



Direktiv om aktiestrukturer med olika röstvärden för företag som ansöker om att notera sina aktier på en tillväxt- marknad för små och medelstora företag

Justitiedepartementet

2023-01-31

Dokumentbeteckning

COM(2022) 761

Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on multiple-vote share structures in companies that seek the admission to trading of their shares on an SME growth market

Sammanfattning

Europeiska kommissionen föreslår att företag som för första gången tar upp sina aktier till handel (noterar sig) på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag ska tillåtas ha en aktiestruktur där olika aktieslag har olika röstvärden. I Sverige omfattas endast publika aktiebolag av förslaget.

Till skydd för minoritetsaktieägares och bolagets intressen föreslås vissa åtgärder, däribland bestämmelser om att beslut att anta eller ändra en aktiestruktur med olika röstvärden ska fattas av bolagsstämman med kvalificerad majoritet. Omröstning ska ske separat för varje aktieslag vars rösträttigheter berörs av beslutet.

Vidare föreslår kommissionen att företag som använder sig av en aktiestruktur med olika röstvärden ska lämna viss information till investerare, däribland information om kapitalets struktur, om vilka aktieslag det finns, de rättigheter och skyldigheter som hör till varje aktieslag och begränsningar i överlåtbarhet.

Direktivet föreslås vara genomfört i nationell rätt senast två år efter att det antagits av Europaparlamentet och rådet.

Regeringen välkomnar kommissionens förslag. Aktiestrukturer med olika röstvärden skapar förutsättningar för ett starkt och stabilt ägande och underlättar för företag att få tillgång till kapital.

Förslaget kommer att behandlas under Sveriges EU-ordförandeskap som pågår den 1 januari till och med den 30 juni 2023.

1 Förslaget

1.1 Ärendets bakgrund

Kommissionen presenterade 2015 en första handlingsplan för en kapitalmarknadsunion. En ny handlingsplan antogs i september 2020. Kommissionen angav då att den ska söka förenkla noteringsreglerna för publika marknader i syfte att främja och diversifiera små och innovativa företags tillgång till kapital. Kommissionen satte därefter utifrån förordningen (EU) 2019/2115 om främjande av användning av tillväxtmarknader för små och medelstora företag (SME-marknad) upp en teknisk expertgrupp av intressenter (TESG) för små och medelstora företag. Gruppen bekräftade behovet av lagstiftningsåtgärder för att underlätta noteringar, i synnerhet för små och medelstora företag. I sin slutliga rapport lade TESG i maj 2021 fram tolv rekommendationer för att förändra noteringsramverket både för reglerade marknader och för SME-marknader (Final report of the Technical Expert Stakeholder Group [TESG] on SMEs - Empowering EU capital markets - Making listing cool again).

Den 15 september 2021 annonserade kommissionens ordförande Ursula von der Leyen i sin programförklaring (State of the union, letter of intent 2021) ett lagförslag för att underlätta för små och medelstora företag att få tillgång till kapital. Förslaget inkluderades därefter i kommissionens arbetsprogram för 2022 (COM [2021] 645 final).

Den 7 december 2022 presenterade kommissionen ett förslag om aktiestrukturer med olika röstvärden för företag som ansöker om att få ta upp sina aktier till handel på en SME-marknad. Förslaget är en del av det så kallade noteringsaktspaketet.

1.2 Förslagets innehåll

Förslaget till direktiv syftar till att stärka attraktionskraften för SME-marknader och till att reducera ojämlikheterna mellan företag som söker inträde till den inre marknaden. Förslaget ska bidra till att undanröja hinder för noteringar.

Företag som inte har aktier upptagna till handel på en handelsplattform föreslås få rätt att anta en aktiestruktur där olika aktieslag har olika röstvärden när företaget tar upp sina aktier till handel på en SME-marknad i en eller flera medlemsstater. Ett företag får inte hindras att ta upp sina aktier till handel vid en SME-marknad med anledning av att företaget har antagit en sådan aktiestruktur.

Denna rättighet föreslås även innefatta rättigheten att anta en aktiestruktur med olika röstvärden en tid innan företaget ansöker om att få ta upp sina aktier till handel på en SME-marknad. Möjligheten att utnyttja den förstärkta rösträttigheten får göras beroende av att aktierna tas upp till handel på en SME-marknad i en eller flera medlemsstater.

Med företag avses en juridisk person som omfattas av bilaga I till direktiv (EU) 2017/1132 om vissa aspekter av bolagsrätt (kodifiering). I Sverige omfattar förslaget därmed publika aktiebolag.

