



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Alexander Landorph

Om unitemissioner

En studie av företrädesemissioner på svenska MTF:er

JURM02 Examensarbete

Examensarbete på juristprogrammet

30 högskolepoäng

Handledare: David Dryselius

Termin för examen: VT 2024

Innehåll

Summary.....	4
Sammanfattning.....	5
1 Inledning.....	6
1.1 Bakgrund.....	6
1.2 Syfte och frågeställningar.....	10
1.3 Metod.....	10
1.3.1 Rättsdogmatisk metod.....	10
1.3.2 Empirisk metod.....	12
1.4 Material.....	14
1.5 Forskningsläge.....	18
1.6 Avgränsningar.....	20
1.7 Disposition.....	21
2 Utgångspunkter.....	23
2.1 Inledning.....	23
2.2 Publik handel i tillväxtbolag, från start till idag.....	23
2.3 Värdepappersmarknadens syfte och funktion.....	25
2.4 Aktörer på värdepappersmarknaden.....	28
3 Emission av teckningsoptioner.....	30
3.1 Inledning.....	30
3.2 Emissionsreglernas framväxt i aktiebolagslagen.....	30
3.3 Allmänt om reglerna om emission av units.....	34
3.3.1 Inledning.....	34
3.3.2 Beslut om emission av teckningsoptioner.....	35
3.3.3 Teckning av aktier med stöd av teckningsoption.....	42
3.3.4 Perioden mellan emission och inlösen.....	46
3.4 Summering av kapitel 3.....	50
4 Empiriskt material och analys.....	52

4.1 Inledning.....	52
4.2 Redogörelse för data: emissionsvillkor.....	52
4.3 Redogörelse för data: aktiekursutveckling.....	54
4.4 Ett praktiskt perspektiv på aktiekursutveckling.....	58
4.5 Dödsspiralfinansering – en liknelse.....	62
4.6 Summering av kapitel 4.....	64
5 Ändamålsenlighet för den nuvarande regleringen.....	66
5.1 Inledning.....	66
5.2 Lagstiftaren har ingen kristallkula.....	66
5.3 Risker med dagens reglering.....	69
5.4 Diskussion kring risker med dagens reglering.....	72
6 Sammanfattande slutsatser och avslutande kommentar.....	74
Käll- och litteraturlista.....	80

Summary

A company may choose to carry out capital increases for various reasons. For companies in a growth phase, capital increases are often necessary to finance investments and growth plans.

Companies whose securities are listed for trading on a public marketplace generally carry out capital increases in the form of preferential rights issues of shares. In recent years, it has become increasingly popular among listed companies to not only issue new shares but also subscription warrants in these issues. Warrants are a financial instrument that gives the holder the right, but not the obligation, to subscribe for new shares in the issuing company in the future against payment. The shares and warrants are issued together as one financial instrument called a unit. Thus, anyone subscribing to shares in the issue automatically receives a certain number of warrants.

This paper examines the regulations for the issuance of warrants followed by the subscription of new shares, and whether it is fit for purpose from the legislator's perspective. Furthermore, potential risks with the law are explored. To give the reader an understanding of warrants as a financial instrument and the impact of the regulations on the securities market, the development of the law and the securities market are presented in detail.

The thesis concludes that the legislator intended to create a regulatory framework giving companies great freedom to carry out capital increases, which has been successful. However, the development of the securities market and the interpretation of the law by listed companies have granted companies a freedom potentially risking to harm the market at large. Guidance is primarily drawn from preparatory work and doctrine, as well as an empirical study of rights issues.

In conclusion, two alternatives for changes in the regulation of the stock market are proposed, which would reduce the risks associated with the issuance of warrants without compromising the purpose of the regulations.

Sammanfattning

Ett bolag kan av olika anledningar välja att genomföra en kapitalökning och tillföras nya pengar. För bolag i en tillväxtfas är kapitalökningar ofta nödvändigt för investeringar och tillväxtplaner.

Bolag vars värdepapper är upptagna till handel på en offentlig marknadsplats genomför i regel kapitalökningar via företrädesemissioner av aktier. Under de senaste åren har det blivit allt mer populärt bland noterade bolag att inte bara emittera nya aktier utan samtidigt också teckningsoptioner i dessa emissioner. Teckningsoptioner är finansiella instrument som ger innehavaren rätten, men inte skyldigheten, att i framtiden teckna nya aktier i det emitterande bolaget mot betalning. Aktierna och teckningsoptionerna emitteras ofta som en enhet, kallad en unit. Den som tecknar aktier i emissionen får därmed automatiskt ett visst antal teckningsoptioner i förhållande till antalet tecknade aktier.

Denna uppsats undersöker regelverket för emission av teckningsoptioner och efterföljande teckning av nya aktier, samt dess ändamålsenlighet från lagstiftarens perspektiv. Dessutom utforskar jag eventuella risker med regelverket. För att ge läsaren en djupare förståelse för teckningsoptioner och regelverkets påverkan på värdepappersmarknaden, redogör jag detaljerat för både regelverkets och värdepappersmarknadens utveckling.

I uppsatsen konstaterar jag att lagstiftaren tänkt att skapa ett regelverk som ger bolagen stor frihet att genomföra kapitalanskaffningar, vilket har varit framgångsrikt. Dock har värdepappersmarknadens utveckling och noterade bolags tolkning av regelverket lett till att bolagens frihet kan riskera att skada marknaden i stort. Ledning hämtas framför allt från förarbeten och doktrin, samt en empirisk undersökning av företrädesemissioner.

Avslutningsvis föreslås två alternativ till förändringar i aktiemarknadens reglering som skulle minska riskerna vid emission av teckningsoptioner utan att inskränka regelverkets syfte att ge stor frihet till bolag som reser kapital.

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Ett bolags aktiekapital är det kapital som aktieägarna skjuter in i bolaget vid dess grundande eller i samband med exempelvis nyemissioner. Ett aktiebolag kan av olika anledningar vilja öka sitt aktiekapital. Det kan handla om att finansiera en ny produkt, nyanställa, eller att realisera tillväxtplaner och investeringar. Ett högre aktiekapital kan också underlätta för bolaget att få lån, vilket är ett annat sätt att förstärka den finansiella ställningen. Både en ökning av aktiekapital och upptagande av lån innebär att bolaget tillförs nytt kapital. Skillnaden ligger i att ett lån ökar bolagets skulder, medan en ökning av aktiekapitalet innebär att bolaget ger ut nya ägarandelar genom aktier. När nya aktier emitteras, köper investerare dessa aktier och betalar en summa pengar till bolaget. Det kapital som bolaget tillförs från försäljningen av aktierna registreras i balansräkningen som en ökning av bolagets egna kapital.

Ett bolags aktiekapital kan ökas genom fondemission, nyemission av aktier, samt teckning av aktier med stöd av antingen konvertibler eller teckningsoptioner.¹ En teckningsoption är ett finansiellt instrument som ett bolag kan emittera, vilket ger innehavaren rätten men inte skyldigheten att i framtiden teckna nya aktier i det emitterande bolaget mot betalning i pengar. Kapitaltillförsel via teckningsoptioner sker i två steg, där utgivandet av teckningsoptioner i steg ett inte påverkar aktiekapitalet. Det är först i steg två, om innehavaren väljer att utnyttja sin teckningsoption för att teckna nya aktier, som bolaget tillförs eget kapital och en ökning av aktiekapitalet sker.² Helt grundläggande, är en teckningsoption endast attraktiv att utnyttja för en investerare, om denna med stöd av teckningsoptioner kan teckna nya aktier billigare än vad bolagets befintliga aktier går att köpa för på marknaden.

¹ Jfr 12–15 kap. aktiebolagslagen.

² Svernlöv (2023-08) s. 153.

Hur mycket nytt kapital som tillförs bolaget i samband med teckningen av aktier med stöd av teckningsoptioner beror dels på hur många teckningsoptioner bolaget har emitterat, dels vilket pris de nya aktierna får tecknas till. Priset som betalas för varje ny aktie benämns ofta som *inlösenkursen*. Detta kan antingen vara ett fast pris som bestäms i samband med att teckningsoptionerna emitteras, eller ett rörligt pris, där priset är en funktion av bolagets framtida aktiekurs.

En innehavare kan välja att utnyttja sina teckningsoptioner under den så kallade *inlösenperioden*. Denna period är oftast cirka 10 handelsdagar³ och bestäms i samband med utgivandet av teckningsoptionerna. Om en option har ett rörligt pris, föregås inlösenperioden av en så kallad *prissättningsperiod*. Det är under denna period som inlösenkursen slås fast enligt en förutbestämd beräkningsmodell. Som nämnts är detta vanligen en funktion av bolagets aktiekurs, ofta genom en viss förutbestämd rabatt gentemot det volymvägda genomsnittspriset⁴ för bolagets aktie under prissättningsperioden. Resultatet av denna funktion under perioden för prissättningen blir sedan det pris som teckningsoptionsinnehavare får betala för att teckna varje ny aktie under den efterföljande inlösenperioden. Detta gäller dock inte undantagslöst, utan i vissa fall anger villkoren ett maximum- och/eller minimumpris för teckning av nya aktier med stöd av teckningsoptionen. I dessa fall kan prissättningsfunktionen komma att sakna effekt, vilket behandlas mer ingående senare i uppsatsen.

I samband med att den idag gällande aktiebolagslagen, aktiebolagslag (2005:551), trädde i kraft den 1 januari 2006 blev det möjligt att emittera teckningsoptioner utan koppling till en skuldförbindelse.⁵ Den som tog emot teckningsoptionerna behövde således inte längre också vara långivare till bolaget. Denna ändring skedde bland annat mot bakgrund av kritik från näringslivet mot kravet om koppling mellan teckningsoption och

³ Dagar då börser och andra marknadsplatser för värdepapper har öppet.

⁴ Det volymvägda genomsnittspriset förkortas ofta till "VWAP", vilket står för Volume-Weighted Average Price. Det visar en tillgångs pris som en kvot i förhållande till handelsvolymen och beräknas genom att ta det genomsnittliga priset på en aktie över en given tidsperiod och väga detta mot volymen av handeln under samma period.

⁵ Prop 2004/05:85 s. 341–342.

skuldebrev⁶ samt att denna begränsning ansågs sakna praktisk betydelse.⁷ I samband med att 1975 års aktiebolagslag ersattes med den nu gällande aktiebolagslagen tillkom också möjligheten för bolag att emittera teckningsoptioner vederlagsfritt.⁸

Sedan 2006 har utvecklingen inom finansieringsmöjligheter för svenska bolag varit stor. Detta är sant, inte minst sett till hur tillgängligheten till publikt kapital för tillväxtbolag har utvecklats. I takt med att nya marknadsplatser för publika bolag vuxit fram och det generella intresset för investeringar i noterade⁹ bolag har ökat i Sverige, har helt nya möjligheter till finansiering öppnats.¹⁰ Det har framför allt tillkommit nya marknadsplatser som riktar sig primärt till tillväxtbolag och möjligheten för bolag att ta upp sina aktier till handel på en publik marknad har blivit betydligt större. Detta illustreras väl av att antalet noterade bolag i Sverige har mer än dubblats sedan 2006¹¹ och att antalet unika aktieägare idag är nästan tre miljoner, jämfört med från mindre än två miljoner för tio år sedan.¹² Under åren har också utformningen av finansieringsstrategier inom ramen för vad som är tillåtet enligt 13–14 kap. aktiebolagslagen blivit allt mer kreativa hos juridiska och finansiella rådgivare.¹³

Denna utveckling, där den svenska värdepappersmarknaden under de senaste åren vuxit till att bli den överlägset största i Europa sett till antalet noterade bolag¹⁴, är inget som lagstiftaren kunde ha förutsett. Därmed riskerar vissa delar av lagstiftningen på värdepappersmarknaden att vara ineffektiva eller få effekter som inte avsågs av lagstiftaren. Idag förekommer det exempelvis ofta¹⁵ att bolag i stället för att emittera endast aktier väljer att

⁶ SOU 1997:22 s. 215.

⁷ Prop 2004/05:85 s. 342.

⁸ Nerep, Samuelsson & Adestam (2019), 14 kap. 4 §.

⁹ Formellt är det enbart bolag vars aktier eller andra värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad som är "noterade". Ett bolag vars aktier eller andra värdepapper handlas på en multilateral handelsplattform (MTF) benämns ofta som "listade" istället. I denna uppsats benämns dock båda dessa typer av bolag som "noterade".

¹⁰ Se avsnitt 2.1.

¹¹ Statistikmyndigheten SCB (2024).

¹² Euroclear (2021); Euroclear (2023).

¹³ Personlig intervju med två advokater (2024).

¹⁴ Ekblom (2021).

¹⁵ 75 gånger under 2022 enligt uppsatsens empiriska undersökning.

emittera så kallade *units*. Ordet unit är ett samlingsnamn för ett värdepapper som innehåller flera typer av instrument, oftast aktier och teckningsoptioner, men det kan även vara exempelvis konvertibler. Oftast är teckningsoptioner i en unit vederlagsfria.¹⁶ I praktiken är det således vanligast med units bestående av just en eller flera aktier och en eller flera vederlagsfria teckningsoptioner. Det är också så unit definieras i denna uppsats.

Att emittera units möjliggjordes av att kravet på koppling mellan optionsrätt och skuldförbindelse slopades. Syftet med att emittera en unit i stället för en vanlig aktie är idag ofta att ”krydda” en för investerare potentiellt mindre attraktiv emission genom att ge investeraren en eller flera teckningsoptioner ”på köpet” för varje aktie.¹⁷

I ljuset av de väsentliga förändringar i bestämmelserna om kapitalökning som skedde när aktiebolagslagen trädde i kraft¹⁸, samt den kraftiga utvecklingen på den svenska värdepappersmarknaden sedan dess, finns anledning att dels redogöra för reglerna om kapitalökning i aktiebolagslagen, dels analysera lagens bakomliggande syfte jämfört med den faktiska effekten. Detta gäller särskilt regleringen kring emission av teckningsoptioner i 14 kap. aktiebolagslagen med fokus på noterade bolag. En sådan framställning bör vara intressant för samtliga aktieägare och bolagsledningar i bolag som emitterar teckningsoptioner, för att förstå de eventuella konsekvenserna av att besluta om en sådan emission för alla värdepappersmarknadens aktörer.

Såvitt jag känner till finns emellertid ingen forskning eller undersökning som redogör för hur utvecklingen i noterade bolags finansieringsstrategier dels förhåller sig till syftet med regleringen på området, dels vilka konsekvenser för värdepappersmarknaden och dess aktörer som eventuella avvikelser från det grundläggande syftet har fått eller kan komma att få. Med regleringens syfte avses huvudsakligen att skapa förtroende för

¹⁶ Nordic Issuing (2022).

¹⁷ Westermark & Lagercrantz (2013) s. 249.

¹⁸ SOU 2001:1 s. 17.

värdepappersmarknaden hos allmänheten, vilket är nära sammankopplat med ett fungerande skydd för aktieägare, samt att möjliggöra bedrivande och finansiering av näringsverksamhet.¹⁹

1.2 Syfte och frågeställningar

Syftet med uppsatsen är att, mot bakgrund av ovanstående, undersöka och problematisera emissioner av units. För att uppfylla syftet utreder och besvarar uppsatsen följande frågeställningar:

- Hur ser gällande regelverk ut för emission av teckningsoptioner med åtföljande teckning av nya aktier?
- Är den aktiebolagsrättsliga regleringen av emission av teckningsoptioner ändamålsenlig utifrån lagstiftarens perspektiv?
- Finns det några risker med regleringen av emission av teckningsoptioner och vilka är i så fall dessa?

1.3 Metod

Mot bakgrund av min ansats att å ena sidan beskriva och analysera gällande rätt inom ramen för emission av teckningsoptioner, å andra sidan beskriva praktiska tolkningar och konsekvenser av regleringen, kommer två olika metoder att tillämpas i uppsatsen: dels en rättsdogmatisk metod, dels en empirisk metod.

1.3.1 Rättsdogmatisk metod

I uppsatsen tillämpas först en rättsdogmatisk metod. Det talas ofta om den rättsdogmatiska metoden som om den vore en enhetlig metod, men den kan i åtminstone vissa avseenden variera beroende på vem som tillämpar den. Som beskrivs nedan, tycks det även skilja sig något åt i litteratur hur den rättsdogmatiska metoden ska definieras. En allmänt accepterad uppfattning

¹⁹ Stattin (2009), s. 46–51.

får emellertid anses vara att rättskällevärdet är central.²⁰ Att jag i uppsatsen ändå talar om *den rättsdogmatiska metoden* i bestämd form beror på att jag anser att det finns tillräckligt stor enhetlighet i tillämpningen för att det ska vara motiverat.

Den rättsdogmatiska metoden används framför allt för att beskriva och analysera gällande rätt. Med gällande rätt avses gällande rättsregler som kommer ur rättskällor. Hjertstedt framhåller att en minimalistisk definition av rättsdogmatik är att metoden avser att förklara vad som är gällande rätt i ett visst avseende genom att tolka innehållet i de rättskällor som anses ha auktoritet.²¹ De rättskällor som vanligen anges som de främsta är lag, förarbeten, rättspraxis och doktrin, vilka av Kleineman tillerkänns auktoritet i nämnda ordning.²² Det är också denna uppfattning som jag ansluter mig till. Det bör i detta sammanhang dock nämnas att andra, däribland Dahlman, menar att doktrin inte alltid utgör en auktoritär rättskälla. Doktrin tillerkänns enligt Dahlman inte auktoritet per automatik, till skillnad från lag, förarbeten och rättspraxis.²³ I stället beror det på huruvida det finns en rättslig sedvana som stödjer att viss doktrin ska tillerkännas status som en rättskälla.²⁴

Hjertstedt menar att insamling och bearbetning av data är centrala delar i den rättsdogmatiska metoden. I denna uppsats innebär metoden att gällande rätt utreds genom att samla in information från rättskällor. Urvalsprocessen av dessa källor innebär att endast de som tillhör uppsatsens berörda reglering undersöks. Urvalsfasen genomförs hänsyn till auktoriteten och relevansen hos varje rättskälla. I den efterföljande fasen, bestående av systematisering och analys av källmaterialet, innebär den rättsdogmatiska metoden att de valda källorna analyseras både genom användning av rättskällevärdet och genom etablerade tolkningsmetoder.²⁵

²⁰ Kleineman (2018), s. 26–27.

²¹ Hjertstedt (2019), s. 167.

²² Kleineman (2018), s. 27–35.

²³ Dahlman (2019), s. 55–74.

²⁴ Dahlman (2019), s. 61–61, 70–71.

²⁵ Hjertstedt (2019), s. 169.

Förevarande uppsats följer huvudsakligen det systematiska tillvägagångssättet som det beskrivs av Hjerstedt. Forskningsfrågorna i uppsatsen angrips, i den utsträckning som de kan besvaras av gällande rätt, genom att metodiskt sammanställa och analysera olika rättskällor. Uppsatsen innehåller vidare viss kritik av det nuvarande rättsläget. Även denna kritiska dimension ingår enligt Kleineman i den rättsdogmatiska metoden.²⁶

Det anförda gör att jag benämner uppsatsens metod som rättsdogmatisk. Den som hellre använder en smalare definition av den rättsdogmatiska metoden skulle eventuellt benämna min metod som rättsanalytisk eller liknande.²⁷ Det är i detta sammanhang också värt att notera att den rättsdogmatiska metoden inte är utan kritik. Det finns de som menar att metoden är för teknisk, iakttagande och föråldrad. Kleineman bemöter dock kritiken genom att framhålla att den rättsdogmatiska metoden har en så stor praktisk betydelse att den framförda kritiken inte kan tillmätas någon betydelse för behovet av dess användning.²⁸ Även Frändberg och Jareborg försvarar rättsdogmatiken, bland annat mot bakgrund av dess roll i att bidra till ökad förutsägbarhet i rättslivet och rättssäkerhet.²⁹ Mot bakgrund av rättsdogmatikens erkända ställning inom rättsvetenskapen och dess lämplighet för uppsatsens syfte, anser jag valet av den rättsdogmatiska metoden motiverat.

1.3.2 Empirisk metod

Den andra metoden som tillämpas i uppsatsen är en empirisk metod. Denna består i stor utsträckning av en kvantitativ insamling av data kring företrädesemissioner och inlösen av eventuella teckningsoptioner i noterade bolag. Detta avser särskilt en insamling av villkor för eventuella teckningsoptioner samt vissa aktiekursrörelser i samband med prissättnings- och inlösenperiod för teckningsoptioner. Datainsamlingen kompletteras med kvalitativa intervjuer av två yrkesverksamma jurister och en finansiell

²⁶ Kleineman (2018), s. 35–36.

²⁷ Jfr exempelvis Sandgren (2018), s. 50–51.

²⁸ Kleineman (2018), s. 24–27.

²⁹ Frändberg (2023), s. 49; Jareborg (2004), s. 5.

rådgivare med mycket god erfarenhet av och kunskap kring emissioner av units.

Sandgren framhåller att en empirisk metod kan öka samhällsrelevansen av ett rättsvetenskapligt arbete i tillfällen då rättsvetenskapen inte förmår att ge en fullgod bild av forskningsämnet.³⁰ Empirisk data kan enligt Sandgren vidare vara ett bra sätt att utreda och analysera hur rättsreglerna tolkas och tillämpas i praktiken.³¹ I uppsatsen utgörs den empiriska data av dels det kvantitativa underlaget från datainsamlingen, dels det kvalitativa underlaget i form av intervjuer. Mot bakgrund av det anförda anser jag det motiverat att komplettera den rättsdogmatiska metoden med en empirisk metod i syfte att fullgöra uppsatsens syfte.

Datainsamlingen består av att kartlägga samtliga företrädesemissioner som genomfördes på Spotlight Stock Market ("Spotlight"), Nasdaq First North Growth Market ("First North") och Nordic Growth Market Nordic SME ("NGM") under år 2022.³² I undersökningen samlas följande data in för samtliga företrädesemissioner: bolagsnamn, om bolaget emitterat aktier eller units, villkoren för eventuella teckningsoptioner, utfallet i emissionen och datum för följande viktiga händelser i varje transaktion: offentliggörande, sista teckningsdag, samt prissättnings- och inlösenperiod för eventuell teckningsoption. Utöver detta beräknas aktiekursutvecklingen under prissättningsperioden och inlösenperioden genom att samla in aktuella aktiekurser strax innan och efter dessa perioder för samtliga undersökta bolag som emitterat units.³³ På samma sätt beräknar jag aktiekursutvecklingen jämfört med emissionskursen för samtliga undersökta transaktioner från sista teckningsdagen i emissionen till och med tolv månader efter. För att kartlägga vilka företrädesemissioner som har genomförts används Nyemissioner.se.³⁴ För att sedermera ta reda på alla

³⁰ Sandgren (2018) s. 53.

