

Juridiska Institutionen  
Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet  
HRO800 Examensarbete, 30 hp  
Juristprogrammet  
Höstterminen 2025



# GÖTEBORGS UNIVERSITET

## HANDELSHÖGSKOLAN

### **Röstvärdesdifferenser och minoritetsskydd**

*En analys av regelverket, riktad kritik och genomförandet av direktiv (EU) 2024/2810 i Sverige och några utvalda medlemsstater*

Norea Lindström Ekberg

Handledare: Rolf Skog  
Examinator: Daniel Hult Granström

# Sammanfattning

Denna uppsats analyserar röstvärdesdifferenser och minoritetsskydd i Sverige, Danmark, Finland, Spanien, Tyskland och Frankrike i ljuset av det nyligen antagna Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2024/2810 ("Röstvärdesdirektivet"). Uppsatsen undersöker hur röstvärdesdifferenser regleras, vilka minoritetsskydd som används för att balansera de maktobalanser som röstvärdesdifferenser kan ge upphov till, samt i vilken utsträckning medlemsstaterna uppfyller Röstvärdesdirektivets krav.

Röstvärdesdirektivet tvingar medlemsstaterna att tillåta bolag att införa aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser vid upptagande till handel på multilaterala handelsplattformar ("MTF-plattformar"). Detta ställer många medlemsstater, som inte utformat sitt minoritetsskydd med hänsyn till röstvärdesdifferenser, inför utmaningar vid deras nationella genomförande. Detta motiverar en analys av huruvida Sveriges modell – med sin långa tradition och bevisade framgång - kan tjäna som förebild vid genomförandet av Röstvärdesdirektivet, i stället för att medlemsstaterna inför de mest långtgående skyddsåtgärderna i Röstvärdesdirektivet som riskerar att underminera dess syfte. Samtidigt har röstvärdesdifferenser, trots sin centrala roll i den svenska bolagsstyrningsmodellen, mött betydande internationell kritik från institutionella investerare och röstningsrådgivare under de senaste decennierna. Kritiken motiverar en analys av huruvida det svenska systemet bör kompletteras med de i Röstvärdesdirektivet föreslagna ytterligare skyddsåtgärderna - obligatoriska solnedgångsklausuler - för att möta marknadens tolerans.

Uppsatsen visar sammantaget att de nordiska länderna - Sverige, Danmark och Finland - har långa traditioner av röstvärdesdifferenser och välutvecklade minoritetsskydd utan obligatoriska solnedgångsklausuler. Tyskland och Frankrike har däremot nyligen introducerat röstvärdesdifferenser med strikta begränsningar och obligatoriska solnedgångsklausuler, medan Spanien förbjuder röstvärdesdifferenser i publika aktiebolag. Uppsatsen konkluderar att Sverige inte bör införa obligatoriska solnedgångsklausuler. Det svenska systemet med röstvärdesdifferenser har en bevisad framgång och stöds av ett omfattande minoritetsskydd. Obligatoriska solnedgångsklausuler riskerar att motverka de fördelar som följer av röstvärdesdifferenser och undergräva den svenska bolagsstyrningsmodellen som lyfts fram som ett framgångsrikt exempel internationellt. Den svenska modellen kan därmed tjäna som förebild för medlemsstater som saknar tradition av röstvärdesdifferenser och behöver utforma nya regelverk vid genomförandet av Röstvärdesdirektivet.

# Innehållsförteckning

<b>Sammanfattning .....</b>	<b>1</b>
<b>Förkortningar .....</b>	<b>5</b>
<b>1. Inledning.....</b>	<b>6</b>
1.1    Bakgrund.....	6
1.2    Syfte och frågeställningar .....	6
1.3    Avgränsningar.....	7
1.4    Metod .....	8
1.5    Disposition .....	9
<b>2. Den svenska aktiemarknaden – en överblick.....</b>	<b>10</b>
2.1    Handelsplatser för värdepapper i Sverige .....	10
2.2    Aktier av olika slag .....	11
2.3    Ägarstruktur .....	12
2.4    Röstningsrådgivare .....	13
2.5    Representerat marknadsvärde – en kartläggning utifrån den svenska ägarstrukturen.....	13
2.6    Den svenska bolagsstyrningsmodellen .....	14
2.6.1    Aktivt ägande och rösträtt .....	14
2.6.2    Agentproblemet.....	15
2.6.3    Aktieägarpassivitet och free-rider problematiken.....	15
2.7    Aktiemarknadens funktion.....	16
<b>3. Röstvärdedifferenser och minoritetsskydd i Sverige.....</b>	<b>16</b>
3.1    Historisk utblick.....	16
3.1.1    Röstvärdedifferensers tillåtlighet i svensk rätt .....	16
3.1.2    Minoritetsskydd i svensk rätt .....	19
3.2    Gällande rätt.....	20
3.2.1    Regleringen kring röstvärdedifferenser .....	20
3.2.2    Minoritetsskyddsregler.....	21
3.3    För- och nackdelar med röstvärdedifferenser.....	24
3.3.1    Argument för röstvärdedifferenser .....	24
3.3.2    Argument mot röstvärdedifferenser.....	26
3.4    Förekomst av röstvärdedifferenser i svenska aktiebolag .....	29
<b>4. Röstvärdedifferenser i EU och Röstvärdedirektivet .....</b>	<b>30</b>
4.1    EU-ramen för röstvärdedifferenser .....	30
4.1.1    Historisk utblick .....	30
4.1.2    Debatten i EU kring röstvärdedifferenser.....	32
4.2    Bakgrund till Röstvärdedirektivet .....	33
4.2.1    Bakgrunden till Röstvärdedirektivets tillkomst.....	33
4.2.2    Processen för Röstvärdedirektivets tillkomst .....	35

4.3	Röstvärdesdirektivets innehåll.....	36
4.3.1	Röstvärdesdirektivets syfte .....	36
4.3.2	Röstvärdesdirektivets tillämpningsområde .....	37
4.3.3	Artikel 3 Röstvärdesdirektivet – Rätten att införa och ändra aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser .....	38
4.3.4	Artikel 4.1 Röstvärdesdirektivet - Obligatoriska skyddsåtgärder.....	39
4.3.5	Artikel 4.2 Röstvärdesdirektivet - Frivilliga alternativa skyddsåtgärder.....	40
4.4	Kritisk analys av Röstvärdesdirektivet .....	41
4.4.1	Oklart tillämpningsområde.....	41
4.4.2	Risk för kringgående.....	42
<b>5.</b>	<b>Sveriges genomförande av Röstvärdesdirektivet .....</b>	<b>43</b>
5.1	Inledande utgångspunkter för den fortsatta framställningen .....	43
5.2	Artikel 3 – Rätt till införande eller ändring av struktur med röstvärdesdifferenser vid upptagande till handel på en MTF-plattform .....	44
5.2.1	Rätt till införande av röstvärdesdifferenser.....	44
5.2.2	Förbud mot förhindrande .....	45
5.2.3	Förbud mot villkor .....	45
5.2.4	Majoritetsregler.....	46
5.2.5	Möjlighet att begränsa tidpunkten för utövandet av en högre rösträtt .....	49
5.3	Artikel 4.1 – Obligatoriska skyddsåtgärder .....	50
5.3.1	Artikel 4.1 a) - Majoritetskrav .....	50
5.3.2	Artikel 4.1 b) – Begränsning av inflytandet från aktier med högre röstvärde .....	50
5.4	Artikel 4.2 – Frivilliga kompletterande skyddsåtgärder .....	51
<b>6.</b>	<b>Regleringen kring röstvärdesdifferenser och minoritetsskyddsregler i några utvalda medlemsstater 52</b>	
6.1	Danmark.....	52
6.1.1	Reglering avseende röstvärdesdifferenser.....	52
6.1.2	Minoritetsskyddsregler.....	52
6.1.3	Förekomst av röstvärdesdifferenser .....	54
6.2	Finland .....	54
6.2.1	Reglering avseende röstvärdesdifferenser.....	54
6.2.2	Minoritetsskyddsregler.....	54
6.2.3	Förekomst av röstvärdesdifferenser .....	55
6.3	Spanien.....	56
6.3.1	Reglering avseende röstvärdesdifferenser.....	56
6.3.2	Minoritetsskyddsregler.....	57
6.3.3	Förekomst av röstvärdesdifferenser .....	59
6.4	Tyskland.....	59
6.4.1	Reglering avseende röstvärdesdifferenser.....	59
6.4.2	Minoritetsskyddsregler.....	59
6.4.3	Förekomst av röstvärdesdifferenser .....	61
6.5	Frankrike .....	61
6.5.1	Reglering avseende röstvärdesdifferenser.....	61
6.5.2	Minoritetsskyddsregler.....	62
6.5.3	Förekomst av röstvärdesdifferenser och övriga relevanta system .....	64

<b>7. Medlemsstaternas uppfyllnad av Röstvärdesdirektivet.....</b>	<b>64</b>
7.1 Artikel 3 – Rätt till införande eller ändring av struktur med röstvärdesdifferenser vid upptagande till handel på en MTF-plattform .....	65
7.1.1 Komparativ analys och kommentarer .....	67
7.2 Artikel 3 – Majoritetskrav.....	70
7.2.1 Komparativ analys och kommentarer .....	72
7.3 Artikel 4.1 – Medlemsstaternas uppfyllnad av Röstvärdesdirektivets krav på obligatoriska skyddsåtgärder.....	74
7.3.1 Komparativ analys och kommentarer .....	77
7.4 Artikel 4.2 – Medlemsstaternas frivilliga kompletterande skyddsåtgärder .....	78
7.4.1 Komparativ analys och kommentarer .....	79
7.5 Avslutande reflektioner.....	80
<b>8. Diskussion.....</b>	<b>80</b>
8.1 Komparativ överblick .....	80
8.2 Obligatoriska solnedgångsklausulers tillåtlighet enligt svensk rätt .....	81
8.3 Finns det ett behov av ytterligare skyddsåtgärder i Sverige? .....	81
8.3.1 Den svenska bolagsstyrningsmodellen och bevisad framgång .....	81
8.3.2 Nedåtgående trend av röstvärdesdifferenser vid börsnoteringar.....	82
8.3.3 Empiriska studier om bolagsvärdering.....	83
8.3.4 Marknadstolerans .....	83
8.4 Är solnedgångsklausuler önskvärda från marknaden? .....	84
8.5 Är solnedgångsklausuler lämpliga på den svenska aktiemarknaden? .....	86
<b>9. Sammanfattande slutsatser.....</b>	<b>88</b>
<b>Käll- och litteraturförteckning.....</b>	<b>90</b>

## Förkortningar

<b>ABL</b>	Aktiebolagslag (2005:551)
<b>AktG</b>	Aktiengesetz
<b>CII</b>	Council of Institutional Investors
<b>ESMA</b>	European Securities and Markets Authority
<b>EU</b>	Europeiska unionen
<b>FEUF</b>	Fördraget om Europeiska unionens funktionssätt
<b>ICEV</b>	Investor Coalition for Equal Votes
<b>IPO</b>	Initial public offering
<b>ISS</b>	Institutional Shareholder Services
<b>JT</b>	Juridisk Tidskrift
<b>Koden</b>	Svensk kod för bolagsstyrning
<b>LSC</b>	Ley de Sociedades de Capital
<b>LSE</b>	London Stock Exchange
<b>Marknadsmissbruksförordningen</b>	Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014
<b>MiFID II</b>	Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU
<b>MiFIR</b>	Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 600/2014
<b>MTF-plattformar</b>	Multilaterala handelsplattformar (eng. multilateral trading facility)
<b>OECD</b>	Organisation for Economic Co-operation and Development
<b>OL</b>	Osakeyhtiölaki
<b>Prospektförordningen</b>	Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129
<b>Röstvärdesdirektivet</b>	Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2024/2810
<b>SCGI</b>	Swedish Corporate Governance Institute
<b>SL</b>	Selskabsloven
<b>SME</b>	Small and medium sized-enterprises
<b>SvJT</b>	Svensk Juristtidning
<b>VpmL</b>	Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden

# 1. Inledning

## 1.1 Bakgrund

Aktiestructurer med röstvärdesdifferenser har sedan länge utgjort en central del av den svenska aktiebolagsrätten och spelat en avgörande roll i svensk bolagsstyrning. Denna struktur möjliggör för företagare att behålla kontrollen över sina bolag samtidigt som externt kapital anskaffas via börsnotering, vilket har främjat långsiktighet och aktivt ägande i svenska aktiebolag. Den svenska aktiemarknaden har utvecklats till en av EU:s största och mest aktiva, där röstvärdesdifferenser spelat en betydande roll för denna framgång.

