

Förtroende och effektivitet i kapitalmarknadsrätten

Av advokaten jur.dr h.c. ERIK SJÖMAN

Aktiebolag vars aktier är föremål för organiserad börshandel utgör en liten andel av det totala antalet aktiebolag. Stora värden är dock hänförliga till börsbolagen. Det är samhällsekonomiskt angeläget att marknaden för aktierna fungerar så väl som möjligt. På aktiemarknaden kan det emellertid finnas företeelser som exponerar investerarna för annat än rent kommersiella risker. Sådana företeelser kan påverka investerarnas förtroende för marknads funktion, påverka investeringsviljan negativt och därmed medföra att marknaden inte allokerar kapital effektivt. Den aktiemarknadsrättsliga regleringen vill komma åt sådana förtroendskadliga företeelser. I denna artikel ges en introduktion till aktiemarknadsrättens funktion, ändamål och verktyg och förklaras varför aktiemarknaden i dess sålunda reglerade form inte är "a market for lemons". Artikeln, i manuskript på engelska, utgjorde författarens anförande i samband med promoveringen till hedersdoktor vid Juridiska fakulteten vid Lunds universitet år 2023.

1 Inledning

Jag skulle vilja tala om ett av de rättsområden som jag är verksam inom, aktiemarknadsrätten. Vi ska diskutera anledningen till att rättsområdet över huvud taget existerar och hur vi reglerar saker och ting i aktiemarknadsrätten. Eftersom flera här idag inte är särskilt bekanta med den aktiemarknadsrättsliga regleringen är min avsikt att hålla mig på en ganska grundläggande nivå. Intresset av fullödighet och nyanser får därför stå tillbaka, och min beskrivning blir en aning förenklad.

Aktiebolaget har visat sig vara en mycket viktig samhälllig innovation. Det gäller även i Sverige. Idag finns cirka 750 000 aktiebolag i Sverige.

Av alla aktiebolag är bara omkring ett tusental börsbolag, dvs. endast en liten bråkdel jämfört med det totala antalet bolag. Med börsbolag menar jag ett aktiebolag med spritt ägande och vars aktier är föremål för organiserad handel på en marknad för aktierna. Låt oss redan här påminna oss om hur börshandel fungerar: Den är standardiserad, den sker i mycket stor skala — med miljoner transaktioner per sekund runt om i världen — och den är anonym.

Att börsbolagen endast utgör en liten bråkdel av det totala antalet aktiebolag är inte en rättvisande återspeglning av börsbolagens samhälls-ekonomiska betydelse. Enorma värden är nämligen hänförliga till denna begränsade grupp av bolag.

2 Börsbolag och fåmansägda företag

Ett börsbolag är som sagt ett aktiebolag med spritt ägande och vars aktier — eller åtminstone aktierna i ett av aktieslagen, om det finns flera — är föremål för organiserad handel. Skillnaden jämfört med övriga aktiebolag är ägarstrukturen: många aktieägare jämfört med bara en eller några få.

Nästan alla våra 750 000 aktiebolag har alltså bara en eller ett fåtal ägare. När det gäller dessa bolag sker ingen kontinuerlig handel med aktierna. Aktiens fria överlåtbarhet är visserligen en hörnsten i aktiebolagsrätten och även aktier i fåmansägda aktiebolag kan byta ägare. Aktieöverlåtelser i en- eller fåmansägda bolag sker dock i princip undantagslöst genom förhandlade avtal. Förhållandena i ett fåmansägt bolag är dessutom ofta sådana att ägarna önskar ha kontroll över förändringar i ägarkretsen och att de därför tar in bestämmelser i bolagsordningen eller i ett aktieägaravtal syftande till att begränsa aktiernas överlåtbarhet.