³¹ Sandgren (2018) s. 54.

³² 159 stycken.

³³ 75 stycken.

³⁴ Nyemissioner.se drivs av Börsforum Sverige AB och är den ledande svenska informationskällan om nyemissioner och börsnoteringar. På webbsidan sammanställs information om samtliga aktuella och historiska nyemissioner som genomförts av noterade bolag i Sverige sedan 2005.

transaktionsspecifika detaljer, granskas de pressmeddelanden som respektive bolag offentliggjort i samband med genomförandet av emissionerna. Data relaterat till aktiekurser hämtas från respektive marknadsplatsens webbsidor. Databasinsamlingen genomförs i syfte att ge underlag till resonemang kring ändamålsenligheten hos regleringen och möjliggöra en diskussion kring eventuella risker med regelverket. Därtill utgör datan underlag för fördjupade diskussioner med intervjupersonerna.

Uppsatsens intervjuer har genomförts utifrån en intervjuguide bestående av två olika frågeområden som var för sig innehåller delfrågor. Det första frågeområdet gäller den relevanta regleringens syfte och tillämpning, medan det andra frågeområdet ska skapa en diskussion kring eventuella risker kring regelverket med utgångspunkt i den data som insamlats till uppsatsen. Antalet nödvändiga intervjupersoner avhänger på uppsatsens syfte samt intervjupersonernas roll i att kunna uppfylla detta.³⁵ I förevarande uppsats används intervjuer i syfte att dels utreda hur vissa rättsregler tolkas och tillämpas i praktiken, dels validera och förklara de eventuella mönster som identifieras genom databasinsamlingen. Med hänsyn till denna viktiga, men inte grundläggande roll, samt den auktoritet som respektive intervjuperson har inom det relevanta området, anser jag att tre intervjupersoner är ett tillräckligt urval.

I litteraturen framhålls att kvalitativa forskningsintervjuer bör användas för att få nyanserade redogörelser av olika aspekter av intervjupersonens föreställningsvärld.³⁶ Med beaktande av ovan anförda argument och dess lämplighet för vissa delar av uppsatsens syfte anser jag det motiverat att använda en empirisk metod.

1.4 Material

Materialet för denna uppsats skiljer sig beroende på syftet med respektive material. Det material som valts för att beskriva och analysera gällande rätt samt kartlägga syftet med regleringen följer i huvudsak den tidigare

³⁵ Kvale & Brinkmann (2014) s. 213.

³⁶ Kvale & Brinkmann (2014) s. 47.

beskrivna rättskällehierarkin. På EU-nivå finns inga för frågeställningarna direkt relevanta rättsakter. Det enda EU-rättsliga materialet som behandlas i uppsatsen är därför MiFID-direktivet³⁷, för att belysa den utveckling som skett på svenska värdepappersmarknaden sedan ikraftträdandet av aktiebolagslagen, samt marknadsmissbruksförordningen ("MAR")³⁸ för att ge ett djup till problematiseringen av regleringen. På nationell nivå är det just aktiebolagslagen som är av störst betydelse, eftersom det är där emission av teckningsoptioner med åtföljande teckning av nya aktier regleras.

Förarbeten utgör också en mycket viktig källa. Regeringen har i flera omgångar sedan 1990-talet utrett möjligheten till att emittera teckningsoptioner utan koppling till skuldebrev.³⁹ Även om inte alla har lett till någon lagändring, är dessa utredningar ändå värdefulla för att förstå regleringens bakgrund, ändamål och utveckling fram till idag. Förutom lagtext, är det förarbeten som utgör den enskilt viktigaste källan i uppsatsen. Dessutom är, som nämnts, materialet i övrigt relativt sparsamt. Det finns inga prejudikat eller andra domstolsavgöranden, varför doktrin kommer spela en viktig roll i uppsatsen. Även om doktrin generellt inte åtnjuter samma rättsliga dignitet som andra rättskällor, är doktrin särskilt relevant för att ge ett nyare perspektiv på en reglering som i stora delar är cirka tjugo år gammal.

Utöver rättsvetenskapliga källor, förekommer även empiriskt material i form av data och intervjuer. Data består av en detaljerad översikt över transaktioner på värdepappersmarknaden, villkoren i dessa samt den efterföljande aktiekursutvecklingen för bolagen under specifika perioder. Anledningen till att just denna data valts är att transaktionsvillkoren bland annat visar om bolaget valt att emittera teckningsoptioner tillsammans med de nya aktierna, samt vad villkoren för teckningsoptionerna i så fall är.

³⁷ Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU.

³⁸ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk.

³⁹ Se exempelvis SOU 1997:22 och SOU 2001:1.

Denna data möjliggör dels en jämförelse mellan bolag som valt att emittera units och de som endast emitterat aktier, dels att följa upp de teckningsoptioner som emitterats och granska hur dessa eventuellt påverkat bolagets aktiekursutveckling. Det är också i uppföljande syfte som aktiekursutvecklingen studeras i uppsatsen.

Genom att följa upp utfallet för bolagets aktiekurs och teckningsoptionerna, samt de eventuella konsekvenserna som dessa har för varje bolag, kan ett resonemang föras i förhållande till den bolagsrättsliga regleringens ändamål, värdepappersmarknadens syfte samt eventuella andra konsekvenser. Det nyss framförda är också anledningen till att företrädesemissioner från år 2022, och inte exempelvis från 2023, har studerats. Det är nämligen så att teckningsoptioner ofta har sin inlösenperiod cirka åtta till tio månader efter sista teckningsdag i bolagets företrädesemission. För att kunna följa upp transaktionerna ur ovan nämnda perspektiv samt se till mer långsiktiga konsekvenser behöver därmed viss tid ha passerat sedan transaktionen genomfördes. Samtidigt bör den insamlade datan vara så aktuell som möjligt. Det är utifrån detta perspektiv som helåret 2022 valts.

Anledningen att jag har valt att studera transaktioner på marknadsplatserna Spotlight, First North och NGM beror på att dessa alla utgör så kallade MTF:er. MTF står för multilateral trading facilities vilket är marknadsplatser som inte lyder under samma omfattande regelverk som så kallade reglerade marknader, såsom Nasdaq Stockholm Main Market . Syftet med MTF:er är att möjliggöra publik handel i bland annat tillväxtbolag och andra mindre bolag.⁴⁰ Eftersom tillväxtbolag och behov av finansiering oftast hänger ihop, innebär det att bolagen som handlas på just Spotlight, First North och NGM genomför nyemissioner betydligt oftare än andra bolag. Det finns på dessa marknadsplatser helt enkelt mest data samtidigt som den bolagsrättsliga regleringen om emission av teckningsoptioner och åtföljande teckning av nya aktier är mest aktuell här. Det är i detta sammanhang värt att påpeka att den aktiebolagsrättsliga

⁴⁰ Jfr avsnitt 2.1.

regleringen är densamma för alla bolag, vare sig de är noterade på en MTF eller en reglerad marknad.

De intervjuer som genomförts syftar att ytterligare beskriva praktiska lagtolkningar och eventuella praktiska konsekvenser eller risker som följer av regleringen. Intervjuerna har genomförts dels med en finansiell rådgivare, dels med ett par juridiska rådgivare. Den finansiella rådgivaren är en person med mycket god erfarenhet av emissioner i bolag noterade på svenska MTF:er och har vid flera tillfällen varit ansvarig för både emissioner av units och rena aktieemissioner. Den finansiella rådgivaren arbetar i en chefsposition på en corporate finance firma. De juridiska rådgivarna består av två advokater och delägare på en större affärsjuridisk byrå med mycket god insikt i ämnet och lång erfarenhet av såväl den juridiska regleringen kring emissioner som den historiska utvecklingen av denna i Sverige.

Anledningen till att både en finansiell rådgivare och juridiska rådgivare intervjuas är att dessa ofta samverkar för att bestämma villkoren i en transaktion. Den juridiska rådgivaren bistår med kunskap om de legala aspekterna, medan den finansiella rådgivaren bland annat ska slå fast det aktuella bolagets strategi för framtida finansiering.⁴¹ I detta ansvar ingår bland annat den slutliga rekommendationen till styrelsen kring om bolaget bör emittera teckningsoptioner.⁴² De juridiska rådgivarna kommer, bland annat mot bakgrund av deras långa erfarenhet inom ämnet, att kunna ge ett praktisk perspektiv på utvecklingen i den aktuella regleringen under de senaste 15 till 20 åren samt deras perspektiv på eventuella juridiska problem som uppkommer till följd av utvecklingen. Genom att intervju de två huvudsakliga rådgivare som är involverade i en företrädesemission är ambitionen att ge en heltäckande bild av de frågor som aktualiseras.

I uppsatsen används också vissa exempel på hur villkoren för en emission kommuniceras till allmänheten, hur prissättningen av teckningsoptioner

⁴¹ Personlig intervju med två advokater (2024).

⁴² Personlig intervju med finansiell rådgivare (2024).

fungerar och vilken roll den publika handeln i teckningsoptioner spelar. Totalt används i uppsatsen fem sådana exempel. Jag har själv författat dessa exempel och avsikten är att de ska reflektera verkligheten.

Sammanfattningsvis syftar det empiriska materialet till att illustrera den verklighet som framför allt 14 kap. aktiebolagslagen avser att reglera samt täcka upp för de brister i rättsvetenskapligt material som finns på området. I detta syfte förekommer i uppsatsen också vissa hänvisningar till ekonomisk litteratur. Den ekonomiska litteraturen syftar till att ge en grundläggande förståelse för värdepappersmarknadens funktion och de drivande krafterna bakom värdepappersmarknadens aktörer.

1.5 Forskningsläge

Det finns ingen forskning, uppsats eller annan juridisk skrivelse som redogör för utvecklingen inom emission av teckningsoptioner på värdepappersmarknaden under de senaste åren. Inte heller finns det något forskningsmaterial, i form av exempelvis avhandlingar, som behandlar rätten att emittera teckningsoptioner i samband med nyemissioner sedan lagändringen trädde i kraft 2006. De få skrivelser där detta behandlas är Norstedts juridiks kommentar till aktiebolagslagen skriven av Sten Andersson, Svante Johansson och Rolf Skog⁴³ samt Lexinos lagkommentar, skriven av Erik Nerep, Per Samuelsson, Johan Adestam.⁴⁴ Förutom dessa har Dennis Westermark tillsammans med Monica Lagercrantz skrivit boken *Om nyemission* som i ett kort kapitel behandlar emission av teckningsoptioner i form av units.⁴⁵ Detta kapitel är relevant för uppsatsen, men består av endast två sidor, skrivna för mer än tio år sedan. Såväl i omfång som relevans för dagens läge lämnar detta material således en del att önska.

År 2000 publicerades en av Rolf Skog skriven artikel i ett specialnummer av den tyska tidskriften *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*.⁴⁶

⁴³ Andersson, Johansson & Skog (2023), 14 kap. 4 §.

⁴⁴ Nerep, Samuelsson & Adestam (2019), 14 kap. 4 §.

⁴⁵ Westermark & Lagercrantz (2013) s. 249–250.

⁴⁶ Skog (2000), s. 242–264.

Skogs artikel, med titeln *Convertible bonds and subscription warrants in Sweden*, är en del av en komparativ studie om konvertibla skuldebrev och teckningsoptioner i Europa. Artikeln behandlar dessa finansiella instrument i detalj såsom rättsläget såg ut år 2000, alltså flera år innan reglerna om emission av teckningsoptioner med åtföljande teckning av aktier gjordes om. Skog behandlar också 1975 års aktiebolagslag i förhållande till utveckling på den svenska värdepappersmarknaden under 1980- och 1990-talet.

Emissioner av teckningsoptioner till allmänheten behandlas även av exempelvis av Carl Svernlöv i *Aktiebolagslagen: En översikt*⁴⁷ samt av Torstens Sandströms bok *Svensk aktiebolagsrätt*.⁴⁸ Ingen av dessa böcker, precis som övrig relevant juridisk litteratur, behandlar dock ämnet i detalj. I stället nöjer sig författarna med att konstatera att reglerna för emission av teckningsoptioner i stor utsträckning speglar de om emission av aktier samt belyser skillnaden i hur aktiekapitalet ökas genom emission av teckningsoptioner respektive konvertibler. Det kan exempelvis noteras att Torstens Sandström enbart uppmanar läsaren att själv studera de bestämmelser som reglerar villkor för emission och teckning av teckningsoptioner.⁴⁹

När det kommer till teckningsoptioner i största allmänheten är boken *Om incitamentsprogram*, skriven av Dennis Westermarck, Monica Lagercrantz och Ola Svanberg, det mest heltäckande verket. Boken behandlar dock teckningsoptioner i förhållande till just aktierelaterade incitamentsprogram och därmed inte emission av sådana teckningsoptioner som är fokus för denna uppsats. Likväl finns det vissa avsnitt i boken som kan få viss relevans även i uppsatsen. Detta gäller särskilt det skrivna om rörlig prissättning av teckningsoptioner som en funktion av noterade bolags aktiekurs.⁵⁰

⁴⁷ Svernlöv (2023-06) s. 139–140.

⁴⁸ Sandström (2023) s. 128–131.

⁴⁹ Sandström (2023) s. 130.

⁵⁰ Westermarck, Lagercrantz & Svanberg (2019) s. 264–265.

Vidare har så kallade kvalificerade personaloptioner, vilket är en typ av aktierelaterat incitamentsprogram, varit ett populärt ämne i juridiska uppsatser. Inte minst har undersökningar av dynamiken mellan det associationsrättsliga och det skatterättsliga regelverket varit populära. Trots att dessa uppsatser vid första anblick kan likna ämnet i den förevarande uppsatsen, har de inte med varandra att göra.

Som framgår ovan finns flera olika verk som behandlar regler om olika teckningsoptioner och nyemissioner i noterade bolag. Materialet har dock gemensamt att inget av dem lyfter de frågor som denna uppsats avser att undersöka eller problematiserar den gällande regleringen i förhållande till den utveckling som skett på värdepappersmarknaden under de senaste cirka tio åren. Den forskning som finns inom regleringen teckningsoptioner är föråldrad och det nyare materialet behandlar snarare incitamentsprogram, aktiebolagsrättsligt beslutsfattande och skattefrågor. Det finns inte heller någon redogörelse för varför regleringen ser ut som den gör eller vad som låg till grund för den omfattande förändringen som skedde i regleringen av emissioner av teckningsoptioner vid övergången från 1975 års aktiebolagslag till dagens aktiebolagslag.

Något samlat och uppdaterat verk som behandlar den aktuella regleringen av emission av teckningsoptioner med åtföljande teckning, samt problematiserar regleringen i förhållande till sitt eget ändamål och utvecklingen på den svenska värdepappersmarknaden finns inte. Detta gör att uppsatsen skiljer sig i förhållande till tidigare arbeten och i stor utsträckning behandlar frågeställningar som inte tidigare avhandlats.

1.6 Avgränsningar

Uppsatsen behandlar emission av teckningsoptioner i samband med företrädesemission av aktier, så kallade units, i bolag som handlas på någon av de svenska MTF:erna. Det innebär att frågor om exempelvis kvalificerade personaloptioner, andra aktierelaterade incitamentsprogram eller eventuella skattemässiga aspekter av teckningsoptioner faller utanför

uppsatsen. Inte heller emission av teckningsoptioner i exempelvis privata bolag kommer att behandlas specifikt, trots att det mesta av den aktiebolagsrättsliga reglering som behandlas gäller även för dessa.

Fokus i uppsatsen ligger på regleringen kring emission av teckningsoptioner med åtföljande teckning av nya aktier enligt 14 kap. aktiebolagslagen, med särskilt fokus på 14 kap. 4–6 §§. Den företrädesrätt till teckningsoptioner som enligt huvudregeln i 14 kap. 1 § aktiebolagen råder för befintliga aktieägare eller sådana formkrav för teckning av teckningsoptioner och registrering av emissionsbeslutet som finns i 14 kap. aktiebolagslagen behandlas exempelvis inte i uppsatsen. Den del av uppsatsen som behandlar regleringen av emission av teckningsoptioner med åtföljande teckning av nya aktier är således utförlig men inte uttömmande. Avsnittet syftar huvudsakligen till att beskriva regleringens framväxt i förhållande till möjligheten att ge ut teckningsoptioner och de delar av regleringen som relaterar direkt härtill.

Emissioner kan genomföras för olika typer av värdepapper. I 13 och 15 kap. aktiebolagslagen regleras nyemission av aktier respektive emission av konvertibler med åtföljande konvertering till nya aktier. Dessa regelverk behandlas endast i den utsträckning som de behövs för att illustrera skillnader gentemot emission av teckningsoptioner eller som de underlättar förklaringen kring varför 14 kap. aktiebolagen är utformat som det är.

1.7 Disposition

Efter uppsatsens inledande avsnitt följer ett kapitel om uppsatsens utgångspunkter, ägnade för att underlätta läsarens förståelse av ämnet, däribland värdepappersmarknadens övergripande syfte och framväxt samt marknadens aktörer. Därefter redogörs i kapitel 3 för de allmänna bestämmelser om emission av teckningsoptioner med åtföljande teckning av nya aktier. Här behandlas även regleringens framväxt, med särskilt fokus på de lagändringarna i samband med ikraftträdandet av aktiebolagslagen. I kapitel fyra redogörs för den nutida utvecklingen på

värdepappersmarknaden, huvudsakligen genom att presentera det empiriska materialet och göra en ansats till att förklara denna utveckling. Vidare, i kapitel 5, problematiseras denna utveckling i förhållande till regleringen på området samt värdepappersmarknadens syfte och funktion. Avslutningsvis sammanfattas och diskuteras arbetet och dess slutsatser i kapitel 6. I det fall då potentiellt negativa konsekvenser för värdepappersmarknaden och dess aktörer identifieras, avser jag att i uppsatsens avslutning också presentera förslag på hur dessa risker kan minimeras.

2 Utgångspunkter

2.1 Inledning

I detta kapitel presenteras några grundläggande utgångspunkter för uppsatsen. Kapitlet inleds med en beskrivning av bakgrunden till den svenska publika marknaden för tillväxtbolag. Därefter följer en redogörelse för värdepappersmarknadens syfte och funktion samt en översikt av de centrala teorier som ligger till grund för många av de regler som finns på värdepappersmarknaden. I slutet på kapitlet beskrivs översiktligt de huvudsakliga aktörerna på värdepappersmarknaden.

2.2 Publik handel i tillväxtbolag, från start till idag

Sedan införandet av det första MiFID-direktivet 2007, finns det två typer av publika marknader för noterade bolag i Sverige; reglerade marknader, även kallade börser, och MTF:er. MTF står för multilateral trading facilities, men dessa benämns ofta som handelsplattformar. Reglerna, som de noterade bolagen måste följa, är mindre omfattande på dessa handelsplattformar än på de reglerade marknaderna. Syftet med direktivet var att minska kostnaderna samt de administrativa bördorna som en notering medför. Följaktligen skulle tillgången till publikt kapital för små och medelstora tillväxtbolag bli större.⁵¹ Med andra ord började det för första gången bli möjligt för privatpersoner att på egen hand investera i tillväxtbolag.

I Sverige fanns det redan innan 2007 försök att möjliggöra publik handel i tillväxtbolag. Det främsta av dessa var Aktietorget som startade år 1997, med syftet att göra det enklare, tryggare och synligare för tillväxtbolag att vara noterade.⁵² Eftersom regelverket fram till 2007 var samma för alla noterade bolag, nådde Aktietorget ingen större framgång med att göra publikt kapital tillgängligt för mindre bolag. I stället skulle det dröja till just 2007, då Aktietorget, i kölvattnet av MiFID-direktivet, beslutade att inte

⁵¹ Mitelman Lindholm (2021) s. 98.

⁵² Spotlight (2024).

längre vara en reglerad marknad, utan i stället bli en handelsplattform.⁵³ Aktietorget bytte år 2018 namn till Spotlight Stock Market⁵⁴ och utgör tillsammans med First North och NGM, de tre handelsplattformar som finns i Sverige idag.

Vid utgången av år 2007 var antalet noterade bolag på handelsplattformar cirka 200 stycken. Idag är motsvarande siffra nästan 700 stycken.⁵⁵ Det sammanlagda marknadsvärdet på dessa bolag uppgår till omkring 435 miljarder SEK och det sammanlagda antalet aktieägare i bolagen är flera miljoner.⁵⁶ Utvecklingen på dessa handelsplattformar var särskilt kraftig under 2021, då rekordmånga bolag tog upp sina aktier till handel på en handelsplattform samtidigt som svenska småsparares intresse av att investera i tillväxtbolagen växte.⁵⁷ En småsparare i detta sammanhang avser den som inte investerar professionellt eller har särskilda kunskaper inom värdepappershandel, men som ändå väljer att åtminstone då och då placera sina besparingar i värdepapper. Det kraftigt ökade aktieintresset hos denna grupp kan illustreras av att antalet kunder hos nätmäklarna Avanza och Nordnet har stigit från 165 000⁵⁸ respektive 185 000⁵⁹ vid utgången av 2007, till nästan två miljoner kunder hos var och en vid utgången av 2023.⁶⁰ Det totala sparandet hos enbart dessa två banker har på samma sätt ökat från cirka 98 miljarder SEK⁶¹ till cirka 1 607 miljarder SEK under samma period.⁶² Att kunderna och sparandet hos dessa två banker redogörs för, bygger på att de flesta privatpersoner som sparar i aktier gör det genom just dessa banker.⁶³

Sammantaget har den svenska värdepappersmarknaden utvecklats kraftigt under de senaste femton till tjugo åren, särskilt inom segmentet för

⁵³ Finansmarknadsrådet (2008) s. 27.

⁵⁴ Lindblad (2018).

⁵⁵ Statistikmyndigheten SCB (2024).

⁵⁶ Aktielistan (2024); Euroclear (2023).

⁵⁷ Österberg (2021).

⁵⁸ Avanza (2008) s. 10.

⁵⁹ Nordnet (2008) s. 2.

⁶⁰ Avanza (2024) s. 1; Nordnet (2024) s. 2.