Den internationella rättsutvecklingen visar på en ökad acceptans av röstvärdesdifferenser, inte minst genom det nyligen antagna Röstvärdesdirektivet som innebär att medlemsstater måste tillåta bolag att införa röstvärdesdifferenser vid upptagande till handel på MTF-plattformar. Röstvärdesdirektivet markerar ett tydligt skifte i EU:s inställning till röstvärdesdifferenser, från tidigare försök att införa principen om *en aktie, en röst* till att nu aktivt harmonisera möjligheten för medlemsstater att tillåta sådana strukturer.

Till skillnad från Sverige har många medlemsstater inte utformat sitt minoritetsskydd med hänsyn till en struktur som tillåter röstvärdesdifferenser. Det är därför påkallat att kartlägga hur vissa medlemsstater reglerar röstvärdesdifferenser nationellt och vilka former av minoritetsskydd som används för att balansera dem.

Samtidigt kvarstår ett motstånd mot röstvärdesdifferenser, både från internationella investerare, institutionella röstrådgivare samt i viss mån av röster i det svenska näringslivet. Mot denna bakgrund är det relevant att analysera om Sveriges modell kan förbättras i ljuset av de i Röstvärdesdirektivet föreslagna frivilliga skyddsåtgärderna samt vad den komparativa delen av uppsatsen visar om andra medlemsstaters system för minoritetsskydd och kompletterande skyddsåtgärder. Frågan om röstvärdesdifferensernas framtid i Sverige är således inte en fråga om att uppfylla Röstvärdesdirektivets krav, utan också om hur den svenska modellen kan anpassas för att behålla sin legitimitet i en alltmer internationaliserad kapitalmarknad, samtidigt som dess positiva påverkan på den svenska aktiemarknaden och bolagsstyrningen bevaras.

## 1.2 Syfte och frågeställningar

Syftet med uppsatsen är att kartlägga om ett urval av EU:s medlemsstater tillåter röstvärdesdifferenser, analysera i vilken utsträckning de uppfyller Röstvärdesdirektivets krav på obligatoriska och frivilliga skyddsåtgärder samt undersöka huruvida Sveriges modell kan fungera som en förebild för andra medlemsstater eller om det finns behov av kompletterande skyddsåtgärder.

För att uppnå syftet med uppsatsen besvaras följande frågeställningar:

- I. Hur utbredd är tillåtligheten av aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser inom de utvalda medlemsstaterna, och hur regleras sådana strukturer?
- II. Vilka minoritetsskydd och kompletterande skyddsåtgärder används i medlemsstaternas rättsordningar för att balansera de maktobalanser som röstvärdesdifferenser kan ge upphov till?
- III. I vilken utsträckning uppfyller Sverige och de undersökta medlemsstaterna kraven i Röstvärdesdirektivet?
- IV. Kan Sveriges modell för hantering av röstvärdesdifferenser genom minoritetsskydd tjäna som förebild för andra rättsordningar, eller finns det behov av att införa ytterligare skyddsåtgärder?

### 1.3 Avgränsningar

I sak avgränsas uppsatsen till att behandla aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser och tillhörande minoritetsskyddsåtgärder inom de ramar som följer av Röstvärdesdirektivet. Röstvärdesdirektivet omfattar enbart bolag som, i samband med upptagande till handel på MTF-plattformar, inför eller ändrar en aktiestruktur med röstvärdesdifferenser. Andra kontrollförstärkande mekanismer – såsom röstlösa aktier, aktier med vetorätt och lojalitetsaktier – faller utanför Röstvärdesdirektivets tillämpningsområde. Motsvarande avgränsning görs i denna uppsats, då reglerade marknader och andra kontrollförstärkande mekanismer inte behandlas.

Med minoritetsskyddsåtgärder avses i denna uppsats både de i Röstvärdesdirektivet föreskrivna obligatoriska och frivilliga skyddsåtgärderna samt övriga former av minoritetsskydd som identifierats i de undersökta medlemsstaternas rättsordningar. Det är motiverat att undersöka minoritetsskydd även utanför Röstvärdesdirektivets tillämpningsområde, eftersom en bedömning av vilka skyddsåtgärder som används för att balansera de maktobalanser som röstvärdesdifferenser kan ge upphov till kräver förståelse för hela systemet, inte enbart de specifika mekanismer som föreskrivs i direktivet. Detta är särskilt relevant för att kunna bedöma huruvida Sveriges modell kan tjäna som förebild för andra rättsordningar samt för behovsanalysen avseende ytterligare skyddsåtgärder.

Geografiskt begränsas uppsatsen till sex av EU:s medlemsstater. Utöver Sverige omfattar studien de övriga nordiska medlemsstaterna, Danmark och Finland. Vidare inkluderas Spanien, Tyskland och Frankrike. Urvalet av medlemsstater har begränsats till länder med större aktiemarknader som Sverige brukar jämföras med i bolagsstyrningsfrågor.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Lidman, E, JT 2024/25 Nr 3 s. 644.

## 1.4 Metod

Uppsatsen tillämpar en rättsdogmatisk metod kompletterad med vissa komparativa inslag.

För att besvara frågeställning I-II samt skapa underlag till frågeställning III kartläggs regleringen av röstvärdesdifferenser och minoritetsskydd i Sverige och de övriga undersökta medlemsstaterna. Kartläggningen genomförs med en rättsdogmatisk metod, där rättskällorna lagstiftning, rättspraxis, lagförarbeten och doktrin analyseras.<sup>2</sup>

EU-rättsliga källor, såsom direktivtext, förarbeten och tidigare förslag till direktiv, analyseras för att fastställa syftet med Röstvärdesdirektivet och de krav som däri uppställs. Vidare analyseras regeringens promemoria Ds 2025:15, där åtgärder för Sveriges genomförande av Röstvärdesdirektivet föreslås, tillsammans med lämnade remissvar från remissinstanser, för att belysa olika perspektiv på det svenska genomförandet. Denna analys utgör, tillsammans med kartläggningen av medlemsstaternas regleringar, underlag för att besvara frågeställning III.

Vidare behandlas den kritik som lyfts fram såväl internationellt som i det svenska näringslivet. Genom en kritiskt inriktad rättsdogmatisk ansats analyseras vilka negativa konsekvenser den nuvarande regleringen av röstvärdesdifferenser kan ge upphov till, vilket möjliggör en diskussion om alternativa lösningar.<sup>3</sup> I ett komparativt perspektiv jämförs den svenska regleringen och de övriga undersökta medlemsstaternas regleringar, med utgångspunkt i vad som fastslagits genom den rättsdogmatiska metoden. Syftet med detta komparativa moment är att identifiera och analysera likheter och skillnader mellan de utvalda rättsordningarnas hantering av röstvärdesdifferenser och minoritetsskydd.<sup>4</sup> Genom en sådan jämförelse belyses alternativa skyddsåtgärder, vilka används som underlag för att analysera huruvida det är lämpligt och huruvida det finns ett behov av att komplettera den svenska ordningen med ytterligare skyddsåtgärder, i syfte att besvara frågeställning IV.

Då uppsatsen består av material författade på andra språk än svenska (danska, finska, spanska, tyska, franska och engelska) har generativ artificiell intelligens använts som ett språkligt hjälpmedel vid översättning. För att säkerställa översättningarnas kvalitet har flera verktyg, däribland DeepL och Legora, tillämpats för att jämföra och verifiera resultaten. Artificiell intelligens har således fungerat som ett kompletterande verktyg för språkbearbetning, medan samtliga analyser, ställningstaganden och det slutliga innehållet är författarens egna.

---

<sup>2</sup> Kleineman, J, *Rättsdogmatisk metod*, s. 21.

<sup>3</sup> Se A.a. s. 35, en kritisk inriktad rättsdogmatik används för att analysera vilka negativa konsekvenser en viss rättsdogmatisk lösning ger upphov till, för att diskutera alternativa lösningar.

<sup>4</sup> Valguarnera, F, *Komparativ juridisk metod*, s. 143.

Materialinsamlingen har genomförts självständigt och samtliga resonemang, tolkningar och analyser har utarbetats utan extern påverkan.

## 1.5 Disposition

Uppsatsen är disponerad i nio avsnitt. **Avsnitt 1** har inletts med en presentation av bakgrund, syfte, frågeställningar, avgränsningar och metod. **Avsnitt 2** ger en överblick över den svenska aktiemarknaden och bolagsstyrningsmodellen, inklusive handelsplatser, aktieslag, ägarstruktur, röstningsrådgivare och aktiemarknadens funktion. Detta avsnitt skapar den nödvändiga kontexten för att förstå röstvärdesdifferensernas roll i svensk bolagsstyrning och är grundläggande för att kunna besvara frågeställning IV om huruvida Sveriges modell kan tjäna som förebild. **Avsnitt 3** behandlar röstvärdesdifferenser och minoritetsskydd i Sverige genom en historisk genomgång, redogörelse för gällande rätt samt en analys av argumenten för och emot röstvärdesdifferenser. Avsnittet avslutas med en kartläggning av förekomsten av röstvärdesdifferenser i svenska aktiebolag. Detta avsnitt besvarar frågeställning I avseende hur röstvärdesdifferenser regleras i Sverige samt frågeställning II avseende vilka minoritetsskydd som används i den svenska rättsordningen. Den historiska utblicken lägger grunden för att förstå den utveckling som lett fram till dagens system och vad som motiverat tillåtligheten av röstvärdesdifferenser och de minoritetsskydd som finns idag. Tillsammans med kartläggningen av förekomsten kan den svenska ordningen därmed värderas på ett fullgott sätt för att besvara frågeställning IV. **Avsnitt 4** analyserar röstvärdesdifferenser inom EU och Röstvärdesdirektivet. Efter en historisk utblick och redogörelse för debatten inom EU presenteras Röstvärdesdirektivets tillkomst, innehåll och tillämpningsområde. Den historiska utblicken och redogörelsen för debatten är nödvändig för att förstå de bakomliggande motiven och kompromisserna som format direktivet, vilket är avgörande för en korrekt tolkning av direktivets syfte och krav samt för att ge ett bredare perspektiv än enbart det svenska till frågeställning IV. Avsnittet avslutas med en kritisk analys av direktivets oklarheter och risker för kringgående. Detta avsnitt lägger grunden för att på ett nyanserat sätt besvara frågeställning III om i vilken utsträckning medlemsstaterna uppfyller kraven i Röstvärdesdirektivet. **Avsnitt 5** analyserar Sveriges genomförande av Röstvärdesdirektivet genom att granska hur svensk rätt förhåller sig till direktivets krav. Analysen grundas på gällande rätt, regeringens promemoria Ds 2025:15 avseende det svenska genomförandet av Röstvärdesdirektivet och remissinstansernas synpunkter. Detta avsnitt besvarar frågeställning III avseende Sveriges uppfyllnad av Röstvärdesdirektivet. **Avsnitt 6** presenterar regleringen i fem utvalda medlemsstater: Danmark, Finland, Spanien, Tyskland och Frankrike. För varje medlemsstat redogörs för regleringen avseende röstvärdesdifferenser, minoritetsskyddsregler och förekomsten av röstvärdesdifferenser. Detta avsnitt besvarar frågeställning I och II avseende tillåtlighet, reglering och minoritetsskydd i de undersökta medlemsstaterna samt skapar ett underlag för det efterföljande avsnittet. **Avsnitt 7** presenterar medlemsstaternas uppfyllnad av Röstvärdesdirektivet i tabellform och besvarar således frågeställning III. Varje delområde avslutas med komparativa kommentarer som identifierar likheter och skillnader mellan rättsordningarna. **Avsnitt 8** diskuterar uppsatsens centrala frågeställningar genom en komparativ överblick samt en analys av obligatoriska solnedgångsklausuler avseende

tillåtlighet enligt svensk rätt, behov, önskvärdhet från marknadens håll och lämplighet. Detta avsnitt besvarar frågeställning IV om huruvida Sveriges modell kan tjäna som förebild eller om det finns behov av ytterligare skyddsåtgärder. **Avsnitt 9** presenterar sammanfattande slutsatser där uppsatsens frågeställningar besvaras.