I ett fåmansägt bolag gör sig normalt inte de klassiska aktiebolagsrättsliga bolagsstyrningsproblemen gällande. Frågan om hur man ska hantera förhållandet mellan en egennyttig aktieägarmajoritet och aktieägarminoriteten aktualiseras inte om det inte finns någon majoritet eller minoritet. Och frågan om hur man ska hantera förhållandet mellan, å ena sidan, en bolagsledning (styrelse) som kanske tillgodoser sina egna intressen framför aktieägarnas eller utför sitt uppdrag oaktat så att det skadar bolaget och därmed aktieägarna och, å andra sidan, de ägare som utsett ledningen, aktualiseras inte om ägaren själv sköter verksamheten. Dessa frågor aktualiseras normalt inte heller om det visserligen finns fler än en ägare, men det ändå rör sig om en begränsad krets, kanske med nära anknytning till varandra, t.ex. en familj. Åtminstone är problemen i dessa fall typiskt sett mindre uttalade än i ett bolag med spritt ägande. Med alla aktieägares samtycke behöver de aktiebolagsrättsliga regler som enbart syftar till att skydda aktieägare inte iaktas.¹

I ett bolag med spritt ägande — med ofta tusentals och ibland hundratusentals ägare — förhåller det sig annorlunda än i det en- eller fåmansägda bolaget. Med många ägare, som sinsemellan kan ha skilda preferenser, kan det uppkomma problem i relationen mellan en ägarmajoritet och en ägarminoritet. Samtliga aktieägares samtycke kan i praktiken aldrig åstadkommas. Med många ägare följer också ett behov av att separera ägande och ledning — ägarna måste utse någon att sköta verksamheten åt dem — och därmed de problem som kan uppkomma i relationen mellan uppdragsgivare och uppdragstagare

¹ Ett aktiebolag har därutöver normalt relationer med tredje parter som har olika slags fordringsanspråk på aktiebolaget (borgenärer). Så förhåller det sig oberoende av hur ägarstrukturen ser ut. Borgenärsskyddande regler måste iaktas oavsett om ägandet är spritt eller inte och även om samtliga aktieägare skulle samtycka till annat.

(principal och agent). Återigen, klassiska problem inom aktiebolagsrätten, som jag lämnar därhän här eftersom vi nu diskuterar aktiemarknadsrätt.²

Med många ägare och en organiserad, standardiserad, anonym masshandel med bolagets aktier följer emellertid också de utmaningar som är förknippade med att åstadkomma att själva *marknaden* för aktierna fungerar väl.

3 Varför en aktiemarknadsrättslig reglering?

Varför vill vi att aktiemarknaden ska fungera väl, och vad kännetecknar en välfungerande marknad?

Det handlar om intresset av effektiv allokering av kapital. Vi vill att aktiemarknaden ska bidra till en optimal allokering av riskvilligt kapital, med så låga kapitalkostnader som möjligt för emittenterna, vilket i förlängningen antas bidra till ökad tillväxt och ökat välstånd i samhälls-ekonomisk mening.

Som huvudregel åstadkommer en fri marknad detta om transaktionskostnaderna är låga. Det är ganska enkelt. Det handlar om grundläggande marknadsmekanismer, enligt vad bland andra Ronald Coase har belyst³ och som kan spåras hela vägen tillbaka till Adam Smiths ”*invisible hand*”-metafor.⁴

För att marknaden ska fungera väl måste dock marknadsimperfectioner undvikas i möjligaste mån. Det är närmast en tautologi. På en marknad med väsentliga imperfectioner kommer kapital inte att allokeras effektivt.

4 Informationsasymmetrier och deras effekter

Här finns anledning att dra sig till minnes den klassiska uppsatsen från 1970-talet av George Akerlof: *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*.⁵

Akerlofs uppsats handlar inte om aktiemarknaden. Den handlar om marknaden för begagnade bilar. På marknaden för begagnade bilar har köparen ingen egen kunskap om bilens kvalitet. Är det en bra bil

² En annan sak är att även den aktiemarknadsrättsliga regleringen bidrar till att reducera agentproblem.

³ Se t.ex. Coase, The Problem of Social Cost, *The Journal of Law & Economics*, vol. 3 (oktober, 1960), s. 1. — Jfr, ur perspektivet hur effektivt marknaden återspeglar tillgänglig information i prisbildningen, Fama, Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work, *The Journal of Finance*, vol. 25, nr 2 (maj, 1970), s. 383. När det i den ekonomiska litteraturen talas om marknadens effektivitet avses ibland enbart vad Fama kallar *informational efficiency* och inte även hur väl marknaden faktiskt allokerar kapital (*allocative efficiency*). — Både Coase och Fama är mottagare av Sveriges Riksbanks pris i ekonomisk vetenskap till Alfred Nobels minne. Åtskilligt i ämnet har förstås tänkts och skrivits sedan dess, men jag lämnar det därhän idag.

