

Sammanfattning av promemoria över granskning av informationsansvarsaspekter vid börsintroduktionen av Eltel

I februari 2015 började aktierna i Eltel AB ("Eltel") handlas på Nasdaq Stockholms huvudmarknad. Börsintroduktionserbjudandet innefattade dels nyemitterade aktier, dels befintliga aktier som såldes av de dåvarande aktieägarna. Erbjudandet genomfördes på grundval av ett prospekt.

I februari 2017 uppdrog styrelsen för Eltel åt advokaten Axel Calissendorff att utreda vissa aspekter av Eltels projektverksamhet. Resultatet redovisades vid årsstämman 2017 och lades till grund för stämmans ställningstagande rörande ansvarsfrihet för 2016.

Styrelsen för Eltel har sedermera i dialog med större aktieägare funnit att en kompletterande granskning borde utföras, med inriktning på ansvarsaspekter av informationsgivningen vid börsintroduktionen, och uppdrog i februari 2018 åt advokaten Erik Sjöman att utföra en sådan granskning.

Detta är en sammanfattning av den granskningspromemoria som Erik Sjöman lämnat till Eltels styrelse i april 2018.

Granskningen har inriktats uteslutande på eventuellt ansvar för säljande aktieägare i börsintroduktionserbjudandet och för dåvarande styrelseledamöter i Eltel med anledning av informationen i börsintroduktionsprospektet. Andras eventuella ansvar, ansvar grundat på annat än prospektet, eller ansvar gentemot annan än aktieägare som förvärvat aktier i börsintroduktionserbjudandet, har inte övervägts. Granskningen har utförts på grundval av ett informationsunderlag tillhandahållet av Eltel och med tillämpning av vissa i övrigt överenskomna uppdragsavgränsningar. Granskningsmannen har inte haft tillgång till redovisningsexpertis, varför slutsatserna rörande prospektets förenlighet med tillämpliga redovisningsregler är preliminära.

1 Granskningens huvudsakliga slutsatser

- Börsintroduktionsprospektet gav enligt granskningsmannens bedömning inte en rättvisande bild av Eltel. Mycket talar enligt granskningsmannen för att bristerna sammantaget var sådana att prospektreglerna överträdde.
- Utsikterna är likväl enligt granskningsmannens bedömning begränsade för aktieägare att nå meningsfull framgång med rättsliga, ansvarsutkrävande åtgärder gentemot tidigare styrelseledamöter eller säljande aktieägare i börsintroduktionserbjudandet.

2 Börsintroduktionsprospektet

- 2.1 Enligt 2 kap. 11 § lagen om handel med finansiella instrument ska ett prospekt innehålla *"all information rörande emittenten och de överlåtbara värdepapperen som är nödvändig för att en investerare ska kunna göra en välgrundad bedömning av emittentens ... tillgångar och skulder, finansiella ställning, resultat och framtidsutsikter samt av de överlåtbara värdepapperen. Informationen ska vara skriven så att den är lätt att förstå*

och analysera.”

- 2.2 Börsintroduktionsprospektet gav enligt granskningsmannen en i vissa avseenden dunkel bild av Eltels faktiska riskprofil vid den aktuella tidpunkten, mot bakgrund av projektverksamhetens faktiska betydelse i vinstintjänings- och tillväxthänseende jämte risken i vissa av de entreprenadkontrakt som träffats, särskilt på den afrikanska marknaden. Det förefaller som att risken i vissa av projekten var sådan att de tillämpade principerna för vinstavräkning var redovisningsmässigt felaktiga redan från början och fram till tidpunkten för prospektet.¹ Mycket talar enligt granskningsmannen för att bristerna sammantaget var sådana att prospektreglerna överträdde.
- 2.3 De entreprenadavtal som Eltel ingått har i redovisningshänseende varit att hantera i enlighet med redovisningsstandarden IAS 11 Entreprenadavtal (jfr numera IFRS 15).
- 2.4 Granskningsmannen noterar bl.a. följande uttalande av advokaten Axel Calissendorff i dennes granskningsrapport:
- 2.5 Granskningsmannen hänvisar vidare till Eltels svar på frågor från Nasdaq Stockholm i november 2017, där bl.a. följande anförs:

”Den kritik som jag i denna rapport riktar främst mot [förra verkställande direktören] och [förra finansdirektören] för att Eltels redovisning varit felaktig har inte sin grund i att nödvändiga uppskattningar och bedömningar med facit i hand varit felaktiga, utan i att de redan när uppskattningarna och bedömningarna gjordes visste eller borde ha insett att de i väsentliga avseende var felaktiga eller missvisande.”