## 2. Den svenska aktiemarknaden – en överblick

Den svenska aktiemarknaden och dess system för ägarstyrning har under de senaste åren uppmärksammats internationellt som ett framgångsrikt exempel, där den välfungerande strukturen anses främja både framgångsrik företagsutveckling och långsiktig avkastning.<sup>5</sup> I en rapport från OECD, framtagen i samarbete med det svenska forskningsinstitutet SCGI, konstateras att Sverige har en av EU:s största och mest aktiva aktiemarknader. Rapporten diskuterar vilka politiska initiativ, såsom regulatoriska regler och bolagsstyrningsmodeller, som kan ha bidragit till denna framgång,<sup>6</sup> och identifierar flera områden där den svenska aktiemarknaden utmärker sig. Bland annat kan man se att avkastningen har varit en av de starkaste i världen, och tillväxtbolag har årligen sedan 2013 genererat 45 procent av noteringarna på Sveriges reglerade marknader, vilket är en hög siffra jämfört med andra länder.<sup>7</sup> Nedan redogörs för några huvuddrag på den svenska aktiemarknaden.

### 2.1 Handelsplatser för värdepapper i Sverige

I Sverige finns det två typer av handelsplatser för handel med överlåtbara värdepapper, reglerade marknader och multilaterala handelsplattformar (eng. multilateral trading facility, fortsättningsvis ”MTF-plattformar”).<sup>8</sup> Publika aktiebolag har möjlighet att emittera aktier med differentierade röstvärden och låta notera dessa på såväl reglerade marknader som MTF-plattformar.<sup>9</sup> En MTF-plattform ska förstås som en förenklad form av reglerad marknad, med lägre krav och regelbörda i syfte att underlätta noteringsprocessen för mindre bolag.<sup>10</sup>

För närvarande finns det två reglerade börser i Sverige, OMX Nordic Exchange Stockholm och NGM Equity, samt tre MTF-plattformar, Spotlight Stock Market, First North och Nordic MTF. Börserna Nasdaq Stockholm AB, Nordic Growth Market NGM AB samt värdepappersbolaget Spotlight Stock Market AB har tillstånd från Finansinspektionen att driva MTF-plattform.<sup>11</sup> En

---

<sup>5</sup> Dagens Industri, *Hotet mot svensk ägarstyrning och kapitalmarknad*.

<sup>6</sup> OECD, *The Swedish Equity Market – Institutional Framework and Trends*, s. 12.

<sup>7</sup> A.a. s. 8.

<sup>8</sup> Jfr 1 kap. 4 b § Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden, aktier och aktierelaterade värdepapper får inte tas upp på organiserade handelsplattformar (”OTF-plattformar”). OTF-plattformar är till för andra finansiella instrument såsom obligationer och derivat, jfr Svensk Värdepappersmarknad, *Information om egenskaper och risker avseende finansiella instrument*, s. 1.

<sup>9</sup> Ds 2025:15 s. 25. Endast publika aktiebolag har möjlighet att vända sig till allmänheten för kapitalanskaffning, på grund av spridningsförbudet som gäller för privata aktiebolag i 1 kap. 7 § ABL.

<sup>10</sup> Svensk Värdepappersmarknad, *Information om egenskaper och risker avseende finansiella instrument*, s. 1.

<sup>11</sup> Regelrådet, RR 2025–211, s. 2.

ny kategori av MTF-plattformar infördes i januari 2018 genom MiFID II,<sup>12</sup> benämnda tillväxtmarknader för små och medelstora företag (eng. small and medium-sized enterprises, fortsättningsvis ”SME-företag”).

I april 2025 fanns det 784 296 aktiebolag registrerade hos Bolagsverket, varav cirka 400 bolag hade noterat sina aktier på en reglerad marknad och 600 bolag på en MTF-plattform.<sup>13</sup> Små företag i Sverige använder sig av de offentliga marknaderna i betydligt större utsträckning än i jämförbara länder.<sup>14</sup> De svenska MTF-plattformarna fungerar dessutom som en språngbräda till de reglerade marknaderna, nästan hälften av noteringarna på reglerade marknader kommer från MTF-plattformar.<sup>15</sup>

## 2.2 Aktier av olika slag

En aktie utgör en ägarandel i ett aktiebolag.<sup>16</sup> När aktiekapitalet är uppdelat på flera aktier representerar varje aktie en lika stor andel av bolagets aktiekapital, vilket benämns aktiens kvotvärde.<sup>17</sup> Samtliga aktier i ett aktiebolag måste ha samma kvotvärde. Däremot behöver inte samtliga aktier medföra samma rättigheter i bolaget, eftersom aktiebolagslagen (2005:551) (”ABL”) tillåter att bolag ger ut olika aktieslag, 4 kap. 2 § ABL.

Skillnaderna mellan aktieslagen kan bland annat avse röstvärde vid bolagsstämman, rätt till olika andelar i aktiebolagets vinst och tillgångar samt andra särskilda rättigheter, såsom rätt att utse ett visst antal styrelseledamöter.<sup>18</sup> ABL uppställer inga generella begränsningar för vilka olikheter som får förekomma mellan aktieslag,<sup>19</sup> med undantag för att ingen aktie får vara röstlös, 4 kap. 5 § ABL, och att ingen aktieägare får fräntas rätten att delta i bolagsstämmor eller klandra ett bolagsstämmobeslut.<sup>20</sup>

En vanlig differens mellan aktieslag är aktier med olika röstvärde, vilket innebär att aktierna har olika antal röster på bolagsstämman. Vanligtvis benämns aktier med högre röstvärde A-aktier, och aktier med lägre röstvärde benämns B-aktier.<sup>21</sup> Det är även möjligt att ha fler än två aktieslag med varierande röstvärden. Syftet med differentierade röstvärden är att bevara kontrollen över bolaget. Vid en kapitalökning kan nya investerare erbjudas aktier med lägre

---

<sup>12</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2014/65/EU om marknader för finansiella instrument (fortsättningsvis ”MiFID II”).

<sup>13</sup> A.a. s. 1–2.

<sup>14</sup> OECD, *The Swedish Equity Market – Institutional Framework and Trends*, s. 28.

<sup>15</sup> A.a. s. 29. Studien har tagit hänsyn till perioden 2013–2024.

<sup>16</sup> Skatteverket, *rättslig vägledning, vad är en aktie?*

<sup>17</sup> A.a.

<sup>18</sup> Bolagsverket, *olika aktieslag*.

<sup>19</sup> Samuelsson, P, Aktiebolagslag (2005:551), 4 kap. 1 §, Karnov (JUNO).

<sup>20</sup> Prop. 1975:103 s. 311.

<sup>21</sup> Bolagsverket, *olika aktieslag*.

röstvärde, vilket möjliggör extern finansiering utan att de ursprungliga ägarna riskerar att förlora sitt inflytande. På så sätt kan ägaren eller ägargruppen som innehar de röststarka aktierna behålla röstmajoritet och därmed kontroll över bolagsstämman.<sup>22</sup>

Systemet med olika aktieslag är en central komponent i den svenska aktiemarknaden. Förutom dess påverkan på Sveriges koncentrerade ägarstruktur<sup>23</sup> har det historiskt sett alltid varit en betydande andel av de noterade bolagen som tillämpat aktiestrukturer med olika aktieslag,<sup>24</sup> vilka dessutom representerar en stor andel av marknadsvärdet på den svenska aktiemarknaden.<sup>25</sup>

## 2.3 Ägarstruktur

Den svenska aktiemarknaden kännetecknas av en koncentrerad ägarstruktur.<sup>26</sup> De flesta börsbolagen har en kontrollägare eller en kontrollerande ägargrupp.<sup>27</sup> Därtill präglas den svenska aktiemarknaden av ett stort institutionellt ägande<sup>28</sup> samt ett alltmer tilltagande utländskt ägande.<sup>29</sup> Statistik från 2025 visar att svenska institutionella ägare innehar 50,42 procent av röstandelarna på den svenska aktiemarknaden, medan utländska institutionella ägare innehar 27,59 procent.<sup>30</sup>

Ett annat identifierat särdrag med den svenska aktiemarknaden är användningen av MTF-plattformar. Två tredjedelar av samtliga svenska publika bolag är noterade på en MTF-plattform, och nästan 80 procent av det totala antalet nya noteringar i Sverige har skett på MTF-plattformar sedan 2014.<sup>31</sup> På så sätt ges mindre tillväxtorienterade företag, som är mer riskfyllda, tillgång till en bred offentlig aktiefinansiering. OECD menar att detta har bidragit till att Sverige utsetts till den mest innovativa medlemsstaten i EU.<sup>32</sup>

---

<sup>22</sup> A.a.

<sup>23</sup> Redogörs för under avsnitt 2.3.

<sup>24</sup> Vad gäller aktiestrukturer med olika aktieslag i form av röstvärdesdifferenser, se Ds 2025:15 s. 26 som bekräftar dess utbredhet, samt Lidman, E, & Skog, R, *London allowing dual class Premium listings: A Swedish commentary*, s. 20 där det redogörs för att i perioder har nästan 90 procent av aktiemarknadsbolagen i Sverige tillämpat röstvärdesdifferenser, en siffra som aldrig understigit 40 procent.

<sup>25</sup> Bolag som tillämpar aktiestrukturer med olika aktieslag i form av röstvärdesdifferenser utgjorde år 2023 mer än 70 procent av det sammanlagda börsvärdet på den svenska huvudmarknaden enligt Svenskt Näringsliv, *Möjligheten att ha aktier av olika slag med olika röstvärde – ett svenskt perspektiv*.

<sup>26</sup> Sjöman, E, *Reglering av uppköpserbjudanden i en global miljö*, s. 133.

<sup>27</sup> Skog, R, *Ingen regel, bara undantag? Något om budplikt i Sverige och övriga EU*, s. 246.

<sup>28</sup> A.a.

<sup>29</sup> Euroclear, *Aktieägarstatistik Q2: Utländskt ägande ökat, svenskt minskar och SAAB fortsatt raket*.

<sup>30</sup> SEB Group, *De största aktieägarna – Sektor*. Observera att informationen uppdateras månadsvis, angivna procentsatser avser 30 november 2025.

<sup>31</sup> OECD, *The Swedish Equity Market – Institutional Framework and Trends*, s. 28.

<sup>32</sup> A.st.

## 2.4 Röstningsrådgivare

En röstningsrådgivare definieras som en juridisk person som yrkesmässigt analyserar börsbolags finansiella information i syfte att bistå aktieägare med undersökningar, råd eller rekommendationer om hur de ska rösta på bolagsstämmor, 1 § lag (2019:284) om röstningsrådgivare. Sverige har endast en etablerad röstningsrådgivare, Nordic Investor Service.<sup>33</sup> Röstningsrådgivare har blivit alltmer vanligt förekommande, särskilt på bolagsstämmor i större börsbolag.<sup>34</sup> Det kan dock konstateras att den svenska branschen för röstningsrådgivning har en mycket begränsad omfattning.<sup>35</sup> Institutional Shareholder Services ("ISS"), som sedan 2021 är majoritetsägt av Deutsche Börse Group (som bland annat driver Frankfurtbörsen),<sup>36</sup> är mer betydelsefull även i Sverige och har dessutom ett verksamhetsställe i Stockholm.<sup>37</sup> ISS tillhandahåller röstrådgivning genom att bland annat lämna rekommendationer för Kontinentaleuropa, vilka omfattar Sverige, avseende hur aktieägare bör rösta i frågor som rör bolagsstyrning, ersättningar och styrelsesammansättning. Röstningsrådgivaren Glass Lewis är också betydelsefull i Sverige och utfärdar rekommendationer specifikt för svenska bolagsstämmor.<sup>38</sup> ISS och Glass Lewis har båda ett betydande antal klienter, däribland många av de ledande institutionella investerarna,<sup>39</sup> och tillsammans dominerar de nästan hela marknaden.<sup>40</sup>

Som redogjorts för ovan består det institutionella ägandet på den svenska aktiemarknaden inte endast av i Sverige baserade institutioner, utan en stor andel utgörs av utländska institutioner. ISS och Glass Lewis är bland världens största röstningsrådgivare för institutionella investerare, och ISS klienter röstar i regel helt i linje med rekommendationerna.<sup>41</sup> Med tanke på detta, i kombination med det stora utländska institutionella ägandet på den svenska marknaden, är dessa röstningsrådgivares rekommendationer av stor praktisk betydelse i Sverige.

