

Skyddet för investerare efter BDO-domen

Bör investerare överhuvudtaget bry sig om svenska börsnoterade aktier?*

1. Inledning

Omfattningen av den krets investerare som kan erhålla skadestånd från styrelseledamöter som oaktsamt spridit felaktig information rörande bolaget är i hög grad avgörande för hur omfattande styrelseledamöters skadeståndsansvar kan bli. I förarbetena till aktiebolagslagen (2005:551, ABL) lämnade lagstiftaren över uppgiften att bestämma ansvarets gränser till HD. I NJA 2014 s. 272, BDO-domen, förvaltade HD denna passning från lagstiftaren på ett sätt som enligt vår mening riskerar att skada förtroendet för den svenska aktiemarknaden.

BDO-domen handlar förvisso om en investerares skadeståndstalan gentemot en revisor för direkt skada enligt 29:2 ABL på grund av oaktsam revision. Trots det, och trots att arbetsuppgifterna skiljer sig åt för en revisor och styrelsen, menar vi att BDO-domen är prejudiciellt relevant för styrelseledamöters externa skadeståndsansvar gentemot enskilda investerare om styrelseledamöterna oaktsamt orsakat fel i en årsredovisning. Det finns två anledningar till detta. För det första bygger revisorers och styrelseledamöters externa skadeståndsansvar på samma systematik i ABL. För det andra är de påståenden som HD gör under temana flodvågsargument och praktisk hanterbarhet av universell karaktär och inte begränsat till revisorers ansvar. Enligt vår mening kan samma argument som HD använder sig av i BDO-domen lika väl åberopas till stöd för en inskränkning av styrelseledamöters och verkställande direktörs ansvar för felaktig information.

Konsekvensen av det sagda blir att HD, med ett näst intill ensidigt skadegörarperspektiv och ett reduktionsslut av lagtexten i 29:1 första stycket andra meningen ABL, genom BDO-domen har begränsat kretsen av investerare som är berättigade till skadestånd när de köpt eller sålt aktier till en av styrelsen

* Artikeln baseras i stora delar på Daniel Sveens examensuppsats, skriven vid Stockholms universitet höstterminen 2015. Åsikter och ställningstaganden är artikelförfattarnas gemensamma. Författarna vill rikta ett särskilt tack till professor Jori Munukka, jur.dr Hanna Almlöf samt amanuensen Clara Ehn, som samtliga bidragit med kommentarer som förbättrat artikeln.

genom felaktig information förvrängd börskurs till en liten, närmast obskyr, skara. Jämförelsevis har styrelseledamöter i amerikanska börsbolag ett relativt omfattande skadeståndsansvar grundat på ekonomiska teorier om hur information återspeglas i börskurser och hur rationella investerare agerar vid aktiehandel över börs, vilket sammantaget speglar en annan, sofistikerad förståelse för aktiemarknadens betydelse för samhället.

Skillnaden mellan rättssystemen innebär att det – *allt annat lika* – föreligger en högre risk vid investeringar i svenska börsbolag än vid investeringar i amerikanska börsbolag. Detta är särskilt intressant mot bakgrund av globaliseringen och den teknologi som möjliggör investeringar i börsbolag i nästan hela världen. Det föreligger alltså en global konkurrenssituation om investerare som, beaktat aktiemarknadens viktiga funktion, borde påverka utformningen av regleringen av aktiemarknader inklusive skadeståndsansvarets utformning. Beroende på vilken reglering en viss jurisdiktion väljer i fråga om t.ex. revisorers och styrelseledamöters externa skadeståndsansvar kan konsekvensen därför – *allt annat lika* – bli att investerare väljer bort just den jurisdiktionen. Detta, som kan betecknas som ”competition in securities law”¹, tycks dock inte ha uppmärksammats av ledamöterna i HD. Detsamma gäller den för BDO-domen högst relevanta ekonomiska teorin om *the efficient capital market hypothesis* (*hypotesen om effektiva marknader; i det följande använder vi den etablerade termen på engelska*), som tilldelades Sveriges Riksbanks pris i ekonomisk vetenskap till Alfred Nobels minne år 2013, cirka fem månader före domen. Resultatet av denna etablerade, Nobelprisbelönda ekonomiska forskning med juridisk relevans förefaller inte, åtminstone inte annat än till synes ytligt, fått den uppmärksamhet den borde fått i BDO-domen.

Med beaktande av konkurrensen om investerare och mot bakgrund av gällande rätt i USA och Sverige ämnar vi i denna artikel analysera och diskutera rättspolitiska skäl för och emot en reduktion av främst styrelseledamöters externa skadeståndsansvar för felaktig information till marknaden. Med ett särskilt fokus på bestämmandet av den ersättningsberättigade kretsen är syftet att uppmärksamma BDO-domens negativa konsekvenser för det externa skadeståndsansvaret som, såsom vi ser det, ytterst leder till en ökad risk vid investeringar i aktier som är börsnoterade i Sverige.

¹ Litteraturen på området är omfattande, se t.ex. Romano R, Protecting Investors in a Global Economy, the Need for Competition in Securities Markets Regulation, 2 Theoretical Inquiries L.387 [2001].

2. Skadeståndsansvaret enligt amerikansk federal rätt

I amerikansk rätt härrör styrelseledamöters skadeståndsansvar för felaktig information bl.a. från § 10(b) Securities Exchange Act of 1934 (SEA) och Securities and Exchange Commissions (SEC) föreskrift Rule 10b–5 som utfärdats med stöd av § 10(b) SEA.² Detta skadeståndsansvar omfattar samtliga typer av offentliggjord information. En skadelidande investerare kan alltså grunda sin talan på felaktig information i bland annat årsredovisningar, delårsrapporter, pressmeddelanden, intervjuer i media eller på brister i skyldigheten att korrigera tidigare offentliggjord information.³

I korthet förutsätter rätten till skadestånd att en investerare som köpt eller sålt aktier från tidpunkten då informationen offentliggjordes till dess att den avslöjades som felaktig kan visa: (i) skada, (ii) felaktig väsentlig information, (iii) *scier*, (iv) kausalitet, och (v) tillit.⁴

2.1 (i) Skada

Skada uppstår ofta genom att börskursen faller när tidigare offentliggjord information avslöjas som felaktig.⁵ Den vanligaste typen av ersättning är skillnaden

² Av bestämmelsernas ordalydelse framgår inte att en överträdelse konstituerar ett civilrättsligt skadeståndsansvar. Federala domstolar är dock överens om att *“every wrong should have a remedy”* (Grundfest, Joseph A., *Damages and Reliance Under Section 10(b) of the Exchange Act*, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 150, 2013, s. 13) och år 1946 fastslogs att den som överträder en lagregel är skadeståndsskyldig om han skadar någon som lagregeln syftar till att skydda (Kardon v. National Gypsum Co., 69 F. Supp. 512 (E.D. Pa. 1946), Eftersom något skadeståndsansvar inte framgår av ordalydelsen i § 10(b) SEA och Rule 10b–5 har ansvarsrekvisiten helt och hållet växt fram genom rättspraxis. En uppräknig av 28 betydelsefulla rättsfall finns i Grundfest, a.a., s. 14 ff. Ett uttryckligt skadeståndsansvar finns även i § 18 SEA. Detta omfattar dock endast fel i årsredovisningar och kvartalsrapporter och förloraren i processer med § 18 som grund får stå för vinnarens rättegångskostnader. Ansvaret är därmed mer svårtillgänglig för många investerare och har därför fallit i skymundan för ansvaret enligt § 10(b) och Rule 10b–5.

³ Palmiter, Alan R., *Examples & Explanations – Securities Regulation*, 6 u., Wolters & Kluwer Law & Business, New York, 2014, § 8.3.3 och § 9.3.1; Utöver dessa federala skadeståndsregler finns även allmän delstatlig skadestånds rätt. Eftersom både § 10(b) SEA och Rule 10b–5 bygger på frasen *“[...] by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails, or of any facility of any national securities exchange”*, blir däremot den federala regleringen i stort sett alltid tillämplig. Det är svårt att föreställa sig en situation där federal lagstiftning inte är tillämplig vid aktiehandel.

⁴ Grundfest, a.a., s. 16, Palmiter, a.a., § 9.2.1 och § 9.3. På engelska: (i) economic loss; (ii) material misrepresentation; (iii) scier; (iv) causation; (v) reliance. ”Scier” saknar en vedertagen svensk översättning men är närmast att jämföra med grov oaktsamhet, se vidare under avsnitt 2.3 om scier.

⁵ Bratton, William W. & Wachter, Michael L., *The Political Economy of Fraud on the Market*, University of Pennsylvania Law Review vol. 160 no. 1, 2011, s. 83.

mellan köpeskillning och ”verkligt värde”.⁶ Att i efterhand fastställa köpeskillningens storlek utgör inget problem vid börshandel eftersom köpeskillningen registreras vid köptillfället. En större utmaning kan vara att bestämma vad börskursen hade varit om den felaktiga informationen i stället hade varit korrekt.⁷ För att beräkna vilken effekt offentliggjord information om ett börsbolag haft på dess börskurs använder sig amerikanska domstolar av så kallade eventstudier.⁸ För den intresserade är metodologin för eventstudier väldokumenterad i forskning om finansiell ekonomi och metoderna är accepterade i amerikanska domstolar avseende både frågan om den felaktiga informationen orsakat skada samt den efterföljande beräkningen av skadan; se t.ex. U.S. Supreme Court i *Dura Pharmaceuticals v. Broudo*⁹ och i *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund Inc*¹⁰ (*Halliburton II*, som avgjordes några månader efter BDO-domen sommaren 2014) samt av U.S. District Court Northern District of Texas¹¹.

2.2 (ii) Felaktig väsentlig information

Det bör inte råda någon tvekan om att korrekt information främjar investerares förtroende för marknaden. Åtgärder för att säkerställa att endast fullständig och korrekt information når marknaden är emellertid kostsamma. Rimligheten i att kompensera investerare för sjunkande börskurser vid minsta fel i offentliggjord information kan dessutom ifrågasättas. För att begränsa kostnaderna som informationsgivning medför och för att motverka att investerare förses med en försäkring mot dåliga investeringar täcker det amerikanska skadeståndsansvaret endast fel i väsentlig (Eng. *material*) information.¹² Vad som krävs för att uppfylla väsentlighetskravet kan skilja sig från fall till fall, men information bedöms ofta vara väsentlig om den normalt sett påverkar börskursen.¹³ Information kan alltså vara väsentlig utan att faktiskt påverka börskursen, men i sådant

⁶ Palmiter, a.a., § 9.3.4.