⁴ Se Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, 1776.

⁵ *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, nr 3 (augusti, 1970), s. 488. — Även Akerlof är mottagare av Sveriges Riksbanks pris i ekonomisk vetenskap till Alfred Nobels minne.

eller en dålig bil? (En dålig bil är vad amerikanerna skulle kalla "a lemon".)

Osäkerheten om kvaliteten kan bara delvis undanröjas genom att köparen undersöker bilen. Somliga brister visar sig först efter viss tids körning, i viss väderlek eller vid viss slags användning. Säljaren vet, dvs. har kontroll över kvalitetsfrågan, men inte köparen.

Köparen måste därför räkna med risken att bilen en tid efter köpet visar sig vara en dålig bil, en "lemon", och köparen kommer därför att erbjuda ett lägre pris än vad han eller hon skulle ha varit beredd att betala om det inte rådde sådan osäkerhet. Säljaren, däremot, som *vet* att han eller hon säljer en bra bil, kommer inte att kunna få ut det fulla värdet för sin bil. Säljare av begagnade bilar har därför som kollektivt ett incitament att behålla de bra bilarna och bara sälja sina "lemons". Ett så kallat *adverse selection*-problem uppstår, för att använda rätts-ekonomisk terminologi. Detta inser kollektivet av potentiella köpare av begagnade bilar och kommer därför att i ännu högre grad beakta det när de överväger vad de är beredda att betala. En nedåtgående spiral av ineffektivitet på marknaden för begagnade bilar uppkommer. Varför? Jo, på grund av en *informationsasymmetri*, dvs. en diskrepans mellan vad säljaren vet och vad köparen vet om bilens skick.

På marknaden för begagnade bilar kan detta problem hanteras bland annat genom köprättsliga regler. Om köparen normalt har ett fullgott, rättsligt genomdrivbart anspråk mot säljaren om bilen visar sig vara en "lemon" trots att säljaren påstod att det var en bra bil, kommer köparen sannolikt att vara mer benägen att betala det fulla priset för en bra bil. Säljare av begagnade bilar får i sin tur ett incitament att inte sälja "lemons" under förespeglning att de är "peaches", vilket i sig är ägnat att stärka köparens tilltro till säljares upplysningar om bilens skick.

5 Är aktiemarknaden "a market for lemons"?

Men hur är det med marknaden för aktier? Även på aktiemarknaden kan asymmetrisk information förekomma. En köpare av en börshandlad aktie har skäl att utgå från att det finns mer information om aktien, eller snarare om den affärsverksamhet som aktien utgör en ägarandel i, än den information som köparen själv har tillgång till. Ibland kan det finnas icke offentliggjord väsentligt aktieprispåverkande information som inte är återspeglad i aktiekursen, dvs. sådan information som i regelverket kallas insiderinformation.

Som redan nämnts är handeln med aktier på aktiemarknaden standardiserad, storskalig och anonym. I den vanliga börshandeln finns inga framförhandlade avtal om aktiernas "kvalitet" och inget effektivt, genomdrivbart köprättsligt anspråk gentemot någon säljare i händelse

av ”fel i varan”.⁶ Som utgångspunkt finns i praktiken inget alls att luta sig emot.

Vi måste mot denna bakgrund ställa oss frågan: Är aktiemarknaden i själva verket ”a market for lemons”?!

En dramatisk fråga. Det korta svaret är dock nekande. Aktiemarknaden är inte ”a market for lemons”.⁷ Men det är inte det som är poängen. Poängen är att aktiemarknaden mycket väl *kunde ha varit* en sådan marknad.

Liknande mekanismer som på Akerlofs renodlade version av marknaden för begagnade bilar skulle lätt ha kunnat lämnas att florerat även på aktiemarknaden. Om informationsasymmetrier vore vanliga — och om informationsasymmetrier fritt kunde utnyttjas av dem som hade informationsfördelen — skulle jag förmodligen tveka att investera mina pengar där jag annars skulle ha investerat dem. Varför skulle jag resonera så? Jo, på grund av risken för att nästa dag, vecka eller månad bli varse att jag köpt en dålig aktie — en ”lemon”.