## 2.5 Representerat marknadsvärde – en kartläggning utifrån den svenska ägarstrukturen

Betydelsen av den höga utbredningen av aktiebolag som väljer att notera sig på MTF-plattformar bör inte överdrivas ur ett ekonomiskt perspektiv, då företagen som är noterade på MTF-plattformarna motsvarar 2,5 procent av det totala svenska börsvärdet. Det är otvivelaktigt att de absolut viktigaste handelsplatserna ur ett ekonomiskt perspektiv utgörs av de reglerade marknaderna, särskilt Nasdaq Stockholm.<sup>42</sup> Bolag som tillämpar aktiestrukturer med

---

<sup>33</sup> FAR online, *Rätt Bolagsrätt 2025 - Robert Sevenius, Röstningsrådgivare*.

<sup>34</sup> A.a.

<sup>35</sup> Ds 2018:15, s. 299.

<sup>36</sup> Deutsche Börse Group, *The Frankfurt Stock Exchange*.

<sup>37</sup> Ds 2018:15, s. 299.

<sup>38</sup> Glass Lewis, *Sweden - 2024 benchmark policy guidelines*.

<sup>39</sup> ISS Governance, *About ISS* och Glass Lewis, *About Glass Lewis*. ISS har cirka 4 200 klienter, medan Glass Lewis har cirka 1300 klienter.

<sup>40</sup> Dagens industri, *Di avslöjar: ISS säger nej till Ericssons röstkungar*.

<sup>41</sup> A.a.

<sup>42</sup> OECD, *The Swedish Equity Market – Institutional Framework and Trends*, s. 28.

differentierade röstvärden utgjorde år 2023 mer än 70 procent av det sammanlagda börsvärdet på den svenska huvudmarknaden.<sup>43</sup>

Betydelsen av institutionella investerare, och i förlängningen även röstningsrådgivare, bör dock inte undervärderas. Institutionella investerare representerade år 2017 89 procent av de svenska börsbolagens sammanlagda marknadsvärde.<sup>44</sup> Detta innebär att institutionella investerare, trots den koncentrerade ägarstrukturen med kontrollägare i många börsbolag, utgör en dominerande kraft på den svenska aktiemarknaden sett till det ekonomiska värde de representerar.

## 2.6 Den svenska bolagsstyrningsmodellen

För att förstå röstvärdedifferensers funktion och de problem de kan ge upphov till är det nödvändigt att förstå grundläggande principer för bolagsstyrning.

### 2.6.1 Aktivt ägande och rösträtt

Under en längre tid har den förhärskande uppfattningen varit att aktieägares främsta funktion i noterade bolag är att tillföra riskkapital.<sup>45</sup> Föreställningen om ett aktivt aktieägarengagemang i bolagsstyrningsfrågor var heller inte önskvärd, då det ansågs stå i konflikt med spänningen mellan diversifiering och aktivt aktieägarengagemang.<sup>46</sup> Idag har emellertid denna uppfattning förändrats, och den rådande synen är i stället att ett aktivt aktieäggande utgör en förutsättning för en välfungerande och effektiv aktiemarknad.<sup>47</sup>

Rösträtten är aktieägarnas viktigaste verktyg för att utöva ett aktivt inflytande över bolaget, och utgör den mest efterfrågade bolagsstyrningsfunktionen. Genom att rösta på bolagsstämman kan aktieägarna välja styrelse, godkänna årsredovisningar, besluta om vinstutdelningar och fatta andra viktiga beslut.<sup>48</sup>

Den svenska ägarstrukturen, som i mångt och mycket bygger på ett koncentrerat ägande, uppvisar att den kontrollerande aktieägaren eller ägargruppen ofta utövar sin ägarroll aktivt.<sup>49</sup> Detta innebär att ägarna ofta engagerar sig i bolagsstyrningen, exempelvis genom att inta styrelsepositioner och aktivt delta i förvaltningen av bolagen, vilket uppmuntras inom ramen

---

<sup>43</sup> Svenskt Näringsliv, *Möjligheten att ha aktier av olika slag med olika röstvärde – ett svenskt perspektiv*.

<sup>44</sup> Euroclear, *Aktieägandet i Sverige 2017*, s. 3. I fotnot 3 förtydligas det att man med marknadsvärde avser samtliga noterade bolag i Sverige med en rapporterad slutkurs den 31 december 2017.

<sup>45</sup> Lidman, E, *Kontrollägande och uppköpsreglering – Likabehandling vid offentliga uppköpserbjudanden och effekterna i bolagsstyrningen*, s. 38.

<sup>46</sup> A.a. s. 39.

<sup>47</sup> A.a. s. 39–40.

<sup>48</sup> A.a. s. 52.

<sup>49</sup> Kollegiet för svensk bolagsstyrning, *Frågor och svar angående den svenska modellen för bolagsstyrning*, s. 1.

för den svenska bolagsstyrningsmodellen.<sup>50</sup> Den svenska modellen för bolagsstyrning bygger på aktivt ägande, vilket förklarar varför röstvärdesdifferenser har använts i hög utsträckning.<sup>51</sup> En av de bolagsstyrningsfunktioner som aktiva aktieägare förväntas utöva är just utövandet av rösträtt.<sup>52</sup> Övriga mindre aktieägare har dessutom ofta en förväntan på kontrollaktieägarna att utöva sitt ägande aktivt och ansvara långsiktigt för bolaget och dess förvaltning.<sup>53</sup>

### 2.6.2 Agentproblemet

Agentproblemet härrör från risk-och portföljdiversifiering, då den ökade ägarspridningen som sker på aktiemarknaden medför att ägande och kontroll separeras. Detta skapar en potentiell intressekonflikt mellan aktieägarna, som bär den ekonomiska risken, och bolagsledningen, som utövar kontrollen över bolaget – eller kontroll över ”risken” om så vill. Den bolags- och börsrättsliga regleringen har till stor del utvecklats i syfte att hantera den risk som potentiellt kan uppkomma av att bolagsledningen kan sakna intresse av att driva bolaget på ett sätt som gynnar aktieägarna, bland annat genom bestämmelser som begränsar informationsasymmetrier mellan aktieägare och bolagsledning samt säkerställer att ledningen agerar i aktieägarnas intresse.<sup>54</sup>

### 2.6.3 Aktieägarpassivitet och free-rider problematiken

En följd av den riskdiversifiering som aktiemarknaden möjliggör är att diversifierade investerarportföljer riskerar att minska aktieägarnas incitament till aktivt ägarengagemang. Skälet till passiviteten hos aktieägarna brukar benämnas free-rider problematiken, som uppstår då en aktiv aktieägare får bära samtliga kostnader för sitt engagemang i bolaget, medan det värde – som denne aktiva aktieägare bidragit till att skapa genom sitt engagemang och sitt utövande av sina aktieägarrättigheter – fördelas lika med resten av aktieägarkollektivet, som då kan betecknas som ”free-riders”. En risk med detta är att incitamenten för aktiv övervakning av bolagsledningen och utövande av aktieägarrättigheter, såsom rösträtt, minskar markant.<sup>55</sup> Detta utgör det ekonomiskt rationella beteendet.<sup>56</sup> Utövande av rösträtt är en bolagsstyrningsfunktion, och om aktieägare avstår från detta leder det till ökade agentkostnader. Sveriges utmärkande institutionella ägande förstärker passivitetsproblemet ytterligare, då institutionella ägare i regel inte engagerar sig i de bolag de investerar i.<sup>57</sup> Som redogjorts för ovan kommer röstningsrådgivare i stället in i bilden här, där institutionella investerare i regel röstar helt enligt ISS instruktioner. Strävan efter att motverka

---

<sup>50</sup> A.a. s. 2.

<sup>51</sup> Lidman, E, JT 2024/25 Nr 3 s. 641.

<sup>52</sup> Tillsammans med generell övervakning av styrelsens arbete, tillsyn över ledningsersättning och incitamentsprogram, godkännande av närståendetransaktioner, kommunikation med bolagets ledning och verksamhetsinsyn och entreprenöriellt anpassad styrning, se Lidman, E, *Kontrollägande och uppköpsreglering – Likabehandling vid offentliga uppköpserbjudanden och effekterna i bolagsstyrningen*, s. 37–38.

<sup>53</sup> Kollegiet för svensk bolagsstyrning, *Frågor och svar angående den svenska modellen för bolagsstyrning*, s. 5.

<sup>54</sup> Lidman, E, *Kontrollägande och uppköpsreglering – Likabehandling vid offentliga uppköpserbjudanden och effekterna i bolagsstyrningen*, s. 21–22.

<sup>55</sup> A.a. s. 22–23.

<sup>56</sup> A.a. s. 24.

<sup>57</sup> A.a. s. 22–23.

aktieägarpassivitet har medfört en växande efterfrågan på aktivt ägarengagemang i Sverige, inom EU och internationellt.<sup>58</sup> Lagstiftning som främjar kontrolläggande, antingen genom att skapa incitament eller genom att undanröja hinder för kontrolläggande, är därför efterfrågad.<sup>59</sup>

## 2.7 Aktiemarknadens funktion

Resursallokering framhålls ofta som aktiemarknadens mest centrala funktion.<sup>60</sup> Resurserna allokeras genom att företagets behov av extern finansiering och erbjudande om avkastning möter investerarnas utbud av riskkapital på aktiemarknaden.<sup>61</sup> En central aspekt av aktiemarknadens funktion är dess förmåga att sprida och omfördela ekonomisk risk. Genom möjligheten till portföljdiversifiering kan investerare anpassa sitt risktagande efter individuella preferenser och därmed överlåta risken till de aktörer som är mest villiga och bäst lämpade att bära den.<sup>62</sup> Detta skapar dessutom en struktur där riskkapital allokeras till de verksamheter som bedöms som mest produktiva, vilket bidrar till en mer ändamålsenlig resursfördelning. Vidare medför detta att företagets kapitalanskaffningskostnader reduceras, då risktagande inte längre är direkt förknippat med entreprenörskap eller aktivt ägande.<sup>63</sup>

# 3. Röstvärdesdifferenser och minoritetsskydd i Sverige

## 3.1 Historisk utblick

### 3.1.1 Röstvärdesdifferensers tillåtlighet i svensk rätt

Möjligheten att ge ut aktier med olika röstvärden har funnits i Sverige sedan aktiebolagslagstiftningen kom till.<sup>64</sup> 1848 års aktiebolagslag var Sveriges första aktiebolagslag, och den bestod av endast 15 paragrafer. Likt dagens ordning skulle aktiebolag ha en bolagsordning, vars överensstämmelse med lagen skulle prövas av konungen enligt § 1 av 1848 års aktiebolagslag. Om bolagsordningen uppfyllde lagens krav, och tog upp de bestämmelser som konungen ansåg var behövliga, vann bolaget stadfästelse.<sup>65</sup> Någon uttrycklig inskränkning i möjligheten att ge ut aktier med olika röstvärde fanns inte i 1848 års aktiebolagslag. I en avhandling från 1872 analyseras 1848 års aktiebolagslag, samt bolagsordningar utgivna under 1848 års aktiebolagslag, där det angavs att bolagsstämmobeslut fattades enligt en regel om röstpluralitet. Regeln om röstpluralitet stadgades ofta i bolagsordningarna, och i de fall regeln inte uttryckligen framgick av bolagsordningarna betraktades dess tillämplighet ändå som

---

<sup>58</sup> Lidman, E, *Kontrolläggande och uppköpsreglering – Likabehandling vid offentliga uppköpserbjudanden och effekterna i bolagsstyrningen*, s. 24.