⁷ Palmiter, Alan R., *Examples & Explanations – Corporations*, 7 u., Wolters & Kluwer Law & Business, New York, 2012, § 22.3.4.

⁸ Tabak, David, & Dunbar, Frederick, *Materiality and Magnitude: Event studies in the Courtroom*, NERA Working Paper No. 34, 1999, s. 5 f., Brief of Law Professors as Amici Curiae in Support of Petitioners, s. 25 (Brief of Amici Curiae i *Halliburton Co v. Erica P. John Fund, Inc.*, 134 S. Ct. 2398 (2014)).

⁹ *Dura Pharmaceuticals v. Broudo*, 544 U.S. 366 (2005). Enligt Brief of Testifying Economists as Amici Curiae in Support of Respondent, *Halliburton*, s. 9 (Brief of Amici Curiae i *Halliburton Co v. Erica P. John Fund, Inc.*, 134 S. Ct. 2398 (2014)), finns 17 500 akademiska artiklar som innehåller frasen ”event study”.

¹⁰ *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 134 S. Ct. 2398 (2014).

¹¹ Memorandum Opinion and Order, Case No. 3:02-CV-1152-M, 2015 WL 4522863 (N.D. Tex. July 25, 2015).

¹² Palmiter, *Securities Regulation*, § 3.1.

¹³ A.a., § 9.3.1.

fall bortfaller naturligtvis rätten till skadestånd då informationen inte orsakat någon skada.¹⁴

2.3 (iii) Scienter

Skadeståndsskyldighet för en styrelseledamot förutsätter vidare så kallat *scienter*.¹⁵ För att anses ha agerat scienter krävs att svaranden visste, eller var vårdslös genom att inte veta, att den offentliggjorda informationen inte var korrekt. En styrelseledamot kan anses vara vårdslös på detta sätt om han inte haft ett tillräckligt beslutsunderlag vid offentliggörandet av informationen eller om bolagets rutiner för offentliggörande av information varit bristfälliga.¹⁶ Vidare krävs sannolikt att svaranden haft någon typ av kunskap (eventuellt tillräknad sådan enligt principer om tillräknande av vetskap) om att det fanns risk för att den offentliggjorda informationen skulle kunna vilseleda investerare.¹⁷

Vilken svensk aktsamhetsstandard som motsvarar scienter är oklart. Härkönen menar att kravet på scienter troligtvis ligger lägre än likgiltighetsuppsåtet i svensk rätt, men påpekar samtidigt att den nedre gränsen för scienter inte är fastställd i amerikansk rätt.¹⁸ Som en jämförelse kan nämnas att HD, i NJA 1992 s. 130, beskriver grov oaktsamhet som ”betydande hänsynslöshet och nonchalans som medför en avsevärd risk för skada”, vilket ligger i linje med det senare avgörandet NJA 1996 s. 118 där HD betraktade det som grovt oaktsamt att vid yrkesmässig verksamhet utföra ett arbete med en skärbrännare när det förelåg en uppenbar risk för omfattande skada samtidigt som det fanns enkla möjligheter att begränsa risken. Ett medvetet risktagande och bristande uppmärksamhet kan alltså, som Hellner framhåller, sannolikt bedömas som grovt oaktsamt.¹⁹

Enligt vår bedömning finns det skäl att anta att scienter ligger någonstans nära grov oaktsamhet i svensk rätt, men då sannolikt av något svagare art. Denna bedömning grundar sig på en sammanställning av amerikansk rättspraxis om scienter som tyder på att beviskravet för scienter ligger något lägre än vad som typiskt sett skulle krävas för att visa grov oaktsamhet i Sverige.²⁰ Enligt vår uppfattning kan scienter i vart fall inte jämföras med aktsamhetsstandarden i den svenska svindleribestämmelsen i 9:9 BrB.

¹⁴ Se ovanstående avsnitt 2.1 om skada.

¹⁵ Saknar vedertagen översättning till svenska.

¹⁶ Palmiter, Corporations, § 22.3 och The Reliance Requirement in Private Actions under SEC Rule 10b-5, Harvard Law Review vol. 88 no. 3, 1975, s. 584 f.

¹⁷ Palmiter, Corporations a.a., § 22.3.2.

¹⁸ Härkönen, Elif, Aktiemarknadsbolagets informationsgivning – särskilt om amerikansk och svensk reglering av selektiv information på sekundärmarknaden för värdepapper, 2013, s. 102 f.

¹⁹ Hellner, Jan & Radetzki, Marcus, Skadeståndsrätt, 9:1 u., 2014, s. 142 f.

²⁰ Bucklo, Elaine E., The Supreme Court Attempts to Define Scienter Under Rule 10b-5: Ernst & Ernst v. Hochfelder, Stanford Law Review vol. 29 no. 2, 1976-1977, s. 213 ff. och Tellabs, Inc. v. Makor Issues & Rights, Ltd., 551 U.S. 308 (2007).

2.4 (iv) Kausalitet

Kravet på kausalitet säkerställer att det finns en koppling mellan den felaktiga informationen och investerarens skada. För det första krävs ett förlustsamband som innebär att börskursen ska ha påverkats av den felaktiga informationen och inte av andra omständigheter. För det andra krävs ett transaktionssamband som innebär att transaktionen inte hade genomförts på samma villkor om den felaktiga informationen inte hade offentliggjorts.²¹

2.5 (v) Tillit till den felaktiga informationen

Kravet på att käranden ska ha fäst tillit till den felaktiga informationen fungerar som ett filter som säkerställer att den felaktiga informationen påverkade beslutet att investera. Det säkraste sättet för en investerare att uppfylla kravet på tillit är att visa att han kände till informationen och att han baserade beslutet att köpa eller sälja aktierna på just den informationen.²² Baserat på teorin om *fraud on the market* etablerade emellertid U.S. Supreme Court redan 1988 genom *Basic Inc. v. Levinson*²³ (Basic-domen), en tillitspresumtion vid handel med börsnoterade aktier. Denna tillitspresumtion bekräftades sedermera år 2014 genom *Halliburton II* och kan sammanfattas enligt följande:

- a) Om investeraren visar att den felaktiga informationen var väsentlig och offentlig, samt att aktien handlades på en öppen och välutvecklad marknad, presumeras den felaktiga informationen ha påverkat börskursen.
- b) Om investeraren dessutom visar att aktien köptes till marknadspris under tidsperioden från att informationen offentliggjordes till dess den avslöjades som felaktig, presumeras även att investeraren köpt aktien med tillit till den felaktiga informationen.

U.S. Supreme Court utgår alltså ifrån att felaktig information vilseleder investerare även om investeraren inte litat direkt på informationen, eller inte ens visste att informationen var offentlig, eftersom offentlig väsentlig information alltid påverkar aktiens börskurs.

För att motbevisa presumtionen måste svarandens bevisning försvaga sambandet mellan den felaktiga informationen och investerarens beslut att köpa aktien. Exempel på omständigheter som försvagar sambandet är att investeraren var medveten om att informationen var felaktig eller att investeraren hade köpt aktien till samma pris trots kännedom om att informationen var felaktig.

²¹ Palmiter, Securities Regulation, § 9.3.3.

²² A.st.

²³ *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

3. Skadeståndsansvaret enligt svensk rätt

Förluster som hänför sig till att investerare köpt aktier till en börskurs som förvrängts av felaktig information utgör ren förmögenhetsskada. Utanför kontraktsförhållanden krävs enligt 2:2 skadeståndslagen (1972:207, SkL) i allmänhet brott för att skadeståndsansvar ska aktualiseras för sådana skador även om bestämmelsen i och för sig inte syftade till att hindra en vidare rättsutveckling i praxis.²⁴ Inom aktiebolagsrätten, och även generellt inom associationsrätten, har det emellertid alltsedan i vart fall 1944 års aktiebolagslag, och alltså före tillkomsten av 2:2 SkL, föreskrivits ett särskilt lagstadgat skadeståndsansvar för styrelseledamöter, verkställande direktör och revisor gentemot enskilda aktieägare, blivande aktieägare och borgenärer (209 §). Vid tillkomsten av 1944 års aktiebolagslag framhölls det att vissa bestämmelser i ABL syftar till att ge ett rättsskydd åt nyssnämnda intressenter. Skälet till detta var, med en mera modern terminologi, att aktiebolaget kan ses som ett *nexus of contracts*, dvs. en slags ”hub” för en serie av ekonomiska relationer mellan olika intressenter i ett aktiebolag.

Det aktiebolagsrättsliga externa ansvaret i 29:1–2 ABL gentemot nuvarande eller blivande aktieägare förutsätter enligt bestämmelsernas ordalydelse att en styrelseledamot eller revisor (i) inom ramen för sitt uppdrag som styrelseledamot eller revisor (ii) av uppsåt eller oaktsamhet (iii) bryter mot ABL, årsredovisningslagen (1995:1554, ÅRL) eller bolagsordningen, och därmed (iv) tillfogar aktieägare eller blivande aktieägare skada. Styrelseledamöters och revisorers aktiebolagsrättsliga skadeståndsansvar för ren förmögenhetsskada förutsätter alltså, enligt sin ordalydelse, inte en brottslig handling. Detsamma gäller i fråga om verkställande direktörers skadeståndsansvar.

I detta sammanhang bör läsaren uppmärksamma att det alltså är föga rättvisande att likt HD i NJA 2015 s. 899, med hänvisning till BDO-domen, uttala att ett ersättningsansvar för extern ren förmögenhetsskada vid sidan om 2:2 SkL kunde föreligga i en ”*kvalificerad tillitssituation*”, eftersom ”*visst lagstöd fanns*”.²⁵ Denna beskrivning av skadeståndsansvaret är en typ av rättslig ”historierevisionism”, där det som sedan 1940-talet är och ska vara ett lagstadgat skadeståndsansvar för styrelseledamöter, verkställande direktör och revisor genom BDO-domen och senast beskrivningen i NJA 2015 s. 899 förvandlats till ett begränsat skadeståndsansvar som det endast finns ”*visst lagstöd*” för genom ett reduktionsslut av lagtextens tillämpningsområde dessförinnan.

²⁴ Denna restriktivitet har i viss mån luckrats upp i både rättspraxis och speciallagstiftning, se Dotevall, Bolagsledningens skadeståndsansvar, 2:1 u., 2008, s. 55, NJA 1987 s. 692, NJA 1991 s. 625, NJA 1992 s. 243, NJA 1994 s. 598 och NJA 1997 s. 65.

