

Småsparare drar nitlotten medan insiders får röda mattan

Dagens Nyheter den 21 mars 2026

Sverige kapitalmarknad fungerar väl, och gynnar både företag och privatpersoner. Men nu växer en ny praxis fram, som hotar stabiliteten. Se bara på Norge, där det så kallade emissionsarbitraget alltmer uppfattas som ett sätt för en utvald krets att tjäna på bekostnad av vanliga sparare. Sverige kan ännu undvika att gå i samma fälla.

Sverige är ett föregångsland med väl fungerande kapitalmarknad. Våra börser har gett företag tillgång till riskvilligt kapital och gjort det möjligt för vanliga hushåll att ta del av näringslivets värdeskapande. Men under ytan växer en praxis fram som systematiskt flyttar värden från långsiktiga sparare till en liten grupp kortsiktiga aktörer. Vår forskning på den norska marknaden visar hur detta mönster riskerar underminera förtroendet för både aktiemarknaden och kapitalförsörjningen.

Kärnan i problemet är en praxis som vuxit fram kring riktade nyemissioner. Den fungerar ungefär så här: Ett bolag behöver nytt kapital och riktar sig då till en liten krets som belönas med en betydande rabatt mot börskursen, i stället för att vända sig till samtliga befintliga aktieägare. Dagen efter kan dessa utvalda aktörer sälja aktierna på marknaden med omedelbar vinst – ofta utan att ha burit någon reell risk.

Värde har då förts över från bolagets befintliga ägare, i praktiken ofta pensionssparare och småsparare, till en liten grupp utvalda som utan att ta någon risk tjänar stora pengar på konstruktionen snarare än på företagets framtida utveckling; ett så kallat emissionsarbitrage.

Det är denna värdeöverföring som är huvudproblemet. I en välfungerande kapitalmarknad ska den som ställer kapital och tålamod till förfogande också vara den som belönas när företaget lyckas. När emissionsupplägg i stället gör det möjligt att extrahera i princip riskfri överavkastning i en serie snabba transaktioner, förskjuts avkastning från långsiktiga ägare till kortsiktiga arbitrageaktörer. På sikt urholkar detta mönster viljan att delta på aktiemarknaden och därmed själva fundamentet för den kapitalförsörjning som gjort Sverige framgångsrikt.

Den norska kapitalmarknaden kan ses som ett varnande exempel. I vår egen forskning om riktade emissioner på denna marknad – som erbjuder den unika möjligheten att följa vem som är köpare respektive säljare av aktier på daglig basis – kan vi följa hur rabatterade emissioner gång på gång tilldelas en begränsad utvald krets. De säljer sedan snabbt vidare med vinst, medan övriga aktieägare drabbas av kursfall och utspädning.

Detta har utlöst en hård norsk debatt om "aktieägardemokrati", och om en marknad som uppfattas gynna insiders och professionella aktörer på bekostnad av vanliga sparare. Ett sådant

mönster kan lätt fastna som praxis där det sedan blir svårt att återställa förtroendet när misstron väl satt sig.

Trots den omfattande debatten har den norska utvecklingen i stor utsträckning styrts av marknadspraxis snarare än av tydliga spelregler. Det är i sig en viktig lärdom. Att hoppas på självsanering och "ryktesmekanismer" räcker inte när starka finansiella incitament driver fram ett beteende som ger kortsiktig vinst men långsiktiga förtroendeskador.

Just därför behöver vi i Sverige agera innan samma logik förstärker sitt fäste här.

Samtidigt är tiden olycklig för krav på "mer reglering". EU:s politiska agenda – som den kommer till uttryck inte minst i utredaren Mario Draghis konkurrenskraftsrapport – handlar om att lätta regelbördan, snabba på kapitalflöden och göra Europa mindre bankberoende. Det är en helt riktig ambition. Vårt förslag ska också förstås i den andan: inte som ännu ett lager byråkrati, utan som ett smalt och träffsäkert skydd för att svenska kapitalmarknaden faktiskt ska kunna fylla den roll Draghi efterlyser för den europeiska kapitalmarknaden i sin helhet.

Vi menar därför att tre enkla krav bör ställas på riktade emissioner i Sverige:

För det första en kort, förutsägbar spärrtid – vårt förslag är 15 dagar – innan nytecknade aktier får säljas vidare. Den som deltar i en riktad nyemission ska bära faktisk marknadsrisk, inte kunna plocka ut en nästan garanterad arbitragevinst dagen därpå. En spärrtid styr deltagandet mot långsiktigt kapital och minskar den rena värdeöverföringen.

Därutöver bör krav ställas på ökad transparens efter affären. Ett kortfattat faktablad från den ansvariga banken, som redovisar vilka investerare som deltagit, hur stor rabatt de erhållit och hur stor del av innehavet som sålts efter en viss period skulle göra det betydligt svårare att bedriva emissionsarbitrage i skymundan.

Till sist bör det införas ett krav på ansvar för styrelsen att öppet motivera varför en riktad emission, med avsteg från företrädesrätten, ligger i alla aktieägares intresse. Det skulle skärpa den interna prövningen och göra det svårare att som i dagsläget gömma sig bakom slentrianmässiga argument om "effektivitet".

Poängen är inte att stoppa riktade emissioner. Snabba kapitalanskaffningar är ibland nödvändiga, särskilt för växande och finansiellt utsatta bolag. Men när dessa transaktioner kan utnyttjas av en skara privilegierade och kortsiktiga aktörer riskerar vi att undergräva just den aktieägarkultur som behövs för att kapitalmarknaden ska fungera som tillväxtmotor.

Om hushållen börjar uppfatta börsen som en spelplan där andra alltid hinner före – med bättre information och bättre villkor – minskar viljan att spara i aktier. Då stiger kapitalkostnaden, och en slagkraftig svensk kapitalförsörjning hotar gå förlorad.

Sverige har sålunda mycket att förlora. Vi har byggt upp ett internationellt ansett system för kapitalförsörjning, där både företag och sparare gynnas av djupa och likvida marknader.

Erfarenheterna från Norge ger oss en indikation på hur snabbt vårt försprång kan slarvas bort om värdeöverföringen till kortsiktiga aktörer får fortsätta obehindrat.

Nu krävs att regeringen, Finansinspektionen och börserna tar frågan på allvar och inför våra föreslagna enkla krav för att stoppa emissionsarbitraget, skydda förtroendet för aktiemarknaden och samtidigt värna Sveriges styrka som kapitalmarknadsnation.

Håkan Jankensgård

Lars Oxelheim