<sup>59</sup> A.a. s. 24–25.

<sup>60</sup> A.a. s. 20.

<sup>61</sup> A.st.

<sup>62</sup> A.a. s. 21.

<sup>63</sup> A.st.

<sup>64</sup> Skog, R, *När verkligheten tränger sig på – något om EU-kommissionens förhållande till aktier med olika röstvärden*, s. 116.

<sup>65</sup> Smiciklas, M, *Aktiebolagsrättens utveckling*, SvJT 1989 s. 52.

obestridlig.<sup>66</sup> Regeln om röstpluralitet innebar att rösterna på bolagsstämmor skulle beräknas efter aktiekapitalet som huvudregel, så att varje aktie medförde en röst.<sup>67</sup> Principen om *en aktie, en röst* kan därför utläsas redan från den första aktiebolagslagen i Sverige. Däremot kunde det förekomma bestämmelser i bolagsordningarna där en aktieägares rösträtt inte ökades i samma förhållande som aktieägarens antal aktier.<sup>68</sup> Redan under 1848 års aktiebolagslag fanns det aktiebolag som hade skillnader i rösträtt mellan olika aktieslag, jämför exempelvis § 23 i bolagsordningen för Inedals aktieb. som gav en aktieserie två röster per aktie medan de övriga aktieserierna gav en röst per aktie.<sup>69</sup>

Den första uttryckligen lagstadgade möjligheten för svenska aktiebolag att införa bestämmelser om röstvärdesdifferenser i bolagsordningen kom vid införandet av nästa aktiebolagslag, 33 § i 1895 års aktiebolagslag.<sup>70</sup> Likt nuvarande ordning angavs det att varje aktie berättigar till en röst, om inte annat bestämts i bolagsordningen.<sup>71</sup>

1895 års aktiebolagslag ersattes redan 15 år senare av 1910 års aktiebolagslag. Den snabba förändringen motiverades av negativa erfarenheter, bland annat avseende det svaga minoritetsskyddet.<sup>72</sup> Även i 1910 års aktiebolagslag gällde som huvudregel att varje aktie berättigade till en röst,<sup>73</sup> men det förelåg fortfarande en oinskränkt rätt att i bolagsordningen införa bestämmelser om röstvärdesdifferenser.<sup>74</sup>

Under förarbetena till 1944 års aktiebolagslag diskuterade Lagberedningen huruvida röstvärdesdifferenser fortsatt borde tillåtas, eller om man skulle ansluta sig till principen om *lika kapitalinsats, lika rösträtt*.<sup>75</sup> Inställningen ska förstås mot bakgrund av att användningen av röstvärdesdifferenser hade fått en större utbredning efter första världskriget, och att missbruken och följaktligen också betänkligheterna mot röstvärdesdifferenser ökat.<sup>76</sup> Redan vid denna tidpunkt var frågan om röstvärdesdifferenser en av aktiebolagsrättens mest omtvistade frågor. Rätten för aktiebolag att ge ut aktier av olika röstvärden var dock aldrig i fara, utan det som diskuterades var huruvida lagen borde begränsa rätten till röstvärdesdifferenser eller neutralisera de verkningar som kan följa av att ett bolag har aktier

---

<sup>66</sup> Hagströmer, J, *Om aktiebolag enligt svensk rätt: akademisk afhandling*, s. 231.

<sup>67</sup> A.st.

<sup>68</sup> A.st. Författaren exemplifierar med följande bolagsordningar; Gefle-Dala jernv.-aktieb. § 35; Stockh. Folkb. § 42, Upsala Bäj. Bryggeri-aktieb. § 14; Norbergs nya jernv.-aktieb. § 27.

<sup>69</sup> A.a. s. 232.

<sup>70</sup> prop. 1895:6 s. 26.

<sup>71</sup> 33 § i 1895 års aktiebolagslag löd enligt följande: ”Jemte hvad i 31 och 32 §§ är om utöfvande af rösträtt och fattande af beslut å bolagsstämma stadgadt, gälle, der ej annorlunda finnes i bolagsordningen bestämdt: att hvarje aktie berättigar till en röst...”, se prop 1895:6, s. 26.

<sup>72</sup> SOU 1910:1 Motiven s. 3.

<sup>73</sup> 79 § 5 st. 1 2 i 1910 års aktiebolagslag.

<sup>74</sup> SOU 1986:23 s. 41.

<sup>75</sup> SOU 1941:9 s. 500.

<sup>76</sup> A.bet.

av olika röstvärde.<sup>77</sup> Lagberedningen identifierade att den huvudsakliga invändningen mot röstvärdesdifferenser var risken för att ledningen av ett aktiebolag därigenom kunde komma att kontrolleras av personer som inte bar en ekonomisk risk motsvarande omfattningen av sitt inflytande. Detta innebar att den kontrollmekanism som i vanliga fall låg i den maktutövandes egna ekonomiska ansvar försvagades, eftersom dennes egna intressen inte nödvändigtvis påverkades negativt av ett för bolaget skadligt beslutsfattande. Lagberedningen framhöll emellertid även att röstvärdesdifferenser kunde motiveras av behovet av kontinuitet och stabilitet i bolagsledningen. Röstvärdesdifferenser möjliggjorde, enligt Lagberedningen, att en sakkunnig och lämplig personkrets kunde bibehålla inflytandet över företagens ledning, även i större bolag där denna annars inte skulle ha kunnat förvärva majoriteten av aktiekapitalet och därmed varit utsatt för risken att förlora kontrollen till tillfälliga majoritetsposter. Vidare konstaterade Lagberedningen att möjligheten till röstvärdesdifferenser hade bidragit till att underlätta såväl bolagsbildningar som rekonstruktioner. Slutligen framhöll Lagberedningen att röstvärdesdifferenser kunde främja utländska kapitalinvesteringar i svenska bolag, något som annars skulle ha försvärats av den då gällande 1916 års lag om vissa inskränkningar i rätten att förvärva fast egendom eller gruva eller aktier i vissa bolag.<sup>78</sup> Lagberedningen fann på grund av de många fördelarna med röstvärdesdifferenser att systemet med olika röstvärden borde bibehållas, men att skillnaden i röstvärde inte fick vara obegränsad. En röstvärdesdifferens på 1:10 ansågs tillräckligt för att tillgodose både kapitalförsörjningen och skyddet för svenskt inflytande.<sup>79</sup> Lagberedningen fann att ändringen från obegränsade röstvärdesdifferenser till en begränsning på 1:10, för att vinna praktisk betydelse, skulle tillämpas på bolag vars bolagsordningar inte medgav större skillnader än 1:10. De aktier som redan getts ut som hade större röstvärdesdifferenser påverkades inte retroaktivt, utan de behöll sitt röstvärde även om förhållandet översteg 1:10. Denna möjlighet hade utnyttjats i flera fall tidigare av bolag som gett ut aktier med förhållandet 1:1000.<sup>80</sup> Bolagen fick också fortsätta ge ut aktier med de röstvärden som tillkom de redan utgivna aktierna, även om de översteg 1:10, så länge de förhöll sig till det i bolagsordningen bestämda aktiekapitalet eller maximikapitalet.<sup>81</sup> Vid framtida ändringar av bolagsordningen, genom en ökning av aktiekapitalet eller utgivandet av nya aktier utöver det tidigare maximikapitalet, fick röstvärdet för de aktier som utgavs på grund av bolagsordningsändringen inte längre överstiga 1:10.<sup>82</sup>

1975 års aktiebolagslag beskrivs som ett ”tekniskt moderniseringsarbete av 1944 års aktiebolagslag”,<sup>83</sup> och innebar inga förändringar i fråga om möjligheten att ge ut aktier med

---

<sup>77</sup> A.bet. s. 500–501.

<sup>78</sup> A.bet. s. 500. För att svenska aktiebolag skulle undantas från 1916 års lags tillståndskrav krävdes ett så kallat utlänningsförbehåll som innebar att utländska investerare fick äga högst 20 procent av rösterna och 40 procent av kapitalet. Utan möjligheten till olika röstvärden skulle 1916 års lag därför ha begränsat utländska investeringar, eftersom utländska investerare då inte hade kunnat investera större kapitalbelopp utan att överskrida taket för hur stor andel av rösterna som tilläts vara ägt av utländska investerare, SOU 1986:23 s. 42.

<sup>79</sup> SOU 1941:9 s. 501.

<sup>80</sup> SOU 1971:15 s. 85.

<sup>81</sup> SOU 1941:9 s. 707, prop. 1975:103 s. 739–740, 8 § i 1975 års aktiebolagslag.

<sup>82</sup> SOU 1941:9 s. 707.

<sup>83</sup> Smiciklas, M, *Aktiebolagsrättens utveckling*, SvJT 1989 s. 56 och prop. 1975:103 s. 1.

olika röstvärden.<sup>84</sup> Visserligen lyftes röster mot röstvärdesdifferenser, såsom från det föredragande statsrådet som menade att det principiellt riktiga var principen om *en aktie, en röst*, men röstvärdesdifferenser ansågs ändå som acceptabla med hänsyn till det kontrollsystem för utländskt inflytande i svenska bolag som fastställdes i 1916 års lag.<sup>85</sup> Svenska aktiesparares riksförbund var också principiellt mot röstvärdesdifferentieringar, då de menade att röstvärdesdifferenser stred mot principen att inflytandet i ett aktiebolag ska vara proportionerligt i förhållande till risktagandet och att de argument för röstvärdesdifferenser som tidigare gjorts gällande avseende röstvärden som en mekanism att förhindra att utländska investerare dominerar i svensk industri kunde nås på andra sätt.<sup>86</sup> Röstvärdesdifferensers vara eller icke vara, och dess utsträckning och begränsningar, var alltså liksom tidigare uttryckt fortfarande en av aktiebolagsrättens mest debatterade frågor.

### 3.1.2 Minoritetsskydd i svensk rätt

Redan under 1848 års aktiebolagslag fanns det ofta bestämmelser i aktiebolagens bolagsordningar som var avsedda att förhindra att minoritetsaktieägarna skulle bli maktlösa gentemot majoritetsaktieägarna.<sup>87</sup> Detta kunde regleras genom att ingen aktieägare fick rösta för mer än ett bestämt aktietal, antingen i förhållande till bolagets hela aktietal eller i förhållande till de på stämman representerade antalet aktier, eller i förhållande till båda alternativen.<sup>88</sup>

1895 års aktiebolagslag kritiserades för att inte skydda samtliga aktieägares intressen, och man ville därför skapa ett tillförlitligt system med minoritetsskyddsregler. Man menade att aktieägarna behövde ett starkare skydd mot att styrelsen skulle missbruka sin ställning eller i övrigt missköta bolagets angelägenheter, och man ville också skapa en garanti för minoritetsägare mot förtryck från majoritetens sida.<sup>89</sup> De föreslagna minoritetsskyddsreglerna utgjordes av en rätt för minoriteten, representerande en tiondel av aktiekapitalet, att få en revisor utsedd genom offentlig myndighet, en befogenhet att föra talan avseende styrelsens förvaltning, vissa skärpta majoritetsregler vad gäller ändring av bolagsordningen, och lösenrätt för minoriteten. Det angavs att man inte behövde gå längre i strävandet att värna minoritetens

---

<sup>84</sup> SOU 1971:15.

<sup>85</sup> prop. 1975:103 s. 225.

<sup>86</sup> A.prop. s. 116.

<sup>87</sup> Hagströmer, J, *Om aktiebolag enligt svensk rätt: akademisk afhandling*, s. 231.