²⁵ Se punkt 34 i NJA 2015 s. 899 där HD tycks förbise ordet ”annan” i 29:1 ABL första stycket andra meningen, vartill 29:2 hänvisar, som är ett avsiktligen valt neutralt ord som omfattar blivande aktieägare och borgenärer.

3.1 I svensk rätt finns endast ett ansvar för viss typ av information

Som nämnts i ovanstående avsnitt 2.2 begränsas det amerikanska skadeståndsansvaret till information som är väsentlig, dvs. som ”typiskt sett påverkar börskursen”.²⁶ Skadeståndsansvaret i 29:1 ABL omfattar däremot endast de informationsplikter som följer av ABL, ÅRL eller bolagsordningen. Relevanta bestämmelser i ABL och ÅRL reglerar innehållet i årsredovisningar och delårsrapporter, men börsbolag omfattas av fler informationsgivningsregler än så. Kravet på att så snart som möjligt offentliggöra insiderinformation följer inte av ABL eller ÅRL, utan av marknadsmissbruksförordningen.²⁷ Enligt ordalydelsen i 29:1 ABL omfattas inte marknadsmissbruksförordningens informationsplikter av något civilrättsligt skadeståndsansvar för styrelseledamöter i svenska börsbolag.²⁸

3.2 Svensk rätt särbehandlar olika typer av investerare

Av 29:2 ABL följer att en revisors skadeståndsansvar bland annat förutsätter en överträdelse av ABL eller ÅRL. Frågeställningen om att balansera risken för ett oproportionerligt skadeståndsansvar och begränsningen av ansvarets omfattning är alltså densamma för revisorer som för styrelseledamöter. I förarbetena betonades vikten av att inte begränsa skadelidandes ersättningsrätt utan starka skäl, men samtidigt att risken för skadeståndsansvar måste balanseras mot möjligheten att driva verksamheten på ett affärsmässigt sätt. Av ordalydelsen i 29:1–2 ABL framgår dock ingen uttrycklig begränsning av skadeståndsansvarets omfattning. I stället lämnades uppgiften att balansera risken för ett oproportionerligt skadeståndsansvar och begränsningen av ansvarets omfattning åt rättstillämpningen.²⁹

I BDO-domen förvaltade HD den av lagstiftaren till rättstillämpningen överlämnade uppgiften enligt följande:

²⁶ Notera särskilt att information ofta bedöms vara väsentlig om den normalt sett påverkar börskursen.

²⁷ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk och om upphävande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG och kommissionens direktiv 2003/124/EG, 2003/125/EG och 2004/72/EG Text av betydelse för EES (marknadsmissbruksförordningen), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/596/oj>.

²⁸ Se även Dotevall, *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, 2:1 u., s. 233. Skadestånd skulle teoretiskt sett kunna utgå enligt allmänna skadeståndsrättsliga principer, men efter BDO-domen och utan annan rättspraxis som pekar i den riktningen är det i dagsläget enligt vår bedömning osannolikt. Att de straff- och näringsrättsliga sanktionerna som följer av marknadsmissbruksförordningen och marknadsmissbruksdirektivet inte är tillräckliga redogör vi för i avsnitt 5.1.

²⁹ Prop. 1997/98:99, s. 186 f.

”25. Adekvanskravet är inte alltid tillräckligt [...]. Det finns därför anledning att kvalificera vad som krävs för att tillit till de uppgifter som finns i en årsredovisning ska anses vara befogad. Med förhållandevis högt ställda krav i det hänseendet [...] kan en rimlig balans mellan det skadegörande handlandet och dess skadeståndsrättsliga konsekvenser uppnås”.³⁰

Det är alltså inte tillräckligt att rekvisiten som följer av ordalydelsen i 29:2 ABL är uppfyllda. HD införde även ett krav på att investeraren ska ha haft befogad tillit till den felaktiga informationen i årsredovisningen. Mutatis mutandis bör resultatet bli detsamma vid tillämpningen av styrelseledamöters och verkställande direktörens skadeståndsansvar enligt 29:1 ABL. I punkten 26 utvecklar HD vad som krävs för att tilliten ska anses vara befogad:

”26. Vad som är att anse som befogad tillit ska därför bestämmas på så sätt att endast tillit av en viss styrka och relevans för den förlustbringande transaktionen kan grunda rätt till ersättning. Det sätt på vilket innehålllet i årsredovisningen har kommit den skadelidande till del får därmed betydelse liksom vad för slags transaktion det rör sig om. Det föreligger i dessa hänseenden betydande skillnader mellan t.ex. ett köp utanför börsen av en maktpost i ett börsnoterat bolag och en investering i ett derivat grundat på bolagets börskurs. I det förra fallet utgör typiskt sett bolagets årsredovisning en del av beslutsunderlaget för transaktionen. I det senare fallet kan visserligen årsredovisningens innehåll antas vara återspeglad i börskursen, men tilliten till dess riktighet är mer medelbar och distanserad, och årsredovisningen har ofta inte samma omedelbara betydelse för investeringsbeslut av det slaget”.³¹

För att tilliten ska vara befogad krävs alltså att den är av viss styrka och relevans. Vidare är en årsredovisning enligt HD endast beslutsrelevant vid vissa typer av transaktioner. HD tar köp av en maktpost i ett börsnoterat bolag som äger rum utanför börsen som ett exempel på en sådan typ av transaktion. Enligt vår tolkning av domskälen ska informationen i en årsredovisning däremot typiskt sett inte anses vara beslutsrelevant vid köp av aktier över börsen. Detta gäller sannolikt även om transaktionen avser en betydande mängd aktier (jämför även domens punkt 27 och därtill punkt 64 i det följande).

”27. Ett allmänt riktmärke bör vara att ett affärsbeslut ska anses vara grundat på befogad tillit till en viss årsredovisnings riktighet om årsredovisningen typiskt sett utgör en väsentlig del av det konkreta beslutsunderlag som läggs till grund för ett sådant beslut och beslutet angår en affärsförbindelse med bolaget eller en transaktion avseende aktier eller andra instrument som bolaget emitterar. Vad som nu har sagts kan emellertid inte vara något annat än ett riktmärke. Omständigheterna i det enskilda fallet kan motivera en snävare bestämning av när tilliten ska anses vara befogad”.³²

”28. Från frågan huruvida viss tillit är befogad och därmed skyddsvärd, måste skiljas vad som krävs för att påstådd tillit alls ska anses föreligga. Utgångspunkten är att den skadelidande har att bevisa att han har fäst tillit till årsredovisningen”.³³

³⁰ BDO-domen, p. 25.

³¹ BDO-domen, p. 26.

³² BDO-domen, p. 27.

³³ BDO-domen, p. 28.

Befogad tillit till en årsredovisnings riktighet föreligger alltså i allmänhet när årsredovisningen typiskt sett utgör en väsentlig del av beslutsunderlaget. I kombination med HD:s uttalande i punkt 25 i BDO-domen är detta, enligt vår bedömning, generellt sett endast uppfyllt vid transaktioner utanför börser eller vid nyemissioner. I det förra fallet måste det dessutom sannolikt röra sig om köp av vad HD kallar för en maktpost. Hur stor andel aktier som utgör en maktpost framgår dock inte av BDO-domen.

HD fastslår även att investeraren har bevisbördan för att han eller hon har fäst tillit till informationen i årsredovisningen. Eftersom årsredovisningens beslutsrelevans vid köp av maktposter utanför börser endast är ett riktmärke bedömer vi att placeringen av bevisbördan innebär att investerare gör bäst i att dokumentera på vilket sätt de har fäst tillit till informationen i årsredovisningen vid varje köp av maktposter utanför börser. Enligt vår bedömning måste investeraren sannolikt visa hur köpeskillingen räknats fram genom informationen i årsredovisningen, vari den felaktiga informationen ingår och är beslutsrelevant. För att säkerställa godtagbar bevisning måste denna uträkning sannolikt biläggas aktieöverlåtelseavtalet.

Om HD:s uttalanden ändå ska tolkas som att en årsredovisning i vissa fall skulle kunna vara beslutsrelevant vid köp över börser innebär det stränga beviskravet, enligt vår bedömning, att rätten till skadestånd i praktiken ändå är utesluten. Anledningen till detta är börshandelns snabba och anonyma karaktär, där investerare handlar till ett av övrig handel fastställt marknadspris, gör det svårt att bevisa att och på vilket sätt årsredovisningen låg bakom beslutet att investera.

Enligt vår bedömning innebär BDO-domen sammanfattningsvis att en styrelseledamot i ett börsnoterat aktiebolag är skadeståndsskyldig för en felaktig årsredovisning enligt 29:1 ABL om vederbörande: (i) inom ramen för sitt uppdrag som styrelseledamot (ii) med uppsåt eller oaktsamhet (iii) överträder ABL, ÅRL eller bolagsordningen, och därmed (iv) tillfogar en blivande aktieägare skada, om (v) den blivande aktieägaren köpt de börsnoterade aktierna utanför börser, (vi) mängden aktier utgör en maktpost i bolaget, (vii) köpeskillingen är framräknad genom vedertagna metoder via information i årsredovisningen och (viii) investeraren inte hade köpt aktierna över huvud taget eller i vart fall inte på samma villkor om informationen i årsredovisningen hade varit korrekt. Detsamma gäller i fråga om revisorers och verkställande direktörers ansvar.

Jämförelsevis gäller, såsom redogjorts för i ovanstående avsnitt 2, enligt amerikanska § 10(b) SEA och Rule 10b-5 att en styrelseledamot kan åläggas skadeståndsansvar om investeraren visar: (i) skada, (ii) att styrelseledamoten agerat scienter, (iii) att den felaktiga informationen var väsentlig och offentlig, (iv) att aktien handlas på en öppen och välutvecklad marknad, och (v) att investeraren köpte aktien till marknadspris under den period då börskursen var missvisande på grund av den felaktiga informationen.

I följande avsnitt lägger vi denna skillnad mellan svensk och amerikansk rätt till grund för en diskussion de lege ferenda om det finns skäl att begränsa skadeståndsbestämmelserna i 29:1–2 ABL genom ett reduktionsslut på det sätt som HD tycks förespråka i BDO-domen. Dessförinnan följer dock en kort kommentar om BDO-domens relevans för revisorers skadeståndsansvar under beaktande av andra rättspolitiska faktorer.