Kort sagt: Min brist på förtroende för hur marknaden fungerar (på grund av asymmetrisk information och de därmed förknippade avarter som kan förekomma på marknaden) skulle leda till sämre likviditet på marknaden och ineffektiv kapitalallokering. Om investerare i allmänhet skulle resonera på samma sätt skulle det få negativa implikationer på systemnivå.

Det kan diskuteras om offentlighetsrättslig, tvingande regelintervention är lösningen på problemet eller om andra mekanismer kan hantera saken. Aktiemarknaden anses dock allmänt vara för viktig — som ett verktyg för kapitalallokering och, jämte aktiebolagsrätten, som ett led i att minska aktiebolagens kapitalanskaffningskostnader — för att lämnas oreglerad av samhället.⁸ Detta framhölls redan på 1980-talet i Värdepappersmarknadsutredningens betänkande *Värdepappersmarknaden*:⁹

Värdepappersmarknaden är som finansieringskälla åt näringslivet alltför betydelsefull för att dess effektivitet skall få äventyras av enskilda personers tivelaktiga agerande, anses det.

⁶ Att även en aktie visserligen är sådan lös egendom som avses i köplagen (1990:931) är en klen tröst när köparen inte ens vet vem säljaren är. Säljare är i realiteten den anonyma ”marknaden”.

⁷ Med detta vill jag inte göra gällande att den nuvarande aktiemarknadsrättsliga regleringen, i Sverige eller någon annanstans, skulle vara fulländad. Jag vill bara framhålla att det *finns* en reglering.

⁸ Se t.ex. Gilson & Kraakman, The Mechanisms of Market Efficiency, *Virginia Law Review*, vol. 70, nr 4 (maj 1984), s. 549, Easterbrook & Fischel, Mandatory Disclosure and the Protection of Investors, *Virginia Law Review*, vol. 70, nr 4 (maj 1984), s. 669, Coffee, Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System, *Virginia Law Review*, vol. 70, nr 4 (maj 1984), s. 717, Armour, Enriques m.fl., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3 uppl. 2017, s. 243 ff., Davies, Worthington & Hare, *Gower: Principles of Modern Company Law*, 11 uppl. 2021, s. 894 f., och Hörngren & Sjöberg, Statlig reglering av handel med aktier, i Nord & Thorell (red.), *Regelfrågor på en förändrad kapitalmarknad*, 2009.

⁹ SOU 1984:2 s. 54 f.

Vi behöver alltså, anser vi, en väl fungerande aktiemarknad. En väl fungerande marknad är, brukar jag säga till mina studenter, en marknad där det inte är alltför upplagt för att investerarna ska bli lurade. Det är ett viktigt konstaterande, som förtjänar att preciseras ytterligare något. Aktiemarknaden är en marknad för riskkapital. Den som investerar på aktiemarknaden gör det i förhoppning om att investeringen ska ge en positiv avkastning. Ibland utvecklas emellertid den verksamhet som ett börsbolag driver inte på det sätt som investeraren trodde skulle ske. Investeringen kan visa sig vara en dålig affär. Den risken — affärsrisken eller den kommersiella risken om man så vill — är oundviklig. Detta är i själva verket aktiemarknadens essens.¹⁰ Att förlora investerat kapital på grund av att ett visst börsbolags verksamhet drabbas av motgångar eller annars inte utvecklas väl, är alltså inte liktydigt med att ha blivit "lurad" eller att risken för att detta ska inträffa är ett förtroende- eller effektivitetsproblem som motiverar aktiemarknadsrättslig intervention. Annorlunda uttryckt: Att verksamheten utvecklas negativt och att aktien därför förlorar i värde är inte i investerarens perspektiv detsamma som att ha köpt en "lemon". Den aktiemarknadsrättsliga regleringen vill i stället komma åt investerarens risk att lida förlust på grund av något *annat* förhållande än som är hänförligt till den kommersiella risk som är själva essensen i en investering i andelar i en affärsverksamhet.