<sup>88</sup> A.st. Författaren exemplifierade med följande bolagsordningar där aktieägaren inte fick rösta för mer än ett bestämt aktietal i förhållande till bolagets hela aktietal: Norrköp. Qvarn-aktieb. § 22; Rederi-aktieb. Svea § 27; Stockh. Badhus-aktieb. § 26, och med följande bolagsordningar där aktieägaren inte fick rösta för mer än ett bestämt aktietal i förhållande till de på stämman representerade antalet aktier; Petersforss aktieb. § 21 m. 2; Bångbro aktieb. § 23; Hargs qvarns aktieb. § 19; Norrköp. Bomullsväfv.-aktieb. § 17, och med följande bolagsordningar där aktieägaren inte fick rösta för mer än ett bestämt aktietal i förhållande till såväl bolagets hela aktietal som de på stämman antalet representerade aktierna; Stockh. Handelsb. § 27; Boda aktieb. § 23; Omsundsbergs aktieb. § 24; Åby aktieb. § 21.

<sup>89</sup> SOU 1910:1 Motiven s. 3.

rätt, då man genom att gå för långt vad gäller inskränkningar i majoritetens bestämmanderätt skulle äventyra aktiebolagsväsendets förmåga att uppbära sina ekonomiska uppgifter.<sup>90</sup>

Näringslivet föreslog en utvidgning av det tillåtna röstvärdesförhållandet på 1:10, och framhöll att svensk företagsamhet internationaliserats alltmer och att en ändamålsenlig metod för att finansiera förvärv av utländska företag ansågs vara att erbjuda aktier i det svenska bolaget som betalning. Näringslivet föreslog därför en utökning av den tillåtna röstvärdesdifferensen till 1:20, för att underlätta placering av svenska aktier på utländska kapitalmarknader utan att riskera ett stort utländskt inflytande i bolagen. Vidare framfördes även att en lägre röstandel skulle kunna tillåtas, under förutsättning att aktien gav företrädesrätt till årlig vinstutdelning, vilket alltså var ett förslag på att tillåta röstlösa aktier.<sup>91</sup>

Fram till denna tidpunkt hade bolagens rätt att ge ut aktier med olika röstvärden varit helt obegränsad, vilket innebar att skillnaderna i röstvärde kunde vara hur stora som helst. Exempelvis introducerade den svenska finansmannen Ivar Kreuger på 1920-talet B-aktier som hade en tusendels röst jämfört med A-aktierna, trots att båda aktieslagen berättigade till samma utdelning.<sup>92</sup> Bolagen fick dessutom ge ut aktier med de röstvärden som tillkom de redan utgivna aktierna, även om dessa översteg tio gånger röstvärdet för aktier av annat slag.<sup>93</sup>

## 3.2 Gällande rätt

### 3.2.1 Regleringen kring röstvärdesdifferenser

I Sverige gäller huvudregeln om likhetsprincipen, som innebär att alla aktier har lika rätt i bolaget och att varje aktie berättigar till en röst på bolagsstämman, 4 kap. 1 § ABL. Det finns däremot en lagstadgad möjlighet för svenska aktiebolag att i bolagsordningen föreskriva att flera aktieslag ska finnas, 4 kap. 2 § ABL, såsom exempelvis aktier med röstvärdesdifferenser, jfr 4 kap. 5 § ABL. Av 4 kap. 5 § ABL framgår att förhållandet mellan det aktieslag med lägst röstvärde och det aktieslag med högst röstvärde är begränsat till maximalt 1:10. Detta innebär att röstlösa aktier är förbjudna i Sverige.<sup>94</sup> Bolagsordningen ska vara registrerad hos Bolagsverket för att vara giltig.<sup>95</sup> Det finns inga regler varken i ABL, andra lagar eller börsernas regelverk som förbjuder att aktier med olika röstvärden tas upp till handel på en viss marknad.<sup>96</sup>

---

<sup>90</sup> A.bet. s. 4–5.

<sup>91</sup> prop. 1975:103 s. 116.

<sup>92</sup> Dagens industri, *De röststarka ägarnas makt har en baksida*.

<sup>93</sup> Prop. 1975:103 s. 739–740, 8 § i 1975 års aktiebolagslag.

<sup>94</sup> Slutsatsen går att utläsa ur bestämmelsen, och stöds även av såväl förarbeten såsom SOU 1971:15 s. 227 och prop. 1975:103 s. 313, samt NJ lagkommentaren till 4 kap. 5 §, Andersson, S, Johansson, S & Skog, R, *Aktiebolagslagen – en kommentar*. Däremot är vinstandels- och kapitalandelslån tillåtna, 11 kap. 11 § ABL, vilka kan utformas så att långivaren i praktiken får samma ställning som en aktieägare med röstlösa aktier.

<sup>95</sup> Bolagsverket, *olika aktieslag*.

<sup>96</sup> Jfr regelverken för de reglerade marknaderna i Sverige; Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares - Regelverk för aktieemittenter på huvudmarknaden, Harmoniserade delen giltig från och med 7 juli 2025 och Nordic Growth Market – Börsregler: Regler för NGM Main Market, Gällande från och med den 1 oktober 2025 samt regelverken för MTF-plattformarna i Sverige; Nasdaq First North, *Nasdaq First North Growth Market*

Således finns det en rätt för aktiebolag att ge ut aktier med olika röstvärden och ta upp dem till handel på såväl MTF-plattformar som på reglerade marknader.

### 3.2.2 Minoritetsskyddsregler

Anledningen till att principen om *en aktie, en röst* traditionellt sett varit att föredra, är de risker som uppstår för aktieägare av röstsvaga aktier.<sup>97</sup> Den svenska aktiebolagsrätten innehåller flera mekanismer för att skydda minoritetsaktieägare i bolag med röstvärdesdifferenser. Sveriges minoritetsskydd beskrivs som omfattande.<sup>98</sup>

#### 3.2.2.1 Majoritetsregler

##### *Kvalificerad majoritet*

För viktiga beslut krävs generellt kvalificerad majoritet, vilket ofta beräknas på grundval av att beslutet ska ha biträtts av aktieägare med minst två tredjedelar av de avgivna rösterna och de aktier som är företrädade vid bolagsstämman.<sup>99</sup> Detta innebär att en kontrollerande aktieägare med exempelvis 51 procent av rösterna inte ensam kan fatta sådana beslut utan stöd från övriga aktieägare. Dessa majoritetsregler gäller exempelvis vid ändring av bolagsordningen enligt 7 kap. 42 § ABL, förutom vissa bolagsordningsändringar som har förstärkta majoritetskrav enligt 7 kap. 43–45 §§ ABL vilka kommer att redogöras för nedan. Kvalificerad majoritet, såsom definierad ovan, gäller även vad gäller beslut om att avvika från aktieägarnas företrädesrätt avseende såväl aktier, 13 kap. 2 § ABL, teckningsoptioner, 14 kap. 2 § ABL, och konvertibler, 15 kap. 2 § ABL, beslut om förvärv respektive överlåtelse av egna aktier eller bemyndigande därtill, 19 kap. 18 och 33 §§ ABL, samt vid byte av bolagskategori från privat till publikt aktiebolag, 26 kap. 1 § ABL.

##### *Särskilda majoritetskrav vid flera aktieslag*

Har bolaget flera aktieslag vars rätt försämras genom ett beslut om godkännande av fusion-, delnings- eller ombildningsplaner, 20 kap. 17 § ABL, 24 kap. 19 § ABL, och 24 a kap. 20 § ABL krävs, utöver kvalificerad majoritet såsom definierad ovan, att kvalificerad majoritet uppnås även inom varje aktieslag som är företrätt vid stämman. Detsamma gäller vid beslut om minskning av aktiekapitalet, det vill säga ett krav på kvalificerad majoritet såsom definierad ovan samt att detta måste uppnås inom varje aktieslag som är företrätt vid stämman och för vilket aktiernas rätt försämras genom beslutet, 20 kap. 5 § ABL.

---

*Rulebook for Issuers of Shares*, 1 juli 2025; Spotlight, *Spotlights regelverk*, giltigt från och med 2024-12-04 och Nordic Growth Market, *Rules Nordic MTF*, december 2024.

<sup>97</sup> Hopt, K & Kalss, S, *Multiple-voting shares in Europe - A comparative law and economic analysis*, s. 1.

<sup>98</sup> Ds 2025:15 s. 25–26.

<sup>99</sup> Bolagsverket, *hålla bolagsstämma*.

### *Extra kvalificerad majoritet*

Vissa beslut som företas genom en ändring av bolagsordningen, och som följaktligen normalt träffas av reglerna för kvalificerad majoritet enligt 7 kap. 42 § ABL, har striktare majoritetskrav. Detta benämns som extra kvalificerad majoritet, och kan bestå i regler om att aktieägare som representerar minst 90 procent av företagets aktier måste närvara på stämman eller att alla närvarande måste rösta för beslutet.<sup>100</sup>

Beslut som innebär att redan utgivna aktier får minskad rätt till bolagets vinst eller övriga tillgångar enligt 3 kap. 3 § ABL, att rätten att överlåta eller förvärva aktier inskränks genom samtyckes-, förköps- eller hembudsförbehåll, eller att rättsförhållandet mellan aktier rubbas, är giltigt endast om det biträds av samtliga närvarande aktieägare och dessa tillsammans företräder minst nio tiondelar av samtliga aktier enligt 7 kap. 43 § ABL.

Beslut som innebär en begränsning av det antal aktier för vilka aktieägarna får rösta vid bolagsstämman, avsättning av del av nettovinsten för räkenskapsåret efter visst avdrag till en bunden fond, eller en särskild begränsning av användningen av bolagets vinst eller dess behållna tillgångar vid bolagets upplösning, är giltigt endast om det biträds av aktieägare med minst två tredjedelar av de avgivna rösterna och nio tiondelar av de vid stämman företrädda aktierna enligt 7 kap. 44 § ABL.

Ett beslut om ändring av bolagsordningen som avser de i 7 kap. 43 och 44 §§ ABL uppräknade situationerna är dock giltigt med normal kvalificerad majoritet, det vill säga om det biträds av aktieägare med minst två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädda aktierna, under förutsättning att ändringen endast försämrar vissa aktiers eller ett helt aktieslags rätt. Därutöver krävs, för de fall att ändringen försämrar vissa aktiers rätt, att samtliga vid stämman närvarande ägare av de aktier vars rätt försämras samtycker till ändringen och tillsammans företräder minst nio tiondelar av dessa aktier vars rätt försämras, 7 kap. 45 § p. 1 ABL. För de fall att ändringen avser ett helt aktieslag, krävs därutöver att ägare till hälften av alla aktier av detta slag och nio tiondelar av de vid stämman företrädda aktierna av detta slag samtycker till ändringen, 7 kap. 45 § p. 2 ABL.

Vid beslut om att ändra bolagskategori från publikt aktiebolag till privat aktiebolag krävs, utöver kvalificerad majoritet, även att samtliga närvarande aktieägare biträder beslutet och att dessa tillsammans företräder minst nio tiondelar av samtliga aktier i bolaget, 26 kap. 6 § ABL.

---

<sup>100</sup> A.a.

Beslut om nyemission eller emission av teckningsoptioner eller konvertibler utan företrädesrätt för aktieägarna till förmån för personer i bolagsledningen, anställda eller deras närstående, moderbolagets godkännande av sådana emissioner när bolaget är dotterbolag till ett publikt aktiebolag, beslut om överlåtelse av aktier, teckningsoptioner eller konvertibler inom koncernen till den ovan angivna kretsen, samt beslut om upptagande av lån där samma personkrets får teckna med förtur eller särskilda villkor, är giltiga endast om de biträds av aktieägare med minst nio tiondelar av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädda aktierna, 16 kap. 8 § ABL.

#### 3.2.2.2 Begränsning av högsta tillåtna röstvärde

4 kap. 5 § ABL föreskriver att ingen aktie får ha ett röstvärde som överstiger tio gånger röstvärdet för någon annan aktie. Bestämmelsen har en minoritetsskyddande funktion genom att den fastställer ett tak för röstvärdesdifferenserna, vilket medför att inflytandet i bolaget i en rimlig utsträckning speglar det kapital som aktieägarna har satsat. Jämfört med den historiskt oinskränkta rätten för aktiebolag att ge ut aktier med obegränsade skillnader i röstvärde,<sup>101</sup> bidrar den nuvarande ordningen till en mer balanserad maktfördelning mellan ägarna.

