motiveringen ha kunnat vidarebearbetas, men det ger kanske uttryck för hur norsk rätt ser på inverkan av engelsk rätt när det gäller internationellt använda dokument. Frågan kan givetvis ställas om en svensk domstol lika kortfattat skulle ha avfärdat betydelsen av utländsk rätt vad avser internationellt påverkad dokumentation. Det förefaller mig något lättvindigt att bara

konstatera, att räckvidden av sådana klausuler inte är särskilt stor. Även om rättsordningen ger tämligen stort spelrum för den nationella domstolen att använda olika metoder för att inskränka klausulens räckvidd, skulle en vidare diskussion här ha varit intressant med tanke på den internationella ramen för utformningen av obligationer.¹⁵ Ett faktum är att villkoren för obligationslån (liksom för den delen syndikerade lån) har påverkats av förhållandena i engelsk rätt. Detta innebär *inte*, att svensk domstol mot bakgrund av svensk rätt skulle kunna komma fram till, att klausulerna bedöms på ett annat sätt än vad en engelsk domstol baserat på engelsk rätt skulle komma fram till. Svenska domstolar är dock generellt mer benägna än engelska att tillämpa friskrivningsklausuler snävt. En skrivning av typ ”no due diligence” skulle knappast ha räckt som underlag för ansvarsbefrielse.

Det kan finnas anledning för avtalsskrivaren att fundera över hur denna typ av tvist skulle kunna bedömas av svenska domstolar jämlikt svensk rätt. Vid framtagande av de svenska standardvillkoren togs bl.a. hänsyn till norsk rätt. I det aktuella fallet var det norska inslaget i transaktionen stort, men intrycket av domen är att domstolen inte skulle ha bedömt tvisten på annat sätt, ifall det varit frågan om ett stort internationellt lån. I ett sådant fall hade å andra sidan kanske inte norsk rätt och norska domstolar blivit inblandade.

Beaktas bör också, att tingretten vid sin bedömning tagit hänsyn till såväl inomkontraktuella som utomkontraktuella principer och mot denna bakgrund diskuterar hur med hänsyn till omständigheterna i fallet ansvarsgrundlaget därvid ska bestämmas. I svensk rätt skulle diskussionen sannolikt inte ha varit skilt sig särskilt mycket från den som förekom i den norska domstolen, även om utgången av tvisten inte nödvändigtvis skulle ha blivit densamma.

¹⁵ I svensk rätt har en liknande fråga förekommit till bedömning i NJA 1954 s. 410 resp. NJA 1971 s. 474.