⁶¹ Avanza (2008) s. 10; Nordnet (2008) s. 2.

⁶² Avanza (2024) s. 1; Nordnet (2024) s. 2.

⁶³ Personlig intervju med finansiell rådgivare (2024).

tillväxtbolag och den ökade aktiviteten hos småsparare. Detta kan ställas i relation till att regleringen i 14 kap. 4-6 §§ aktiebolagslagen inte har ändrats materiellt på mer än femton år. Denna reglering behandlas utförligt i uppsatsens tredje kapitel.

2.3 Värdepappersmarknadens syfte och funktion

Värdepappersmarknadens huvudsakliga uppgift är att möjliggöra en effektiv omfördelning av kapital och risk i ekonomin.⁶⁴ Behovet av en sådan omfördelning grundar sig i att både överskott i form av sparande och finansieringsbehov i form av underskott är ojämnt fördelade mellan olika aktörer och över tid. Dessutom är några investerare mer risksökande, medan andra är mer riskaversiva. Värdepappersmarknaden möjliggör för olika aktörer att samverka och handla med varandra, vilket i sin tur kan underlätta större kapitalbehov och sprida risker. Detta förfarande anses främja ekonomisk tillväxt och skapa stor samhällsnytta genom att resurser allokeras dit de gör mest nytta.⁶⁵

En förutsättning för effektiv resursallokering är att värdepappersmarknaden åtnjuter allmänhetens förtroende.⁶⁶ Om förtroendet för marknaden undermineras finns risk att aktörer drar sig tillbaka. Om aktörer drar sig tillbaka från värdepappersmarknaden kan det leda till ineffektiv resursallokering och en negativ påverkan på samhällsekonomin. En väsentlig del av att upprätthålla allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden är en fungerande prissättning. Exempelvis är det viktigt att handeln och prissättningen i enskilda värdepapper är både förutsägbar och rättvisande.⁶⁷ Vad som är ett rättvisande pris på ett värdepapper kan delvis förklaras av teorin om den effektiva marknadshypotesen.⁶⁸ Denna antar att all tillgänglig information om ett värdepapper reflekteras i dess pris, innebärande att värdepappret vid varje

⁶⁴ Prop. 1991/92:113 s. 56.

⁶⁵ Mitelman Lindholm & Örtengren (2022) s. 28.

⁶⁶ Härkönen (2013) s. 20.

⁶⁷ Sevenius & Örtengren (2021) s. 29–30.

⁶⁸ Örtengren (2021) s. 195.

tidpunkt handlas till ett korrekt och rättvisande pris baserat på all tillgänglig information vid varje givet tillfälle.⁶⁹ Det finns olika nivåer av effektivitet inom den finansiella teorin och den är inte heller utan kritik.⁷⁰ I detta sammanhang räcker det dock att förstå den ovan beskrivna grunden i teorin, vilken är utgångspunkten för en stor del av värdepappersmarknadens reglering och i förlängningen för att möjliggöra effektiv resursallokering.⁷¹

Det är bland annat mot bakgrund av att värdepappers prissättning ska vara rättvisande som förbud mot marknadsmissbruk gäller både för handel i bolag på handelsplattformar och en reglerad marknad.⁷² I detta avseende förekommer således inga lättnader i regleringen för handelsplattformar. Noterbart är emellertid att likviditeten i värdepappershandeln i regel är lägre i mindre bolag än i större.⁷³ Med likviditet avses hur enkelt en tillgång kan köpas eller säljas på marknaden utan att dess pris påverkas. Hög likviditet i en aktie uppstår när efterfrågan på att köpa aktien är stor och det är enkelt att göra snabba affärer eftersom det finns gott om köpare och säljare. Om en marknad i stället är illikvid kan det förekomma stora prisrörelser eftersom utbud och efterfrågan på den handlade tillgången är låg. En säljare av en aktie kan därför tvingas att handla med flera olika parter och eventuellt olika priser för att genomföra sina säljorder.⁷⁴

Att likviditet är lägre i mindre bolag, innebär således att de är benägna att prispåverkas av enskilda aktörer på värdepappersmarknaden. Därmed är handelsplattformar i förlängningen mer benägna att förlora förtroende från allmänheten.⁷⁵ Den låga likviditeten som ibland syns i dessa bolag innebär att en eller ett fåtal investerare på egen hand kan orsaka stora kursrörelser, exempelvis vid beslut om att sälja ett större antal aktier under en kortare tidsperiod.

⁶⁹ Schroeder, Myrtle & Jack (2022) s. 123.

⁷⁰ Schroeder, Myrtle & Jack (2022) s. 131.

⁷¹ Eklund & Stattin (2021) s. 447.

⁷² Jfr. art. 2 MAR.

⁷³ Personlig intervju med finansiell rådgivare (2024).

⁷⁴ IG (2024).

⁷⁵ Tountopoulos (2017) s. 467–468.

En annan viktig förutsättning för effektiv resursallokering, och därmed att uppfylla värdepappersmarknadens mest grundläggande syfte, är att det finns ett investerarskydd. Generellt har den genomsnittlige investeraren, vare sig denna är privatperson eller företrädare för ett företag, sällan tillräckliga kunskaper om olika typer av värdepapper, exempelvis teckningsoptioner, för att på egen hand kunna avgöra dess lämplighet som investeringsobjekt.⁷⁶ Investerarskyddet på värdepappersmarknaden kan i vid betydelse därför sägas omfatta samtliga regler som syftar till att investerare ska åtnjuta en sund struktur för handel med olika värdepapper. Således omfattas såväl aktiebolagslagens generalklausuler⁷⁷ och marknadsmissbruksförordningen⁷⁸, som delar av lag (2007:528) om värdepappersmarknaden och lag (1999:158) om investerarskydd. Dessa är inte direkt tillämpbara i förhållande till syftet i denna uppsats. I stället är det andemeningen bakom investerarskyddet och dess roll i att upprätthålla förtroendet för värdepappersmarknaden som är central genom hela uppsatsen.

Regleringen av värdepappersmarknaden kompletteras av dess självreglering, vilket innebär att bolag åtar sig att följa vissa regler genom att notera sina aktier på en publik marknadsplats. Dessa regler består av exempelvis av Svensk kod för bolagsstyrning, uttalanden från Aktiemarknadsnämnden samt regelverken för emittenter på olika marknadsplatser. Självregleringen kompletterar lagstiftning i reglering av emission av aktier och i frågor om teckningsoptioner.⁷⁹ Aktiemarknadsnämnden övervakar tillämpningen av dessa regler och kan granska nästan alla åtgärder som ett noterat bolag i Sverige vidtar.⁸⁰ Nämnden kan även skapa normer som alla noterade bolag måste förhålla sig till genom att uttala sig om enskilda åtgärder följer god sed på värdepappersmarknaden.⁸¹ Även om reglerna inte är tvingande, är det i praktiken mycket ovanligt att bolag avviker från god sed på svenska värdepappersmarknaden.⁸² Samtliga bolag som tar upp sina aktier till handel

⁷⁶ Korling (2021) s. 272.

⁷⁷ Jfr 7 kap. 47 § och 8 kap. 41 § aktiebolagslagen.

⁷⁸ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk.

⁷⁹ Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden (2024).

⁸⁰ Afrell & Jansson (2017) s. 99–100.

⁸¹ 2013/14:FPM83, s 2–3.

⁸² Beyer (2011) s. 24.

på en offentlig marknadsplats för aktier förbinder sig vid notering dessutom med bindande verkan gentemot marknadsplatsen att följa god sed.⁸³

2.4 Aktörer på värdepappersmarknaden

Värdepappersmarknadens aktörer delas ofta in i tre grupper: *emittenter*, *investerare* och *deltagare*.⁸⁴ Med *emittenter* avses de bolag som söker finansiering genom att erbjuda sina aktier eller andra värdepapper till allmänheten och ta upp dessa för handel på en reglerad marknad eller handelsplattform. Det finns ett par huvudsakliga anledningarna till att ett företag väljer att ta upp sina aktier till handel på en publik marknad. En sådan anledning är att skapa en förbättrad position för framtida kapitalanskaffningar, genom att exempelvis kunna genomföra företrädesemissioner som ett noterat bolag och få ett konkret marknadsvärde på bolagets aktier. Därtill ökar en notering ofta kännedom om bolaget och skapar en transparens som ger förtroende för bolagets verksamhet.⁸⁵

Investerare är de personer, företag eller institutioner som väljer att placera kapital i aktier eller andra värdepapper. Som tidigare nämnts finns det olika typer av investerare sett till exempelvis kunskapsnivå, investeringshorisont och risktolerans.⁸⁶ Det är dessa som emittenter vid en nyemission vänder sig till, i hopp om att de ska vilja teckna nya aktier eller andra värdepapper i bolaget.

Med *deltagare* avses i huvudsak sådana värdepappersbolag som definieras i lag (2007:528) om värdepappersmarknaden.⁸⁷ Vid företrädesemissioner innebär deltagare framför allt ett värdepappersbolag i form av en finansiell rådgivare, vars uppgift ofta inkluderar, men inte begränsas till, att tillsammans med en juridisk rådgivare lämna råd till företag om finansiering, transaktionsstruktur och villkor.⁸⁸ Den finansiella rådgivaren är också den som marknadsför emissionen och diskuterar med investerare i

⁸³ Jfr exempelvis Spotlight (2023) s. 5–6, 43–44.

⁸⁴ Sevenius & Örtengren (2021) s. 34.

⁸⁵ Sevenius & Örtengren (2021) s. 37.

⁸⁶ Sevenius & Örtengren (2021) s. 34–35.

⁸⁷ Jfr 1 kap. 4 b § VpmL.

⁸⁸ Mitelman Lindholm (2021) s. 107; Jfr 1 kap. 4 b § VpmL.

syfte att säkerställa investeringar i bolaget som genomför emissionen.⁸⁹ Det är genom provision på mängden rest kapital som många finansiella rådgivare genererar delar av sina intäkter. Det bör i detta sammanhang poängteras att det alltid är bolagsstämman, eller styrelsen på bemyndigande av stämman, som beslutar om nyemission av aktier och andra värdepapper.⁹⁰ Beslutet fattas utifrån det specifika förslag⁹¹ som utarbetats i samråd med de finansiella och juridiska rådgivarna.⁹²

Utöver de nämnda aktörerna på värdepappersmarknaden spelar även marknadsplatserna, myndigheter, övervakningsorgan och organisationer för administrativ hantering av exempelvis clearing⁹³ viktiga roller.⁹⁴

⁸⁹ Westermark & Lagercrantz (2013) s. 52–53.

⁹⁰ Jfr 13 kap. 11, 31, 35 §§ och 14 kap 13, 24, 28 §§ aktiebolagslagen.

⁹¹ Jfr 13 kap. 3–5 §§ och 14 kap. 3–7 §§ aktiebolagslagen.

⁹² Westermark & Lagercrantz (2013) s. 53–54.

⁹³ Clearing avser alla åtgärder från det att ett åtagande görs för en transaktion tills den är avslutad. Denna process omvandlar löftet om betalning, exempelvis i form av en elektronisk betalningsbegäran, till faktisk överföring av pengar från ett konto till ett annat. Ofta agerar en specialiserad organisation som mellanhand vid clearing och antar rollen som underförstådd köpare och säljare för att samordna order mellan de handlande parterna.

⁹⁴ Westermark & Lagercrantz (2013) s. 51.

3 Emission av teckningsoptioner

3.1 Inledning

I detta kapitel redogörs för de allmänna bestämmelserna om emission av teckningsoptioner med åtföljande teckning av nya aktier samt hur denna reglering har utvecklats över tid. I viss utsträckning behandlas även regelverket för emission av aktier. Avsnittet syftar till att ge läsaren en förståelse för det aktuella regelverket, med särskilt fokus på varför bestämmelserna ser ut som de gör.

3.2 Emissionsreglernas framväxt i aktiebolagslagen

Det har inte alltid varit möjligt för svenska bolag att genomföra externa kapitalanskaffningar på något annat sätt än att emittera aktier. Att ta upp ett lån genom att emittera skuldebrev som senare kan konverteras till aktier⁹⁵, var exempelvis inte möjligt enligt 1944 års aktiebolagslag, som gällde fram till december 1975.⁹⁶ I slutet av 1960-talet blev påtryckningar från näringslivet om att möjliggöra sådana kapitalanskaffningar som ett ytterligare verktyg för bolag att finansiera sig dock stora.⁹⁷ År 1973 introducerade lagstiftaren därför *lagen (1973:302) om konvertibla skuldebrev m.m.*, som kompletterade 1944 års aktiebolagslag och möjliggjorde konvertibla skuldebrev som ett instrument för svenska bolag.⁹⁸ Lagen utformades på basis av aktiebolagsutredningens betänkande från 1971.⁹⁹ I lagen om konvertibla skuldebrev m.m. inkluderade lagstiftaren för första gången också formuleringar om teckningsoptioner, vilka kunde emitteras till långivare under förutsättningen att de kopplades till skuldebrev.¹⁰⁰

⁹⁵ Så kallade konvertibler.

⁹⁶ Jfr Lag (1975:1386) om införande av aktiebolagslagen (1975:1385).

⁹⁷ Skog (2000), s. 243–244.

⁹⁸ Jfr prop. 1973:93 och SOU 1971:15.

⁹⁹ SOU 1971:15.

¹⁰⁰ Skog (2000), s. 245.

Endast ett par år senare, i samband med 1975 års aktiebolagslag, upphävdes lagen (1973:302) om konvertibla skuldebrev m.m. och dess bestämmelser fördes väsentligen oförändrade över i 1975 års aktiebolagslags femte kapitel.¹⁰¹ Bestämmelserna i 1973 års betänkande som rörde nyemission av aktier och fondemission låg samtidigt till grund för kapitel fyra i 1975 års aktiebolagslag. Indelningen mellan kapitel fyra, om emission av aktier och fondemission, och kapitel fem, om emission av konvertibler och skuldebrev med teckningsoptioner, byggde på osäkerheten kring om en emission av konvertibler eller skuldebrev med teckningsoptioner faktiskt leder till en ökning av aktiekapitalet. Om skuldebrevsinnehavarna exempelvis anser att kursen för nyteckning av aktier med stöd av teckningsoptioner är oförmånlig, kommer innehavaren inte att nyttja sin rätt till inlösen, utan kvarstå som långgivare.¹⁰² Därigenom skulle inte aktiekapitalet öka alls till följd av emissionerna i kapitel fem, till skillnad från i kapitel fyra, där aktiekapitalet ökar direkt i samband med emissionerna.

Teckningsoptioner kunde enligt 5 kap. 1 § i 1975 års aktiebolagslag endast utges såsom förenade med ett skuldebrev. Teckningsoptioner kunde således initialt endast tillfalla de som också blev långgivare till det emitterande bolaget. Teckningsoptioner kunde dock vid denna tid vara antingen frånskiljbara eller icke frånskiljbara gentemot skuldebreven. Med detta avses att en skuldebrevsinnehavare som köpt frånskiljbara teckningsoptioner i samband med ingående av lånet, i vissa fall kunde välja att sälja sina teckningsoptioner för sig. Denna möjlighet fanns dock inte för icke frånskiljbara teckningsoptioner. Ur lagstiftarens perspektiv var syftet med frånskiljbara teckningsoptioner att bolag skulle kunna höja intresset för emissioner av skuldebrev genom att ge borgenärer flera handlingsalternativ efter att emissionen avslutats.¹⁰³

¹⁰¹ Prop. 1975:103 s. 354.

¹⁰² SOU 1997:22 s. 214.

¹⁰³ Andersson, Johansson & Skog (2005), 5 kap. 1 §.

Enligt 5 kap. 4 § i 1975 års aktiebolagslag behövde ett emitterande bolag, i samband med utfärdandet av skuldebrev och teckningsoptioner, ange en inlösenkurs som skulle gälla för teckningsoptionerna. Det fanns i denna lag dock inga hinder för att ange en variabel inlösenkurs inom ramarna för underkursförbudet och bolagsordningens gränser.¹⁰⁴ Det var vid denna tid vanligast att inlösenkursen sattes väsentligt högre än emissionskursen, och marknadsvärdet på aktierna vid utgivningstillfället utgjorde i praktiken ett minimum för den framtida inlösenkursen.¹⁰⁵ Vad som bör förstås i detta sammanhang är att relevansen av denna reglering var relativt liten, särskilt för noterade bolag. Exempelvis handlades på OMX Stockholm under perioden 1994 till 1997 aldrig mer än fem olika serier¹⁰⁶ teckningsoptioner vid något tillfälle.¹⁰⁷ Därtill fanns vid denna tidpunkt inga publika marknadsplatser för tillväxtbolag. För kontext, handlas det i skrivande stund¹⁰⁸ 102 olika serier teckningsoptioner på den allmänna svenska värdepappersmarknaden, varav 100 stycken serier är på MTF:er för tillväxtbolag.¹⁰⁹

Under slutet av 1990-talet och början av 2000-talet företog lagstiftaren en omfattande genomgång av 1975 års aktiebolagslag. Genomgången resulterade bland annat i flera förslag till ändringar i reglerna om ökning av aktiekapitalet. Dessa förslag gällde bland annat regleringen av nyemission av aktier, konvertibla skuldebrev och teckningsoptioner. Kommittén som genomförde granskningen, vilken ledde fram till utredningen *Aktiebolagets kapital* (SOU 1997:22), skulle exempelvis pröva om bolag bör ges rätt att utfärda teckningsoptioner utan koppling till skuldebrev.

Kravet på att en teckningsoption måste vara kopplat till ett skuldebrev kritiserades bland annat av näringslivet. Kommittén anförde att kravet om

¹⁰⁴ Läs mer om underkursförbud och om bolagsordningen gränser i avsnitt 3.3.

¹⁰⁵ Andersson, Johansson & Skog (2005), 5 kap. 4 §.

¹⁰⁶ En serie teckningsoptioner avser en grupp teckningsoptioner som erbjuds av ett bolag, där alla optioner i serien har samma villkor. Varje serie utgör en separat grupp av optioner som skiljer sig från andra serier baserat på faktorer som inlösenpris och inlösenperiod. Ibland kan ett bolag emittera flera serier av teckningsoptioner samtidigt, men vanligtvis har ett bolag endast en utestående serie teckningsoptioner åt gången.

¹⁰⁷ Skog (2000), s. 246.

¹⁰⁸ 2024-04-06.

¹⁰⁹ Rätter, teckningsoptioner & betalda tecknade aktier (2024).

kopplingen ansågs sakna praktisk betydelse. Det framfördes också att ett bolag, trots det gällande kravet om koppling, kunde emittera teckningsoptioner som kopplades till skuldebrev med väldigt små, närmast symboliska, värden. Därtill var det också möjligt att i emissionsvillkoren föreskriva att teckningsoptionerna skulle vara frånskiljbara omedelbart efter emissionen av skuldebrev.

Kommittén ansåg sammantaget att den gällande ordningen, med krav på koppling mellan skuldebrev och teckningsoption, var så pass enkel att kringgå att den inte kunde behållas.¹¹⁰ Denna uppfattning upprepas av lagstiftaren i en senare utredning år 2001.¹¹¹ Lagstiftaren föreslog således inte en ny formulering eller att regleringen annars reviderades något, utan i stället att kravet på koppling mellan skuldebrev och teckningsoption helt tas bort.¹¹² Bolag skulle enligt förslaget således kunna ge ut teckningsoptioner som ett eget finansiellt instrument, utan att samtidigt ta upp lån från de som tog emot teckningsoptionerna.¹¹³

Ett mindre omfattande förslag som utredningen valde att presentera, var att teckningsoptioner skulle kunna emitteras vederlagsfritt eller mot betalning. Det föreslogs i detta sammanhang inga specifika begränsningar för villkoren, varken för utgivandet av teckningsoptionerna eller i samband med den åtföljande teckningen.¹¹⁴ Lagstiftaren framförde också att en emission av teckningsoptioner i grunden egentligen inte skulle utgöra annat än en nyemission av aktier med särskilt lång teckningstid. Mot bakgrund av detta nya synsätt föreslogs också att strukturen på de kapitel i aktiebolagslagen som reglerade ökning av aktiekapital skulle förändras så att de olika metoderna för ökning av aktiekapital behandlades var för sig.¹¹⁵

Regeringens förslag mynnade ut i ett lagförslag som lämnades över till riksdagen under våren 2005. Förslaget innebar enligt lagstiftaren en

¹¹⁰ SOU 1997:22 s. 215.

¹¹¹ SOU 2001:1 s. 448

¹¹² Skog (2000), s. 262.

¹¹³ SOU 1997:22 s. 349.

¹¹⁴ SOU 1997:22 s. 348.

¹¹⁵ SOU 1997:22 s. 2015–2016.

modernisering av den svenska bolagsrätten, bland annat genom en större flexibilitet för bolag och en helt ny utformning för reglerna om kapitalökning.¹¹⁶ Mer om lagförslagets resultat kan läsas i nästa avsnitt.

3.3 Allmänt om reglerna om emission av units

3.3.1 Inledning

Den 1 januari 2006 ersattes 1975 års aktiebolagslag med den idag gällande aktiebolagslagen. I enlighet med förslagen från de ovan berörda lagförarbeten, är det idag möjligt att ge ut teckningsoptioner utan koppling till skuldebrev. Det finns således inte längre några krav på att den som förvärvar teckningsoptioner också måste låna ut medel till det emitterande bolaget.¹¹⁷ I samband med lagändringen blev det således möjligt att emittera teckningsoptioner tillsammans med aktier i en och samma emission av units. Det är detta finansieringsupplägg, där en emission av teckningsoptioner genomförs tillsammans med en nyemission av aktier, och båda instrumenten erbjuds som en unit, som blivit så populärt att använda bland noterade bolag under de senaste fem till tio åren. Det är också dessa unitemissioner som ligger till grund för denna uppsats empiriska undersökning. Ordet unit är en term från finansbranschen som betyder att flera olika värdepapper samlats i ett finansiella instrument. Det finns således inget specifikt regelverk för units, utan att emittera en unit som består av en eller flera aktier och en eller flera teckningsoptioner aktualiserar reglering för nyemission av aktier respektive emission av teckningsoptioner var för sig.

Förutom att möjliggöra utgivning av units genom det slojade kravet, genomförde lagstiftaren också ändringar i aktiebolagslagens struktur enligt förslagen i lagförarbete. Idag regleras de fyra kapitalökningsmetoderna i varsitt kapitel av aktiebolagslagen från 12–15 kap. Nyemission av aktier och

¹¹⁶ Prop. 2004/05:85 s. 1–2.