#### 3.2.2.3 Övriga minoritetsskyddsregler

Aktieägare som tillsammans representerar minst en tiondel av samtliga aktier kan begära att styrelsen kallar till extra bolagsstämma enligt 7 kap. 13 § andra stycket ABL, begära utseende av revisor enligt 9 kap. 9 § andra stycket ABL respektive särskild granskare enligt 10 kap. 21-22 §§ ABL, begära årsstämmans beslut om utdelning av vinst enligt 18 kap. 11 § ABL, väcka talan om likvidation eller inlösen av aktier vid majoritetsmissbruk enligt 25 kap. 21-22 §§ ABL, begära bolagsstämma för behandling av skadeståndstalan samt neka en uppgörelse avseende skadestånd, 25 kap. 43 § och 29 kap. 7-9 §§ ABL. Vidare får ett publikt aktiebolag inte förvärva egna aktier om innehavet efter förvärvet skulle överstiga en tiondel av samtliga aktier enligt 19 kap. 15 § ABL, vilket säkerställer att bolaget inte genom eget förvärv kan kringgå dessa minoritetsskyddsbestämmelser.

Generalklausulerna i aktiebolagslagen, 7 kap. 47 § ABL och 8 kap. 41 § ABL, begränsar bolagsstämmans och styrelsens, eller annan ställföreträdares, befogenheter genom att förhindra beslut eller åtgärder som otillbörligt gynnar en aktieägare eller skadar bolaget eller övriga aktieägare. Bestämmelserna utgör ett centralt minoritetsskydd genom att hindra majoriteten från att missbruka sitt inflytande. Praxis, såsom NJA 2000 s. 404, illustrerar hur generalklausulen kan leda till skadeståndsansvar när majoritetsägare gynnats på minoritetsägarens bekostnad,<sup>102</sup> samtidigt som exempelvis NJA 2013 s. 1250 visar att beslut

---

<sup>101</sup> 79 § i 1910-års aktiebolagslag.

<sup>102</sup> NJA 2000 s. 404 rörde överföring av egendom till annat bolag som kontrollerades av majoritetsägaren, varpå minoritetsaktieägaren med hänvisning till bland annat 8 kap. 13 § 1975 års ABL hade yrkat skadestånd.

som majoritetsägaren vidtar mot minoritetsaktieägarens vilja självklart inte per automatik betraktas som otillbörliga.<sup>103</sup>

### 3.3 För- och nackdelar med röstvärdesdifferenser

Röstvärdesdifferenser har varit föremål för intensiv debatt i Sverige under många år.<sup>104</sup> Debatten har intensifierats i takt med att internationella investerare har ökat sin andel av det svenska ägandet och i samband med att EU har börjat harmonisera reglerna för kapitalmarknaden. Det finns ekonomiska argument för och emot strukturer med röstvärdesdifferenser.<sup>105</sup> På senare tid har de fördelar som följer av att acceptera röstvärdesdifferenser – för samhället, aktieägarna, börsen, ekonomin och den internationella konkurrenskraften – alltmer kommit att lyftas fram.<sup>106</sup> Komparativ rätt, ekonomisk teori och empiriska studier talar för att tillåta röstvärdesdifferenser, förutsatt att de begränsas genom skyddsåtgärder för noterade aktier.<sup>107</sup>

#### 3.3.1 Argument för röstvärdesdifferenser

*Långsiktighet, aktivt ägande och ökad attraktionskraft för noteringar*

Röstvärdesdifferenser ger grundare och familjer möjlighet att behålla kontrollen över sina bolag även efter en börsnotering, vilket främjar långsiktigt ägande och skyddar mot kortsiktiga intressen från mindre investerare.<sup>108</sup> Detta ligger i linje med den svenska bolagsstyrningsmodellen, som betonar aktivt ägande där stora ägare tar ett särskilt ansvar för bolagets utveckling och långsiktiga tillväxt. En aktiv ägarstyrning är positivt för bolagets utveckling, och i de stora framgångsrika noterade bolagen är det mycket svårt att bibehålla en kontrollägarposition om det krävs att man konstant har samma kapitalandel som röstandel. Många företagare avstår från att notera sina aktier på offentliga marknader av rädsla för att förlora kontrollen över sitt bolag när nya aktieägare kommer in, eller i värsta fall att bolaget övertas helt och hållet genom ett fientligt uppköp. Röstvärdesdifferenser är ett instrument för att förhindra detta,<sup>109</sup> då sådana strukturer gör det möjligt för kontrollerande aktieägare att ha fler rösträtter per aktie jämfört med andra investerare och därmed skapar stabilitet i ägarstrukturen.<sup>110</sup> I Svensk kod för bolagsstyrning ("Koden") framförs att ett koncentrerat

---

<sup>103</sup> NJA 2013 s. 1250 rörde ett bolagsstämmobeslut där majoriteten mot minoritetens vilja fattat ett likvidationsbeslut.

<sup>104</sup> Som redogjort för under avsnitt 3.1, diskuterades frågan redan i samband med att 1944 års aktiebolagslag antogs, SOU 1941:9 s. 500. Se positiva tidiga inslag i debatten, såsom Skog, R, *Röstvärdesdifferenser i svenska börsbolag*, expertrapport Löntagarna och kapitaltillväxten i SOU 1981:78 s 65. Se även negativa tidiga inslag i debatten, såsom Bergström, C & Rydqvist, K, Ekonomisk debatt 7/91 *Bör aktier med olika rösträtt avskaffas?* s. 585.

<sup>105</sup> Hopt, K & Kalss, S, *Multiple-voting shares in Europe - A comparative law and economic analysis*, s. 1.

<sup>106</sup> A.st.

<sup>107</sup> A.st.

<sup>108</sup> High Level Forum on the Capital Markets Union, *A new Vision for Europe's Capital Markets*, s. 66.

<sup>109</sup> A.st.

<sup>110</sup> Council of the EU, Press release, *SME access to capital: Council adopts negotiating mandate on multiple-vote share structures*.

ägande gynnar aktieägarkollektivet, då ett fåtal dominerande aktieägare ofta engagerar sig i bolaget genom ett aktivt ägande.<sup>111</sup>

### *Möjliggör alternativa finansieringskällor och stärker tillväxtpotential*

En notering på en MTF-plattform ger bolag tillgång till alternativa finansieringskällor utöver banklån, vilket kan stärka bolagens tillväxtpotential.<sup>112</sup> I sin tur främjar detta innovation, då många entreprenörer annars skulle vara ovilliga att notera sina bolag på grund av risken för att förlora kontrollen över bolaget. Dessutom ger det ägarna ett intresse av att upprätthålla företagets tillväxt.<sup>113</sup> Svagheterna i den traditionellt bankbaserade finansieringsmodellen är att den har en begränsad förmåga att stödja mindre företag som ofta saknar tillgångar att ställa som säkerhet.<sup>114</sup> Röstvärdesdifferenser gör det därmed möjligt för fler bolag att våga notera sig och därmed använda sig av en alternativ kapitalanskaffningsmodell, vilket stärker dessa bolags tillväxtpotential.

### *Flexibilitet och respekt för bolagens handlingsfrihet*

Den svenska traditionen av att tillåta röstvärdesdifferenser innebär en stor flexibilitet, där företag kan anpassa sin ägarstruktur efter sina specifika behov och förutsättningar.<sup>115</sup> Förespråkare för röstvärdesdifferenser menar att det inte är motiverat att begränsa bolags handlingsfrihet.

### *Motverkar bolagsstyrningsproblem – agentkonflikten och aktieägarpassivitet*

Röstvärdesdifferenser fungerar som ett bolagsstyrningsverktyg.<sup>116</sup> När ingen enskild aktieägare har en dominerande kontrollposition blir ägandet spritt. I ett bolag med spritt ägande är ägarnas kollektiva kontroll över ledningen svagare, eftersom det är svårt att koordinera många mindre aktieägare. Detta ger bolagsledningen mer utrymme att agera självständigt, vilket ökar risken för agentproblemet – det vill säga att ledningen agerar i eget intresse snarare än i ägarkollektivets intresse. Röstvärdesdifferenser motverkar detta genom att möjliggöra koncentrerat ägande i högre grad. Röstvärdesdifferenser minskar alltså agentkonflikten mellan ägare och ledning, och reducerar följaktligen agentkostnaderna.

Röstvärdesdifferenser utgör ett instrument för att skapa incitament för en aktiv förvaltning av bolaget, och en fri reglering undanröjer hinder för kontrolläggande, vilket är en uppmuntrad

---

<sup>111</sup> Kollegiet för svensk bolagsstyrning, *Svensk kod för bolagsstyrning*, s. 7.

<sup>112</sup> FAR online, *Nytt EU-direktiv tillåter aktier med olika röstvärden på MTF-plattformar*.

<sup>113</sup> High Level Forum on the Capital Markets Union, *A new Vision for Europe's Capital Markets*, s. 66.

<sup>114</sup> OECD, *The Swedish Equity Market – Institutional Framework and Trends*, Executive summary.

<sup>115</sup> Svenskt Näringsliv, *Möjligheten att ha aktier av olika slag med olika röstvärde – ett svenskt perspektiv*.

<sup>116</sup> Härkönen, E, JT 2024–25 Nr 3, s. 620.

systematik.<sup>117</sup> Röstvärdesdifferensers möjliggörande av aktivt ägande motverkar dessutom aktieägarpassivitet,<sup>118</sup> då det inte bara finns ett incitament – utan också en förväntan på kontrollaktieägare att utöva sitt ägande aktivt, långsiktigt och ta ansvar för bolagets förvaltning, inte minst från de mindre aktieägarna.<sup>119</sup>

### *Bevisad framgång med röstvärdesdifferenser*

Sveriges system utgör otvivelaktigt ett föredöme, med en av EU:s såväl största som mest aktiva aktiemarknader,<sup>120</sup> med en av de starkaste avkastningarna i världen,<sup>121</sup> med ett system som skapar och främjar framgångsrika företag,<sup>122</sup> och med en jämförelsevis mycket hög noteringsgrad av tillväxtbolag.<sup>123</sup> Som ovan redogjorts för representerar bolag med röstvärdesdifferenser en stor del av börsvärdet. Det föranleder frågan som ofta lyfts av förespråkare för röstvärdesdifferenser: varför ändra på ett vinnande koncept?

### 3.3.2 Argument mot röstvärdesdifferenser

#### *Majoritets- och minoritetsaktieägarkonflikten*

Det mest framträdande argumentet mot röstvärdesdifferenser, som identifieras historiskt<sup>124</sup> och än idag kvarstår som en central invändning,<sup>125</sup> är att röstvärdesdifferenser ökar risken för missbruk från majoriteten. Trots att principen om *en aktie, en röst* har negativa effekter på bolagsstyrningen, genom att den ökar risken för att bolagsledningen tillförskaffar sig fördelar på bekostnad av aktieägarna (den så kallade agentkonflikten), kan principen samtidigt minska intressekonflikten mellan majoritets- och minoritetsaktieägarna. Problematiken uppstår när kontrollerande aktieägare har kontroll utan att bära motsvarande ekonomiska risk, vilket skapar en risk för att de fattar beslut som inte är i bolagets eller minoritetsaktieägarnas intresse. Genom att varje aktie ger en röst uppnås en proportionell koppling mellan aktieägarnas inflytande och deras kapitalinsats. Motståndarna till röstvärdesdifferenser framhåller att detta utgör en mer rättvis maktfördelning, då det minskar risken för att en majoritetsaktieägare agerar på ett sätt som gynnar denne själv på minoritetens bekostnad. Principen om *en aktie, en röst* skapar därmed incitament för majoritetsaktieägaren att agera i hela ägarkollektivets intresse, vilket i sin tur reducerar ägarkonflikten.

---

<sup>117</sup> Lidman, E, *Kontrolläggande och uppköpsreglering – Likabehandling vid offentliga uppköpserbjudanden och effekterna i bolagsstyrningen*, s. 24–25.

<sup>118</sup> A.a. s. 24.

<sup>119</sup> Kollegiet för svensk bolagsstyrning, *Frågor och svar angående den svenska modellen för bolagsstyrning*, s. 5.

<sup>120</sup> OECD, *The Swedish Equity Market – Institutional Framework and Trends*, s. 12

<sup>121</sup> A.a. s. 8.