Det är således investerarnas tilltro till att marknaden i adekvat mån håller undan sådant som exponerar dem för risk att lida förlust på grund av *annat* än den kommersiella risken som den aktiemarknadsrättsliga regleringen vill upprätthålla och stärka. Om regleringen inte åstadkommer detta antas investerarna nämligen komma att investera någon annanstans eller investera på villkor som påverkas negativt av deras bristande förtroende.¹¹

Investerarnas förtroende är alltså inte ett kapitalmarknadsrättsligt självändamål utan ett medel för att åstadkomma en likvid och väl fungerande marknad. Detta är viktigt att vara medveten om, eftersom ett ensidigt fokus på olika slags restriktioner vid regelskapande och

¹⁰ Den företagsspecifika risken kan dock spridas genom att investeraren diversifierar sina investeringar på flera olika börsbolag. Aktiemarknaden fyller en mycket viktig funktion genom att möjliggöra sådan riskspridning, se t.ex. Viotti & Urwitz, Aktiemarknaden — spelkasino eller samhällsnyttig institution, i Hägg (red.), *Stockholms Fondbörs — Riskkapitalmarknad i omvandling*, 1988, s. 20 ff.

¹¹ Se t.ex. Easterbrook & Fischel, Mandatory Disclosure and the Protection of Investors, s. 673: "*Fraud reduces allocative efficiency. So too does any deficiency of information. Accurate information is necessary to ensure that money moves to those who can use it most effectively and that investors make optimal choices about the contents of their portfolios. A world with fraud, or without adequate truthful information, is a world with too little investment, and in the wrong things to boot.*" En annan sak är att Easterbrook och Fischel (s. 692 f.) ifrågasätter ståndpunkten att intresset av investerarförtroende motiverar just lagfästa, tvingande börsinformationsregler.

regeltolkning löper risk att utmynna i en ordning där det övergripande målet i själva verket motverkas.¹²

Det ovan citerade uttalandet i 1984 års utredningsbetänkande visar även på det nära släktskapet mellan aktiebolagsrätten och aktie marknadsrätten. Rättsområdena har överlappande — eller till och med samma — övergripande ändamål. Sådana omedelbart marknadsfunktionsrelaterade ändamål som jag främst uppehåller mig vid idag gör sig visserligen i stora drag gällande även på andra slags liknande marknader, dvs. oavsett om den handlade tillgången är en aktie eller t.ex. en råvara. Men när det gäller marknaden för andelar i aktiebolag gör sig också intresset av att reducera aktiebolagens kapitalkostnader tydligt gällande och är rentav i förgrunden. Skälet till att lagstiftaren tillhandahåller en möjlighet att bedriva näringsverksamhet i form av aktiebolag är att detta främjande av näringsverksamhet bedöms ytterst kunna bidra till ökad tillväxt och ökat välstånd i samhällsekonomisk mening. Det antas åstadkommas bäst om aktiebolagen kan attrahera riskvilligt kapital till lägsta möjliga kostnad. Aktiebolaget är en finansieringskonstruktion.¹³ Även här handlar det alltså om effektiv kapitalallokering — och det förutsätts att investerarna som kollektivt har förtroende för att aktiebolaget i dess reglerade form inte innebär en för stor risk att lida förlust på grund av annat än den kommersiella risk som är själva essensen i att investera i en affärsverksamhet.¹⁴

6 Skolexemplet på förtroendeskadlig avart: insiderhandel

Det vanligaste exemplet på en företeelse som antas ha förtroendeskadliga och därmed effektivitetsskadliga effekter är insiderhandel.

Anta att en investerare efter analys av den information som ett visst börsbolag lämnat till marknaden jämte övrig offentligt tillgänglig information kommer till slutsatsen att köp av aktier i börsbolaget till den rådande börskursen sannolikt är en avkastningsgenererande investering. En köporder läggs. Anta att det i samma tidsmässiga sammanhang har uppkommit kraftigt negativt värdepåverkande omständigheter i form av att en allvarlig säkerhetsbrist i börsbolagets produkter har upptäckts. Anta vidare att någon som kommit att få kännedom om dessa omständigheter finner att han eller hon bör sälja sina aktier i börsbolaget för att undvika förlust. En säljorder läggs. Investeraren köper aktier, insidern säljer aktier. När informationen kort därefter offentliggörs sjunker aktiekursen kraftigt. Investeraren

¹² Se, angående insiderhandelsförbudet, EU-domstolens dom av den 23 december 2009 i mål C-45/08, *Spector Photo Group och Van Raemdonck*, p. 46: "[E]n så vid tolkning av artikel 2.1 i [2003 års marknadsmissbruksdirektiv] [skulle] medföra en risk för att tillämpningsområdet för detta förbud utsträcks till att omfatta mer än vad som är lämpligt och nödvändigt för att nå målen med direktivet. En sådan tolkning skulle i praktiken kunna leda till att vissa transaktioner som inte nödvändigtvis skadar de intressen som direktivet ska skydda förbjöds."