3.3 Särskilt om revisorers externa skadeståndsansvar

Vi har så här långt redogjort för BDO-domen och dess konsekvenser för styrelseledamöters skadeståndsansvar. Därmed bör läsaren också vara införstådd i revisorers externa skadeståndsansvar gentemot enskilda investerare. I tillägg till detta skulle vi vilja framföra några synpunkter om revisorers externa och interna skadeståndsansvar.

En kritisk läsare skulle på goda grunder kunna invända att revisorer har ett ytterst begränsat skadeståndsansvar i USA på basis av de regler vi åberopat i det föregående, dvs. § 10(b) SEA och Rule 10b–5.³⁴ Vad läsaren dock bör ha i åtanke är att de stora revisionsbyråerna i det närmaste har monopol på revisionsmarknaden för aktiemarknadsbolag i såväl Sverige som globalt (och såtillvida är BDO med andra ord ett ”udda” mål). De fyra största – fem före Enron som ledde till Arthur Andersens kollaps – har under många år lobbats globalt för ett reducerat eller eliminerat skadeståndsansvar. Sverige är knappast förskonat från denna påverkan. I ekonomisk litteratur är detta välkänt och diskussionen följer samma terminologi som för banker, dvs. *too big to fail* och ses som ett *moral hazard*-problem. I USA ledde lobbyinitiativet från de stora revisionsbyråerna till Private Securities Litigation Act (PSLRA), som skyddar revisorer från *securities class actions*. I Storbritannien ledde lobbying till införandet av sections 534–536 i Companies Act 2006, som innebär en lagstadgad rätt att avtala bort ett internt skadeståndsansvar gentemot bolaget. Ett liknande förslag har lagts fram i SOU 2016:34.

Problematiken med revisorers interna och externa skadeståndsansvar är som läsaren kan ana långt mera komplicerad än vad den svenska närmast introverta diskussionen ger sken av. Det finns också en omfattande internationell litteratur jämte empiri på området, däribland en förnämlig artikel av Paulo Giudici.³⁵ Varken HD eller, för den delen, utredningen om EU:s revisionspaket synes dock ha uppmärksammat eller i vart fall tagit intryck av detta omfattande material.

Summan av det sagda är att revisionsbyråerna lyckats väl med sin lobbykampanj. Efter BDO-domen saknar revisorer i det närmaste externt ansvar gentemot

³⁴ Av vissa betraktat som en av orsakerna till finanskrisen 2001.

³⁵ Auditor’s Multi-Layered Liability Regime, EBOR 13 (2012), s. 501–555. Artikeln innehåller ett rikt källmaterial, som ställer den svenska diskussionen åtminstone delvis på huvudet.

investerare i börsnoterade aktier och, om förslaget i SOU 2016:34 blir verklighet, kan revisionsbyråerna avtala bort det interna oaktsamhetsansvaret gentemot bolaget. Det finns således goda grunder för att fråga sig vad aktieägarna egentligen betalar för när man får en revision som man i praktiken kan friskriva sig ifrån såväl internt som externt även om den skulle vara oaktsamt utförd?

4. Rättspolitiska skäl som talar emot en reducering av skadeståndsansvaret enligt svensk rätt

Att skadeståndsansvaret för felaktig information är omfattande i USA skulle kunna anföras som både ett rättspolitiskt och ett rättsekonomiskt skäl för att inte reducera skadeståndsansvaret i svensk rätt. Motiveringen till detta är att en reducering skulle kunna leda till att rationella aktörer undviker investeringar i svenska börsbolag. Utformningen av det amerikanska skadeståndsansvaret utgör emellertid inte nödvändigtvis målbilden för det svenska ansvaret. I kommande avsnitt diskuterar vi därför de rättspolitiska skäl som vi menar är relevanta för utformningen av skadeståndsansvarets omfattning. Ett särskilt fokus riktas mot bestämmandet av den ersättningsberättigade kretsen, där tillitsrekvisitet är centralt.

4.1 Ett begränsat ansvar riskerar att skada förtroendet för marknaden

Lagstiftaren har uppmärksammat att informationsgivningsregler är viktiga för att skydda investerare. Vidare visar empiriska studier att administrativa sanktioner och straffansvar inte avskräcker från överträdelse i lika hög utsträckning som ett personligt skadeståndsansvar.³⁶ Att begränsa den ersättningsberättigade kretsen riskerar därför att leda till att informationsgivningsreglerna inte efterlevs och att felaktig information lämnas till marknaden.

En ökad risk för bristfällig informationsgivning bör ses mot bakgrund av studier som visar att fria marknader fungerar bäst när investerare känner sig säkra nog för att ta en affärsrisk, men samtidigt slipper ta hänsyn till den extra risk som ligger i att bli lurad. HD tycks emellertid anse att investerare måste räkna med risken att köpa svenska aktier över börsen till en av styrelsen förvrängd börskurs. Efter BDO-domen tvingas presumtiva skadelidande investerare hantera denna risk genom att minska alternativt helt och hållet undvika investeringar i svenska börsbolag. Svårigheten att bevisa faktisk befogad tillit till en årsredovisning, vilket är konsekvensen av BDO-domen, leder dessutom till att

³⁶ Se härom nedanstående avsnitt 5.1.

investerare behandlas olika. Negativt olikbehandlade investerare avstår rimligtvis från investeringar. Ett krav på faktisk befogad tillit kan alltså få allvarliga konsekvenser för investerares förtroende för marknaden och därmed börsbolags förmåga att attrahera riskvilligt kapital.

4.2 The efficient capital market hypothesis – börskurser speglar tillgänglig information

Att begränsa den ersättningsberättigade kretsen genom ett krav på faktisk befogad tillit skulle visserligen kunna vara motiverat om den skadelidande investerarens eget agerande skulle anses utgöra en större anledning till skadans uppkomst än styrelseledamotens, verkställande direktörens eller revisornas oaktsamma agerande. Ett krav på faktisk befogad tillit innebär just detta, om investeraren inte analyserat och dokumenterat all beslutsrelevant information och därefter förhandlat sig fram till ett pris utanför börsen (förutsatt att styrelse, verkställande direktör eller revisor inte agerat brottsligt). I detta och följande avsnitt ska vi redogöra för en etablerad, Nobelprisbelönt ekonomisk teori som underkänner ett sådant synsätt som bristfälligt.

Att aktiemarknaden är effektiv och att börskurser reflekterar all offentligt tillgänglig information känns igen från Basic och Halliburton II. När U.S. Supreme Court införde och bekräftade att investerare som köpt aktier över börsen presumeras ha fäst tillit till den felaktiga informationen hade relationen mellan information och börskurs stor betydelse. Detta samband är ingenting som U.S. Supreme Court har hittat på. På 1960-talet genomförde nationalekonomen Eugene Fama empiriska undersökningar om i vilken utsträckning börskurser återspeglar all tillgänglig information. Hypotesen, som kallas för *the efficient capital market hypothesis*, var att all information inkorporeras i börskurser omedelbart och att börsen därmed är fullständigt informationseffektiv.

I sina studier fann Fama att större nyheter återspeglas i börskursen omedelbart eller åtminstone inom väldigt kort tid. Konsekvensen av att börskurser inkorporerar ny information så pass snabbt är att endast den investerare som först får tillgång till den offentliggjorda informationen kan utnyttja den för att tjäna pengar. Detta innebär att det i konkurrens med de snabbaste professionella investerarna inte finns anledning för privata investerare som köper aktier över börsen att analysera offentliggjorda årsredovisningar eftersom de ändå får acceptera den börskurs som redan etablerats genom proffsens handel i aktien. Även om Famas slutsats om att ingen kan tjäna pengar utan att öka risken i investeringarna mötte visst motstånd under 1990-talet och därefter råder det få tvivel om att börskurser stiger snabbt efter att fördelaktiga nyheter offentliggjorts och att börskurser sjunker kort efter ofördelaktiga nyheter offentliggjorts. Att börskurser således reagerar på väsentlig information är de allra flesta ekonomer ense om.

4.3 Teorin om fraud on the market

I och med att börserna, i enlighet med Famas studier, är mer eller mindre informationseffektiva och att professionella investerare snabbt etablerar ett marknadspris närmast omedelbart efter att ny väsentlig information har offentliggjorts fungerar börserna som en agent som värderar aktier åt övriga investerare. Om professionella investerare, som fäster faktisk tillit till t.ex. en årsredovisning, utför avancerade beräkningar på ett felaktigt informationsunderlag etableras däremot en förvrängd börskurs. I och med att marknadspriset vid varje tillfälle motsvarar vad resursstarka professionella investerare värderar aktien till innebär detta att samtliga investerare på börserna handlar till en börskurs som skiljer sig från vad den hade varit om den offentliggjorda informationen hade varit korrekt. Felaktig informationen påverkar på detta sätt hela marknaden, och det uppstår något som i USA kallas för *fraud on the market*. Det var denna *fraud on the market*-teori, tillsammans med den bakomliggande Nobelprisbelönta teorin *efficient capital market hypothesis* i dess *semistrong* version, som U.S. Supreme Court tog stöd i när den i *Basic* och *Halliburton II* skapade respektive bekräftade tillitspresumtionen vid handel med börsnoterade aktier. I *Halliburton II* uttryckte sig U.S. Supreme Court på följande sätt.

”Basic held that securities fraud plaintiffs can in certain circumstances satisfy the reliance element of a Rule 10b–5 action by invoking a rebuttable presumption of reliance, rather than proving direct reliance on a misrepresentation. The Court based that presumption on what is known as the “fraud-on-the-market” theory, which holds that “the market price of shares traded on well-developed markets reflects all publicly available information, and, hence, any material misrepresentations.” *Id.*, at 246. The Court also noted that, rather than scrutinize every piece of public information about a company for himself, the typical “investor who buys or sells stock at the price set by the market does so in reliance on the integrity of that price”— the belief that it reflects all public, material information. *Id.*, at 247. As a result, whenever the investor buys or sells stock at the market price, his “reliance on any public material misrepresentations... may be presumed for purposes of a Rule10b–5 action”.

Fråga är dock om en presumtion som kan brytas:

“Basic itself “made clear that the presumption was just that, and could be rebutted by appropriate evidence,” including evidence that the asserted misrepresentation (or its correction) did not affect the market price of the defendant’s stock.”