¹¹⁷ Dotevall (2015) s. 406.

emission av teckningsoptioner, vilka är centrala för denna uppsats, regleras i 13–14 kap. aktiebolagslagen.

I de följande avsnitten redogörs i huvudsak för regleringen av emission av teckningsoptioner med åtföljande teckning av nya aktier. Nyemissioner av aktier behandlas endast som komplement. Detta beror på dels att regelverken är väldigt lika, dels att regelverket för nyemission av aktier har behandlats utförligt i tidigare forskning och samtidigt inte vällar några frågor för denna uppsats.

3.3.2 Beslut om emission av teckningsoptioner

En emission av teckningsoptioner sker i två steg. I det första steget emitterar bolaget teckningsoptioner, vilket inte påverkar aktiekapitalet. I det andra steget tecknas nya aktier av optionsinnehavaren.¹¹⁸ Det är beslutsfattandet i steg ett som behandlas i detta avsnitt.

Beslut om emission av teckningsoptioner fattas som utgångspunkt av bolagsstämman.¹¹⁹ Beslut om emission av teckningsoptioner kan, precis som för nyemission av aktier, också fattas av styrelsen under förutsättning av bolagsstämmans godkännande i efterhand eller med stöd av ett av stämman lämnat bemyndigande.¹²⁰ Inför beslut av såväl bolagsstämman som styrelsen måste det enligt lag upprättas vissa handlingar som beslutsunderlag.¹²¹ I förslaget till beslut om emission ska exempelvis anges centrala villkor i emissionen, såsom hur många teckningsoptioner som kan komma att ges ut, när teckning kommer ske och om dessa ska ges ut mot betalning.¹²² Dessutom ska i förslaget också anges detaljer kring den efterföljande nyteckningen av aktier med stöd av teckningsoptionerna.¹²³

¹¹⁸ Dotevall (2015) s. 406.

¹¹⁹ 11 kap. 2 § aktiebolagslagen.

¹²⁰ 14 kap. 3 §, 14 kap. 24 §, 14 kap. 28 § aktiebolagslagen.

¹²¹ 14 kap. 3–9 §§, 14 kap. 24 §, 31 § aktiebolagslagen.

¹²² 14 kap. 4 § p. 1, 3, 5 aktiebolagslagen.

¹²³ 14 kap. 6 § aktiebolagslagen.

Antalet teckningsoptioner som föreslås emitteras kan anges som ett fast antal eller som ett intervall.¹²⁴ Den tid inom vilken teckning av teckningsoptioner kan ske kallas *teckningstiden*. I företrädesemissioner, vilka undersöks i denna uppsats, får inte teckningstiden understiga två veckor.¹²⁵ Regleringarna för nyemission av aktier och emission av teckningsoptioner är i dessa avseenden materiellt identiska.¹²⁶

Angående vederlaget för varje teckningsoption, är det enligt 14 kap. aktiebolagslagen möjligt för bolag att emittera teckningsoptioner vederlagsfritt.¹²⁷ Enligt lagstiftaren finns det inga skäl att föreskriva att betalningen för teckningsoptioner skall vara av viss storlek.¹²⁸ Detta grundar sig i att eventuell betalning för teckningsoptioner inte har någon koppling till betalning för de nya aktier som kan tecknas i samband med inlösen av teckningsoptionerna.¹²⁹ Just i detta avseende skiljer sig emissioner av teckningsoptioner något från emissioner av aktier. Vid nyemission av aktier förhindrar nämligen *underkursförbudet* bolag från att sätta teckningskursen för de nya aktierna till noll. Underkursförbudet är ett förbud mot att emittera nya aktier till en teckningskurs som understiger de tidigare aktiernas kvotvärde.¹³⁰ Kvotvärdet utgörs av bolagets registrerade aktiekapital dividerat med det totala antalet aktier i bolaget innan nyemissionen.¹³¹

Eftersom teckningsoptioner är instrument med inneboende osäkerhet kring huruvida en framtida nyteckning av aktier med stöd av optionen kommer att ske eller inte, så gynnas deras funktion av att de kan emitteras vederlagsfritt. En av de stora fördelarna med teckningsoptioner uppstår för bolag med ett framtida kapitalbehov som inte kan planeras med någon större säkerhet. Ponera exempelvis att ett läkemedelsbolag genomför en unitemission för att resa kapital inför en klinisk fas III-studie. Pengarna från den initiala emissionen ska användas för att finansiera fas III-studien, men om denna

¹²⁴ Andersson, Johansson & Skog (2023) 14 kap. 4 § p. 2.

¹²⁵ 13 kap. 4 § 5 st., 14 kap. 4 § 4 st. aktiebolagslagen.

¹²⁶ Jfr Andersson, Johansson & Skog (2023) 14 kap. 4 § p. 2–3.

¹²⁷ 14 kap. 4 § p. 5 aktiebolagslagen.

¹²⁸ Prop. 2004/05:85 s. 341–342.

¹²⁹ Skog (2023) s. 63.

¹³⁰ 13 kap. 4 § st. 3 aktiebolagslagen.

¹³¹ 1 kap. 6 § aktiebolagslagen.

studie lyckas kommer bolaget att behöva betydligt mer pengar för att kunna lansera sitt läkemedel på marknaden genom produktion, distributörer, marknadsföring och återförsäljare. Om fas III-studien däremot misslyckas, har läkemedelsbolaget inte längre någon verksamhet eller behov av ytterligare kapital.

I denna situation är vederlagsfria teckningsoptioner, tillsammans med aktierna i den initiala emissionen, ett lämpligt instrument att använda.¹³² Inlösenperioden för dessa teckningsoptioner kan bestämmas till strax efter att resultaten från fas III-studien har kommunicerats, vilket gör att bolaget vid inlösenperioden antingen kommer att ha goda framtidsutsikter eller ingen verksamhet kvar. Det blir därmed betydligt lättare för innehavarna av teckningsoptionerna att besluta om de ska fortsätta stötta bolaget finansiellt, jämfört med innan resultatet av fas III-studien är känt.

Eftersom teckningsoptionerna emitteras vederlagsfritt, tar inte investeraren risken att lägga mer pengar än nödvändigt för att genomföra fas III-studien, utan att veta säkert huruvida ytterligare finansiering kommer behövas. Teckningsoptionerna blir således ett sätt för bolag att undvika att resa kapital från investerare som kanske inte kommer att behövas, vilket i sin tur minskar risken för investerarna avsevärt. Alternativet skulle vara att det tidigare nämnda läkemedelsbolaget tvingas genomföra två separata företrädesemissioner av aktier, varav en strax efter en eventuell godkänd fas III-studie, vilket är ett kritiskt ögonblick för bolaget där fördelen med att slippa fokusera på kapitalanskaffning är stor. Denna möjlighet erbjuder teckningsoptioner som instrument.¹³³

De detaljer om den framtida inlösen av teckningsoptionerna som ska anges i den initiala emissionens beslutsförslag utgörs väsentligen av aktiekapitalets ökning, inlösenkurs och inlösenperiod. Vad gäller aktiekapitalets ökning råder det inga krav på att ange ett bestämt ökningsbelopp, utan i stället ett maximalt ökningsbelopp. Det maximala ökningsbeloppet inträffar om

¹³² Personlig intervju med finansiell rådgivare (2024).

¹³³ Personlig intervju med finansiell rådgivare (2024).

samtliga emitterade teckningsoptioner omvandlas till aktier.¹³⁴ Att det inte anges ett visst ökningsbelopp, utan ett högsta belopp, kommer sig av att det slutliga antalet teckningsoptioner som löses in mot nya aktier inte kan förutses säkert vid emissionen av teckningsoptionerna.¹³⁵ Ett bolag som vill ge ut teckningsoptioner måste vara uppmärksam på de gränser för antalet aktier och aktiekapital som stadgas i bolagsordningen.¹³⁶

Aktiekapitalet får inte ökas på ett sätt som strider mot bolagsordningen. Om det maximala ökningsbeloppet inte ryms inom gränserna för bolagsordningen innan emissionen måste bolaget i samband med emissionen ändra sin bolagsordning. Av detta följer också att bolag, vars aktiekapital i bolagsordningen är angivet till ett fast belopp, inte får besluta om emission av teckningsoptioner, om inte bolagsordningen samtidigt ändras.¹³⁷ Det bör i detta sammanhang också nämnas att ett emitterande bolag fritt kan bestämma förhållandet mellan antalet utgivna teckningsoptioner och antalet nya aktier som potentiellt kan tecknas med stöd av dessa. Det är således inte givet att varje teckningsoption ger rätt att teckna en ny aktie, trots att ett sådant 1:1-förhållande har visat sig vara vanligast genom datainsamlingen till uppsatsen. Det förekommer således, om än i begränsad utsträckning, att bolag i villkoren för en emission av teckningsoptioner exempelvis föreskriver att optionsinnehavare måste lösa in tre eller fem stycken teckningsoptioner för att få rätt att teckna en aktie. Detta får inte bara betydelse för den maximala ökningen av aktiekapitalet som kan ske vid inlösen, utan också för den publika handeln av teckningsoptioner som berörs i avsnitt 3.3.4.

Hur många teckningsoptioner som löses in under inlösenperioden hänger i stor utsträckning ihop med vilket pris som de nya aktierna kan köpas för (inlösenkursen) samt när detta kan göras (inlösenperioden). Likt vad som ovan beskrivs om underkursförbudet för teckningskursen vid nyemission av aktier, råder det vid bestämmande av inlösenkursen för teckningsoptioner ett

¹³⁴ Prop. 2004/05:85 s. 705–706.

¹³⁵ Nerep, Samuelsson & Adestam (2021) 14 kap. 6 §.

¹³⁶ Jfr 3 kap. 1 § aktiebolagslagen.

¹³⁷ Svernlöv (2023-08) s. 154.

motsvarande underkursförbud.¹³⁸ Inlösenkursen får således inte understiga aktiens kvotvärde.

Redan i samband med 1975 års aktiebolagslag stod det klart att det inte fanns några hinder för att ange en variabel inlösenkurs inom ramarna för underkursförbudet och bolagsordningen.¹³⁹ Så är även fallet idag, och bolag kan exempelvis bestämma inlösenkursen som en funktion av bolagets aktiekurs. Detta kan göras antingen inom ett visst intervall eller fritt, med undantag för den begränsning som underkursförbudet utgör.¹⁴⁰ Med intervall avses att bolaget bestämmer ett lägsta och/eller högsta pris för inlösen av teckningsoptionerna mot nya aktier. Dessa gränsvärden utgör i så fall ramarna för den funktion av bolagets aktiekurs som bestämmer inlösenkursen. Skulle funktionen ge ett pris som ligger under det lägsta priset för inlösen, blir inlösenkursen i stället det lägsta i intervallet. På samma vis skulle inlösenkursen bestämmas till det övre gränsvärdet ifall funktionen skulle ge ett pris som var högre än det övre gränsvärdet. I detta sammanhang bör upprepas att underkursförbudet alltid gäller och att även emissioner med rörligt pris utan bestämda gränsvärden för inlösenkursen, i praktiken därför har aktiens kvotvärde som lägsta inlösenkurs.

Den funktion som bolag, vilka emitterat teckningsoptioner med rörlig inlösenkurs, väljer för att bestämma inlösenkursen, kan i princip vara vilken som helst. I praktiken är den dock i de flesta fall densamma. I samtliga undersökta emissioner av units med rörlig prissättning för emitterade teckningsoptioner¹⁴¹, bestäms inlösenkursen som 70 % av den volymvägda snittkursen för aktien under en viss period strax före inlösenperioden. Det är denna period som brukar benämnas prissättningsperioden. Senast i samband med att inlösenperioden för teckningsoptionerna börjar, kommunicerar bolaget via pressmeddelande således värdet av denna funktion, i form av en fast inlösenkurs som ska gälla under hela den

¹³⁸ Nerep, Samuelsson & Adestam (2021) 14 kap. 6 §; 13 kap. 4 § st. 3 aktiebolagslagen.

¹³⁹ Andersson, Johansson & Skog (2005), 5 kap. 4 §.

¹⁴⁰ Jfr Andersson, Johansson & Skog (2023) 14 kap. 6 §, 13 kap. 4 §.

¹⁴¹ 64 stycken.

kommande inlösenperioden. Både prissättningsperioden och inlösenperioden är ofta omkring 10 handelsdagar.

Inget av det nyss framförda är relevant när ett bolag sätter en fast inlösenkurs. I dessa fall anges ett pris i samband med emissionen av teckningsoptioner som ska gälla under den framtida inlösenperioden. Priset justeras därmed inte beroende på bolagets framtida aktiekursutveckling.

De centrala villkoren i ett beslut om emission av units i ett noterat bolag kan se ut enligt följande exempel då det kommuniceras till bolagets aktieägare och marknaden.

Exempel 1 - Beslut om emission av units i ett noterat bolag

Styrelsen i Bolag A har idag, villkorat av godkännande vid extra bolagsstämma, beslutat om att genomföra en företrädesemission av units om initialt cirka 10 MSEK. Företrädesemissionen omfattar maximalt 1 000 000 units där varje unit består av en (1) aktie och en (1) vederlagsfri teckningsoption.

Teckningskursen är 10 SEK per unit, motsvarande 10 SEK per aktie (teckningsoptionerna emitteras vederlagsfritt). Under förutsättning att företrädesemissionen fulltecknas kommer antalet aktier i Bolag A att öka med högst 1 000 000 aktier, från 5 000 000 aktier till som högst 6 000 000 aktier. Mot bakgrund av aktiernas kvotvärde på 2 SEK, kommer aktiekapitalet att öka med högst 2 000 000 SEK från 10 000 000 till högst 12 000 000 SEK.

Varje teckningsoption berättigar till teckning av en ny aktie under perioden från och med den 1 mars 2024 till och med den 14 mars 2024 (inlösenperioden). Teckningskursen vid teckning av aktier med stöd av teckningsoptionerna uppgår till 70 procent av den volymvägda genomsnittliga kursen för bolagets aktie under perioden från och med den 16 mars 2024 till och med den 29 mars 2024 (prissättningsperioden), dock lägst 10 SEK per aktie och högst 25 SEK per aktie. Om samtliga teckningsoptioner utnyttjas fullt ut för teckning av nya aktier i Bolag A kommer antalet aktier att öka med ytterligare 1 000 000, från 6 000 000 aktier till totalt 7 000 000 och aktiekapitalet kommer att öka med ytterligare 2 000 000 SEK, från 12 000 000 SEK till 14 000 000 SEK.

För att begripa valet av prissättningsmekanism för inlösenkursen av teckningsoptioner, bör bolagets intressen vid detta beslut förstås. För bolagen gäller det att utforma villkoren så att de å ena sidan är attraktiva för den som deltar i emissionen, å andra sidan tillför bolaget högsta möjliga vederlag för de aktier som kan komma att emitteras till följd av inlösen. Då teckningsoptioner till sin natur endast har ett syfte för bolaget i de fall då dess innehavare väljer att lösa in dem, är det centralt att villkoren vid tiden för inlösen framstår som attraktiva jämfört med aktiens värde.¹⁴²

Som tidigare nämnt, var det under åtminstone 1990- till och med 2010-talet vanligt att inlösenkursen sattes väsentligt högre än emissionskursen och att marknadsvärdet på aktierna vid utgivningstillfället i praktiken ansågs som det lägsta möjliga gränsvärdet för teckningsoptionerna.¹⁴³ Vid genomförande av den empiriska undersökningen i denna uppsats har det dock visats att så inte längre är fallet. I stället sätts ofta det lägsta gränsvärdet till kvotvärdet, vilket som nämnts är det lägst möjliga enligt underkursförbudet, eller annars väsentligt lägre än marknadsvärdet vid emissionen.¹⁴⁴

Trots att regleringen av hur inlösenkursen för teckningsoptioner får bestämmas inte har ändrats materiellt sedan 1975 års aktiebolagslag, har en bredare tolkning av regleringen formats hos praktiker på senare år. Vad som också syns i uppsatsens empiriska material är att bolag idag föredrar en rörlig prissättning för inlösenkursen.¹⁴⁵ Att fast pris är relativt ovanligt kan bero på just den ovanstående dynamiken, där bolag vill försäkra sig om att optionen är attraktiv gentemot marknadsvärdet på aktien vid inlösentillfället. Därför fokuserar uppsatsen i det följande också framför allt på teckningsoptioner med rörlig prissättning av inlösenkurs.

Regleringen av beslut om emission av teckningsoptioner är sammantaget mycket snarlik den för emission av aktier. Detta innebär att

¹⁴² Sandström (2023) s. 131.

¹⁴³ Andersson, Johansson & Skog (2005), 5 kap. 4 §; Swedbank (2024).

¹⁴⁴ Av 64 unitemissioner med rörlig inlösenkurs för teckningsoptionerna, så var inlösenkursen lika med aktiens kvotvärde i 45 stycken, minst 25 % lägre än marknadsvärdet i 7 stycken och lika med marknadsvärdet på bolagets aktier vid emissionen i 12 stycken.

¹⁴⁵ Endast 11 av 75 stycken undersökta unitemissioner valde fast inlösenkurs.

emissionsprocessen och den administrativa hanteringen av en emission av units inte ser annorlunda ut än processen för exempelvis en sedvanlig emission av aktier.¹⁴⁶

3.3.3 Teckning av aktier med stöd av teckningsoption

I följande avsnitt behandlas steg två i processen för emission av teckningsoptioner, nämligen när optionsinnehavaren kan teckna nya aktier med stöd av sina teckningsoptioner.

Som nämnts ovan, sker nyteckning av aktier med stöd av teckningsoptioner under en specifik inlösenperioden. Det emitterande bolaget kan fritt bestämma när inlösenperioden ska löpa och hur lång denna ska vara.¹⁴⁷ I praktiken är det vanligast att teckningsoptioner som ges ut i en företrädesemission av units, har en inlösenperiod som ligger cirka åtta till tio månader från den sista teckningsdagen i företrädesemissionen.¹⁴⁸ Prissättningsperioden i sin tur avslutas några ofta få dagar före att inlösenperioden börjar.¹⁴⁹ Båda dessa perioder löper i praktiken under cirka 10 handelsdagar.¹⁵⁰

Vad som ovan beskrivits om val av prissättningsmekanism för teckningsoptionens inlösenkurs, samt möjligheten att bestämma gränsvärden, är viktigt för att förstå varför vissa teckningsoptioner kan vara attraktiva, medan andra inte är det. Avgörande är att det pris, för vilket en teckningsoptioninnehavare med stöd av optionen kan teckna en ny aktie, framstår som attraktivt jämfört med marknadsvärdet på bolagets aktier.¹⁵¹

¹⁴⁶ Westermark & Lagercrantz (2013) s. 249.

¹⁴⁷ Prop. 2004/05:85 s. 706.

¹⁴⁸ Genomsnittet för undersökta unitemissioner är 242 dagar (75 stycken).

¹⁴⁹ Genomsnittet för undersökta unitemissioner med rörligt optionspris är fem dagar (64 stycken).

¹⁵⁰ Genomsnittet för undersökta unitemissioner är 14 dagar för respektive period, inklusive helgdagar.

¹⁵¹ Sandström (2023) s. 131.

En teckningsoption är inte attraktiv om en investerare, som vill köpa aktier i ett bolag, kommer betala mer för att teckna nya aktier med stöd av teckningsoptioner än vad som går att köpa befintliga aktier för på marknaden. I detta fall kommer investeraren inte teckna aktier med stöd av teckningsoptioner, utan i stället köpa befintliga aktier över marknaden för ett lägre pris. Termen *out of the money* används för att beskriva teckningsoptioner i ett sådant läge och teckningsoptionerna har då inget värde. Termen *out of the money* används således för att beskriva en option som inte är lönsam att lösa in. På motsvarande sätt används termen *in the money* för att beskriva teckningsoptioner som det är lönsamt att under inlösenperioden omvandla till aktier, det vill säga att de möjliggör nyteckningar av aktier under rådande marknadsvärdet och att teckningsoptionerna därmed har ett värde.¹⁵²

Skillnaden på en option som är *in the money* respektive *out of the money* kan med fördel illustreras med hjälp av ett par exempel.

Exempel 2 - In the money

Bolag A genomförde under 2023 en emission av units bestående av en aktie och en teckningsoption. Varje teckningsoption berättigar till teckning av en ny aktie under perioden från och med den 1 mars 2024 till och med den 14 mars 2024 (inlösenperioden). Teckningskursen vid teckning av aktier med stöd av teckningsoptionerna uppgår till 70 procent av den volymvägda genomsnittliga kursen för bolagets aktie under perioden från och med den 16 mars 2024 till och med den 29 mars 2024 (prissättningsperioden), dock lägst 10 SEK per aktie och högst 25 SEK per aktie.

Under prissättningsperioden i mars 2024 handlas Bolag As aktie till i genomsnitt 20 SEK på marknaden. Inlösenkursen bestäms således till 14 SEK ($20 \cdot 0,70 = 14$).

Under inlösenperioden fortsätter marknadsvärdet på Bolag As aktier att vara 20 SEK, varför alla teckningsoptionsinnehavare därmed har möjligheten att teckna

¹⁵² Cambridge (2024).

nya aktier under marknadsvärdet och göra en lönsam affär.
Teckningsoptionerna är in the money.

Exempel 3 - Out of the money

Bolag B genomför en identisk emission som Bolag A ovan, med samma villkor. Bolags Bs aktier handlas under prissättningsperioden dock till endast 5 SEK i genomsnitt. Bolag Bs inlösenkurs bestäms därför till 10 SEK enligt det lägsta angivna gränsvärdet för inlösenkursen enligt Bolag Bs emissionsbeslut.

Under inlösenperioden fortsätter Bolag Bs aktier att handlas till ett marknadsvärde om 5 SEK, varför de teckningsoptionsinnehavare som under samma period har möjligheten att teckna nya aktier för 10 SEK inte kommer att nyttja denna möjlighet. Teckningsoptionerna är out of the money.