”Först vid fördjupande genomgångar initierade av den nya företagsledningen i Eltel har det kunnat konstateras att problemen och risknivån i de aktuella projekten varit större och att till och med oegentligheter kan ha spelat in. I efterhand kan det dock konstateras att Eltels interna kontroll inte varit tillfredsställande såvitt avser projektverksamheten. Projektverksamheten borde långt tidigare ha hanterats som en särskild riskutsatt verksamhet även organisatoriskt och internkontrollmässigt. --- Det har i de granskningar av Eltels projektverksamhet som skett framkommit att Eltels företagskultur präglats av att de som har haft det yttersta ansvaret i företaget för att göra riskbedömningar och ta ställning till behovet av reserveringar förefaller att ha blundat för - eller till och med vägrat att acceptera - redovisningsmässigt påkallade förändringar i vinstavräkningar eller vidtagande av nedskrivningar i den utsträckning dessa skulle medföra att budgeterade mål och/eller tidigare gjorda prognoser skulle påverkas negativt. Detta förefaller bland annat ha innefattat att de ytterst ansvariga negligerat motiverade synpunkter och värderingar från underordnad personal. Konsekvensen har blivit att dessa avvikelser har tillåtits fortsätta över tid, många gånger över flera kvartal, med påföljd att när avvikelserna uppdagats så har de enligt god redovisningssed resultatförts med betydande engångseffekt. Specifikt har den dåvarande verkställande direktören och den dåvarande finansdirektören burit ett särskilt ansvar för att väsentlig information om risker och behov av reserveringar inte nått styrelsen, revisionsutskottet och revisorn. Därtill har det även framkommit uppgifter om att vissa affärsområdesansvariga bidragit till att sådan information undanhållits nyssnämnda organ i Bolaget, låt vara efter ett hårt tryck från den dåvarande verkställande direktören och den dåvarande finansdirektören i jakten på att uppnå alltför ambitiösa mål. --- Den nytillkomna projektfunktionen (Group Project function) genomförde även ytterligare kontroller av Eltels projektverksamhet, bland annat besök på Eltels lokala projektbolag i Zambia den 16-19 januari 2017. I dessa kontroller framkom att risknivån i vissa projekt inom affärsområdena krafttransmission och järnväg & väg var betydligt underskattade samt att väsentliga brister förekom i dokumentation av ändrings- och tillägsarbeten, inköpsordrar, fakturor och verifikationer mm. --- På styrelsemöte den 29 mars 2017 presenterade PwC Forensics team de preliminära slutsatserna från deras fortsatta granskning av Bolagets projektverksamhet. En av PwC Forensics teams slutsatser var att vinstavräkningen i två specifika projekt i Afrika visade tecken på att bokföringsbrott, samt bedrägeri, kan ha begåtts och att den dåvarande verkställande direktören och den dåvarande finansdirektören varit medvetna om, eller till och med iscensatt, detta.”

¹ För att dra definitiva slutsatser skulle emellertid redovisningsexperts behöva anlitas.