I BDO-domen tangerar HD till synes the *efficient capital market hypothesis* och *fraud on the market*-teorin i två uttalanden som inte är helt synkroniserade. I det första uttalandet, som vi citerar ytterligare en gång, anges följande:

”26. Det sätt på vilket innehållet i årsredovisningen har kommit den skadelidande till del får därmed betydelse liksom vad för slags transaktion det rör sig om. Det föreligger i dessa hänseenden betydande skillnader mellan t.ex. ett köp utanför börserna av en aktie i ett börsnoterat bolag och en investering i ett derivat grundat på bolagets börskurs. I det förra fallet utgör typiskt sett bolagets årsredovisning en del av beslutsunderlaget för transaktionen. I det senare fallet kan visserligen

årsredovisningens innehåll antas vara återspeglad i börskursen, men tilliten till dess riktighet är mer medelbar och distanserad, och årsredovisningen har ofta inte samma omedelbara betydelse för investeringsbeslut av det slaget”.³⁷

I det andra uttalandet sägs följande:

”61. Antilu har framhållit att de anmärkningar som borde ha gjorts i revisionsberättelsen skulle ha påverkat marknadsens bedömning av Daydream och därmed bolagets börskurs. Högsta domstolen har uppfattat detta som ett påstående om att kursen hade betydelse för bytesförhållandet enligt samgåendeavtalet.³⁸

[...]

64. Innehållet i en årsredovisning återspeglas givetvis i större eller mindre utsträckning i bolagets börskurs. Om ett affärsbeslut grundas på börskursen rör det sig emellertid inte om en tillit till årsredovisningen som sådan utan om en via marknaden förmedlad tillit till denna. I det föregående har det konstaterats att vid bestämmandet av vad som är befogad tillit i det aktuella hänseendet bör avseende fästas vid på vilket sätt innehållet i årsredovisningen har kommit den skadelidande till del och vad för slags transaktion det rör sig om (p. 23)”.³⁹

Eftersom *the efficient capital market hypothesis* och *fraud on the market*-teorin och, i deras förlängning, Basic (jämte diskussionen före Halliburton II) samt all den litteratur som skrivits på området, inte nämns explicit, och knappt ens kan läsas in implicit, i BDO-domen har HD till synes bedömt det som ointressant att fördjupa sig i den Nobelprisbelönda teorin om *the efficient capital market hypothesis* i dess *semistrong version* och *fraud on the market*-teorin. Detta trots att Nobelpriset i ekonomi delades ut endast några månader före BDO-domen bara ett par kilometer från HD:s lokaler.⁴⁰ Vi befarar därmed att HD inte varit fullt ut medveten om teoriernas innebörd och konsekvenser, inte minst för skadeståndsansvaret såsom det tillämpas av U.S. Supreme Court.

Möjligen kan det tyckas vara ett högt ställt krav på HD:s ledamöter att de ska beakta etablerad juridisk-ekonomisk forskning, utländsk rättspraxis och utländsk juridisk litteratur. Varken *the efficient capital market hypothesis* i dess *semistrong version* eller *fraud on the market*-teorin är emellertid okända i svensk rättsvetenskaplig litteratur. HD har till synes inte tillägnat sig något alls från Per Samuelssons avhandling *Information och ansvar* från 1991 eller Elif Härkörens avhandling *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning, särskilt om amerikansk och svensk reglering av selektiv information på sekundärmarknaden för värdepapper* från 2013. Härkören omnämner till och med Nobelpristagaren Fama i fotnot 28 på sidan 275 i samband med en beskrivning av *the efficient capital market hypothesis*. Mot bakgrund av detta borde det inte ha varit särskilt svårt att lägga ihop ett och ett vid domskrivningen i BDO-domen. HD:s ledamöter hänvisar dock i stället tendentiöst, och med ett skadevållarperspektiv, till

³⁷ BDO-domen p. 26.

³⁸ BDO-domen p. 61.

³⁹ BDO-domen p. 64.

⁴⁰ Ett av de i BDO-domen deltagande justitieråden var för övrigt inbjuden till Nobelfesten.

svensk doktrin om flodvågsargumentet och bl.a. DCFR som i ljuset av ekonomisk och juridisk-ekonomisk forskning och den amerikanska rättsutvecklingen framstår som obsoleta eller i vart fall som tämligen dammiga auktoriteter.

The efficient capital market hypothesis i dess *semistrong* version och *fraud on the market*-teorin är emellertid inte okontroversiella. I Halliburton II diskuterades två fundamentala, allmänt kända invändningar som skulle kunna ha använts av HD i BDO-domen för att underkänna teoriernas erkännande i svensk rätt. Den ena invändningen är att offentligt tillgänglig information inte alltid återspeglas i börskursen på ett korrekt sätt och att börskursen därför inte motsvarar det underliggande värdet på bolagets tillgångar. Kritiker menar nämligen att börskurser, utöver offentliggjord information, i varierande grad även påverkas av psykologiska faktorer bland investerare som inte har någon koppling till offentliggjord information om bolaget.⁴¹ Den andra invändningen är att antagandet som tillitspresumtionen delvis baserades på, dvs. att investerare köper och säljer aktier i tilltro till att börskursen är korrekt, är felaktig. Förespråkarna för denna invändning menar att investerare köper och säljer aktier av motsatt anledning, dvs. att börskursen inte alls motsvarar offentliggjord information utan i stället att marknaden har undervärderat eller övervärderat aktien och att aktien således är felaktigt prissatt.⁴²

Att HD inte fördjupade sig i teoribildningarna *the efficient capital market hypothesis* i dess *semistrong version* eller *fraud on the market teorin* i BDO-domen skulle alltså kunna ha sin förklaring i att HD ansåg att teorierna är felaktiga alternativt irrelevanta för utformningen av det svenska skadeståndsansvaret. U.S. Supreme Court och svenska HD skulle därmed kunnat komma till olika slut under samma år (2014), grundat på olika ställningstaganden men utifrån samma material. Motargumenten från Halliburton II är emellertid helt och hållet frånvarande i BDO-domen. Därför, och tyvärr återigen, förefaller det som om HD:s ledamöter inte tycks känna till dessa två allmänt kända invändningar mot hypotesen och teorin liksom ledamöterna inte i tillräcklig utsträckning fördjupat sig i dessa.

Av intresse i detta sammanhang är även följande uttalande i BDO-domen:

”22. En årsredovisning ligger till grund för olika bolagsstämmobeslut men har inget specifikt eller ens typiskt ändamål som externt beslutsunderlag. I det hänseendet skiljer sig årsredovisningen från t.ex. ett prospekt, som syftar till att ge intresserade information för ett ställningstagande till ett visst erbjudande”.⁴³

Påståendet motsäger hypotesen och bör därför, om det är sant, vara en kandidat till ett framtida Nobelpris i ekonomi. Vi bedömer det emellertid som osannolikt att HD framgent kommer belönas med Nobelpriset i ekonomi, särskilt som

⁴¹ Se minoritetens invändningar i Halliburton II, s. 7 f.

⁴² Se minoritetens invändningar i Halliburton II, s. 9 f.

⁴³ BDO-domen p. 22.

HD oss veterligt inte disponerar över egna empiriska studier som styrker HD:s påstående härvidlag. Gentemot HD:s uttalande kan även återopas förarbetsutalanden och litteratur som anger att både aktieägare och potentiellt blivande aktieägare typiskt sett fäster vikt vid årsredovisningen vid handel i börsbolags aktier.⁴⁴ HD:s påstående om att en ”årsredovisning ligger till grund för olika bolagsstämmobeslut men har inget specifikt eller ens typiskt ändamål som externt beslutsunderlag” är mot denna bakgrund tagit ur luften.

Om vi ignorerar HD:s påstående och i stället accepterar *fraud on the market*-teorin liksom den bakomliggande *the efficient capital market hypothesis* i dess *semistrong version* når vi slutsatsen att börskurser etableras av professionella investerarens handel. Om dessa professionella investerare baserar sina avancerade beräkningar på ett felaktigt informationsunderlag etableras en förvrängd börskurs. En sådan förvrängd börskurs drabbar investerare som inte fäster direkt tillit till det felaktiga informationsunderlaget lika hårt som de professionella investerare som läst och analyserat informationsunderlaget.

I inledningen till avsnitt 4.2 nämnde vi att ett krav på faktisk befogad tillit skulle kunna vara motiverat om den skadelidande investerarens bristfälliga analys av felaktig offentliggjord information är en större anledning till skadans uppkomst än den skadegörande styrelseledamotens oaktsamma agerande. Som vi redogjort för i det föregående är det emellertid, enligt ekonomisk forskning, endast de snabbaste investerarna som kan utnyttja ny information innan en ny börskurs etableras. De flesta investerarna saknar därför incitament att analysera offentliggjord information innan en investering görs. Att värdera en aktie som marknaden redan värderat åt dem kan enligt vår mening inte vara ett motiverat krav. Tvärtom är det för de flesta privata och institutionella investerarna motiverat att använda sig av en passiv investeringsstrategi. BDO-domens krav på faktisk befogad tillit ligger inte i linje med detta, vilket innebär att investerare i svenska börsbolag missgynnas av att agera på ett sätt som Nobelprisbelöнад ekonomisk forskning pekar ut som rationellt. Enligt vår mening borde en rationell investerare undvika att handla i svenska aktier under sådana förutsättningar.

5. Rättspolitiska skäl för en reduktion av ansvaret enligt svensk rätt

Med anledning av det ovanstående är det för oss av stort intresse att bringa klarhet i vilka skäl som HD:s ledamöter anser väga tyngre än etablerad och välkänd ekonomisk och juridisk forskning. I det följande kommenterar vi de argument som HD anförde till stöd, eller eventuellt implicit inspirerades av, för att begränsa revisorers – och mutatis mutandis styrelseledamöters och verk-

⁴⁴ Se exempelvis Härkönen, s. 318.

ställande direktörers – externa skadeståndsansvar för felaktig information till marknaden.

5.1 Svindleri

”25. Vid bestämningen av gränsen för revisorsansvar av det slag som här är aktuellt bör beaktas att de straffrättsliga reglerna om svindleri sammantagna med 2 kap. 2 § skadeståndslagen ger ett visst skydd för investerare och andra vid direkta oegentligheter och särskilt allvarliga försummelse”.⁴⁵

Det är förvisso korrekt att reglerna om svindleri tillsammans med 2:2 skadeståndslagen ger ett visst skydd för investerare. Enligt vår mening är förekomsten av regler om svindleri jämte administrativa sanktioner däremot svaga argument för ett reducerat skadeståndsansvar. Vår uppfattning grundar sig på att BDO-domens krav på faktisk befogad tillit för rätten till skadestånd bygger på en alltför stark tilltro till den svenska Finansinspektionen samt polis- och åklagarväsendet i Sverige.