En investerare som önskar att köpa aktier kommer, som ovan konstaterats, välja det tillvägagångssätt som ger denne det lägsta anskaffningsvärdet för aktierna. Oavsett vilket, kommer investeraren i slutändan att uppnå samma resultat, att äga aktier i bolaget. Den stora skillnaden mellan om investeraren väljer att anskaffa aktier över marknaden eller genom att lösa in teckningsoptioner, uppstår för bolaget. Om då investeraren väljer att lösa in teckningsoptioner, omvandlas dessa nämligen till nyemitterade aktier som ges ut direkt av bolaget, varför också pengarna som investeraren betalar tillfaller bolaget.¹⁵³ Om investeraren i stället väljer att köpa aktier över marknaden, emitteras inga nya aktier, utan det är existerande aktier som byter ägare, och pengarna för transaktionen tillfaller säljaren. För många tillväxtbolag kan denna skillnad vara avgörande för bolagets fortsatta finansiella situation efter en inlösenperiod för utestående teckningsoptioner. Särskilt om bolagets finansiella planering förutsätter att teckningsoptionerna i stor utsträckning kommer att lösas in.

De teckningsoptioner som löper störst risk att bli out of the money är sådana som har antingen ett fast pris eller ett bestämt lägsta pris inom ett intervall som antingen ligger nära eller är lika med marknadsvärdet för aktierna när

¹⁵³ Jfr 14 kap. 47 § aktiebolagslagen.

teckningsoptionerna emitteras. I dessa fall måste nämligen marknadsvärdet på bolagets aktier öka gentemot emissionskursen i företrädesemissionen fram till och med inlösenperioden för att teckningsoptionerna ska ha ett värde för bolaget och dess investerare. I de fall då den lägsta inlösenkursen i stället utgörs antingen av kvotvärdet eller annars ligger långt under marknadsvärdet för bolagets aktier vid emission av teckningsoptionerna, kommer teckningsoptionerna kunna behålla ett värde trots en negativ utveckling för bolagets aktiekurs. Om marknadsvärdet för bolagets aktier stiger väsentligt över antingen en eventuellt satt högsta inlösenkurs inom ett intervall eller en fast inlösenkurs, kommer värdet på teckningsoptionerna att stiga i motsvarande takt. Det blir således allt mer lönsamt att lösa in teckningsoptionerna.

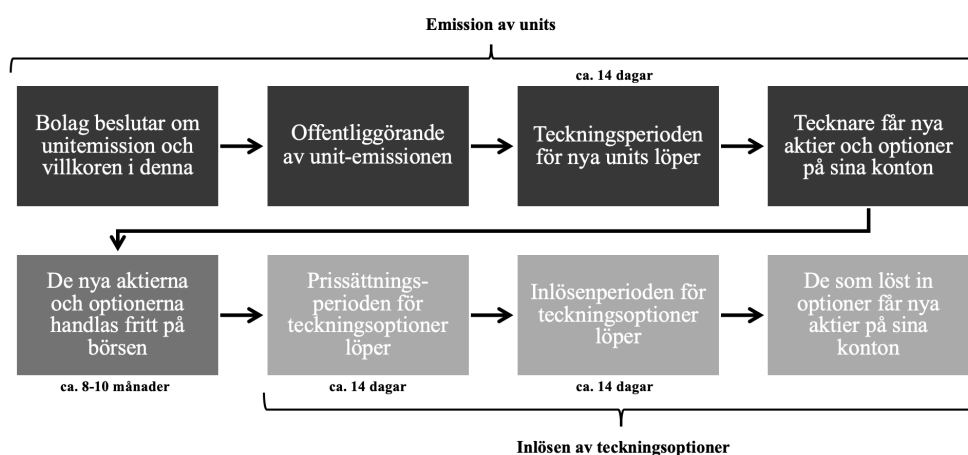
Viktigt för läsaren att ha med sig i denna kontext är, att mängden kapital som bolaget kan tillföras, står i direkt proportion till inlösenkursen per teckningsoption. Till exempel, om ett bolag som har en utestående teckningsoption har upplevt en kraftigt negativ aktiekursutveckling sedan genomförandet av en unitemission, men där optionens lägsta inlösenkurs enligt villkoren i emissionsbeslutet¹⁵⁴ utgörs av kvotvärdet, kommer denna option med största sannolikhet vara in the money vid inlösen trots den negativa aktiekursutvecklingen. På grund av den kraftigt negativa värdeutvecklingen för bolagets aktie, kommer nämligen också inlösenkursen att bli väldigt låg. Trots att investerare sannolikt kommer vilja lösa in teckningsoptionerna eftersom dessa ger ett attraktivt anskaffningsvärde på de nya aktierna, kommer bolaget till följd av den låga inlösenkursen att tillföras mindre kapital än vad den finansiella planeringen för bolaget sannolikt förutsatte.

Det nyss beskrivna kan liknas med ett företag som byggt upp ett lager bestående av 1 000 moderna vinterjackor, som det räknar med att kunna sälja för 1 000 SEK per styck nästa vinter. När nästa vinter kommer är jackorna dock inte längre moderna och köparna är endast villiga att betala

¹⁵⁴ Jfr. 14 kap. 6 § p. 2 aktiebolagslagen.

100 SEK per vinterjacka. Den intäkt på en miljon SEK som bolaget hade räknat med, kommer därför nu endast att vara hundra tusen SEK.

Nedan följer en förenklad tidslinje över den processen för en unitemission med åtföljande teckning av aktier med stöd av teckningsoptioner.



3.3.4 Perioden mellan emission och inlösen

Utöver den ovan beskrivna grunden i teckningsoptioners villkor, så kan vissa investerare behöva göra sig ytterligare övervägelser kring huruvida en teckningsoption är attraktiv. Detta gäller sådana investerare som inte deltagit i ett noterat bolags emission av teckningsoptioner och grundar sig i att dessa investerare inte erhåller några teckningsoptioner gratis i samband med att optionerna emitteras av bolaget. Den som efterföljande anser att vissa teckningsoptioner är attraktiva måste därför köpa dessa teckningsoptioner på värdepappersmarknaden.

Teckningsoptioner är överlåtbara finansiella instrument, precis som aktier.¹⁵⁵ Att teckningsoptionerna är överlåtbara innebär exempelvis att en innehavare av teckningsoptioner när som helst efter en emission av units kan välja att sälja teckningsoptionerna. På motsvarande sätt kan vem som helst köpa teckningsoptionerna, oberoende av om denne deltagit i föregående emission.

¹⁵⁵ Swedbank (2024).

Om en optionsinnehavare exempelvis inte räknar med att denne kommer att lösa in sina teckningsoptioner, kan innehavaren kompenseras ekonomiskt genom att avyttra sina teckningsoptioner när som helst mellan den initiala emissionen och inlösenperioden. På samma sätt kan personer som vill köpa aktier under marknadsvärde i ett visst bolag, köpa eventuella teckningsoptioner i bolaget och spekulera i att optionerna kommer vara in the money vid inlösen. Teckningsoptioner kan handlas på värdepappersmarknaden ända fram till och med sista dagen för inlösenperioden, alltså sista dagen då de kan nyttjas för aktieteckning. Därefter blir de teckningsoptioner som inte lösts in värdelösa och instrumentet avvecklas.

Genom den handel av teckningsoptioner som sker på värdepappersmarknaden, omallokeras teckningsoptioner till de investerare på marknaden som vill lösa in teckningsoptionerna. Köparna av teckningsoptioner kan vara både befintliga ägare som önskar att försvara eller öka sin ägarandel, eller nya ägare som vill köpa in sig till ett attraktivt pris i ett bolag. Denna omallokering kan leda till en större kapitaltillförsel för det emitterande bolaget. Även befintliga ägare i bolaget som inte löser in några teckningsoptioner bör således gynnas av teckningsoptionerna genom att bolagets finansiella ställning stärks.

Ett bolag tillförs kapital vid inlösen i direkt proportion till hur väl det har utvecklats fram till inlösen. Detta ger extra motivation till bolaget att arbeta hårt för att nå sina mål. Att detta är fallet gynnar både bolaget och dess aktieägare. Huruvida de teoretiska fördelarna med teckningsoptioner, som inte behöver kopplas till skuldebrev och är överlåtbara, innebär praktiska fördelar för både befintliga och nya aktieägare samt för bolaget själv, diskuteras ingående i kapitel fem.

Att värdera teckningsoptioner som en tillgång kan vara svårt, särskilt för den som inte är professionellt aktiv på värdepappersmarknaden. Om varje teckningsoption berättigar till teckning av en ny aktie och om en rörlig inlösenkurs har bestämts till 70 % av den volymvägda snittkursen för aktien

under prissättningsperioden, uppgår det matematiska värdet på teckningsoptionen till 30 % av marknadsvärdet för aktien, om optionen är in the money. Värdet ligger således i skillnaden mellan marknadsvärdet på aktien och den inlösenkurs som det rådande marknadsvärdet skapar. Att så är fallet beror på att denna mellanskillnad är det maximala som en investerare är villig att betala för teckningsoptionen, eftersom det annars skulle bli en olönsam affär. Att affären skulle bli olönsam följer av att det totala slutliga priset, som investeraren betalar för en ny aktie om en teckningsoption kostar exakt 30 % av aktien marknadsvärde, är lika med marknadsvärdet på en aktie. Detta följer av att den slutliga kostnaden per aktie består av dels kostnaden för att köpa en teckningsoption, vilket ger innehavaren rätt att teckna en ny aktie, dels kostnaden att efterföljande lösa in teckningsoptionen.¹⁵⁶

Teckningsoptioner har således inget bestående värde, och efter att investerare valt att antingen lösa in dem eller inte, upplöses de. Ifall teckningsoptionen skulle kosta mer att köpa än motsvarande 30 % av bolagets aktiekurs, skulle det alltså vara billigare att köpa aktierna direkt över marknaden.

Exempel 4 - Marknadens prissättning av en teckningsoption

De teckningsoptioner som Bolag A, enligt exempel 1 ovan, emitterade i samband med sin unitemission under 2023, handlades fram till och med slutet på inlösenperioden på värdepappersmarknaden.

Anta att priset för Bolag As aktier låg stabilt på 20 SEK mellan det emissionen genomfördes och inlösenperioden startade. Då blev inlösenkursen 14 SEK enligt exempel 1, varför priset som en investerare i teorin är villig att betala för varje teckningsoption inför inlösen blir 6 SEK ($20 - 14 = 6$). Detta är 30 % av marknadsvärdet på aktien.

Optionspriset bör på en välfungerande marknad således vid varje tillfälle ligga nära 30 % av det rådande aktiepriset om inlösenkursen är 70 % av den

¹⁵⁶ Exklusive courtage och eventuella andra avgifter för värdepappershandel.

volymvägda snittkursen för aktien under prissättningsperioden. I realitet handlas teckningsoptioner idag dock ofta långt under det matematiska värdet. Inte sällan kan teckningsoptioner handlas endast till 10-20 % av marknadsvärdet för aktien, något som kan bero främst på en låg likviditet i många av teckningsoptionerna på marknadsplatser för noterade tillväxtbolag.¹⁵⁷ Det är bland annat denna brist i den effektiva marknadshypotesen, i kombination med en låg kunskapsnivå hos många småsparare som idag är aktiva på marknadsplatserna för tillväxtbolag, som potentiellt skapar de juridiska problem som denna uppsats avser utreda. Mer härom i kapitel fyra och fem.

Exempel 5 - När teckningsoptioner förvärvas över marknad

En investerare som inte deltog i Bolag As unitemission, men som ändå är intresserad av att köpa aktier i bolaget och överväger att göra detta genom att köpa teckningsoptioner och sedan teckna aktier med stöd av dessa, måste göra följande beräkning. Om marknadspriset per aktie i Bolag A håller sig på 20 SEK, kommer varje teckningsoption som investeraren köper ge denne möjlighet att teckna en ny aktie för 14 SEK. Om investeraren således kan köpa teckningsoptioner för mindre än 6 SEK, kommer hans genomsnittliga anskaffningsvärde per aktie att vara < 20 SEK.

Om investeraren exempelvis köper teckningsoptioner för 2 SEK styck, och sedan tecknar nya aktier med stöd av dessa för 14 SEK, kommer investeraren att för varje aktie endast ha betalat 16 SEK totalt, trots att marknadsvärdet på varje aktie som investeraren har köpt är 20 SEK.

Ovan exempel, tillsammans med den i uppsatsen detaljerade redogörelsen för många av de villkor som enligt 14 kap. aktiebolagslagens måste anges i emissionsbeslut vid emission av teckningsoptioner, kan vid en första anblick verka ligga långt ifrån juridikens kärna. Denna information är dock viktig för att förstå de eventuella konsekvenser som ändringar i den aktiebolagsrättsliga lagstiftningen har fått och vad som är kärnan i att konsekvenserna uppstår.

¹⁵⁷ Ofsén (2022).

3.4 Summering av kapitel 3

Reglerna om kapitalökning för svenska bolag har genomgått betydande förändringar i samband med införandet av nya aktiebolagslagar år 1975 och år 2005. Huvudsakligen har detta inneburit att det överhuvudtaget blivit möjligt att använda teckningsoptioner som en metod för kapitalökning under 1970-talet, dock inte utan praktiska begränsningar.

Vid införandet av den nu gällande aktiebolagslagen togs kravet på koppling till skuldebrev bort, vilket möjliggjorde dagens unitemissioner. Inga nya krav infördes när tillämpningsområdet för teckningsoptioner breddades. Den mer liberala synen på teckningsoptioner återspeglas också i tolkningen av lagen när det gäller prissättningsmekanismer för teckningsoptioners inlösenkurs. Redan med 1975 års aktiebolagslag var det möjligt att bestämma inlösenkursen som en funktion av bolagets marknadsvärde. Tidigare fungerade marknadsvärdet vid den initiala emissionen som den praktiska miniminivån för inlösenkursens lägre gränsvärde. Detta hindrade att nya aktier tecknades under marknadspriset utan att tillföra bolaget tillräckligt med kapital. Ett lägsta gränsvärde som åtminstone motsvarande emissionskursen i den initiala företrädesemissionen signalerade dessutom att bolaget trodde på en positiv aktiekursutveckling. Idag är situationen en annan. Trots att inga lagändringar har gjorts, består den lägsta inlösenkursen i de flesta teckningsoptioner som emitteras i samband med unitemissioner av aktiernas kvotvärde.

Det nyss nämnda emissionsvillkoret, inlösenkursen, är det mest centrala villkoret för teckningsoptioner. Villkoret inkluderar valet mellan fast eller rörlig inlösenkurs, hur det rörliga priset ska beräknas och eventuella gränsvärden. Inlösenkursen, tillsammans med bolagets aktiekursutveckling i månaderna efter emissionen, är avgörande för om teckningsoptionerna kommer att lösas in eller inte. En annan viktig faktor för hur många teckningsoptioner som löses in är att teckningsoptionerna kan handlas på värdepappersmarknaden. Med andra ord kan teckningsoptioner omallokeras från sådana aktörer på marknaden som, på grund av bristande intresse eller

finansiella medel, inte vill lösa in sina teckningsoptioner, till investerare som är intresserade av att lösa in dem. Det bör noteras att teckningsoptioner i bolag på tillväxtmarknader kan ha låg likviditet, vilket i så fall gör det svårt att hitta köpare, och innebär att sådana teckningsoptioner ofta handlas under sitt matematiska värde.

För att ytterligare konkretisera de praktiska effekterna av regelverket för emission av teckningsoptioner med efterföljande teckning av nya aktier, och därigenom kunna analysera dess ändamålsenlighet, kommer nästkommande kapitel att utförligt redogöra för uppsatsens empiriska studie. Detta möjliggör en diskussion om potentiella risker med regelverket för emission av teckningsoptioner.

4 Empiriskt material och analys

4.1 Inledning

I detta kapitel presenteras uppsatsens empiriska material. Syftet är att läsaren ska förstå dels hur den praktiska tillämpningen av det ovan redogjorda regelverket ser ut idag, dels de praktiska konsekvenserna av denna tillämpning. Enligt vad som beskrivs i uppsatsens avsnitt om metod och material består det empiriska materialet i huvudsak av en kvantitativ insamling av data kring samtliga företrädesemissioner på svenska MTF:er under 2022 och eventuellt efterföljande inlösen av teckningsoptioner. Datainsamlingen kompletteras med intervjuer av två yrkesverksamma jurister och en finansiell rådgivare med mångårig erfarenhet av, och djup kunskap om, emissioner av units. En redogörelse för dessa undersökningar följer nedan.

4.2 Redogörelse för data: emissionsvillkor

Under år 2022 genomfördes¹⁵⁸ på Spotlight, First North och NGM tillsammans 159 företrädesemissioner. Av dessa var 84 stycken rena emissioner av aktier och 75 stycken var unitemissioner. Totalt emitterades således teckningsoptioner tillsammans med aktierna i 47 % av företrädesemissionerna. I 64 av de totalt 75 stycken unitemissionerna tillämpades en rörlig prissättning för teckningsoptionernas inlösenkurs. Samtliga av dessa 64 bolag bestämde den slutliga inlösenkursen för teckningsoptionerna som en funktion av bolagets aktiekurs, där priset sattes till 70 % av den volymvägda snittkursen under en förbestäm prissättningsperiod. Av dessa 64 unitemissioner utgjorde kvotvärdet den lägsta inlösenkursen för 45 av de emitterade teckningsoptionerna medan tolv bolag satte denna minimigräns till marknadsvärdet för aktierna som emitterades i den initiala emissionen. I de resterande sju unitemissionerna

¹⁵⁸ Med detta avses att emissionen offentliggjordes under 2022.

vars teckningsoptioner hade ett rörligt pris, bestämdes den lägsta inlösenkursen till mellan 25 % och 68 % lägre än emissionskursen i den initiala emissionen.

I samtliga unitemissioner emitterades teckningsoptionerna vederlagsfritt. Detta innebär att tecknaren får en eller flera teckningsoptioner på köpet för varje aktie. Teckningsoptionerna fyller därmed i samtliga initiala emissioner framför allt funktionen som ”krydda” gentemot investerare för att göra emissionen mer attraktiv.¹⁵⁹ Det är i detta sammanhang intressant att se till utfallet i den initiala emissionen för de bolag som emitterar endast aktier respektive de som emitterar units. Med utfallet avses hur stor del av det erbjudna antalet aktier respektive units som tecknats i företrädesemissionen och därmed också hur stor del av det önskade kapitalet som bolaget faktiskt tillförs. Utfallet reflekterar direkt intresset för emissionen bland investerare.¹⁶⁰ Det genomsnittliga utfallet för samtliga undersökta unitemissioner var 79,7 %, medan motsvarande siffra för emissionerna av aktier var 86,6 %. Trots att unitemissionerna ”kryddas” med vederlagsfria teckningsoptioner visar datan alltså att det genomsnittliga intresset bland investerare är högre för de rena emissionerna av aktier än för unitemissionerna.

I detta sammanhang bör också lyftas att den genomsnittliga emissionsrabatten i unitemissionerna var betydligt högre än i emissionerna av aktier. Med emissionsrabatt avses den rabatt mot marknadsvärdet som bolaget väljer att erbjuda nya aktier för i den initiala företrädesemissionen. Rabatten beräknas genom att ta marknadsvärdet för bolagets aktier dagen innan offentliggörandet för emissionen jämfört med marknadsvärdet på de nya aktierna som emitteras i emissionen, alltså emissionskursen. Emissionsrabatten tar inte hänsyn till värdet av eventuella teckningsoptioner, eftersom dessa emitteras vederlagsfritt. Bolag ger denna rabatt för att locka investerare att köpa nya aktier i stället för att köpa aktier

¹⁵⁹ Westermark & Lagercrantz (2013) s. 249; Personlig intervju med finansiell rådgivare (2024).

¹⁶⁰ Personlig intervju med finansiell rådgivare (2024).

över marknaden. Det är alltså ett identiskt resonemang som för prissättningen för inlösenkursen vid teckningsoptioner, vilket redogjordes för tidigare i uppsatsen. Ju högre emissionsrabatt ett bolag sätter i sin företrädesemission, desto mer lockande bör det vara för en investerare att köpa bolagets aktier eftersom bolagsvärderingen vid köp av de nya aktierna då är lägre. Den genomsnittliga rabatten mot marknadsvärdet i unitemissionerna var 49,9 %, medan den i emissionerna av aktier var 39,7 %. Emissionskursen var alltså lägre jämfört med aktiens stängningskurs dagen innan offentliggörandet av emissionen. Anmärkningsvärt är att investerare i unitemissioner dels får en genomsnittligt högre rabatt på de aktier som förvärvas i den initiala emissionen jämfört med emissionerna av aktier, dels får teckningsoptioner på köpet, men likväl är intresset genomsnittligt svalare för unitemissionerna.

4.3 Redogörelse för data: aktiekursutveckling

I det följande undersöks aktiekursutvecklingen dels för perioderna två och tolv månader efter avslutande¹⁶¹ av den initiala emissionen, dels under teckningsoptionernas prissättnings- och inlösenperiod för de bolag som genomfört unitemissioner. Gällande aktiekursutvecklingen under de två sistnämnda perioderna, undersöks denna endast för de bolag vars teckningsoptioner är in the money vid inlösenperioden. Detta beror på att teckningsoptioner som är out of the money vid denna tidpunkt är ointressanta för investerare som finansiellt instrument och inte kommer att påverka bolagets finansiella ställning eller dess aktiekurs på något vis. Det finns heller ingen möjlighet för investerare att i dessa fall köpa aktier billigt genom att teckna nya aktier eller liknande. Teckningsoptioner som är out of the money kan med andra ord betraktas som obefintliga.¹⁶² Totalt 18 av de undersökta teckningsoptionerna var out of the money vid inlösenperioden, varav sju hade en fast inlösenkurs och elva hade ett rörligt. Därtill är det värt att notera att totalt 13 av de bolag som genomfört någon av de 159

¹⁶¹ Avser sista teckningsdagen.

¹⁶² Personlig intervju med finansiell rådgivare (2024).

undersökta företrädesemissionerna avnoterades från sin marknadsplats någon gång mellan transaktionens genomförande och denna undersökning. Med avnotering avses att ett bolag, vars aktier tidigare handlats på en publik marknadsplats, slutar handlas där. Eftersom data relaterade till dessa bolag inte tillhandahålls av marknadsplatserna efter en avnotering, går aktiekursutvecklingen för dessa bolag inte att fastställa. Av de 13 undersökta bolagen som avnoterades genomförde nio stycken emissioner av aktier och fyra stycken genomförde unitemissioner under 2022. Det bör i detta sammanhang förstås att en avnotering inte kan tolkas som en signal om vare sig positiv eller negativ utveckling för bolagets verksamhet eller aktiekurs. En avnotering kan bero på olika faktorer som uppköp och tvångsinlösen eller konkurs.¹⁶³

Sammantaget ligger totalt 146 företrädesemissioner till grund för datan om aktiekursutveckling. Av dessa är 75 emissioner av aktier och 71 unitemissioner. Totalt 53 stycken av unitemissioner hade i sin tur en option med ett rörligt pris som var in the money vid inlösen och det är därför dessa som utgör datan för aktiekursutvecklingen under just prissättnings- och inlösenperioderna.