- 2.6 Granskningsmannen noterar även att såväl den av börserna utsedda granskningsrevisorn som advokaten Axel Calissendorff har funnit att börsintroduktionsprospektet innehöll adekvata riskfaktorupplysningar. Mot bakgrund av vad som numera är känt om vissa riskers magnitud och koncentration är detta en konklusion som enligt granskningsmannen inte nödvändigtvis är i alla delar invändningsfri. Granskningsmannen noterar att den nuvarande styrelsen för Eltel funnit anledning att modifiera motsvarande riskbeskrivningar i prospektet avseende nyemissionen 2017. Det är dock, enligt granskningsmannen, obestridligt att prospektets riskfaktoravsnitt innefattade åtminstone vissa upplysningar om de risker hänförliga till de långa fastprisavtalen i bl.a. Afrika vilka, som sedermera uppdagats, varit eller blivit materialiserade realiteter. Bristande upplysningar om en risk som helt eller delvis redan är ett materialiserat faktum kan emellertid enligt granskningsmannen inte med prospektansvarsbefriande verkan vägas upp av en standardmässig riskfaktorupplysning om vad som skulle kunna inträffa i framtiden. Mycket synes enligt granskningsmannen tala för att den kunskap om grundläggande sakförhållanden som åtminstone vissa Eltel-medarbetare synes ha haft redan vid tidpunkten för prospektet och dessförinnan, borde ha föranlett försiktigare vinstavräkning i vissa projekt, vilket i sin tur hade förmedlat en mindre positiv bild av Eltel, bl.a. såvitt avser företagens tillväxt, intjäning och förväntade framtida intjäning.
- 2.7 Vad här sägs ska enligt granskningsmannen betraktas i belysning även av, och i kombination med, den i prospektet allmänt nedtonade betydelsen av verksamheten i Afrika, parad med en segmentshantering och en låg transparensgrad på projektnivå, vilket försvårat för prospektläsaren att genom egen analys identifiera de rätta bakomliggande förhållandena.
- 2.8 Granskningsmannen gör i anslutning till ovanstående resonemang vissa särskilda iakttagelser beträffande informationen rörande projekt i Angola och Zambia.
- 2.9 I börsintroduktionsprospektet upplystes följande:
- ”Rörelseresultatet minskade med 28,7 procent till 18,3 miljoner euro under de nio månader som avslutades den 30 september 2014, från 25,6 miljoner euro under de månader som avslutades den 30 september 2013. Minskningen av rörelseresultatet berodde främst på en betydande ökning av administrativa kostnader till följd av en engångsavsättning för Eltels incitamentsprogram för ledande befattningshavare och kostnader för rådgivning i samband med Erbjudandet, vilket delvis motverkades av ökade affärsvolymerna inom alla affärssegment och en ändring i ett avtal avseende kraftöverföring i Angola, Afrika som inkluderade ersättning för kundförseningar.”
- 2.10 Projektet i Angola nämndes alltså som en komponent i förklaringen till rörelseresultatutvecklingen, men utan att denna komponent kvantifierades eller preciserades. Vidare:
- ”Koncernens operativa EBITA ökade med 19,2 procent till 43,6 miljoner euro under de nio månader som avslutades den 30 september 2014, från 36,6 miljoner euro under de nio månader som avslutades den 30 september 2013. I procent av Koncernens nettoomsättning ökade operativ EBITA till 4,9 procent under de nio månader som avslutades den 30 september 2014, från 4,6 procent under de nio månader som avslutades den 30 september 2013. Förbättringen av operativ EBITA genererades delvis av höga tillväxtvolymerna, effektiv användning av arbetskraftsresurser och bättre hävstångseffekt på omkostnader.”
- 2.11 Det upplystes således i prospektet att ökade affärsvolymerna inom alla affärsområden, jämte Angola-förändringen, ”delvis” vägrade upp en negativ rörelseresultatförändring som sades bero huvudsakligen på en incitamentsprogramavsättning och transaktionskostnader

för börsintroduktionen. Först i delårsrapporten för januari-september 2015 upplystes att Angola-förändringen, i praktiken en engångsuppskrivning, motsvarade cirka sex miljoner euro.

- 2.12 En analys som granskningsmannen låtit göra indikerar att, givet att sex miljoner euro var hänförligt till Angola, ökade affärsvolymerna inte kunde svara för mer än cirka en miljon euro i positiv inverkan på rörelseresultatet. Vidare ger analysen vid handen att koncernens ökade operativa EBITA om sju miljoner euro nästan helt (motsvarande knappt 90 procent) förklarades av Angola-åtgärden. Upplysningen om att EBITA-ökningen ”delvis” var hänförlig till ”höga tillväxtvolymerna, effektiv användning av arbetskraftsresurser och bättre hävstångseffekt på omkostnader” betydde således i praktiken att dessa parametrar endast hade en helt marginell betydelse.
- 2.13 Även med beaktande av att ordet ”delvis” rent språkligt kan avse en hur liten andel som helst gör granskningsmannen bedömningen att upplysningarna inte gav en rättvisande bild i de aktuella hänseendena utan var ägnade att ge sken av en bättre tillväxt och intjäning än vad som faktiskt var fallet.
- 2.14 I prospektets historikavsnitt nämns vidare helt kort att Eltel under perioden 2011–2014 tilldelades ett kontrakt avseende krafttransmission i Zambia och att detta var det största kontraktet i Eltel-koncernens historia. Kontraktet kom också rent faktiskt att ha en betydande effekt på Eltels redovisade omsättning och resultat.
- 2.15 I prospektets riskfaktoravsnitt nämns, ospecificerat, att Eltel ingått ”två kontrakt”, dels med stamnätsbolaget i Tanzania, dels med kraftbolaget i Zambia. Det anges att Eltel ”enligt dessa kontrakt” förväntade sig att bygga cirka 840 kilometer kraftledningar. Därefter avhandlas en specifik risk avseende Tanzania-projektet men inga avseende Zambia. Zambia-projektet svarade i själva verket för 817 kilometer av de angivna 840.
- 2.16 Upplysningarna rörande Zambia är enligt granskningsmannen exempel på skevhet i informationsgivningen som underbetonade såväl Zambia-kontraktets betydelse som, inte minst viktigt, risken i projektet.