1.2.2 Åtgärder för att skydda investerares och bolagets intressen

Enligt förslaget ska aktieägare behandlas rättvist och icke-diskriminerande. Intressena hos de aktieägare som inte har aktier med flera rösträttigheter och bolagets intressen ska ges ett adekvat skydd genom att det införs bestämmelser om att:

- a) ett företags beslut att anta en aktiestruktur med olika röstvärden och varje senare beslut att ändra en sådan struktur så att det ändrar rösträttigheterna ska fattas av bolagsstämman genom beslut med kvalificerad majoritet, såsom detta specificeras i nationell rätt. När det finns olika aktieslag ska röstningen genomföras separat för varje aktieslag vars rösträttigheter påverkas, och att
- b) röstvikten hos de aktier som har flera rösträttigheter ska begränsas vad gäller andra aktieägarrättigheter, i synnerhet vid bolagsstämmor, genom att införa något av följande:
 - (i) en högsta skillnad i röstvärden och ett krav på den högsta procentandel av det utestående aktiekapitalet som det totala antalet aktier med flera rösträttigheter får representera, eller
 - (ii) en begränsning av tillämpandet av de ytterligare rösträttigheter som är knutna till aktierna med flera röster för omröstning om frågor som beslutas på bolagsstämman och som kräver beslut med kvalificerad majoritet.

Det får även införas andra åtgärder i syfte att stärka skyddet för investerares och bolagets intressen, såsom nedan.

- a) Hinder mot att aktier med flera rösträttigheter överförs till tredje part eller fortsätter att finnas vid händelse av den ursprungliga aktieinnehavarens död, oförmåga eller pensionering.

- b) Möjlighet att förhindra att de ytterligare rösträttigheterna som är knutna till aktier med flera rösträttigheter fortsätter att existera efter en viss tid.
- c) Möjlighet att förhindra att de ytterligare rösträttigheterna som är knutna till aktier med flera rösträttigheter fortsätter att existera efter att en viss händelse har inträffat.
- d) Ett krav som säkerställer att de ytterligare rösträttigheterna inte används för att hindra att bolagsstämman fattar beslut som är ämnade att förebygga, reducera eller utradera negativ inverkan som företagets verksamhet har på mänskliga rättigheter och miljö.

1.2.3 Transparens

Företag som har aktiestrukturer med olika röstvärden och vars aktier är eller ska bli upptagna till handel på en SME-marknad ska på visst sätt offentliggöra detaljerad information om:

- a) kapitalets struktur, inklusive värdepapper som inte är upptagna till handel vid en SME-marknad i en medlemsstat, tillsammans med information om vilka aktieslag som finns, de rättigheter och skyldigheter som hör till aktieslaget och den procentandel av det totala aktiekapitalet respektive rösträttigheterna som aktieslaget representerar,
- b) förekomsten av begränsningar för överlåtelse av värdepapper, inklusive överenskommelser mellan aktieägare som är kända för företaget och som kan resultera i begränsningar för överlåtelsebarheten,
- c) identiteten hos den som innehar värdepapper med speciella kontrollrättigheter och en beskrivning av sådana rättigheter,
- d) begränsningar i rösträttigheter, inklusive överenskommelser mellan aktieägare som är kända för företaget och som kan resultera i begränsningar i rösträttigheter, och
- e) identiteten hos de aktieägare som innehar aktier med flera rösträttigheter och hos den fysiska eller juridiska person som har rätt att utöva dessa rösträttigheter för sådana aktieägare, när så är tillämpligt.

När innehavare av aktier med flera rösträttigheter, eller de personer som har rätt att utöva sådana rättigheter för dessa innehavare, eller innehavare av värdepapper med speciella kontrollrättigheter är fysiska personer ska upplysningen om deras identitet enbart vara en upplysning om deras namn.

1.2.4 Nationella regler

Medlemsstaterna ska kunna introducera eller bibehålla nationella regler som redan har trätt i kraft och som tillåter företag att anta aktiestrukturer med olika röstvärden i sådana situationer som inte täcks av direktivet.

Medlemsstaterna ska ha genomfört direktivet senast två år efter dess ikraftträdande. För att ta hänsyn till marknadsutvecklingen, utvecklingen i andra områden av EU-rätt och medlemsstaternas erfarenheter av genomförandet ska kommissionen se över direktivet fem år efter ikraftträdandet.