För samtliga bolag som genomfört företrädesemissioner av aktier är den genomsnittliga aktiekursutvecklingen under 60 respektive 365 dagar efter avslutad emission +0,73 % respektive -19,41 %. Motsvarande siffror för undersökta unitemissioner är -10,42 % 60 dagar efter emissionens avslutande och -48,48 % efter 365 dagar. Det är således tydligt att bolag som väljer att emittera teckningsoptioner tillsammans med aktier upplever en betydligt sämre aktiekursutveckling såväl på kortare som på längre sikt.

Aktiekursutvecklingen för perioden 60 dagar efter avslutad emission har undersökts eftersom det är vid denna tidpunkt som alla investerare som deltagit i emissionen har hunnit få in de nya aktierna på sina respektive konton och eventuellt sälja dem.¹⁶⁴ Att en investerare skulle delta i en

¹⁶³ Rüdén (2023) s. 22–23.

¹⁶⁴ Personlig intervju med finansiell rådgivare (2024).

emission utan att på lång sikt vilja äga de nya aktierna kan exempelvis bero på att denne inte tror på bolaget på lång sikt, men ändå tror på en kortsiktigt lönsam affär på grund av exempelvis en hög emissionsrabatt tillsammans med vederlagsfria teckningsoptioner. Det kan således antas att investeraren med kortsiktigt perspektiv kommer försöka sälja sina nya aktier och eventuella teckningsoptioner så fort denne kan, med förhoppningen att göra vinst. Kortsiktiga investerare, som väljer att delta i emissioner utan att tro på bolaget på längre sikt, kan antas vara samma typ av investerare som lockas av en extra ”krydda” i transaktionen i form av teckningsoptioner.¹⁶⁵ Det framförda är således en möjlig förklaring till varför de undersökta bolagen som genomfört unitemissioner redan 60 dagar efter avslutad företrädesemission i genomsnitt har sett sina aktier minska med mer än 10 % jämfört med emissionskursen. Det blir särskilt tydligt i jämförelse med de rena aktieemissionerna som under samma period i stället har en svagt positiv värdeutveckling.

Vad gäller aktiekursutvecklingen 365 dagar efter avslutad emission, blir det särskilt intressant att också se på aktiekursutvecklingen under prissättnings- och inlösenperioden för eventuella teckningsoptioner. De bolag som har gett ut teckningsoptioner i samband med unitemissioner har nämligen i nästan samtliga fall sett dessa teckningsoptioner gå till lösen under de 365 dagar som följer efter emissionens avslutande.¹⁶⁶ För de undersökta unitemissionerna uppgick, som nämnts, den genomsnittliga aktiekursutvecklingen för varje bolag under det första året efter emissionens sista teckningsdag till -48,48 %. En betydande del av den negativa aktiekursutvecklingen sker, intressant nog, under prissättnings- och inlösenperioden för teckningsoptionerna. Bara under dessa två specifika perioder, som vardera är ungefär 10 handelsdagar, har de bolag som emitterat teckningsoptioner i genomsnitt en aktiekursutveckling på -19,74 %. Nära hälften av den totala värdeminskningen som sker över hela året efter de undersökta unitemissionerna inträffar således under dessa cirka 20 handelsdagar. Den största värdeminskningen syns i samband med

¹⁶⁵ Personlig intervju med finansiell rådgivare (2024).

¹⁶⁶ 92 % av unitemissioner.

prissättningsperioden, där den genomsnittliga aktiekursutvecklingen är -12,89 %.

Intressant i sammanhanget är också att den negativa aktiekursutvecklingen på i genomsnitt -19,74 %, som sker under prissättnings- och inlösenperioden i bolag med teckningsoptioner som är in the money, utgör majoriteten av skillnaden i aktiekursutvecklingen över 365 dagar jämfört med de bolag som genomfört rena emissioner av aktier. De sistnämnda bolagens aktiekursutveckling var, som nämnts, -19,41 % över den undersökta 365-dagarsperioden, medan det för nämnda unitemissioner var -48,48 %. Mer än $\frac{2}{3}$ av differensen i aktiekursutveckling över ett helt år sker således under de cirka 20 handelsdagar som förfarandet för teckning av nya aktier med stöd av teckningsoptionerna äger rum.

I detta sammanhang spekuleras inte i anledningen till att den genomsnittliga aktiekursutveckling för samtliga undersökta bolag i grunden är negativ. Det bör dock nämnas att år 2022 var turbulent för den svenska värdepappersmarknaden, där många bolag hade en generellt negativ aktiekursutveckling.¹⁶⁷ Intressant för denna uppsats är att skillnaden i aktiekursutveckling är så stor mellan de bolag som valt att genomföra emissionerna av teckningsoptioner med åtföljande teckning av nya aktier enligt 14 kap. aktiebolagslagen jämfört med de bolag som endast genomfört emission av aktier enligt 13 kap. aktiebolagslagen. Särskilt intressant är detta sett i ljuset av att majoriteten av skillnaden mellan dessa uppstår under den korta period då priset för att lösa in teckningsoptionerna mot nya aktier ska fastställas och nyteckning av aktier sker. Det är vidare också viktigt att notera att antalet svenskar som äger aktier fortsätter stiga, varför antalet personer som påverkas av regleringen av värdepappersmarknaden och dess praktiska konsekvenser stiger i motsvarande grad.¹⁶⁸

¹⁶⁷ Strand (2023).

¹⁶⁸ Strand (2023).

4.4 Ett praktiskt perspektiv på aktiekursutveckling

Det följande stycket ska förklara varför aktiekursutvecklingen för de bolag som genomfört unitemissioner är så pass negativ och varför en så stor del av denna utveckling syns under den korta perioden för prissättning och inlösen av teckningsoptionerna. För att förstå detta är det särskilt viktigt att ha med sig vad som tidigare beskrivits i uppsatsen om likviditet på värdepappersmarknaden, investerarens önskan om att alltid köpa aktier billigast möjligt samt när det är lönsamt att teckna nya aktier med stöd av teckningsoptioner.

I tidigare kapitel framhölls att teckningsoptioner, när de handlas på värdepappersmarknaden efter emissionen, ofta handlas till ett betydligt lägre värde än vad de matematiskt borde baserat på den 30 % rabatt som innehavaren får teckna nya aktier till, förutsatt att optionen är in the money vid inlösen. Detta förklaras av att likviditeten i teckningsoptioner ofta är dålig, varför de som önskar att sälja teckningsoptioner ofta måste sänka sitt pris betydligt för att få till ett avslut.¹⁶⁹ Därtill kan tänkas att prissättningsmekanismen för teckningsoptioner inte är lätt att förstå för alla, särskilt i ljuset av de hundratusentals privatpersoner som investerat i tillväxtbolag under de senaste åren. Därmed kan det exempelvis vara svårt att veta värdet på det instrument som en privatperson tilldelats gratis.¹⁷⁰

Av naturliga skäl sjunker investerarens intresse för bolag som upplever en ständigt nedåtgående aktiekursutveckling, exempelvis på grund av att verksamheten inte utvecklas enligt plan eller att bolagets operativa mål inte nås. Detta leder i sin tur till minskad likviditet i bolagets värdepapper, inklusive både teckningsoptioner och aktier. Denna minskning i likviditet, tillsammans med att de flesta teckningsoptioner som emitteras har kvotvärdet som lägsta inlösenkurs, lägger grunden för en ogynnsam aktiekursutveckling. När det allmänna intresset för ett bolags värdepapper

¹⁶⁹ Ofsén (2022).

¹⁷⁰ Personlig intervju med finansiell rådgivare (2024).

minskar i takt med att bolagets aktiekurs utvecklas negativt och fler säljer dessa värdepapper, kvarstår dock möjligheten för större och mer erfarna investerare att genomföra så kallade arbitrageaffärer med bolag vars teckningsoptioner är in the money. Med arbitrageaffärer avses transaktioner som, genom att kombinera olika handelsmöjligheter, utnyttjar eventuella marknadsobalanser eller felprissättningar.¹⁷¹ Vid unitemissioner består denna felprissättning i att teckningsoptionerna handlas långt under deras matematiska värde, vilket påverkar bolagets aktiekurs och dess finansiella ställning.

Arbitrageaffärerna går till på följande vis. En investerare, som äger ett visst antal aktier i ett unitemitterande bolag och som exempelvis vill behålla samma antal aktier i bolaget på sikt, kan köpa tillräckligt många teckningsoptioner under tiden före prissättnings- och inlösenperioden för att kunna teckna ett motsvarande antal nya aktier under inlösenperioden. Detta är det första steget i arbitrageaffären. Som tidigare nämnts, kan investeraren sannolikt köpa dessa teckningsoptioner under optionernas matematiska värde på grund av säljarnas bristande kunskap om dessa finansiella instrument och dålig likviditet.

I det andra steget av arbitrageaffären, som äger rum under eller i omedelbar närhet till prissättningsperioden, kan investeraren välja att sälja sina aktier samtidigt som denne behåller de köpta teckningsoptionerna från det första steget. Denna försäljning utgår ifrån att investeraren kommer att kunna teckna motsvarande mängd nya aktier under den kommande inlösenperioden, men till ett pris som är 30 % lägre än det genomsnittliga marknadspriset under prissättningsperioden.

Det finns framför allt två anledningar till att investeraren väljer att sälja sina aktier under denna period. Dels för att säkerställa att teckningsoptionerna är in the money i de fall då det finns ett lägre gränsvärde, dels för att potentiellt pressa ner aktiekursen genom att sälja en större mängd aktier i ett bolag med

¹⁷¹ Jörnkvist & Engebladh (2008) s. 5, 36.

relativt låg likviditet.¹⁷² Detta leder till att priset för att teckna nya aktier genom teckningsoptionerna blir ännu lägre än det annars skulle ha varit. I det tredje steget använder investeraren sina teckningsoptioner för att teckna nya aktier, och därmed är arbitrageaffären slutförd.

Arbitraget i denna affär består i att köpa teckningsoptionerna till en bråkdel av deras matematiska värde, för att sedan lösas in och ge investeraren en rabatt vid köp av nya aktier som motsvarar deras fulla matematiska värde, enligt de villkor som fastställts av bolaget. Dessutom kan en eller flera investerare, som tidigare nämnts, skapa ett stort säljtryck på bolagets aktier under prissättningsperioden, vilket leder till att den slutliga inlösenkursen blir lägre än vad priset annars hade varit. Således blir marknadsvärdet, och även investerarnas genomsnittliga anskaffningsvärde för de nya aktierna, något lägre, även om inga faktiska förändringar har skett i bolaget i form av ny marknadsinformation, utvecklingar i verksamheten eller liknande.

Resultatet blir att de större investerare som genomför detta i slutändan sitter med ett lägre genomsnittligt anskaffningsvärde för sina aktier än alla andra. Detta är särskilt aktuellt i bolag där aktiekursutvecklingen före inlösenperioden har varit negativ och där intresset för att lösa in teckningsoptioner bland de ofta tusentals aktieägarna, typiskt bestående av mindre investerare och privatpersoner, har varit lågt. I stället har dessa mindre aktieägare sannolikt sålt sina teckningsoptioner på marknaden till en eller flera professionella investerare. Det innebär att dessa större investerare i slutändan får ett anskaffningsvärde på sina nya aktier som, trots den redan negativa aktiekursutvecklingen, är lägre än det nya sänkta marknadsvärdet på bolagets aktier. Därmed kan dessa investerare framöver sälja sina nya aktier till ett ytterligare lägre pris och ändå göra en vinst.

De större investerare som har kunnat påverka bolagets aktiekurs negativt genom det ovan beskrivna helt lagliga arbitrageförfarandet har alltså möjlighet att sälja sina nya aktier till ett lägre pris efter förfarandet och ändå göra en lönsam affär. Detta kan leda till en ytterligare negativ trend för

¹⁷² Ofsén (2022).

bolagets aktiekurs och därmed aktieägarnas värdeutveckling. Denna negativa trend är särskilt relevant när bolagen, på grund av att teckningsoptionerna inte medfört en tillräckligt stor kapitaltillförsel, exempelvis på grund av en låg inlösenkurs, måste söka nytt kapital. Eftersom dynamiken som kräver att bolagen erbjuder en attraktiv rabatt mot marknadsvärdet för att locka investerare kvarstår även i nya finansieringsrundor, kan den redan sänkta aktiekursen bli ännu lägre, även om bolagets faktiska verksamhet inte nödvändigtvis har utvecklats negativt.

Enligt den data som presenteras i denna uppsats kan en kombination av att ett bolag väljer att emittera teckningsoptioner och att sätta den lägsta inlösenkursen för dessa teckningsoptioner betydligt lägre än marknadsvärdet för bolagets aktier vid emissionstidpunkten, skapa en negativ spiral. Denna spiral kan vara svår att förstå för de flesta nya eller mindre investerare på MTF:er och kan vara skadlig för enskilda bolag samt för marknadens förtroende. Anledningen att detta fenomen inte är lika utbrett i bolag som har haft en positiv aktiekursutveckling är att låg likviditet och bristande intresse bland majoriteten av aktieägarna att lösa in teckningsoptioner främst uppstår mot bakgrund av negativ aktiekursutveckling. I motsats till detta är det beskrivna förfarandet inte ett problem i de bolag som fastställer den lägsta inlösenkursen för sina teckningsoptioner i paritet med marknadsvärdet för aktierna vid emissionen. I dessa fall försvinner möjligheten till arbitrageaffärer, och därmed den negativa spiralen, om bolagets aktiekursutveckling är negativ, eftersom teckningsoptionerna då blir out of the money. Med andra ord hamnar bolaget i en situation liknande den om inga teckningsoptioner hade emitterats.

Det kan i detta sammanhang spekuleras i varför bolag nyttjar möjligheten att bestämma inlösenkursen till potentiellt mycket låga värden, mot bakgrund av de risker som detta medför. Detta kan å ena sidan tänkas bero på okunskap kring de potentiella konsekvenserna, särskilt eftersom den data som presenteras i förevarande uppsats inte tidigare funnits tillgänglig och eftersom populariseringen av unitemissioner är relativt ny. Å andra sidan kan noteras att styrelseledamöter i bolag, som beslutar eller föreslår beslut

inför stämman, inte alltid själva äger aktier i bolaget och därför kan välja att prioritera även en potentiellt liten framtida kapitaltillförsel till det bolag som betalar styrelsens arvoden, framför risken för en kraftigt negativ aktiekursutveckling. Det sistnämnda är alltså ett exempel på ett klassiskt agentproblem.¹⁷³

4.5 Dödsspiralfinansering – en liknelse

För att ytterligare förklara dynamikerna som kan uppstå vid nyteckning av aktier med stöd av teckningsoptioner i vissa bolag samt problematiken som kan följa, kan en liknelse göras till det som inom finansbranschen kallas ”dödsspiralfinansering”.¹⁷⁴ Denna typ av finansiering kan tjäna som en analogi för att underlätta förståelsen av de komplexa dynamiker som följer med vissa teckningsoptioner.¹⁷⁵

Likt teckningsoptioner med ett rörligt pris i kombination med ett lågt gränsvärde innebär dödsspiralfinansiering en situation där investerare kan utnyttja självorsakade prisrörelser på aktier till sin fördel, vilket resulterar i en negativ spiral för bolagets aktiekurs och följaktligen för bolagets aktieägare samt marknads förtroende för de noterade bolagen.¹⁷⁶ I dödsspiralfinansiering säljer ett bolag konvertibla värdepapper till en investerare för att skaffa likvida medel. Denna typ av konvertibler, vilket är skuldebrev som kan konverteras till aktier, emitteras med villkor som tillåter investeraren att konvertera dem till aktier till ett successivt lägre pris, oberoende av aktiekursens rörelser.¹⁷⁷ Det är särskilt likt de teckningsoptioner vars inlösenkurs är en funktion av aktiekursen med en rabatt på 30 % och har ett lågt gränsvärde, vilket gör dem in the money även efter en period av negativ aktiekursutveckling.

¹⁷³ Agentproblemet är en av de grundläggande teorierna inom ekonomistyrning och organisationslära. Kärnan i teorin är agent/principal-förhållandet som uppstår när en part (principalen) låter en annan part (agenten) handla på sin räkning på ett sätt som påverkar avkastningen till principalen.

¹⁷⁴ Hillion & Vermaelen (2001) s. 1.

¹⁷⁵ Hillion & Vermaelen (2004) s. 381–382.

¹⁷⁶ Hillion & Vermaelen (2001) s. 3–4.

¹⁷⁷ Hillion & Vermaelen (2004) s. 381–382.

När långgivaren konverterar sina konvertibler till aktier säljer långgivaren ofta snabbt aktierna för att återfå de likvida medel som denna lånade ut, vilket initierar den negativa spiralen. På grund av den stora mängden aktier och ofta lägre likviditet i bolagets aktie pressas aktiekursen ned eftersom utbudet ökar jämfört med efterfrågan. Långgivaren påverkas dock inte negativt av detta eftersom de gynnsamma konverteringsvillkoren innebär ett lägre anskaffningsvärde än marknadsvärdet. Med fler konverteringar utförda av långgivaren skapas en ond cirkel där fler aktier emitteras till ett allt lägre pris, vilket i sin tur ytterligare sänker aktiekursen. På detta vis utnyttjar investerare dödsspiralsfinansiering genom att dra fördel av fallande aktiekurser för att köpa aktier till rabatterat pris, vilket gör det möjligt för dem att fortsätta trycka ned kursen utan att affären blir olönsam.¹⁷⁸

På samma sätt kan unitemissioner med efterföljande nyteckning av aktier via teckningsoptioner leda till en negativ spiral av förtroende och aktiekurs för bolaget. Den största likheten mellan dessa två fenomen är utnyttjandet av prisrörelser på befintliga aktier och gynnsamma villkor i finansiella instrument för att generera vinst för vissa investerare, samtidigt som det kan orsaka skada för bolaget och dess aktieägare. Konvertibla långgivare motiveras att skapa säljtryck före konvertering för att få fler aktier per lånat belopp. Denna försäljning kan pressa ner bolagets aktiekurs, speciellt eftersom dessa bolag ofta är tillväxtföretag med begränsad likviditet.¹⁷⁹

Därmed finns en tydlig parallell till det mönster som observerats i samband med inlösen av teckningsoptioner. Skillnaden är att långgivaren i dödsspiralupplägget har incitament att sänka aktiekursen för att få fler aktier för sina pengar, medan en innehavare av teckningsoptioner drivs av att köpa samma antal aktier för ett lägre pris. Ändå är slutresultatet detsamma i båda fall: att bolag som utnyttjar sådan finansiering har en aktiekursutveckling som är betydligt sämre än de bolag som väljer en alternativ finansieringsstrategi. Detta gäller särskilt för de bolag som, efter att ha genomgått ett sådant förfarande, fortfarande behöver kapital och måste

¹⁷⁸ Hillion & Vermaelen (2004) s. 381–382.

¹⁷⁹ Hillion & Vermaelen (2004) s. 381–382.

genomföra ytterligare en kapitalanskaffning.¹⁸⁰ Denna situation är alltså lik den som uppstår i sådana bolag som efter inlösen av teckningsoptioner har kraftigt negativ aktiekursutveckling, utan att i slutändan tillföras i närheten av så mycket kapital som bolaget hade planerat vid emission av teckningsoptionerna.

Denna liknelse är alltså relevant om då en investerare säljer aktier under prissättningsperioden, i syfte att sedan lösa in köpta teckningsoptioner. Särskilt i sådana bolag som på grund av en negativ aktiekursutveckling upplever låg likviditet, men ändå har teckningsoptioner som är in the money. Dessutom kan denna investerare ytterligare pressa ner aktiekursen efter inlösen genom att försöka sälja de nya aktierna, vilket denne ofta kan göra under marknadsvärdet för aktierna vid inlösen och ändå göra en lönsam affär. Således kan det som vid första anblick verkar vara ett fördelaktigt finansiella instrument, faktiskt utgöra en del av mekanismer som i längden kan leda till ogynnsamma resultat för företag och dess aktieägare.

4.6 Summering av kapitel 4

Genom att granska den empiriska data som presenteras i uppsatsen är det tydligt att unitemissioner är mycket populära bland bolag på MTF:er, och många av dessa använder liknande villkor för de teckningsoptioner som emitteras. I samtliga undersökta unitemissioner valde bolaget att emittera teckningsoptionerna vederlagsfritt som en ”krydda” till den ursprungliga emissionen. Dessutom erbjöds i dessa emissioner en högre rabatt jämfört med marknadsvärdet för aktierna vid den initiala emissionen. Trots detta visar datan att aktieemissioner genererar ett större intresse bland investerare än unitemissioner. Det vanligast förekommande villkoret för nyteckning av aktier med stöd av teckningsoptioner är att det emitterande bolaget bestämmer inlösenkursen baserat på bolagets aktiekurs under en viss period utan att fastställa ett lägsta gränsvärde annat än underkursförbudet.

¹⁸⁰ Hillion & Vermaelen (2001) s. 56–57.

Den empiriska analysen visar också en betydande skillnad i aktiekursutvecklingen efter en genomförd företrädesemission mellan bolag som väljer att emittera enbart aktier jämfört med de som emitterar aktier i kombination med teckningsoptioner. Både på kort och lång sikt har bolag som har emitterat units haft en betydligt sämre aktiekursutveckling, och efter ett år har värdet på dessa bolag i genomsnitt i stort sett halverats jämfört med de andra bolagen, som i genomsnitt sjönk med mindre än 20 %. Framför allt är det anmärkningsvärt att den största delen av skillnaden i aktiekursutvecklingen uppstår under just de dagar då teckningsoptionerna prissätts inför inlösen och när de kan användas för att teckna nya aktier.

Denna situation kan sannolikt till stor del förklaras av oförståelse för teckningsoptioner som finansiellt instrument bland många mindre aktieägare på MTF-plattformar och en ofta låg likviditet i handeln av dessa bolags aktier. Dessutom beslutar bolag ofta om villkor för inlösen av teckningsoptioner som möjliggör för större investerare att lagligt utnyttja ett eventuellt bristande intresse på marknaden för att gynna sig själva, medan det samtidigt kan leda till betydande negativa konsekvenser för övriga aktieägare och bolaget. Denna process kan liknas vid dödsspiralfinansiering, med skillnaden att teckningsoptioner bara kan lösas in en gång.