¹³ Se Easterbrook & Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, s. 10: "*The corporation is a financing device and is not otherwise distinctive.*"

¹⁴ Se t.ex. Bergström & Samuelsson, *Aktiebolagets grundproblem*, 6 uppl. 2021, s. 45.

får vidkännas en kraftig förlust, insidern undviker att göra en kraftig förlust.

Om det vore fritt fram att agera som insidern agerar antas investerare som kollektiv dra öronen åt sig och tveka inför att investera på det sätt och på de villkor som de annars hade gjort. Att ett börsbolags produkter visar sig inte vara tillräckligt säkra — med följd att de inte säljer så bra som önskat eller att bolaget ådrar sig skadeståndsansvar på produktansvarsgrund — ingår i den kommersiella risk som en aktieinvestering är förknippad med. Det får investeraren räkna med och finna sig i.¹⁵ Men att, som i exemplet ovan, en väsentligt värdereducerande realitet har inträffat och att informationen därom endast är tillgänglig för vissa men inte andra — och därmed dessutom kan utnyttjas genom att vissa investerare kan undvika värdeminskningsekvenserna av detta medan andra investerare gör förlustbringande köp på felaktiga informationspremissor — är ett annat slags risk. Den risken, som precis som i Akerlofs exempel har med asymmetrisk information att göra, har aktiemarknadsrätten anledning att intressera sig för.

Investerarna kan inte kontrollera den risken. För att investerare som kollektiv ska vilja investera på aktiemarknaden på i stort opåverkade villkor måste de känna en rimlig tilltro till att väsentliga informationsasymmetrier — och missbruk av dem — inte är en vanlig företeelse. Så går i alla fall resonemanget.

Problemet uppmärksammades tidigt även i Sverige. I Värdepappersmarknadsutredningens redan nämnda betänkande anförs följande.¹⁶

Även i länder som saknar en lagstiftning som tar direkt sikte på insiderspekulation, t.ex. de nordiska länderna, synes den förhärskande meningen vara att företeelsen är en oart i värdepappershandeln och bör motarbetas. Undantagsvis kommer dock en motsatt ståndpunkt till uttryck. Denna ståndpunkt grundar sig stundom på argumentet att insiderspekulation bidrar till att långsamt driva aktiekursen till den nivå som den kommer att få då informationen ifråga blir offentlig och att dramatiska kursförändringar härigenom motverkas. Vidare rättfärdigas företeelsen ibland med att den i vart fall skapar en livligare marknad.

Den dominerande uppfattningen av insiderspekulation som en företeelse som inte bör godtas på en sund värdepappersmarknad står i samband med att insiderspekulation i typfallet medför en vinst eller en utebliven förlust för insidern. Denna vinning anses obehörig eller orättmätig och därför oacceptabel. Ofta pekas också på att vinningen motsvaras av skada för annan. Uppkomsten av ekonomisk skada är obestridlig då insidern gjort affären utan mellanhand och förmått motparten i avtalsförhållandet till affären. Då insidern lämnat köp- eller säljorder till fondkommissionär som för insiderns räkning förutsatts göra affären kan dock inte insidern anses ha vållat någon skada: de som uppträtt på marknaden skulle ju ha gjort detta under alla förhållanden.

¹⁵ Här bortses från möjligheten att någon bolagsfunktionär gjort sig skyldig till ersättningsgrundande skadevållande.

¹⁶ SOU 1984:2 s. 54 f. Se, liknande, prop. 1984/85:157 s. 21 f.

Då insiderspekulation beskrivs som en oacceptabel företeelse i värdepappershandeln betonas dock oftast olägenheter av ett allmännare slag än uppkomsten av obehörig vinning och en däremot — i vissa fall — svarande skada för insiderns motpart i avtalsförhållandet. Det görs sålunda gällande, att företeelsen är ägnad att rubba förtroendet för handeln med värdepapper och därmed medför risk för att seriösa investerare söker sig från marknaden.