1.3 Gällande svenska regler och förslagets effekt på dessa

I Sverige finns regler om aktiers röstvärden i 4 kap. aktiebolagslagen (2005:551). Enligt aktiebolagslagen har alla aktier lika rätt i bolaget (likhetsprincipen). Som ett undantag från denna grundprincip får det enligt aktiebolagslagen föreskrivas i bolagsordningen att aktier av olika slag ska finnas eller kunna ges ut. En sådan föreskrift ska innehålla uppgift dels om olikheter mellan aktieslagen och dels om antalet eller andelen aktier av varje slag. I en sådan uppgift får det anges det högsta och det lägsta antalet eller den högsta och den lägsta andelen aktier av ett visst slag. För röstvärdeskillnader gäller att ingen aktie får ha ett röstvärde som överstiger tio gånger röstvärdet hos någon annan aktie.

Bestämmelser som gäller för det företag som har värdepapper upptagna till handel vid MTF-plattform, SME-marknad eller reglerad marknad återfinns i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden.

1.4 Budgetära konsekvenser / Konsekvensanalys

Kommissionen har gjort en gemensam konsekvensanalys för de tre förslag som lämnas inom noteringsaktsinitiativet (SWD[2022] 762 final och SWD [2022] 763 final). Kommissionen anger vad som gäller särskilt för förslaget om aktier med olika röstvärden i inledningen till det förslaget (COM[2022] 761 final).

Direktivet om aktier med olika röstvärden ska leda till en minimi-harmonisering av nationell rätt som styr aktiestrukturer. Medlemsstater som i dag förbjuder aktier med olika röstvärden kommer behöva ändra sin lagstiftning. Förslaget ska inte ställa några ytterligare långtgående begränsningar för de medlemsstater som redan i dag har en flexibel och välfungerande regim på plats.

Kommissionens bedömning är att förslaget leder till minimala kostnader för ett företag som ska säkerställa att en notering struktureras i enlighet med de nya reglerna, huvudsakligen på grund av de åtgärder som ska genomföras till skydd för investerare. Förslaget bedöms innebära betydande kostnadsbesparingar för det företag som i dag behöver notera sig på en marknad utanför hemlandet i syfte att nå den flexibilitet förslaget skapar. Förslaget ska möjliggöra för ett företags grundare att fokusera på den långsiktiga visionen för företaget.

Medlemsstater som redan tillåter aktier med olika röstvärden ska inte behöva ändra sina regler. Företag i de staterna ska inte behöva anpassa sig till ett nytt system eller orsakas ytterligare kostnader.

Förslaget förväntas öka antalet noteringar i Europa och öka företagens möjlighet att införskaffa kapital. Kommissionen bedömer därför att förslaget kommer att bidra till en tillväxt av EU:s kapitalmarknader. Förslaget förväntas särskilt gynna företag i innovativa och forskningsintensiva sektorer som vanligen har högre kapitalbehov. Att förbättra dessa företags tillgång till kapital möjliggör för företagen att växa och bedriva forskning och utveckling som kan bidra till genomförandet av syftet med den europeiska gröna given. Förbättrad tillgång till kapital möjliggör också för små och medelstora företag att engagera sig i social innovation och att anställa fler. Förslaget väntas därmed få positiva effekter på EU:s arbetsmarknad och öka den ekonomiska sammanhållningen. Förbättrad tillgång till kapital kan även få indirekt positiva effekter på digitalisering genom att företag kan genomföra kapitalintensiva projekt med fokus på digitalisering och innovation.

Kommissionen anger att det är det paket av åtgärder som föreslås inom noteringsaktspaketet som förväntas bidra till ett ökat antal noteringar i Europa genom att reducera företagens administrativa bördor och genom att förbättra deras likviditet. Kommissionen understryker att åtgärden om aktiers röstvärden tagen enskilt inte nödvändigtvis får denna effekt, eftersom resultatet beror av ett flertal olika faktorer.

Förslaget påverkar skyddet för persondata för vissa aktieägare liksom för innehavare med vissa kontrollrättigheter. Kravet på att lämna uppgifter om dessa aktieägare och innehavare är befogade för att stärka investerares förtroende och bidra till välgrundade investeringsbeslut och för att öka både investerarskyddet och marknadens effektivitet.

Kommissionen anger att initiativet inte förväntas ha någon nämnvärd påverkan på EU:s budget. Regeringen delar kommissionens uppfattning.

Förslaget kan eventuellt medföra vissa ökade kostnader för Bolagsverket. Regeringen bedömer dock att förslaget inte kommer att få några betydande effekter på statsbudgeten och att eventuella ökade kostnader kan hanteras inom sakansvarigt departements befintliga budgetramar. Om förslagen skulle innebära kostnader för den nationella budgeten ska dessa finansieras i linje med de principer om neutralitet för statens budget som riksdagen beslutat om (prop. 1994/95:40, bet. 1994/95:FiU5, rskr. 1994/95:67). Utgångspunkten är även att eventuella kostnader för EU:s budget ska hanteras inom EU-budgetens befintliga ram.