Bolag vars aktiekurs har utvecklats negativt mellan den initiala emissionen och inlösenperioden för teckningsoptioner är särskilt utsatta i de fall då deras teckningsoptioner fortfarande är in the money till följd av de har ett mycket lågt gränsvärde. Sammantaget visar analysen att dessa bolag kan hamna i en situation där en eller några få större aktieägare genom att utnyttja teckningsoptioner och dra nytta av de gynnsamma villkoren i dessa värdepapper, samtidigt som investerarna skapar en negativ situation för bolaget och dess övriga aktieägare. I de flesta av dessa situationer tillförs inte bolaget några betydande finansiella medel, vilket skulle ha varit en av fördelarna med teckningsoptionerna. Detta beror på att inlösenkursen ofta är betydligt lägre än vad bolaget hade förväntat sig. Därmed går de potentiella fördelarna som teckningsoptioner skulle kunna medföra för bolaget och dess övriga aktieägare förlorade, medan de negativa konsekvenserna kvarstår.

5 Ändamålsenlighet för den nuvarande regleringen

5.1 Inledning

Enligt syftet med denna uppsats, ska detta kapitel utvärdera huruvida den aktiebolagsrättsliga regleringen av emission av teckningsoptioner är ändamålsenlig ur lagstiftarens perspektiv. Det inkluderar att identifiera och analysera eventuella risker med denna reglering. Analysen grundar sig på en jämförelse mellan den nuvarande utvecklingen på den svenska värdepappersmarknaden och hur denna såg ut när regleringen infördes. Vidare möjliggör analysen en bedömning om regleringen är ändamålsenlig utifrån denna utveckling. Slutligen kommer eventuella identifierade risker att diskuteras med hänsyn till värdepappersmarknadens syften och funktioner.

5.2 Lagstiftaren har ingen kristallkula

Under slutet av 1990-talet och början av 2000-talet genomförde lagstiftaren en omfattande översyn av 1975 års aktiebolagslag, där möjligheten för bolag att emittera teckningsoptioner för första gången inkluderades. Syftet med införandet av teckningsoptioner som kunde emitteras utan koppling till skuldebrev under 1970-talet var att erbjuda bolagen ytterligare en finansieringsmetod. Redan då kunde teckningsoptionerna, efter att de emitterats tillsammans med skuldebrev, separeras från skuldebreven. Därmed kunde det emitterande bolaget erbjuda borgenärerna fler handlingsalternativ efter emissionen. Enligt lagstiftaren skulle detta göra det mer attraktivt att agera som borgenär.¹⁸¹ Vid denna tid fanns inga lagstadgade begränsningar för hur inlösenkursen skulle bestämmas och bolag kunde exempelvis välja en variabel inlösenkurs inom ramarna för underkursförbudet och bolagsordningen. I praktiken sattes dock inlösenkursen ofta väsentligt högre än emissionskursen och marknadsvärdet på aktierna vid utgivningstillfället var i praktiken ofta ett minimum, enligt

¹⁸¹ Andersson, Johansson & Skog (2005), 5 kap. 1 §.

hur lagen tolkades vid denna tid.¹⁸² Det är värt att framhäva att de bolag som var noterade under 1970-talet fram till början av 2000-talet inte bara var få, utan också de största företagen i Sverige. De aktörer som kunde agera som långgivare till dessa bolag, och därmed ta emot teckningsoptioner, bestod främst av banker, pensionsfonder och andra institutioner. Det var därför huvudsakligen dessa aktörer, utöver bolagen, som berördes av regleringen.

Översynen som genomfördes av aktiebolagslagen under 1990-talet och början av 2000-talet resulterade i flera utredningar och förslag som slutligen ledde fram till den nuvarande aktiebolagslagen. En lagändring som är särskilt relevant för denna uppsats är att kravet på en koppling mellan teckningsoptioner och skuldebrev avskaffades. Detta möjliggjorde för första gången att emittera teckningsoptioner utan koppling till skuldebrev. Teckningsoptioner kunde nu ges ut till exempel i samband med företrädesemissioner av aktier.

Lagstiftaren motiverade avskaffandet av kravet på en koppling mellan teckningsoptioner och skuldebrev med att kravet var så pass enkelt att kringgå, på grund av att optionen kunde frånskiljas från skuldebrevet efter emissionen, att det inte längre kunde behållas.¹⁸³ Dessutom blev det möjligt för bolag att besluta att emittera teckningsoptionerna vederlagsfritt eftersom detta ansågs ge bolagen större flexibilitet. Bolag ansågs också få större flexibilitet genom att teckningsoptioner nu kunde emitteras i flera olika sammanhang och till alla parter, i stället för enbart till långgivare.¹⁸⁴ Inga specifika överväganden gjordes av lagstiftaren om att införa nya krav, exempelvis avseende villkoren för emission av teckningsoptioner med möjlighet till teckning av nya aktier. Det bör dock noteras att det vid denna tid inte var särskilt vanligt eller tillgängligt för exempelvis småsparare och andra icke professionella investerare att delta i företrädesemissioner av aktier utan professionell rådgivning.¹⁸⁵

¹⁸² Andersson, Johansson & Skog (2005), 5 kap. 4 §.

¹⁸³ SOU 1997:22 s. 215.

¹⁸⁴ Läs mer om det ovan beskrivna i kapitel 3.

¹⁸⁵ Jonsson (2001) s. 19, 34 och 38.

Sedan den nuvarande aktiebolagslagen trädde i kraft har den svenska värdepappersmarknaden utvecklats betydligt. Detta gäller särskilt segmentet för handel med tillväxtbolag på MTF:erna. Dessa marknadsplatser, som karaktäriseras av lägre regulatoriska krav och kostnader, existerade inte när den aktuella regleringen om emission av teckningsoptioner infördes. Dessutom har antalet noterade bolag inom detta segment fyrdubblats under de senaste femton åren, och Sveriges värdepappersmarknad har vuxit till att bli den största i Europa mätt i antalet noterade bolag.¹⁸⁶ Under samma period har intresset från privatpersoner och andra småsparare att på egen hand investera en del av sina besparingar i värdepapper ökat avsevärt. Totala antalet kunder hos de två största nätmäklarna för denna typ av handel har ökat från cirka 350 000 i slutet av 2007 till över fyra miljoner idag. På samma sätt har det totala sparandet hos dessa två banker ökat från ungefär 98 miljarder SEK till omkring 1 607 miljarder SEK under denna period.¹⁸⁷ Samtidigt har tillgängligheten i att bedriva handel på egen hand ökat och alla kunder kan idag via exempelvis en app investera och delta i emissioner. Dessutom kan tillväxtbolag notera sina aktier på en offentlig marknad, framför allt i syfte att kunna vända sig till allmänheten för kapital.¹⁸⁸ Utvecklingen på värdepappersmarknaden har således varit stor, särskilt inom segmentet för bolag som regelbundet genomför kapitalanskaffningar.

I samband med att kravet på koppling mellan skuldebrev och teckningsoptioner avskaffades och tillgängligheten av instrumentet därmed ökade markant, infördes alltså inga nya eller reviderade krav för villkoren för emitterade teckningsoptioner. I detta sammanhang bör dock påminnas att inte ens lagstiftaren har en kristallkula. Det är därför rimligt att anta att lagstiftaren aldrig skulle kunnat förutspå den kraftiga utveckling som den svenska värdepappersmarknaden genomgått de senaste 15 åren. Inte heller kunde lagstiftaren förutse att teckningsoptioner, som en del av unitemissioner skulle komma att emitteras av hundratals mindre tillväxtbolag på svenska MTF:er.

¹⁸⁶ Ekblom (2021).

¹⁸⁷ Jfr avsnitt 2.1.

¹⁸⁸ Läs mer om det ovan beskrivna i avsnitt 2.1.

Avslutningsvis är det tydligt att ändamålet med de diskuterade lagändringarna har uppnåtts, nämligen att ge bolagen större flexibilitet vid kapitalökningar. Med utgångspunkt i den historiska återblicken och det empiriska materialet som presenterats i denna uppsats står det klart att bolagen idag har betydligt fler alternativ och större flexibilitet vid kapitalökning jämfört med för 20 år sedan. Detta kan främst tillskrivas själva lagändringarna, men också att regler som inte modifierades vid införandet av 2005 års lag idag tolkas mer liberalt av praktiker utan juridiska konsekvenser. Avsaknaden av en kristallkula, även hos lagstiftaren, gör att eventuell ändamålsenlighet hos en lagregel inte innebär att den är utan baksidor. I det följande kommer att undersökas om den aktuella regleringen har medfört andra problem, även om den har varit ändamålsenlig ur lagstiftarens synvinkel.

5.3 Risker med dagens reglering

Enligt vad som redogjorts för tidigare i uppsatsen, är värdepappersmarknadens huvudsakliga uppgift att möjliggöra en effektiv omfördelning av kapital och risk i ekonomin. En effektiv omfördelning främjar både ekonomisk tillväxt och skapar samhällsnytta genom att resurser allokeras dit de gör mest nytta. En välfungerande värdepappersmarknad är därför en viktig faktor för samhället. För att en sådan omfördelning av resurser ska kunna ske krävs att värdepappersmarknaden har allmänhetens förtroende och att det finns ett effektivt skydd för investerarna. Utan detta kan aktörer dra sig tillbaka, vilket stör den effektiva resursallokeringen. En viktig del i att upprätthålla förtroendet för värdepappersmarknaden är att säkerställa att prissättningen av värdepapper är förutsägbar och korrekt i största möjliga mån. Detta ligger exempelvis till grund för förbudet mot marknadsmissbruk. När det gäller investerarskyddet handlar det om att etablera en sund handelsstruktur, där till exempel inte professionella investerare kan dra nytta av en viss struktur på bekostnad av mindre erfarna sparare.¹⁸⁹

¹⁸⁹ Läs mer om det ovan beskrivna i avsnitt 2.2.

I det följande ska utredas om det finns risk att värdepappersmarknadens övergripande syfte och funktion skadas till följd av regleringens utformning avseende emission av teckningsoptioner och de senaste årens utveckling på värdepappersmarknaden.

Genom uppsatsens empiriska undersökningar har det blivit tydligt att åtminstone vissa teckningsoptioner som emitteras i samband med unitemissioner riskerar att skada förtroende för värdepappersmarknaden och eventuellt också går emot det övergripande syftet med investerarskyddet. En stor del härav är den negativa aktiekursutvecklingen som sker genom den arbitrageaffär som möjliggörs av alla teckningsoptioner som är in the money. Detta bygger huvudsakligen på en kombination av två saker. Det ena är att teckningsoptioner ofta handlas på värdepappersmarknaden till ett värde som kraftigt understiger deras matematiska värde, vilket kan bero på en kombination av okunskap kring det finansiella instrumentet, samt att det ofta är en låg likviditet i handeln för dessa instrument. Det andra är att de större investerare, som kan dra nytta av arbitrageaffären, har möjlighet att sälja större mängder aktier i samband med prissättningsperioden och på detta vis skapa en negativ aktiekursutveckling för bolaget till gagn för investeraren själv genom ett lägre genomsnittligt anskaffningsvärde för dennes slutliga aktier.

Resultatet av arbitrageaffärer är den negativa aktiekursutveckling som beskrivits i uppsatsens tidigare kapitel. Detta utgör en risk för värdepappersmarknadens syfte och funktion av två anledningar. För det första skapar det en situation där varken handeln med eller prissättningen av värdepapper är förutsägbar eller rättvisande, ur det perspektiv att handeln och prissättningen av bolagets aktier inte baseras på den tillgängliga information som finns om bolaget. Småsparare och andra icke-professionella investerare kan med andra ord uppleva att en stor del av värdet på deras investerade besparingar försvinner på grund av en kraftig aktiekursnedgång utan att det har framkommit ny information om bolaget. För det andra minskar förtroendet för värdepappersmarknaden och dess

aktörer när investerares innehav minskar avsevärt i värde utan klar anledning. Detta är särskilt problematiskt i bolag med lägre likviditet, vilka är extra känsliga för prispåverkan från en eller ett fåtal aktörer. Att det beskrivna förfarandet sker regelbundet är problematiskt i relation till värdepappersmarknadens övergripande funktion och syfte, och riskerar att permanent skada denna. Dessutom utgör arbitrageaffärer ett problem för investerarskyddet eftersom de bygger på att större investerare berikar sig själva på bekostnad av övriga aktieägare i bolaget, vilket strider mot andemeningen i investerarskyddet på värdepappersmarknaden.

Ett sätt att bemöta de tidigare nämnda riskerna, särskilt när det gäller teckningsoptioner med rörligt pris och ett lågt minimivärde, kan vara att beakta den potentiella fördelen med kapitaltillskott till bolaget. Kapitaltillskott är naturligtvis grundläggande positivt för både bolaget och dess aktieägare, eftersom pengarna från investeraren som löser in teckningsoptionerna tillfaller bolaget. Dock är det viktigt att notera att eftersom inlösenkursen kan bli mycket låg i de flesta teckningsoptioner, och antalet teckningsoptioner förblir oförändrat, kan det kapital som tillförs bolaget bli begränsat. Detta leder till att många bolag, oavsett hur den ekonomiska planeringen ser ut, kan behöva genomföra ytterligare kapitalanskaffningar. Följaktligen kan bolagen utsättas för de beskrivna negativa riskerna med vissa teckningsoptioner, utan att uppnå några fördelar.

Bara de tillväxtbolag som finns på svenska MTF:er och är föremål för denna undersökning har ett sammanlagt marknadsvärde på omkring 435 miljarder SEK och har flera miljoner aktieägare.¹⁹⁰ Antalet personer som direkt påverkas och summorna det handlar om är således stora.

Ett annat potentiellt problem för värdepappersmarknadens syfte och funktion är att teckningsoptioner ibland används som ett incitament för att göra en företrädesemission mer attraktiv. Detta sker när en finansiell rådgivare bedömer att ett bolag, trots en relativt hög rabatt jämfört med marknadsvärdet på bolagets aktier, inte kan attrahera tillräckligt många

¹⁹⁰ Euroclear (2023; Aktielistan (2024).

investerare till sin emission. Bolaget, tillsammans med den finansiella rådgivaren, väljer då att inkludera teckningsoptioner kostnadsfritt i erbjudandet. I praktiken kan detta innebära att teckningsoptioner används för att finansiera bolag som annars inte skulle ha lyckats finansiera sig, och som annars skulle ha tvingats ta lån, gå i konkurs eller liknande. När sådana bolag ändå tar in pengar och fortsätter att vara verksamma på värdepappersmarknaden, riskerar det att underminera förtroendet för denna i sin helhet. Detta eftersom förtroendet för värdepappersmarknaden bygger på att de noterade bolagen har en viss standard, och att notering fungerar som en kvalitetsstämpel.¹⁹¹

5.4 Diskussion kring risker med dagens reglering

Ovan redogörelse om riskerna med nuvarande reglering kan framstå som negativ. Dock är det viktigt att understryka att de negativa effekterna som uppstår från arbitrageaffärer, inte är en oundviklig följd av att emittera teckningsoptioner. De problem som beskrivits är huvudsakligen kopplade till teckningsoptioner som ges ut med en rörlig inlösenkurs. Detta pris bestäms som en funktion av bolagets aktiekurs under en definierad prissättningsperiod, och där den lägsta möjliga inlösenkursen är satt till aktiernas kvotvärde eller annars avsevärt lägre än marknadsvärdet på bolagets aktier vid den tidpunkten för den initiala emissionen.

Bolag som väljer att fastställa en fast inlösenkurs eller en rörlig inlösenkurs med ett lägsta gränsvärde som åtminstone motsvarar marknadsvärdet på bolagets aktier vid den initiala emissionen, kan inte i samma utsträckning utsättas för den i uppsatsen beskrivna arbitrageaffären och den följande negativa påverkan på aktiekursen. Det är viktigt att notera att arbitrageaffärer främst kan genomföras effektivt i de bolag vars aktiekurs har utvecklats negativt, eftersom både intresset för och likviditeten i såväl aktien som teckningsoptionen tenderar att vara låg. I sådana fall kan en investerare ofta köpa teckningsoptioner billigt jämfört med optionernas

¹⁹¹ Lindahl (2020) s. 2.

matematiska värde och samtidigt på egen hand påverka aktiekursen negativt genom att sälja av sina aktier. Detta bidrar till den kraftigt negativa aktiekursutvecklingen för bolag som har genomfört unitemissioner. För att en arbitrageaffär ska vara genomförbar måste dessutom teckningsoptionerna vara in the money.

De enda teckningsoptioner som uppfyller ovan kriterier är de med en rörlig inlösenkurs där den lägsta möjliga inlösenkursen är avsevärt lägre än marknadsvärdet på bolagets aktier vid den initiala emissionen. Teckningsoptioner med en rörlig inlösenkurs och ett lägsta gränsvärde som åtminstone motsvarar marknadsvärdet vid emissionen skulle inte vara lönsamma att lösa in om det emitterande bolaget upplever en negativ aktiekursutveckling, eftersom de då skulle vara out of the money. Likaså kan inlösenkursen på teckningsoptioner med ett fast pris inte manipuleras genom att skapa försäljningstryck på aktien, vilket innebär att det emitterande bolaget inte exponeras för denna specifika risk.

Sammanfattningsvis uppstår de risker som identifierats med det nuvarande regelverket huvudsakligen vid emissioner av teckningsoptioner som har en rörlig inlösenkurs och ett mycket lågt gränsvärde jämfört med aktiernas marknadsvärde vid den initiala emissionen. En viktig observation för denna uppsats och diskussionen kring regelverkets risker är att en majoritet av alla teckningsoptioner som emitterades inom loppet av undersökningsperioden var av denna typ. Detta utgör en betydande förändring jämfört med för bara tio år sedan, trots att lagtexten angående fastställandet av inlösenkursen för teckningsoptioner är materiellt oförändrad sedan 1970-talet. Idag tolkas regelverket betydligt bredare och verkar inte ha samma praktiska effekt som tidigare. Det framkommer i uppsatsens analys att kärnan i problemet med negativ aktiekursutveckling för vissa bolag och den följande risken för att underminera tillväxtsegmentet på värdepappersmarknaden inte nödvändigtvis utgörs av teckningsoptionerna i sig. I stället är det snarare bristen på juridisk reglering kring ett specifikt villkor i dessa instrument, nämligen fastställandet av inlösenkursen, som är kärnan i problemet.

6 Sammanfattande slutsatser och avslutande kommentar

Värdepappersmarknaden spelar en central roll i samhället genom att den allokerar resurser till områden där de är mest behövda. Denna resursallokering underlättar även för större kapitalbehov och bidrar till riskdiversifiering, vilket är avgörande för att främja ekonomisk tillväxt. För att resursallokeringen ska vara effektiv, krävs att värdepappersmarknaden har allmänhetens förtroende. Detta förtroende är inte permanent utan riskerar att undermineras om det saknas en sund struktur för handel med olika värdepapper.

Vikten av en fungerande värdepappersmarknad i Sverige har ökat allt eftersom den svenska marknaden för handel med publika bolag har växt. Idag har Sverige Europas största värdepappersmarknad sett till antalet bolag, mycket tack vare den utvecklingen som skett inom publik handel med tillväxtbolag på svenska MTF:er och att antalet privatpersoner som investerar på egen hand har ökat i motsvarande takt.

Många bolag som tar upp sina värdepapper för handel på en publik marknadsplats gör detta för att på ett effektivt sätt kunna vända sig till allmänheten i samband med kapitalanskaffningar. Att bolag effektivt kan skaffa nytt kapital är en central del av att skapa förutsättningar för tillväxt. Aktiebolagslagen föregicks av omfattande utredningar för att modernisera den svenska bolagsrätten. Detta inkluderade att ge bolagen större flexibilitet och en helt ny utformning av reglerna om kapitalökning. För denna uppsats är det särskilt relevant att kravet på koppling mellan teckningsoptioner och skuldebrev avskaffades samt att teckningsoptioner nu kunde ges ut vederlagsfritt. Dessa lagändringar ansågs ge bolagen större handlingsfrihet och därmed bättre förutsättningar att effektivt anskaffa kapital under olika omständigheter. Till exempel blev det nu möjligt att för första gången emittera units bestående av aktier och teckningsoptioner tillsammans.

Lagändringarna speglar en tid när noterade bolag främst var stora industriföretag och tillgången till företrädesemissioner för mindre investerare var begränsad. De främsta deltagarna i dessa emissioner var stora finansiella institutioner, och privatpersoner ägde sällan aktier direkt i bolag, utan oftast indirekt genom framförallt pensionsfonder. Detta kan vara förklaringen till att det inte finns några bevis för att lagstiftaren övervägde hur villkoren för emitterade teckningsoptioner skulle struktureras, trots att teckningsoptioner med 2005 års aktiebolagslag skulle bli betydligt mer tillgängliga än tidigare. Med andra ord fanns det ingen tanke på att regelverket direkt skulle kunna påverka småsparare och deras investeringar. I stället är regelverket för teckning av aktier med stöd av teckningsoptioner materiellt identiskt med det från 1975-års aktiebolag och det står exempelvis bolag fritt att bestämma vilka villkor som ska gälla för inlösen av teckningsoptioner.

Av all information som framgår tidigare i uppsatsen om regelverket för emission av teckningsoptioner och åtföljande teckning av nya aktier, är det inlösenkursen som har blivit central. Som nämnts är det avgörande att investerare anser inlösenkursen vara attraktiv för att bolaget ska kunna tillföras pengar och det är bland annat mot denna bakgrund som det är möjligt för bolag att bestämma en rörlig inlösenkurs. Detta används idag i de flesta unitemissioner och står i kontrast till ett fast pris, där inlösenkursen bestäms redan vid det initiala emissionsbeslutet. Inlösenkursen fastställs vanligtvis som en funktion av bolagets aktiekurs under en förutbestämd period, med en betydande rabatt jämfört med det genomsnittliga priset. Det står bolag fritt att sätta vissa gränsvärden för resultatet av denna funktion i form av en lägsta och högsta möjliga inlösenkurs.