Effektiviteten i de administrativa sanktioner som amerikanska justitiedepartementet och SEC samt svenska Finansinspektionen kan rikta mot börsbolag och dess styrelseledamöter i respektive jurisdiktion kan nämligen ifrågasättas. I USA har justitiedepartementet uttalat att det är mer effektivt att utkräva ansvar från de individer som gjort sig skyldiga till överträdelser än från bolagen de verkar i. Enligt departementet avskräcker nämligen ett individuellt ansvar i större utsträckning från regelöverträdelser samtidigt som det ger incitament till ett ändrat beteende som främjar allmänhetens förtroende för aktiemarknaden.⁴⁶

Det skulle kunna hävdas att ett straffansvar riktat direkt mot styrelseledamöter väger upp de administrativa sanktionernas bristfälliga effektivitet. Att uppsåtliga eller av grov oaktsamhet sprida vilseledande information ägnat att påverka bedömningen av bolaget i ekonomiskt hänseende är nämligen straffbart i både USA och Sverige. Straffansvarets avskräckande effekt är emellertid även den diskutabel. Enligt det amerikanska justitiedepartementet är det svårt att avgöra om en styrelseledamot, bortom rimligt tvivel, haft det uppsåt som krävs för straffansvar och särskilda bevisvårigheter kan föreligga gentemot ledamöter i stora bolag i vilka ansvarsområden kan uppfattas som diffusa eller otydliga för utomstående. Börsbolag har dessutom historiskt sett varit motvilliga att samar-

⁴⁵ BDO-domen p. 25. Det kan diskuteras vad HD egentligen har tänkt sig om det i svindlerifallen inte ska upprätthållas ett krav på befogad tillit, och, om så inte är fallet, varför investerare ska styrka befogad tillit i ett icke-svindlerifall men inte behöver göra det i ett svindlerifall. I båda fallen är ju informationen felaktig och den har påverkat börskursen.

⁴⁶ Angående detta stycke, The Yates Memorandum (tillgängligt på: <http://www.justice.gov/dag/file/769036/download>, hämtat 2015-11-15).

beta genom att ge ut dokumentation som skulle kunna föranleda fällande domar för deras styrelseledamöter.⁴⁷

Ytterligare en faktor som reducerar straffansvarets och de administrativa sanktionernas effektivitet är att det amerikanska justitiedepartementet och SEC saknar resurser för att utkräva ansvar för samtliga överträdelser. Som ett komplement anser SEC därför att ett effektivt ansvarsutkrävande är beroende av att privatpersoner har en möjlighet att kräva skadestånd av oaktsamma styrelseledamöter. Enligt SEC kan ett skadeståndsansvar till och med vara mer samhälls-ekonomiskt effektivt än administrativa sanktioner. Detta beror, enligt SEC, på att skadelidande investerare ofta har ett informationsövertag gentemot SEC och justitiedepartementet samt ett starkare incitament att driva en process, tack vare möjligheten till skadestånd.⁴⁸

Slutligen visar empiriska studier att amerikanska bolag är mer benägna att entlediga styrelseledamöter efter en skadeståndsprocess än om bolaget utsatts för administrativa sanktioner. Dessutom finns det indikationer på att risken för upprepade överträdelser av informationsplikerna är lägre i bolag där styrelseledamöterna har varit föremål för skadeståndstalan.⁴⁹ Även om ersättningsskyldigheten helt eller delvis täcks av en ansvarsförsäkring har till synes skadeståndsansvaret alltså en starkare avskräckande effekt än administrativa sanktioner och straffansvar.

Enligt vår mening är det en aning naivt att tro att den svenska Finansinspektionen tillsammans med polis- och åklagarväsendet i Sverige har försetts med tillräckliga resurser för att lyckas med något som SEC och det amerikanska justitiedepartementet inte tror är möjligt i USA. Konsekvensen av BDO-domen är därför att straffansvarets svaga skydd kompletteras med ett ännu svagare privaträttsligt skydd. Att ABL skulle innehålla ett tandlöst undantag om ersättningsansvar för extern ren förmögenhetsskada (som funnits i sin nuvarande form sedan i vart fall 1944 års aktiebolagslag och – märk väl – sålunda före skadeståndslagens tillkomst) från huvudregeln i skadeståndslagen kan inte ha varit lagstiftarens mening. Enligt vår mening är därför HD:s argument om att man bör beakta att det finns en lagstadgad huvudregel när man gör ett reduktionslut på det lagstadgade undantaget inte hållbart.

I sammanhanget ska nämnas att det förvisso är möjligt att föra en privaträttslig skadeståndstalan grundad på de straffrättsliga bestämmelserna om svindleri. Den möjligheten förutsätter dock både information om bolaget och ekonomiska förutsättningar för att föra en process, inklusive en icke oväsentlig riskvillighet att föra en sådan process, och får därför bedömas vara mera av ett önske-

⁴⁷ Angående detta stycke, se a.a.

⁴⁸ Angående detta stycke, Brief Amici Curiae of AARP and North American Securities Administrators Association, Inc., in Support of Respondent, s. 8 ff. (Brief of Amici Curiae i Halliburton Co v. Erica P. John Fund, Inc., 134 S. Ct. 2398 (2014)).

⁴⁹ Bratton, William W. & Wachter, Michael L., The Political Economy of Fraud on the Market, University of Pennsylvania Law Review vol. 160 no. 1, 2011, s. 111.

tänkande än en reell möjlighet. Vidare framstår det som huvudlöst att hänvisa till de straffrättsliga reglerna om svindleri när revisors, styrelseledamöters och verkställande direktörs skadeståndsansvar för extern skada redan är lagstadgat i ABL liksom i dess föregångare 1975 och 1944 års aktiebolagslagar.

5.2 En rättslig immunitet mot skadeståndsansvar med empirin som stöd?

”17. Restriktiviteten har bl.a. att göra med vad som i angloamerikansk rättspraxis och rättslitteratur har kallats för the floodgate argument (översvämningsargumentet, även kallat dammlucksargumentet respektive flodvågsargumentet). Detta vilar på överväganden av olika slag. Ett gäller behovet av förutsebarhet sett från skadegörarens (och eventuell försäkringsgivares) sida. Ett annat övervägande rör den betungande ersättningsskyldighet som ett ansvar skulle kunna föra med sig för denne, bl.a. på grund av bristande proportionalitet mellan den skadegörande händelsen och ansvarets omfattning. Ytterligare ett övervägande avser de hanteringsmässiga svårigheter som ett ansvar mot en mycket stor krets skadelidande skulle kunna föra med sig”.⁵⁰

HD tar – liksom vi – uppenbarligen stöd i komparativ analys av angloamerikansk rättspraxis och litteratur. Med ”angloamerikansk rättspraxis” menar HD med största sannolikhet *Ultrameres Corporation v. Touche (Ultrameres)*,⁵¹ där Court of Appeals of New York reducerade en revisors skadeståndsansvar för att undvika ”*liability in an indeterminate amount for an indeterminate time to an indeterminate class*”. Flodvågsargument har alltså att göra med att ett omfattande skadeståndsansvar riskerar vara oförutsebart och oproportionerligt för skadegöraren både vad gäller antalet skadelidande och storleken på skadan. Ultrameres är emellertid från år 1931 och i de mer nutida rättsfallen *Basic* och *Halliburton II*, om det federala skadeståndsansvaret för styrelseledamöter i börsbolag, ansåg U.S. Supreme Court att andra rättspolitiska skäl vägde tyngre än risken för ett alltför omfattande ansvar. Att HD ansett att argumenten i *Ultrameres* väger tyngre än de i *Basic*, och nu alltså *Halliburton II*, hade varit en sak. Att HD däremot inte ens nämner *Basic* får åtminstone oss att undra om HD ens känner till rättsfallet. Därtill kommer att huvudförhandlingen i *Halliburton II* hade inletts vid tidpunkten före BDO-domen. Rättsfrågorna i *Halliburton II* var därför föremål för en omfattande debatt i amerikansk ekonomisk och juridisk litteratur under lång tid före BDO-domen. Mot bakgrund av detta är det enligt vår mening anmärkningsvärt att HD tangerar angloamerikansk rättspraxis utan att nämna varken *Basic*, *the efficient capital market hypothesis* i dess *semistrongversion* eller *fraud on the market*-teorin.

HD baserade dock inte BDO-domen enbart på föråldrad amerikansk rätt. Flodvågsargumentet har även stöd i Kleinemans avhandling från året innan

⁵⁰ BDO-domen p. 17.

⁵¹ *Ultrameres Corporation v. Touche* (1931) 174 N.E. 441.

Basic. Kleineman är visserligen kritisk till en strikt spärregel, men förespråkar samtidigt en restriktiv syn på skadeståndsansvar när styrelseledamöter i börsbolag oaktsamt offentliggjort felaktig information. Liksom HD uttalat beträffande revisorer menar Kleineman beträffande styrelseledamöter att risken för att skadeståndsansvaret ”svämmar över alla bräddar” är ett tillräckligt starkt rättspolitiskt skäl för att reducera skadeståndsansvaret för felaktig information.⁵² En sådan uppfattning har förvisso visst stöd i förarbeten till 29:1 ABL,⁵³ där jämningsregeln i 29:5 ABL diskuteras med anledning av vikten av att åstadkomma en balans mellan skadegörande handling och skadans omfattning.⁵⁴ Men HD är inte nöjd med ett sådant synsätt, där jämkning kan fylla en central funktion. I stället föredrar HD att mer eller mindre helt och hållet skära bort skadeståndsansvaret.⁵⁵

När man talar om flodvågsargumentet är det enligt vår mening fundamentalt att förstå dess funktion som immunitetsargument mot skadeståndsansvar. Roos påtalade redan för många år sedan att en kraftig reduktion av styrelseledamöters skadeståndsansvar genom att anta ett skadegörarperspektiv nedrustar skyddet för investerare på ett sätt som strider mot allt ersättningsrättsligt tänkande.⁵⁶ Enligt vår mening är det orimligt att allokera risken för skada på skadelidanden om det inte finns empiri som visar att det är samhällsekonomiskt effektivt med en sådan regel och förhållandena i övrigt inte tyder på att den skulle leda till oskäliga resultat.

I ljuset av det sagda borde HD, enligt vår mening, i sin argumentation om att ett omfattande ansvar riskerar att bli oproportionerligt stort tagit stöd i empiriska undersökningar. HD:s beslut att kraftigt reducera skyddet för investerare som handlat aktier över börserna är dock inte baserat på vetenskapligt, empiriskt grundad kunskap om konsekvenserna av ett mera omfattande skadeståndsansvar utan HD:s egen uppfattning om vad som är sant och falskt med den risk för ovetenskaplighet som ligger i sådana prognoser.