[—]

Vådan av insiderspekulation får alltså ses mot bakgrund av den samhällsnyttiga roll som andrahandsmarknaden och då framförallt börserna spelar... Avståndstagandena från insiderspekulation har m.a.o. framförallt en ekonomisk/politisk grund.

Uttalandena i 1984 års betänkande ger uttryck för en nyanserad förståelse för problematiken. Det är inte självklart hur lagstiftaren bör förhålla sig, men lagstiftare runtom i världen har ändå i allmänhet rört sig i den riktning som vi diskuterar här.¹⁷ Det grundläggande problemet ligger egentligen i själva informationsasymmetrin och att transaktioner som en konsekvens därav sker på ett haltande informationsunderlag, snarare än i insiderhandeln som sådan. Köparen i exemplet ovan skulle ju ha köpt aktierna oavsett om någon insiderhandel samtidigt förekom. Jfr det mer kategoriska uttalandet i skäl 23 till EU:s marknadsmissbruksförordning:¹⁸

De huvudsakliga kännetecknen för insiderhandeln består i att en oberättigad fördel uppnås från insiderinformation till nackdel för tredje parter som är omedvetna om sådan information, och följaktligen leder detta till att finansmarknadernas integritet och investerarnas förtroende undergrävs.

Jag tillåter mig att idag bortse från den omfattande teoribildning som menar att insiderhandel är av godo i effektivitetshänseende och därför bör vara tillåten eller åtminstone inte regleras på nuvarande sätt.¹⁹

7 De två huvudsakliga regleringsansatserna inom aktiemarknadsrätten

Aktiemarknaden anses, som konstaterades redan av Värdepappersmarknadsutredningen, vara för viktig för att lämnas oreglerad. De ovan diskuterade ändamålen tillgodoses med hjälp av två huvudsakliga regleringsansatser.

1. För det första upprätthålls regler som är utformade för att minimera utrymmet för informationsasymmetrier. Transparens, eller genomlysning, är ledordet.

2. För det andra upprätthålls regler som är utformade för att förhindra kvarvarande möjligheter till förtroendeskadligt missbruk.

¹⁷ Förtroendeargumentet utvecklas av Samuelsson i Moberg & Samuelsson, *Börsrätt*, 1989, s. 103 ff.

¹⁸ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk (marknadsmissbruksförordning).

¹⁹ Se först Manne, *Insider Trading and the Stock Market*, 1966, och, för att ta bara ett exempel på ett senare, nyanserat bidrag, Haddock & Macey, A Coasian Model of Insider Trading, *Northwestern University Law Review*, vol. 80, nr 6 (1987).

Portalregeln i den första kategorin är den bestämmelse i EU:s marknadsmissbruksförordning som kräver att börsbolag så snart som möjligt ska offentliggöra insiderinformation som direkt berör dem.²⁰ Det brukar sägas att offentliggörandeskyldigheten underbyggs av två närbesläktade omedelbara syften. För det första syftar offentliggörandeskyldigheten till att begränsa utrymmet för missbrukbara informationsasymmetrier på marknaden. I det hänseendet är offentliggörandeskyldigheten endast ett profylaktiskt komplement till förbudet mot insiderhandel, som är skolexemplet på en regel i den andra kategorin. Tanken är enkel: Om det inte föreligger någon informationsasymmetri — eftersom informationen gjorts offentlig — finns det heller ingen informationsasymmetri att missbruka genom förtroendeskadlig insiderhandel.²¹ För det andra, och mycket viktigt, syftar offentliggörandeskyldigheten till att effektivisera prishandlingen på marknaden och tillhandahålla ett slags förtroendestärkande investerarskydd genom att tillse att marknaden får relevant information snabbt och rättvist.²²

Att förbudet mot insiderhandel är skolexemplet på regelintervention syftande till att komma åt en förtroendeskadlig avart innebär inte att det inte finns fler exempel. I själva verket genomsyrar förtroendeintresset hela den kapitalmarknadsrättsliga regleringen, inte minst den så kallade självregleringen på aktiemarknaden, med investerarskyddande regler om offentliga uppköpserbjudanden, riktade nyemissioner, incitamentsprogram m.m. När det gäller lagregleringen av marknadsplatsernas verksamhet är förtroende till och med ett rekvisit i författningstexten.²³ I nästan alla kapitalmarknadsrättsliga regler kan en förtroendeaspekt skönjas och nästan alltid används någon eller båda av de ovannämnda regleringsansatserna.