Fram till för cirka fem till tio år sedan verkar 14 kap. 6 § aktiebolagslagen ha tolkats så att marknadsvärdet på bolagets aktier vid den initiala företrädesemissionen utgjorde den lägsta tillåtna inlösenkursen för teckningsoptionerna. Idag är situationen annorlunda, och underkursförbudet utgör i stället den nedersta gränsen för inlösenkursen i majoriteten av de

undersökta unitemissionerna. Det innebär att de emitterade teckningsoptionerna i dessa bolag kommer att vara in the money oavsett hur respektive bolags aktiekurs utvecklas. Detta utgör grunden för de risker som har identifierats med dagens reglering av emission av teckningsoptioner.

Det är visat att lagstiftarens mål med de omfattande förändringarna i aktiebolagslagens regler om kapitalökning som genomfördes under framför allt 2000-talet har uppnåtts. Den svenska bolagsrätten erbjuder nu större flexibilitet och fler möjligheter vid kapitalökning än tidigare. Dock har bristen på reglering, särskilt avseende emission av teckningsoptioner och åtföljande teckning av aktier, medfört risker för värdepappersmarknaden och dess aktörer. Dessa risker uppstår i ljuset av den negativa spiral som kan skapas av att ett bolag väljer att emittera teckningsoptioner tillsammans med aktier och att fastställa en lägsta inlösenkurs för dessa teckningsoptioner långt under marknadsvärdet på bolagets aktier vid emissionstidpunkten.

Uppsatsens empiriska undersökning visar att teckningsoptioner med sådana villkor skapar förutsättningar för större investerare att gynna sig själva på bekostnad av mindre aktieägare och därmed skapa en kraftigt negativ aktiekursutveckling i de emitterande bolagen. Detta utgör en risk för värdepappersmarknadens syfte och funktion av två skäl. För det första skapas en situation där handeln med och prissättningen av värdepapper inte är förutsägbar eller rättvis. För det andra minskar förtroendet för värdepappersmarknaden och dess aktörer när värdet av investerares innehav minskar avsevärt utan klar anledning, vilket är särskilt troligt i bolag med låg likviditet.

Denna situation utgör ett problem för investerarskyddet eftersom situationen baseras på att större investerare gynnar sig själva på bekostnad av mindre aktieägare. Detta kan i förlängningen leda till att aktörer lämnar marknaden. Därmed riskerar den beskrivna situationen att hota värdepappersmarknadens grundläggande funktion i samhället, nämligen att effektivt allokera resurser och fördela risk.

Mot bakgrund av att de beskrivna riskerna endast kan uppstå i bolag som har emitterat teckningsoptioner med rörligt pris och ett mycket lågt gränsvärde, ligger problemet inte i att lagstiftaren har möjliggjort emission av teckningsoptioner tillsammans med aktier. Problemet är i stället bristen på reglering kring inlösenkursen och mer specifikt gränsvärdena. I denna uppsats har det konstaterats att lagstiftaren har tänkt att ge bolagen stor frihet att genomföra kapitalökningar på olika sätt. Samtidigt är det tydligt att priset som värdepappersmarknaden och dess aktörer, inklusive bolagen själva, riskerar att betala för friheten att fritt bestämma inlösenkurser har blivit för högt. Denna frihet, som tillåter bolag att tillsammans med sina finansiella rådgivare fritt bestämma villkoren för teckningsoptioner, riskerar att undergräva värdepappersmarknadens grundläggande syfte och funktion. Samtidigt innebär korrelationen mellan inlösenkurs och mängden kapital som tillförs bolaget vid inlösen att inte ens bolagen själva drar någon större fördel av ett lågt gränsvärde.

Det problem som identifierats i uppsatsen skulle kunna åtgärdas på ett par sätt, varav ett är genom en mindre lagändring. Mer specifikt bör tredje stycket i 14 kap. 6 §, 3 st. ses över eftersom det där stadgas att inlösenkursen för teckningsoptioner minst ska bestämmas till kvotvärdet. Mitt förslag är att lagstiftaren i stället fastställer det lägsta värdet till en viss procentsats ("X") av marknadsvärdet för aktierna vid den initiala emissionen. Till exempel, om ett bolag genomför en unitemission och emissionskursen för de initialt emitterade aktierna är 10 SEK bör den lägsta möjliga inlösenkursen för de samtidigt emitterade teckningsoptionerna vara $10 \cdot X$ %. Exakt vilken procentsats som bör användas överlåter jag till eventuella utredningar att avgöra. Mot bakgrund av konklusionerna i denna uppsats anser jag dock att den bör ligga så nära marknadsvärdet för bolagets aktier vid den initiala emissionen som möjligt.

En alternativ lösning är att Aktiemarknadsnämnden uttalar sig om vad som utgör god sed på värdepappersmarknaden vid bestämmande av inlösenkursen för teckningsoptioner som emitteras i företrädesemissioner. Aktiemarknadsnämnden, en del av självregleringen på den svenska

värdepappersmarknaden, ska komplettera lagstiftningen inom vissa specifika områden. Detta inkluderar, enligt praxis, bland annat teckningsoptioner och emissioner av aktier. Normer om god sed, som alla noterade bolag i Sverige måste förhålla sig till, härrör från Aktiemarknadsnämndens uttalanden. Med möjligheten att uttala sig i mycket specifika frågor, specifikt fokuserade på värdepappersmarknaden, erbjuder Aktiemarknadsnämnden ett bra alternativ till lagändringar, särskilt med tanke på de utmaningar som finns med att stifta mycket specifika lagar och den långa tid det tar.¹⁹² En ytterligare fördel med att reglera villkoren för teckningsoptioner genom värdepappersmarknadens självreglering är att dessa regler enbart omfattar noterade bolag. Eftersom 14 kap. 6 § i aktiebolagslagen gäller lika för privata och publika bolag, skulle den föreslagna ändringen även beröra onoterade bolag, vilka inte är föremål för denna uppsats. Därtill kan den problematik som identifierats i uppsatsen omöjliga drabba bolag vars aktier inte är upptagna till handel på en publik marknadsplats, varför en utredning sannolikt skulle finna att det inte är ändamålsenligt att ändra lagstiftningen på det ovan föreslagna sättet. Denna problematik undviks dock helt genom att nyttja värdepappersmarknadens självreglering, varför detta bör vara ett bättre alternativ.

Som avslutande kommentar vill jag poängtera att teckningsoptioner i sig inte utgör ett problem. De är viktiga på värdepappersmarknaden och möjliggör särskilt för tillväxtbolag, såsom läkemedelsbolag med eventuellt osäkra framtida kapitalbehov, att på ett effektivt sätt skaffa nytt kapital. När de används korrekt kan teckningsoptioner dessutom tillföra stora mängder nytt kapital till bolag med minimal utspädning för befintliga ägare. Teckningsoptioner ger också stor valfrihet till dess innehavare och underlättar resursallokering och riskspridning på värdepappersmarknaden genom att handlas på marknaden, precis som aktier. Med de föreslagna ändringarna i regelverket kan teckningsoptioner behålla sin funktion och alla sina fördelar, samtidigt som man undviker en rad negativa konsekvenser för bolaget, dess aktieägare och värdepappersmarknadens funktion.

¹⁹² Personlig intervju med två advokater (2024).

Det bolagen skulle förlora i form av frihet som en följd av en lagändring eller ett uttalande om god sed från Aktiemarknadsnämnden är endast möjligheten att fastställa mycket låga inlösenkursvärden. Enligt den tidigare redogörelsen är låga gränsvärden dock oftast ogynnsamt för bolagen. Orsaken till att sådana låga gränsvärden ändå beslutas av bolag idag är oklart. Oavsett om det beror på okunskap eller ett agentproblem, understryker det vikten av tydliga ramar från lagstiftaren eller värdepappersmarknadens självreglering.

Genom att begränsa en till synes obetydlig del av bolagens flexibilitet och införa tydligare ramar för inlösenkursen kan lagstiftaren eller Aktiemarknadsnämnden säkerställa att värdepappersmarknaden inte riskerar att skadas. Samtidigt behålls de övriga friheterna som bolag har vid kapitalökningar. Lagstiftningens ändamålsenlighet inskränks således inte av den föreslagna ändringen. I stället skulle regleringen anpassas till de senaste årens utveckling på den svenska värdepappersmarknaden och det vidsträckta nyttjandet av teckningsoptioner i investeringserbudanden som riktas till alla Sveriges småsparare.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

Faktapromemoria

2013/14:FPM83 – Rekommendation om bolagsstyrning [cit. 2013/14:FPM83].

Utredningsbetänkanden

SOU 1971:15 Förslag till aktiebolagslag [cit. SOU 1971:15].

SOU 1997:22 Aktiebolagets kapital [cit. SOU 1997:22].

SOU 2001:1 Ny aktiebolagslag [cit. SOU 2001:1].

Propositioner

Prop. 1973:93 Med förslag till lag om konvertibla skuldebrev m.m. [cit. Prop. 1973:93].

Prop. 1975:103 Med förslag till ny aktiebolagslag, m.m. [cit. Prop. 1975:103].

Prop. 1991/92:113 Om börslagstiftning m.m. [cit. Prop. 1991/92:113].

Prop. 2004/05:85 Ny aktiebolagslag [cit. Prop 2004/05:85].

Litteratur

Afrell, L. & Jansson, P-O., *Regelstrukturen på värdepappersmarknaden*. I: Sevenius, R. & Örtengren, T. (red.), *Börsrätt*, 4 uppl., Studentlitteratur, Lund, 2017. [cit. Afrell & Jansson (2017)].

Andersson, S., Johansson, S. & Skog, R., *Aktiebolagslagen: En kommentar*, Juno, Norstedts Juridik, 2023-06-05 [cit. Andersson, Johansson & Skog (2023)].

Andersson, S., Johansson, S. & Skog, R., *Tidigare aktiebolagslag (1975:1385)*, Juno, Wolters Kluwer, 2005-01-01 [cit. Andersson, Johansson & Skog (2005)].

Beyer, C., *Aktiemarknadsnämnden – en del av regleringen på aktiemarknaden*, i: Munck, J., Skog, Rolf., *Aktiemarknadsnämnden 25 år: en antologi*, Aktiemarknadsnämnden, Mölnlycke, 2011 [cit. Beyer (2011)].

Dahlman, C., *Begreppet rättskälla*, i: Dahlman, C. & Wahlberg, L., *Juridiska grundbegrepp: en vänbok till David Reidhav*, Studentlitteratur, Lund, 2019 [cit. Dahlman (2019)].

Dotevall, R., *Aktiebolagsrätt: fördjupning och komparativ belysning*, Norstedts Juridik, Stockholm, 2005 [cit. Dotevall (2015)].

Eklund, K. & Stattin, D., *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, 3 uppl., Iustus, Uppsala, 2021 [cit. Eklund & Stattin (2021)].

Frändberg, Å., *Vad sker inom den rättsdogmatiska forskningen*, Svensk Juristtidning, Uppsala, 2023 [cit. Frändberg (2023)].

Hillion, P. & Vermaelen, T., *Death Spiral Convertibles*, i: Whited, T., *Journal of Financial Economics*, 71 uppl., Elsevier, Amsterdam, 2004 [cit. Hillion & Vermaelen (2004)].

Hjertstedt, M., *Beskrivningar av rättsdogmatisk metod: om innehållet i metodavsnitt vid användning av ett rättsdogmatiskt tillvägagångssätt*, i: Mannelqvist, R., Ingmanson, S. & Ulander-Wänman, C., *Festskrift till Örjan Edström*, Juridiska institutionen, Umeå universitet, Umeå, 2019 [cit. Hjertstedt (2019)].

Härkönen, E., *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning: särskilt om amerikansk och svensk reglering av selektiv information på*

sekundärmarknaden för värdepapper, Jure, Stockholm, 2013 [cit. Härkönen (2013)].

Jareborg, N., *Rättsdogmatik som vetenskap*, Svensk Juristtidning, Uppsala, 2004 [cit. Jareborg (2004)].

Kleineman, J., *Rättsdogmatisk metod*, i: Nääv, M. & Zamboni, M., *Juridisk metodlära*, 2 uppl., Studentlitteratur, Lund, 2018 [cit. Kleineman (2018)].

Korling, F., *Investerarskydd*, i: Sevenius, R. & Örtengren, T. (red.), *Börsrätt*, 5 uppl., Studentlitteratur, Lund, 2021 [cit. Korling (2021)].

Kvale, S., & Brinkmann, S., *Den kvalitativa forskningsintervjun*, 3 uppl., Lund, Studentlitteratur, 2014 [cit. Kvale & Brinkmann (2014)].

Mitelman Lindholm, S., *Värdepappersinstituterna och deras verksamhet*, i: Sevenius, R. & Örtengren, T. (red.), *Börsrätt*, 5 uppl., Studentlitteratur, Lund, 2021 [cit. Mitelman Lindholm (2021)].

Mitelman Lindholm, S. & Örtengren, T., *Introduktion till värdepappersmarknaden*, i: Mitelman Lindholm, S. (red.), *Ledning och kontroll på värdepappersmarknaden*, 3 uppl., Studentlitteratur, Lund, 2022 [cit. Mitelman Lindholm & Örtengren (2022)].

Nerep, E., Samuelsson, P. & Adestam, J., *Aktiebolagslagen: En kommentar*, Juno, Lexino, 2019-07-01, [cit. Nerep, Samuelsson & Adestam (2019)].

Nerep, E., Samuelsson, P. & Adestam, J., *Aktiebolagslagen: En kommentar*, Juno, Lexino, 2021-09-01, [cit. Nerep, Samuelsson & Adestam (2021)].

Sandgren, C., *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare: ämne, material, metod och argumentation*, Norstedts Juridik, Stockholm, 2018 [cit. Sandgren (2018)].

Sandström, T., *Svensk Aktiebolagsrätt*, 8 uppl., Norstedts Juridik, Stockholm, 2023 [cit. Sandström (2023)].

Schroeder, R. G., Clark, M. W. & Cathey, J. M., *Financial Accounting Theory and Analysis*, 14 uppl., Wiley, West Mifflin, 2022 [cit. Schroeder, Myrtle & Jack (2022)].

Sevenius, R. & Örtengren, T., *Introduktion*, i: Sevenius, R. & Örtengren, T. (red.), *Börsrätt*, 5 uppl., Studentlitteratur, Lund, 2021 [cit. Sevenius & Örtengren (2021)].

Skog, R., *Convertible bonds and subscription warrants in Sweden*, i: Lutter, M. and Hirte, H., *Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa*, 16 uppl., De Gruyter, Berlin, 2000 [cit. Skog (2000)].

Skog, R., *Rodhes Aktiebolagsrätt*, 27 uppl., Norstedts Juridik, Stockholm, 2023 [cit. Skog (2023)].

Stattin, D., *Takeover: om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, 2 uppl., Thomson Reuters, Stockholm, 2009. [cit. Stattin (2009)].

Svernlöv, C., *Aktiebolagslagen En översikt*, 2 uppl., Norstedts Juridik, Stockholm, 2023 [cit. Svernlöv (2023-06)].

Svernlöv, C., *Bolagsrättsliga FAQ*, 4 uppl., Norstedts Juridik, Stockholm, 2023 [cit. Svernlöv (2023-08)].

Tountopoulos, V. D., *Manipulation in Illiquid Markets – A Tale of Inefficiency?*, i: *European Company and Financial Law Review*, 14 uppl., De Gruyter, Berlin, 2017 [cit. Tountopoulos (2017)].

Westermarck, D. & Lagercrantz, M., *Om nyemission*, Norstedts Juridik, Stockholm, 2013 [cit. Westermarck & Lagercrantz (2013)].

Westermarck, D., Lagercrantz, M. & Svanberg, O., *Om incitamentsprogram*, Norstedts Juridik, Stockholm, 2019 [cit. Westermarck, Lagercrantz & Svanberg (2019)].

Örtengren, T., *Noterade bolags informationsplikt*, i: Sevenius, R. & Örtengren, T. (red.), *Börsrätt*, 5 uppl., Studentlitteratur, Lund, 2021 [cit. Örtengren (2021)].

Intervju

Personlig intervju med finansiell rådgivare, 2024-02-29 [cit. Personlig intervju med finansiell rådgivare (2024)].

Personlig intervju med två advokater, 2024-04-03 [cit. Personlig intervju med två advokater (2024)].

Examensarbete

Jonsson, F., *Den svenska aktiemarknaden under 1980- och 1990-talenen - studie av orsakerna till den stora uppgången på aktiemarknaden*, Ekonomiska institutionen vid Linköpings universitet, Linköping, 2001-06-13 [cit. Jonsson (2001)].

Jörnkvist, R., & Engebladh, S., *Arbitragemöjligheter på korsnoterade aktier inom euroområdet*, Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet, Lund, 2008-11-17 [cit. Jörnkvist & Engebladh (2008)].

Rüdén, A., *Frivilliga avnoteringar av aktier – en probleminventering: En analys av förutsättningarna för att avnotera aktier från reglerade marknader*, Juridiska fakulteten vid Uppsala universitet, Uppsala 2023-01-12. [cit. Rüdén (2023)].

Övrigt

Advokatfirman Lindahl, *Vägen till börsen – en översikt*, 2020, <https://www.lindahl.se/vagen-till-borsen.pdf>. Hämtad 2024-02-28 [cit. Lindahl (2020)].

Avanza, *Aktielistan*, <https://www.avanza.se/aktier/lista.html>. Filter: Land och lista; Sverige, First North Stockholm, NGM, Spotlight Stock Market. Hämtad 2024-04-06 [cit. Aktielistan (2024)].

Avanza, *Bokslutskommuniké* 2023, 2024, <https://storage.mfn.se/avanza-bank-bokslutskommunike-2023.pdf>. Hämtad 2024-02-01 [cit. Avanza (2024)].

Avanza, *Årsredovisning* 2007, 2008, <https://investors.avanza.se/2007-arsredovisning.pdf>. Hämtad 2024-01-30 [cit. Avanza (2008)].

Avanza, *Rätter, teckningsoptioner & betalda tecknade aktier*, 2024, <https://www.avanza.se/aktier/ratter-teckningsoptioner.html>. Hämtad 2024-04-06 [cit. Rätter, teckningsoptioner & betalda tecknade aktier (2024)].

Cambridge Dictionary, *in-the-money option*, 2024, <https://dictionary.cambridge.org/in-the-money-option>. Hämtad 2024-02-15 [cit. Cambridge (2024)].

Ekblom, J., *Störst aktiemarknad i Europa: ”Unikt”*, Svenska Dagbladet, 2021-09-13, <https://www.svd.se/aktiemarknaden-sverige-ar-storsta>. Hämtad 2024-01-29 [cit. Ekblom (2021)].

Euroclear Sweden AB, *Aktieägandet i Sverige 2020*, 2023, https://www.euroclear.com/aktiearrapport_2020.pdf. Hämtad 2024-01-29 [cit. Euroclear (2021)].

Euroclear Sweden AB, *Aktieägandet i Sverige 2022, 2023*, https://www.euroclear.com/aktiegarrapport_2022.pdf. Hämtad 2024-01-29 [cit. Euroclear (2023)].

Finansmarknadsrådet, *Svensk värdepappersmarknad i förändring – konsekvenserna för finansplatsen vid ägarskifte i OMX*, 2008, <https://regeringen.se/svensk-vardepappersmarknad-i-forandring.omx/>. Hämtad 2024-02-01. [cit. Finansmarknadsrådet (2008)].

Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden, *Aktiemarknadsnämnden*, 2024, <https://godsed.se/aktiemarknadsnamnden>. Hämtad 2024-04-05. [cit. Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden (2024)].

Hillion, P. & Vermaelen, T., *Death Spiral Convertibles*, 2001-05-01, Insead, https://www.researchgate.net/publication/Death_Spiral_Convertibles. Hämtad 2024-02-27. [cit. Hillion & Vermaelen (2001)].

IG Markets, *Likviditet definition*, <https://www.ig.com/se/trading-ordlista/likviditet-definition>. Hämtad 2024-02-10. [cit. IG (2024)].

Lindblad, J., *Aktietorget byter namn*, 2018-05-22, <https://www.di.se/nyheter/aktietorget-byter-namn/>. Hämtad 2024-02-01 [cit. Lindblad (2018)].

Nordic Issuing AB, *Ordlista/förklaringar*, 2022-10-24, <https://nordic-issuing.se/ordlista-forklaringar/>. Hämtad 2024-01-29 [cit. Nordic Issuing (2022)].

Nordnet, *Nordnet årsredovisning 2007*, 2008, <https://nordnetab.com/2007sve07.pdf>. Hämtad 2024-01-30 [cit. Nordnet (2008)].

Nordnet, *Delårsrapport januari - december 2023*, 2024, <https://mb.cision.com/Main/116/3917622/2569090.pdf>. Hämtad 2024-02-01 [cit. Nordnet (2024)].

Ofsén, G., *Teckningsoptioner – en ofta förbisedd investeringsmöjlighet*, Affärsvärlden, 2022-04-25, <https://www.affarsvarlden.se/ofsén/04-22>. Hämtad 2024-02-15 [cit. Ofsén (2022)].

Spotlight Stock Market, *Koncerninformation*, 2024, <https://www.spotlightstockmarket.com/sv/om-spotlight/koncerninformation>. Hämtad 2024-02-02 [cit. Spotlight (2024)].

Spotlight Stock Market, *Spotlights regelverk*, 2023-12-01, <https://www.spotlightstockmarket.com/media/111he43k/spotlights-regelverk-2023-12-01.pdf>. Hämtad 2024-04-05 [cit. Spotlight (2023)].

Statistikmyndigheten SCB, *Antal noterade bolag efter svenska marknadsplatser. 2ggr/år 2006M12 - 2023M06*, https://www.statistikdatabasen.scb.se/FM0201__FM0201D/NoteradeBolag. Hämtad 2024-01-29 [cit. Statistikmyndigheten SCB (2024)].

Strand, Karin, *Stabilt aktieintresse trots turbulent börsår 2022*, 2023-03-09, <https://www.di.se/stabilt-aktieintresse-trots-turbulent-borsar-2022/>. Hämtad 2024-02-27 [cit. Strand (2023)].

Swedbank, *Vad är teckningsoptioner?*, 2024, <https://www.swedbank.se/komplicerade-instrument/teckningsoptioner>. Hämtad 2024-02-15 [cit. Swedbank (2024)].

Österberg, T., *Rekordmånga fiskar efter börslycka*, Svenska Dagbladet, 2021-10-17, <https://www.svd.se/a/rekordmanga-fiskar-efter-borslycka>. Hämtad 2024-01-30. [cit. Österberg (2021)].