3 **Ansvar**

- 3.1 Utgångspunkter:
- En *styrelseledamot* är enligt aktiebolagslagen skadeståndsskyldig gentemot aktieägare för sådan prospektfelsskada som vederbörande vållat uppsåtligt eller av oaktsamhet. Något motsvarande aktiebolagsrättsligt prospektansvar för *säljande aktieägare* är inte föreskrivet.
 - Såväl en *styrelseledamot* som en *säljande aktieägare* är skadeståndsskyldiga för skada pga. prospektfel vållad genom *svindleri*. En juridisk person kan inte göra sig skyldig till brott, men väl fysiska personer som genom den juridiska personen utfört en brottslig gärning.
 - *Säljande aktieägare* har ett *köprättsligt* ansvar gentemot köpare för fel i sålda aktier. Sedan två år förflutit från försäljningen förutsätts dock att säljande

aktieägare har handlat *grovt vårdslöst eller i strid mot tro och heder*.

- 3.2 Utsikterna är enligt granskningsmannens bedömning i praktiken begränsade för aktieägare att nå meningsfull framgång med rättsliga, ansvarsutkrävande åtgärder gentemot tidigare styrelseledamöter eller säljande aktieägare i börsintroduktionserbjudandet i Eltel.
- 3.3 Käranden måste förutom objektiva prospektfel bl.a. visa:
- uppsåt eller oaktsamhet (såvitt avser ansvaret för styrelseledamöter),
 - vållande pga. brottsligt svindleri eller
 - grovt vårdslöst handlande eller handlande i strid mot tro och heder (såvitt avser köprättsligt säljaransvar bortom tvåårsregeln).
- 3.4 Det finns enligt granskningsmannen sådant som pekar på att informationsbristerna i börsintroduktionsprospektet var avsiktliga och att de syftat till att införa börsintroduktionen ge en positivare bild av Eltel än vad som hade förankring i de faktiska förhållandena. I detta sammanhang är det emellertid enligt granskningsmannen väsentligt att beakta att advokaten Axel Calissendorff – som utöver granskning av ett mer omfattande dokumentunderlag än granskningsmannen granskat även utfört ett stort antal intervjuer – i sin undersökning funnit att det var den förre verkställande direktören och förre finansdirektören som var ingenjörer bakom sättet att hantera riskprojekten och projektredovisningen, och att styrelsen, och rimligen då även säljande aktieägare, uppsåtligen fördes bakom ljuset.² Under sådana omständigheter synes det enligt granskningsmannen vara en svårframkomlig väg att visa vare sig brottsliga gärningar eller grov vårdlöshet/handlande i strid mot tro och heder på säljarsidan. I vart fall ger inte det för granskningsmannen tillgängliggjorda materialet stöd för några sådana slutsatser.
- 3.5 Beträffande tidigare styrelseledamöter krävs ”bara” att *oaktsamhet* visas. Även här spelar, enligt granskningsmannen, Axel Calissendorffs slutsats – att de primärt ansvariga är förre verkställande direktören och förre finansdirektören, vilka avsiktligt fört styrelsen bakom ljuset – en viktig roll. Det är visserligen inte alls uteslutet att styrelseledamöter kan anses ha varit oaktsamma genom att, inte minst i ljuset av de risker som trots allt redovisas i prospektet, inte ha säkerställt bättre internkontroll, inte ha varit mer ifrågasättande och inte på annat sätt ha åstadkommit en effektivare verifiering av prospektupplysningarna. Med utgångspunkten att styrelsen blivit uppsåtligen förd bakom ljuset av bolagets viktigaste ledande befattningshavare, att inga oegentligheter identifierats av bolagets revisor och därtill att börsnoteringsprocessen innefattat ett sedvanligt genomlysningarbete under medverkan av välrenommerade rådgivare, är detta emellertid inte nödvändigtvis en näraliggande slutsats.³

² Granskningsmannen har inte haft underlag för att vare sig verifiera eller vederlägga Axel Calissendorffs slutsatser. Se vidare citerade uttalanden av dels Axel Calissendorff, dels Eltel självt i punkterna 2.4 och 2.5 ovan.