8 Betydelsen av att förstå aktiemarknadsrättens funktion

Det finns uppenbarligen ett antal saker som är betydelsefulla att känna till för att förstå kapitalmarknadsrätten — eller, snävare, aktiemarknadsrätten — som rättsområde. Vad är aktiemarknadens karakteristik? Vad vill vi att marknaden ska göra för oss? Vilka imperfektioner kan marknaden uppvisa? Varför reglerar vi marknaden? Hur reglerar vi den? Vi har hunnit snudda vid allt idag.

Att förstå syftet med den kapitalmarknadsrättsliga regleringen är viktigt redan för en student som läser aktiemarknadsrätt för första

²⁰ Se artikel 17.1 i marknadsmissbruksförordningen.

²¹ Skäl 49 till EU:s marknadsmissbruksförordning: ”Det är viktigt att en emittent offentliggör insiderinformation för att motverka insiderhandel och säkerställa att investerare inte vilseleds. Emittenter bör därför åläggas att så snart som möjligt underätta allmänheten om insiderinformation.” Se, för svenskt vidkommande, SOU 1984:2 s. 55 f.

²² Se, för att ta bara ett exempel, Davies, Worthington & Hare, s. 893 f. och 959 f.

²³ Se 13 kap. 1 § första stycket lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden: ”En börs ska driva sin verksamhet hederligt, rättvist och professionellt och på ett sätt så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls.”

gången. Det gör det nämligen möjligt för honom eller henne att bättre förstå de olika regler och principer som lärs ut och diskuteras på kursen.

Även för rättsvetenskapligt vidkommande — och för övrigt också i den praktiska tillämpningen av kapitalmarknadens regler — är det viktigt att förstå regleringens och de enskilda bestämmelsernas ändamål och funktion. Reglernas ändamål är nyckeln till lösningen av oklara fall. Reglerna bör normalt underkastas teleologisk tolkning och den mest ändamålsenliga lösningen väljas i den mån det är tolkningsmässigt möjligt. Legalitetsskäl kan dock ibland göra att en restriktiv tolkning krävs; det rör sig i flera fall om straffsanktionerade regler.

Den utpräglad ekonomiska karaktären av de förhållanden som regleras i kapitalmarknadsrätten, och karaktären av de ändamål som motiverar regleringen, gör att ekonomiska aspekter och överväganden är centrala. Även detta är viktigt att ha klart för sig när man utformar och tolkar kapitalmarknadens regler.

9 Avslutning

Vi har konstaterat att aktiebolag vars aktier är föremål för organiserad börshandel endast utgör en liten andel av det totala antalet aktiebolag. Stora värden är dock hänförliga till börsbolagen. Det är samhälls-ekonomiskt angeläget att marknaden för aktierna fungerar så väl som möjligt, så att den ytterst bidrar till ökad tillväxt och ökat välstånd. På aktiemarknaden kan det emellertid finnas företeelser som exponerar investerarna för risk att lida förlust på grund av annat än den kommersiella risk som det oundvikligen innebär att investera i andelar olika slags affärsverksamheter. Sådana företeelser kan påverka investerarnas förtroende för marknadens funktion, påverka investeringsviljan negativt och därmed medföra att marknaden inte allokerar kapital effektivt. Den aktiemarknadsrättsliga regleringen vill komma åt sådana förtroendeskadliga företeelser. Inte därför att förtroende är ett självändamål utan därför att bristande förtroende har negativa effektivitetsimplikationer. Aktiemarknaden gör detta med hjälp av två huvudsakliga regleringsansatser, nämligen regler som syftar till att minimera utrymmet för informationsasymmetrier och regler som vill komma åt det missbruk som ändå kan förekomma.

Lyckligtvis är inget av detta oöverstigligt svårt. I själva verket är det ganska trivialt. Enormt viktigt — men trivialt. Vi behöver bara upprätthålla regler av ovanstående slag — och tolka dem i linje med deras ändamål — så att aktiemarknaden *inte blir* ”a market for lemons”!