2.1 Preliminär svensk ståndpunkt

Regeringen välkomnar kommissionens förslag om aktiestrukturer med olika röstvärden. Bruket av aktier med olika röstvärden har en lång tradition i Sverige. Genom aktier med olika röstvärden möjliggörs en stark och stabil ägarfunktion i företag. Detta skapar förutsättningar för en effektiv drift och långsiktig planering av företagets verksamhet. Röstvärdesdifferentiering gör det dessutom möjligt för expanderande företag att få tillgång till kapital utan att de ursprungliga ägarna tappar kontrollen över företaget. Det finns i Sverige inget som tyder på att bruket av olika röstvärden har medfört några beaktansvärda negativa konsekvenser.

Det är viktigt att de slutliga reglerna inte utformas så att de hamnar i strid med svenska bolagsrättsliga principer. Den svenska bolagsstyrningsmodellen ska värnas. Ett fullgott skydd för minoritetsaktieägare behöver upprätthållas.

Regelverket bör inte utformas så att det skapar omotiverade kostnader eller administrativa bördor för företagen.

2.2 Medlemsstaternas ståndpunkter

Medlemsstaternas ståndpunkter är ännu inte kända.

2.3 Institutionernas ståndpunkter

Institutionernas ståndpunkter är ännu inte kända.

2.4 Remissinstansernas ståndpunkter

Ett antal myndigheter, branschorganisationer och representanter för civilsamhället har inbjudits att lämna synpunkter.

De intressenter som har yttrat sig är i huvudsak positiva till förslaget. Flera intressenter, däribland *Svenskt Näringsliv* och *Nasdaq Stockholm*, betonar vikten av att direktivet utformas så att medlemsstater som redan tillåter röstvärdesskillnader får behålla dessa system och att befintliga välfungerande modeller även fortsatt kan tillämpas. *Aktiespararna* betonar vikten av att en tillräckligt hög nivå av minoritetsskydd uppnås.

3 Förslagets förutsättningar

3.1 Rättslig grund och beslutsförfarande

Förslaget baseras på artiklarna 114 och 50 i fördraget om Europeiska Unionens funktionssätt (FEUF). Beslut fattas enligt det ordinarie lag-

3.2 Subsidiaritets- och proportionalitetsprincipen

Kommissionen anger att det, bland annat av historiska skäl och på grund av motstånd från intressenter, är osannolikt att medlemsstater som i dag inte tillåter aktiestrukturer med olika röstvärden skulle ändra sin reglering utan externa skäl. Mindre företag riskerar därför gå miste om finansieringsmöjligheter i medlemsstater som förbjuder aktiestrukturer med olika röstvärden. Kommissionen menar därutöver att det om medlemsstaterna skulle agera var och en för sig finns risk att de skulle välja tillvägagångssätt med betydande olikheter, vilket skulle leda till fragmentering.

Kommissionen anger vidare att syftet med förslaget är att bidra till en väl fungerande gemensam marknad och att ta bort hinder för att utöva de fundamentala friheterna, såsom friheten till rörlighet för kapital och etableringsfriheten. Skillnader mellan olika nationers bolagsrätt med avseende på aktiestrukturer utgör hinder för detta. För att uppnå syftet sätter direktivet enbart upp minimiharmoniseringskrav i relation till den huvudsakliga principen om aktiestrukturer med olika röstvärden. Till detta läggs ett minimum av skyddsmekanismer som behövs för att skydda minoritetsaktieägares och bolagets intressen. Omfånget är också begränsat till små och medelstora företag, vilka skulle kunna dra mest fördel av förslaget. Medlemsstaterna ges tillräckligt med flexibilitet för att infoga bestämmelserna i deras nationella rätt. Direktivet går därför inte längre än vad som krävs för att uppnå sitt syfte.

På basis av ovan anser kommissionen att förslaget är i överensstämmelse med både proportionalitets- och subsidiaritetsprincipen. Regeringen delar kommissionens uppfattning.

4 Övrigt

4.1 Fortsatt behandling av ärendet

Förslaget kommer att behandlas under Sveriges EU-ordförandeskap som pågår den 1 januari till och med den 30 juni 2023. Förslaget behandlas i rådsarbetsgruppen för bolagsrätt.

4.2 Fackuttryck/termer