Amerikansk empiri visar visserligen att en vidare ersättningsberättigad krets, men då en mera naturlig sådan än den enligt BDO-domen, har gett upphov till fler skadeståndsanspråk. Det saknas dock stöd för att detta har påverkat börsbolagens lönsamhet över tid. Dessutom har man kunnat se att skadeståndsansvaret medfört att amerikanska börsbolag upprättat effektivare informationsgivnings-system, vilket i sin tur stärkt förtroendet för aktiemarknaden.⁵⁷ Precis som att

⁵² Kleineman, Jan, Ren förmögenhetsskada – särskilt vid vilseledande av annan kontraktspart, 1987, s. 307 f. och 318 f.

⁵³ SOU 1995:44 s. 251.

⁵⁴ Jfr BDO-domen p. 23.

⁵⁵ Jfr BDO-domen p. 24.

⁵⁶ Roos, Anmälan av Kleineman, Ren förmögenhetsskada, SvJT 1988, s. 43 ff.

⁵⁷ Cox, James D. & Thomas, Randall S., Letting Billions Slip Through Your Fingers: Empirical Evidence and Legal Implications of the Failure of Financial Institutions to Participate in Securities Class Action Settlements, Stanford Law Review vol. 58 no. 2, 2005, s. 411 ff.

förekomsten av straffansvar och administrativa sanktioner inte är tillräckligt bra argument för att reducera skadeståndsansvaret menar vi sammanfattningsvis att HD:s flodvågsargument, som är ålderdomligt och inte vetenskapligt empiriskt underbyggt, är ett svagt argument för att begränsa skadeståndsansvaret.

Ett mera modernt, men ändå 27 år gammalt, rättsfall om revisorers ansvar för felaktig revision som HD eventuellt, utan att nämna det, inspirerades av när domstolen begränsade skadeståndsansvaret i BDO-omen är det engelska s.k. Caparo-målet⁵⁸, där Lord Bridge of Harwich anför att det i engelsk rätt förutsätts existera en *duty of care* mellan revisor och en enskild aktieägare för att skadeståndsansvar ska aktualiseras. En väsentlig skillnad mellan engelsk och svensk rätt är att det i svensk rätt finns ett explicit lagstöd i 29:2 ABL för revisors externa skadeståndsansvar gentemot investerare. BDO-omen innebär i sak vad avser den ersättningsberättigade kretsen ett reduktionsslut av 29:2 ABL. Detta reduktionsslut kan knappast motiveras av den i Caparo-målet aktuella, icke empiriskt grundade, ålderdomliga rättsliga fiktionen om *duty of care* som rättslig grund för skadeståndsansvar för felaktig information. Detsamma gäller mutatis mutandis beträffande styrelseledamöter och verkställande direktörens externa skadeståndsansvar gentemot investerare enligt 29:1 första stycket andra meningen ABL.

5.3 Det HD inte tycks veta om eventstudier och skadeberäkning

”65. [...] att ett ansvar som omfattar börskursens riktighet riskerar [...] betydande svårighet att beräkna skadan eftersom oriktigheten i årsredovisningen skulle behöva isoleras från alla andra faktorer som kan ha påverkat börskursen”.⁵⁹

Enligt HD är svårigheten att beräkna skadan i sig ett argument för att reducera skadeståndsansvaret för oaktsamma styrelseledamöter som orsakat investerare skada. Som vi påpekat i redogörelsen för amerikansk rätt är skadeberäkningen dock ett problem som kan lösas genom beprövade metoder i finansiell ekonomi. Samtidigt som svenska HD låter sig begränsas av ett tydligen för HD:s ledamöter praktiskt problem använder sig sålunda U.S. Supreme Court av kunskaper i finansiell ekonomi för att lösa samma problem. Vi kan inte finna något argument för att en svensk domstol skulle vara förhindrad från att använda samma metoder som U.S. Supreme Court.

För en insikt i att eventstudier är ett allmänt utbrett verktyg i amerikansk värdepappersrätt för att avgöra om den felaktiga informationen orsakat skada samt fastställa skadans storlek kan hänvisas till en internationellt välkänd artikel av Sanjai Bhagat (University of Colorado at Boulder) och Roberta Romano

⁵⁸ Caparo Industries plc v Dickman [1990] 2 AC 605.

⁵⁹ BDO-omen p. 65.

(Yale University).⁶⁰ I denna artikel uttrycker Bhagat och Romano bland annat att ”*event studies have a dual role in securities litigation. They can be critical for determining both liability and damages*” och ger därefter flera exempel från 1980-talet och framåt där både SEC och amerikanska domstolar har använt sig av eventstudier.

Betydelsen av eventstudier för frågan om det förelåg *fraud on the market* och frågan om storleken på skadan ägnades dessutom uppmärksamhet i Halliburton II, där U.S. Supreme Court uttalade bland annat följande:

“After all, plaintiffs themselves can and do introduce evidence of the existence of price impact in connection with “event studies”—regression analyses that seek to show that the market price of the defendant’s stock tends to respond to pertinent publicly reported events. [...] In this case, for example, EPJ Fund submitted an event study of various episodes that might have been expected to affect the price of Halliburton’s stock, in order to demonstrate that the market for that stock takes account of material, public information about the company”.

Vi bedömer det som sannolikt att HD i BDO-domen hade kommit till samma slut i målet i fråga om revisorns skadeståndsansvar, om HD hade känt till tekniken med eventstudier och parterna föranstaltat om en sådan (eventuellt på HD:s initiativ).⁶¹ En eventstudie hade nämligen sannolikt visat att den felaktiga informationen i målet inte ledde till någon skada.

5.4 Möjligheten till grupprättegång som argument mot en tillitspresumtion

Enligt Rule 23 i amerikanska Federal Rules of Civil Procedure kan en grupp skadelidande gemensamt föra talan (grupptalan) om bland annat ”*the questions of law or fact common to the class members predominate over any questions of law affecting only individual members*”. Att detta inte är uppfyllt om en individuell faktisk befogad tillit måste prövas är självklart. Eftersom regeln har uppkommit med skadelidande investerare i åtanke är ett krav på individuell faktisk tillit naturligtvis inte önskvärd. SEC har dessutom uttryckt att möjligheten till

⁶⁰ Bhagat & Romano, *Event Studies and the Law: Part II: Empirical Studies of Corporate Law*, i *American Law and Economics Review* V4 N 2 [2002] 380–423.

⁶¹ Metodologiskt är det värt att notera att i sådant som HD:s ledamöter känner sig hemtama kan utfallet bli ett omfångsrikt prejudikat. Jfr härvidlag om ersättning för utebliven vinst i HD:s dom meddelad den 7 februari 2017. Mot detta kan exempelvis ställas frågan om skadestånd i BDO-domen, där HD till synes är obekant med s.k. eventstudier för att bestämma förekomsten av skadan och skadans eventuella storlek. I dylika fall ligger det naturligtvis i stället nära till hands att komma till en slutsats om ett obefintligt eller begränsat skadeståndsansvar på grund av ”*betydande svårighet att beräkna skadan*”.

grupptalan bidrar väsentligt till skyddet för investerare och att den är nödvändig för att säkerställa efterlevnad av informationsgivningsreglerna.⁶²

Alla är dock inte av samma uppfattning. Amerikanska kritiker av tillitspresumtionen menar att presumtionen kombinerad med en grupptalan möjliggör grundlösa skadeståndsanspråk som syftar till att nå en förlikning utan att behöva bevisa att styrelsen brutit mot någon aktsamhetsstandard eller att skada faktisk uppstått. Kritiken grundas på statistik som visar att endast cirka 5 procent av alla stämningsansökningar de senaste 20 åren har gått till domstol. I USA är detta problem emellertid sannolikt löst efter Halliburton II eftersom styrelsen numera kan stoppa en grupptalan innan den går till huvudförhandling, bland annat genom att visa att informationen inte påverkat börskursen.

I ljuset av HD:s rädsla för en flodvåg av skadeståndsanspråk mot revisorer (och mutatis mutandis även mot styrelseledamöter och verkställande direktör), är möjligheten till grupptalan en potentiell uppförsbacke för den som förespråkar en tillitspresumtion i svensk rätt. Likt Rule 23 gäller enligt § 8 p. 1 i lagen (2002:599) om grupprättegång att en grupptalan får tas upp till prövning om talan, bland annat, grundas på omständigheter som är gemensamma eller likartade för gruppmedlemmarnas anspråk. En tillitspresumtion skulle i teorin kunna leda till grupprättegångar som medför att anspråken ”svämmas över alla bräddar”. Risken för detta är dock i praktiken liten eftersom den svenska lagen fått ett blygsamt genomslag. Hösten 2007 hade en grupptalan endast initierats vid tio tillfällen under de knappa fem år som lagen varit i kraft. När Stanford University hösten därpå genomförde en empirisk undersökning av antalet grupprättegångar i Sverige uppgick antalet till tolv.⁶³ Vid en sökning på ”grupprättegång” i Karnovs rättsdatabas i januari 2017 kan det konstateras att inga ytterligare grupprättegångar har initierats i Sverige. Tolv fall på femton år kan enligt vår mening knappt ens ses som ringar på vattnet och definitivt inte som någon flodvåg. Mot denna bakgrund är risken för stora mängder grupprättegångar ett svagt argument för att begränsa den ersättningsberättigade kretsen genom ett krav på faktisk befogad tillit. Tvärtom finns det, enligt vår mening, goda skäl för att använda sig av en tillitspresumtion i svensk rätt. Detta gäller inte minst eftersom grupprättegångar i Sverige är sällsynta och en tillitspresumtion skulle säkerställa investerarskyddet på en internationellt god nivå i individuella fall. Om användandet av grupptalansinstitutet skulle leda till en ökad förekomst av grundlösa skadeståndsanspråk mot bland annat revisorer och styrelseledamöter skulle situationen dessutom kunna regleras i efterhand genom en ändring av lagen om grupprättegång, precis som amerikanska kongressen gjorde genom Private Securities Litigation Reform Act of 1995.

⁶² Brief of Amici Curiae Civil Procedure Scholars Supporting Respondent, s. 15 f. (Brief of Amici Curiae i Halliburton Co v. Erica P. John Fund, Inc., 134 S. Ct. 2398 (2014)).

⁶³ National report: Group Litigation in Sweden (tillgänglig på: http://globalclassactions.stanford.edu/sites/default/files/documents/Sweden_Update_paper_Nov%20-08.pdf, hämtad 2015-12-17).