³ Vid oaktsamhetsprövningen är det typiskt sett av stor betydelse huruvida skadegöraren överträtt några specifika handlingsdirigerande normer, varvid oaktsamhet ibland kan presumeras. I nu aktuellt fall är enligt min bedömning sannolikt inte redan normöverträdelsen i sig, dvs. de antagna prospektfelen, tillräcklig för att för att konstituera oaktsamhet eller läggas till grund för en presumtion. I vart fall kan mot ett påstående om (presumerad) oaktsamhet invändas vad som ovan sagts om betydelsen av uppsåtligt informationsundanhållande av nyckelmedarbetare, avsaknad av anmärkningar i revisionen och genomfört genomlysningarbete inför börsintroduktionen. Se, angående en eventuell oaktsamhetspresumtion vid informationsfel och de skäl som kan anföras till stöd för en sådan, bl.a. Johan Muncks rättsutlåtande i det s.k. Countermine-målet.

- 3.6 Härutöver måste ett *adekvat orsakssamband* kunna visas och *skada* styrkas, varvid jämförelse ska ske med det mest sannolika (mest närliggande och rimliga) alternativa händelseförloppet – dvs. vad som hade hänt om prospektet inte varit bristfälligt. Det sagda medför regelmässigt bedömningssvårigheter. Ett skäl till detta är att det inte är ens teoretiskt möjligt att bevisa hur en person skulle ha handlat under andra förutsättningar än de faktiska. Vad som kan bevisas är endast omständigheter som kan ligga till grund för antaganden om vad som skulle ha hänt om prospektet hade varit rättvisande i de relevanta hänseendena. Såväl prövningen av om oaktsamheten på ett relevant sätt har inverkat på fattade investeringsbeslut, som prövningen av om detta har föranlett en skada och hur denna i så fall ska bestämmas vilar således på hypoteser (jfr NJA 2014 s. 272).
- 3.7 Slutligen förutsätts att ansvariga personer – en förmodligen tom entitet i en fondstruktur eller fysiska personer i den tidigare Eltel-styrelsen respektive på säljarsidan – har finansiella resurser att betala ett ålagt ersättningsbelopp.
- 3.8 Granskningsmannen vill på tillgängligt granskningsunderlag inte gå så långt som till att avråda från rättsliga åtgärder eller konkludera att sådana åtgärder inte skulle kunna vara framgångsrika. Omständigheterna ter sig besvärande såväl för tidigare styrelseledamöter som säljande aktieägare. De som förvärvade aktier i börsintroduktionserbjudandet synes i viss mån ha blivit lurade, med skada som följd, och den naturliga utgångspunkten är då att någon ska kunna hållas ansvarig för detta. Om det inte framkommer nya omständigheter bedömer granskningsmannen dock likväl utsikterna till meningsfull framgång som begränsade. Detta bör beaktas när dessa utsikter vägs mot de betydande resurser som skulle krävas för att vidta de erforderliga åtgärderna med bästa möjliga förutsättningar för framgång. Rättsliga åtgärder skulle behöva föregås av kompletterande och fördjupad utredning och utvärdering. Rättsliga åtgärder skulle sannolikt behöva riktas mot flera inblandade parter i syfte att i möjligaste mån framtinga sådan information och annan bevisning som i nuläget saknas. Mot bakgrund av reglerna om rättegångskostnadsansvar för förlorande part och den således mycket omfattande process som skulle behöva inledas, synes det för en normalt riskaversiv aktieägare med normalt begränsade resurser – och måhända ansvar gentemot bakomliggande investerare – inge betänkligheter att gå den vägen.⁴

Stockholm den 30 april 2018

Styrelsen för Eltel AB (publ)

⁴ Inom ramen för nu utförd granskning har granskningsmannen inte fördjupat sig i andra tänkbara vägar fram i ansvarshänseende, dvs. ansvarsgrunder *utanför* det uttryckliga aktiebolagsrättsliga ansvaret för prospektfel, *utanför* det straffbara svindleriområdet och *utanför* det köprättsliga ansvaret bortom tvåårsregeln. Som tänkbara exempel kan nämnas ett slags *shadow director*-ansvar för säljande aktieägare eller individer på säljarsidan, ett ansvar för säljande aktieägare vilande på likartade principer som i NJA 1987 s. 692 eller NJA 1996 s. 700, eller ett ansvar grundat på att informationsgivningsbrister även skulle kunna anses innefatta eller utgöra en del av en överträdelse av den aktiebolagsrättsliga generalklausulen (ett otillbörligt gynnande av säljande aktieägare till men för bolaget eller övriga aktieägare). Preliminära överväganden, med tillgång endast till det av granskningsmannen granskade materialet, ger dock vid handen att det rör sig om tämligen långsökta grunder som förutsätter att ytterligare, besvärande sakförhållanden kan ledas i bevis och att en domstol kan övertygas om att bryta ny eller åtminstone relativt obeträdd mark.