5.5 Risken för att möjligheten till skadestånd missbrukas

Ett helt annat problem, som inte heller det blev föremål för någon analys i BDO-omen, är att en lättillgänglig skadeståndsregel skulle kunna användas som en slags försäkring mot dåliga investeringar. Som nämnts i det föregående har amerikanska studier identifierat förekomsten av grundlösa skadeståndsanspråk, där syftet är att nå en förlikning utan att behöva bevisa att styrelsen brutit mot någon aktsamhetsstandard eller att skada faktiskt uppstått. Den amerikanska problematiken verkar till viss del bestå trots att kraven för att initiera en grupptalan har skärpts.

Att samma situation skulle uppstå i Sverige bedömer vi emellertid som osannolik. Den främsta anledningen till detta är att det finns betydande skillnader mellan amerikansk och svensk rätt avseende incitamenten att initiera en skadeståndstalan. En sådan skillnad är vem som står risken för motpartens rättegångskostnader. I USA är huvudregeln vid skadeståndstalan enligt § 10(b) SEA och Rule 10b–5 att vardera parten bär sina egna kostnader. Detta innebär att amerikanska styrelser kan vara angelägen att förlikas i ett tidigt skede trots att de anser sig ha en god chans att vinna i domstol.

En annan skillnad är att skadeståndsprocesser som har sin grund i att styrelsen offentliggjort felaktig information ofta initieras av amerikanska advokater som driver på processen och annonserar om att skadelidande investerare har möjlighet att få ersättning för sin skada. För svenska advokater står dock sådan verksamhet i strid med god advokatsed. Enligt vår mening innebär denna skillnad att legitimiteten i flodvågsargumentet är låg om argumentet hämtar stöd i amerikansk statistik över antalet initierade skadeståndsanspråk.

Ytterligare en pådrivande faktor är att amerikanska advokater har möjlighet att finansiera en skadeståndstalan och fakturera klienter i efterhand baserat på en kvotdel av uppdragets resultat. Även detta strider emellertid mot svenska regler om god advokatsed. Mot bakgrund av det anförda menar vi att risken är liten för att ett mindre restriktivt skadeståndsansvar i svensk rätt skulle kunna bli föremål för missbruk.

5.6 Risken för att ersättningsskyldigheten inte står i proportion till agerandet

Ett bättre argument för att reducera ansvaret är att ett mindre fel i offentliggjord information kan orsaka stor skada på grund av dess kurspåverkande effekt. Dessutom uppstår det sällan någon samhällsekonomisk nettoförlust om köparen betalar ett för högt pris eftersom säljaren, som sällan är orsaken till den felaktiga börskursen, samtidigt får för mycket betalt. Förluster och vinster som orsakats av felaktig information tar alltså ut varandra över tid för de investerare som har

en väldiversifierad aktieportfölj. Därmed skulle det saknas ett behov av en extra ”försäkring” i form av möjligheten till skadeståndsansättning.

Mot detta argument står att storleken på skadeståndet kan hanteras på andra sätt än genom att endast begränsa den ersättningsberättigade kretsen. I ett första led skulle risken för att bli skyldig att betala ett oskäligt högt belopp i skadestånd kunna balanseras av tekniken med eventstudier som preciserar skadans storlek. I ett andra led skulle risken kunna balanseras av jämningsregeln i 29:5 ABL jämte ansvarsförsäkringar, vilka – väl att märka – inte leder till en godtycklig olikbehandling av investerare.

5.7 Skyddet för investerare är kostsamt

Skydd för investerare och styrelseledamöter kostar tid och pengar för bolagen. Detta riskerar att gå ut över bland annat värdetillväxt och utdelningar till aktieägarna. Ett begränsat skadeståndsansvar som kan leda till förluster för enskilda investerare skulle därför kunna vara motiverat vid en avvägning mellan investerarskydd och risken för omotiverad resursanvändning. Utformningen av skadeståndsansvaret handlar dock om att säkerställa efterlevnad av de regler som redan finns, inte om att implementera nya informationsgivningsregler. Eventuella kostnadsökningar till följd av ett mera omfattande skadeståndsansvar skulle därmed kunna uppfattas som att börsbolagen bedömer att de inte redan lägger ner tillräckliga resurser på att tillgodose att informationsgivningen håller en tillräckligt god standard. Vi har dock svårt att föreställa oss att lagstiftaren infört informationsgivningsregler som endast behöver efterlevas till viss del. Enligt vår mening är ökade kostnader för börsbolagen därför inte ett tillräckligt starkt argument för att reducera skadeståndsansvaret.⁶⁴

Gentemot det här anförda har Hörngren och Sjöberg anført att privata investerare kan få betala ett högt pris för ett starkare skydd eftersom det kan leda till att färre bolag noterar sina aktier i Sverige och att utbudet för investeringar därmed minskar.⁶⁵ I och med att det i dag är så pass enkelt att investera i utländska börsbolag från inhemska internetbanker är detta påstående inte längre sant eller verklighetsförankrat.

⁶⁴ Om det inte sker genom att minska kraven i informationsgivningsreglerna. Givet marknadsmissbruksförordningens stränga regler är detta dock knappast en sannolik rättsutveckling.

⁶⁵ Hörngren & Sjöberg, Statlig reglering av handel med aktier, i *Regelfrågor på en förändrad kapitalmarknad*, 2009, s. 103.

6. Sammanfattning

Att likt HD i BDO-domen anta ett skadegörarperspektiv och kraftigt reducera revisorers (och mutatis mutandis styrelseledamöters och verkställande direktörers) skadeståndsansvar strider mot grundprincipen om att den som orsakar en skada ska ersätta den. På grund av rädslan för ett alltför omfattande ansvar har dock den ersättningsberättigade kretsen begränsats genom krav på faktisk befogad tillit. Denna rädsla är emellertid inte motiverad med stöd av någon vetenskaplig empiri som visar att ett skadeståndsansvar likt det som föreligger enligt amerikansk rätt skulle orsaka en flodvåg av skadeståndsanspråk i Sverige.⁶⁶ Skadeståndsanspråken är visserligen fler i USA, men stora skillnader i placering av rättegångskostnader, advokatetiska regler och förekomsten av grupprättegångar talar emot att en liknande situation skulle kunna uppstå här.

Eftersom rekvisitet faktisk befogad tillit inte går att bevisa vid handel över börs begränsas den ersättningsberättigade kretsen på ett sätt som helt utesluter vissa typer av investerare. För det första motsvarar en sådan ordning inte lagstiftarens önskemål om att aktiemarknaden ska vara tillgänglig för alla. För det andra reducerar det skadeståndsansvarets avskräckande effekt och informationsgivningsreglerna riskerar därmed bli ett slag i luften. För det tredje står kravet på faktisk befogad tillit i strid med etablerad ekonomisk teori om hur rationella investerare bör agera. För det fjärde är det inget självändamål att investera i svenska börsbolag tack vare globaliseringen och teknik som möjliggör investeringar i t.ex. amerikanska börsbolag, där skyddet för investerare är starkare.

Ur ett större rättsekonomiskt perspektiv kan det visserligen vara mest effektivt att allokera risken för skada till den person som lättast kan förebygga skadans uppkomst. I detta sammanhang är denna person troligtvis investeraren. Den mest rationella preventiva åtgärden för en investerare är emellertid att investera någon annanstans, vilket enligt vår mening måste vara en oönskad följd av utformningen av ett skadeståndsansvar. Sammantaget riskerar alltså det reducerade skadeståndsansvaret, genom kravet på faktisk befogad tillit, att skada förtroendet för aktiemarknaden till den grad att svenska börsbolag får svårare att attrahera riskvilligt kapital.⁶⁷ Ett sådant scenario riskerar att skada svenska börsbolags konkurrenskraft och i värsta fall den svenska samhällsekonomin.

⁶⁶ Med empiri menar vi i detta sammanhang undersökningar baserat på ett stort antal faktiska förhållanden eller omständigheter, som talar för att ett visst förhållande eller en tes är mera sannolikt är något annat förhållande eller tes. Vi anser sålunda inte att empiri är detsamma som förekomsten av ett fåtal processer i skadeståndsmål mot revisorer. Jfr för övrigt i sammanhanget SOU 2016:34 s. 114.

⁶⁷ Jfr i sammanhanget La Porta R., Lopez-de-Silanes F. och Schleifer A., *Whats Works in Securities Laws*, 61 J. of Fin. 1 [2006], som i en undersökning av prospektregler i 49 jurisdiktioner placerar Sverige på en knapp medelmåttig plats. I BDO-domen, som således kom efter denna undersökning, varnar HD om prospektansvaret i samband med primärmarknadstransaaktioner och därmed om detta knappt medelmåttiga skydd. Frågan om skyddet för investerare vad gäller

Emot denna slutsats står att vi ännu inte har stöd för en sådan utveckling efter BDO-domen i empiriska studier. Att investeringar i svenska börsbolag eventuellt inte har minskat skulle kunna förklaras utifrån att investerare i allmänhet har bristfälliga kunskaper om vidden av BDO-domens konsekvenser och att professionella investerare i viss mån har tillgång till ett mer omfattande investerarskydd. En annan orsak kan vara att investerare har en övertro på sin förmåga att välja rätt aktier utifrån tillgänglig information och att amerikanska börsbolag i allmänhet i svensk media inte är lika väl genomlysta som svenska börsbolag.

I förarbetena till 29:1–2 ABL lämnade lagstiftaren över rättsutvecklingen av ansvarets omfattning till rättstillämpningen. Mot bakgrund av att lagstiftaren även har uttryckt en önskan om att ABL ska ligga i linje med internationell utveckling för att göra svenska aktiebolag konkurrenskraftiga kan man fråga sig om detta var särskilt lämpligt. Förutsatt att lagstiftaren inte ändrat uppfattning och numera ställer sig likgiltig inför risken för att svenska börsbolag får svårare att attrahera riskkapital samt att investerare i allmänhet inte önskar ett svagt investerarskydd krävs enligt vår mening antingen ett plenumavgörande av HD eller en lagändring.

Daniel Sveen & Jan Andersson

sekundärmarknadstransaktioner är genom BDO-domen emellertid väsentligen reducerat och därmed kan man fråga sig om inte detta vid en internationell jämförelse sannolikt är av – för att uttrycka sig mildt – tveksamt värde. Det gäller oavsett den metodologiska kritik som man kan rikta mot La Porta et al. Se för övrigt diskussionen i Härkönen, s. 268 ff.