<sup>122</sup> Dagens Industri, *Hotet mot svensk ägarstyrning och kapitalmarknad*.

<sup>123</sup> OECD, *The Swedish Equity Market – Institutional Framework and Trends*, s. 8

<sup>124</sup> Denna risk identifierades av Håkan Nial redan under år 1941, Nial, H, *Minoritetsskydd i aktiebolag*, SvJT 1941, s. 704.

<sup>125</sup> Härkönen, E, JT 2024–25 Nr 3, s. 623.

### *Bryter mot proportionalitetsprincipen*

Röstvärdesdifferenser bryter mot den grundläggande principen att kontroll ska vara proportionell mot ekonomiskt ägande.<sup>126</sup> Denna principiella invändning leder vissa till ståndpunkten att röstvärdesdifferenser helt enkelt har ett inneboende fel.<sup>127</sup> Håkan Nial uttryckte denna syn redan år 1941, ”den naturliga och rimliga principen för maktfördelningen är den att makten i allmänhet står i förhållande till den kapitalinsats den enskilde gör och den risk han därmed ikläder sig”.<sup>128</sup>

### *Lägre bolagsvärdering*

Frågan om röstvärdesdifferensers påverkan på bolagsvärdering är omtvistad i forskningen. Vissa studier visar att bolag med röstvärdesdifferenser ofta värderas lägre än bolag som följer principen om *en aktie, en röst*, vilket kan tolkas som att investerare kräver en rabatt för den ökade risken.<sup>129</sup> Denna slutsats ifrågasätts dock av andra som hävdar att det inte finns någon empirisk forskning som visar att röstvärdesdifferenser har haft någon negativ effekt på företagets värde, varför det är obefogat att begränsa eller avskaffa röstvärdesdifferenser av den anledningen.<sup>130</sup> Sedan finns det dem som erkänner existensen av forskning som pekar på negativa värderingseffekter, men som samtidigt påpekar att ett lika stort antal forskare har framfört motsatta argument där det anges att röstvärdesdifferenser istället har en positiv påverkan på bolagets värdering.<sup>131</sup> Forskningsläget kan således beskrivas som delat, utan någon konsensus om värderingseffekterna.

### *Ekonomiska incitament*

En central invändning mot röstvärdesdifferenser rör avsaknaden av ekonomisk kompensation för det ökade ägarengagemanget. Takeover-reglernas strikta likabehandlingsprincip medför att A-aktier inte kan ges ett högre värde än B-aktier vid ett offentligt uppköpserbjudande.<sup>132</sup> Det inflytande som möjliggörs av aktier med högt röstvärde är ofta förenat med ett omfattande arbete som kräver en stor tidsåtgång, varför det kan kritiseras att detta ägarengagemang inte är

---

<sup>126</sup> Principen om ”lika kapitalinsats lika rösträtt” diskuterades redan under förarbetena till 1944 års aktiebolagslag, SOU 1941:9 s. 500.

<sup>127</sup> Denna principiella ståndpunkt kan förklara varför vissa motståndare intar en kategorisk hållning mot röstvärdesdifferenser, även när empiriska argument saknas.

<sup>128</sup> Nial, H, *Minoritetsskydd i aktiebolag*, SvJT 1941, s. 705.

<sup>129</sup> Härkönen, E, JT 2024–25 Nr 3, s. 629.

<sup>130</sup> Svenskt Näringsliv, *Möjligheten att ha aktier av olika slag med olika röstvärde – ett svenskt perspektiv*.

<sup>131</sup> Lidman, E, & Skog, R, *London allowing dual class Premium listings: A Swedish commentary*, s. 24.

<sup>132</sup> Enligt II.10 första stycket takeover-reglerna måste aktier med identiska villkor ska ha identiska vederlag, vilket utgör en renodlad tillämpning av likabehandlingsprincipen. Det är således inte möjligt att erbjuda olika vederlag till aktieägare vars aktier har identiska villkor. Även om olika ersättningar får och kan förekomma i privata transaktioner, förbjuds detta på marknaden i II.11 st. 1 från vilken dispens kan medges. Vad gäller aktier vars enda skillnad är röstvärdet, och där båda aktieslagen inte är noterade, ska vederlaget vara lika för samtliga aktier, II.11 tredje stycket.

förenat med någon ekonomisk kompensation – varken genom högre utdelning eller högre ersättning vid ett uppköpserbjudande.<sup>133</sup>

### *Internationella normer*

Internationella, ofta institutionella, investerare är generellt negativa mot röstvärdesdifferenser,<sup>134</sup> vilket är problematiskt i vår internationaliserade aktiemarknad som i hög utsträckning bygger på systemet med röstvärdesdifferenser. Detta motstånd har institutionaliserats genom bildandet av organisationer vars enda uttalade syfte är att aktivt arbeta mot bolag med röstvärdesdifferenser, såsom Investor Coalition for Equal Votes ("ICEV").<sup>135</sup> Även internationella röstningsrådgivare, såsom ISS och Glass Lewis, förespråkar principen om *en aktie, en röst*. Med tanke på den praktiska betydelsen som ISS rekommendationer har på den svenska aktiemarknaden, samt det faktum att den stora andelen institutionella investerare utgör en av nyckelfaktorerna till den svenska aktiemarknadens framgång,<sup>136</sup> är motståndet från dessa håll mycket problematiskt. När ISS år 2022 införde en policy där de rekommenderade sina klienter att rösta mot ansvarsfrihet eller mot val av styrelseledamöter endast på grund av att företaget ger ut aktier med röstvärdesdifferenser, utlöstes en långdragen och uppmärksam debatt mellan ISS och Svenskt Näringsliv.<sup>137</sup> Inför 2025 års bolagsstämmor bibehölls dock ståndpunkten, då identiska rekommendationer utgavs igen.<sup>138</sup> Glass Lewis intar en något mer nyanserad position. I sina riktlinjer för Sverige anger de att de inte kommer att utfärda rekommendationer till skada för bolag med redan existerande röstvärdesdifferenser, men om ett bolag fattar beslut om att införa ett aktieslag av högre röstvärde som de inte tar upp till handel, rekommenderar Glass Lewis emot detta.<sup>139</sup>

Inom det svenska näringslivet finns det röster som välkomnar ISS agerande och menar att kritiken mot svenska maktbolag både är relevant och nödvändig. Bland annat poängteras att familjerna Wallenberg och Lundberg har bidragit till att befästa en problematisk praxis där

---

<sup>133</sup> Huruvida detta är ett fullgott argument för att röstvärdesdifferenser ska förbjudas, eller om det istället borde innebära att man reviderar ordningen så att prisdifferenser mellan aktier med olika röststyrka bör tillåtas, ryms inte inom ramen för denna uppsats.

<sup>134</sup> Eklund, K, & Stattin, D, *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, s. 138 samt Lidman, E, JT 2024/25 Nr 3 s. 642.

<sup>135</sup> Investor Coalition for Equal Votes, *Who we are*.

<sup>136</sup> OECD, *The Swedish Equity Market – Institutional Framework and Trends*, s. 12.

<sup>137</sup> Svenskt Näringsliv lyckades efter en dialog med ISS få till stånd att rekommendationerna om nekad ansvarsfrihet inte skulle tillämpas av ISS i Sverige. Däremot rekommenderade ISS fortsatt att deras klienter skulle rösta nej till omval av ledamöter som gynnas av röststarka aktier. I praktiken levde de upp till löftet till Svenskt Näringsliv, däremot har de fortsatt använt sina rekommendationer som en missnöjesförklaring mot aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser, vilket Svenskt Näringsliv menar på innebär dålig bolagsstyrning, Dagens industri, *Svenskt Näringsliv i ny attack mot röstrådgivaren ISS: "Djupt oroade"* och Althin, M *Aktier med olika röstvärde – en viktig möjlighet enligt svensk rätt*. Globalt återfinns samma ståndpunkt i ISS Governance, *ISS Global Voting Principles*, där det under rubriken "Accountability" anges att aktieägares rösträtt ska motsvara deras ekonomiska intresse i företaget, och att varje aktie ska ge en röst.

<sup>138</sup> ISS Governance, *Continental Europe – Proxy Voting Guidelines Benchmark Policy Recommendations*, s. 14.

<sup>139</sup> Glass Lewis, *Sweden - 2024 benchmark policy guidelines*, s. 23–24.

röstvärdesdifferenser blivit en norm även bland nyare bolag, samtidigt som det varnas för den koncentrerade ägarmakten.<sup>140</sup>

Indexleverantörer, såsom S&P Global, har också kritiserat aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser genom att utesluta bolag med sådana strukturer ur sina index.<sup>141</sup>

Oavsett personlig ståndpunkt utgör den internationella kritiken mot röstvärdesdifferenser i sig ett argument mot dem. Exempelvis erkänner Svenskt Näringsliv att ISS rekommendation skapar osäkerhet och skadar investerarkollektivet.<sup>142</sup> Bolagens flexibilitet och handlingsfrihet att själva välja ägarstruktur undermineras genom ISS kampanj mot röstvärdesdifferenser, eftersom bolag med många institutionella ägare kan bli avskräckta från att använda röstvärdesdifferenser trots att denna struktur passar dem bäst.

### 3.4 Förekomst av röstvärdesdifferenser i svenska aktiebolag

Röstvärdesdifferenser är vanligt förekommande i svenska aktiebolag, både bland privata bolag och noterade bolag. I Ds 2025:15 anges att en relativt stor andel av svenska aktiemarknadsbolag använder röstvärdesdifferenser.<sup>143</sup> Bland börsens maktbolag, såsom Wallenbergfären, Lundbergföretagen och Perssonfamiljen m.fl., är röstvärdesdifferenser en regel snarare än ett undantag.<sup>144</sup> Andelen noterade bolag med röstvärdesdifferenser har alltid legat över 40 procent i Sverige.<sup>145</sup> I perioder har cirka 90 procent av aktiemarknadsbolagen i Sverige tillämpat röstvärdesdifferenser.<sup>146</sup> År 2022 och 2023 var det dock endast 20 procent av de aktiebolag som för första gången ansökte om upptagande till handel som använde sig av en aktieägarstruktur med röstvärdesdifferenser,<sup>147</sup> vilket kan tyda på en nedåtgående trend vad gäller användningen av röstvärdesdifferenser.

Trots denna potentiella nedåtgående trend bland nyligen noterade bolag representerar företag med aktier med röstvärdesdifferenser fortfarande en stor del av det svenska börsvärdet. År 2023 representerade dessa bolag 70 procent av det sammanlagda börsvärdet för företag noterade på huvudmarknaden i Sverige.<sup>148</sup>

---

<sup>140</sup> Kullving, C-J, *Qvibergs känga mot Wallenberg: "Satt en dålig standard"*. Qviberg använder Volvo som exempel, där de röststarka aktierna motsvarande 15 procent av rösterna men endast 4 procent av kapitalet innehas av utländska aktieägare.

<sup>141</sup> S&P Global, *S&P Dow Jones Indices Announces Decision on Multi-Class Share and Voting Rules*.

<sup>142</sup> Althin, M *Aktier med olika röstvärde – en viktig möjlighet enligt svensk rätt*.

<sup>143</sup> Ds 2025:15 s. 26.

<sup>144</sup> Lidman, E, & Skog, R, *London allowing dual class Premium listings: A Swedish commentary*, s. 24.

<sup>145</sup> COM (2022) 761 final s. 4.

<sup>146</sup> Lidman, E, & Skog, R, *London allowing dual class Premium listings: A Swedish commentary*, s. 20.

<sup>147</sup> Härkönen, E, JT 2024–25 Nr 3, s. 628.

<sup>148</sup> Svenskt Näringsliv, *Möjligheten att ha aktier av olika slag med olika röstvärde – ett svenskt perspektiv*.

## 4. Röstvärdesdifferenser i EU och Röstvärdesdirektivet

### 4.1 EU-ramen för röstvärdesdifferenser

#### 4.1.1 Historisk utblick

I mitten av 1970-talet presenterade EU-kommissionen ett förslag till det femte bolagsdirektivet,<sup>149</sup> i vilket principen om *en aktie, en röst* föreslogs bli gällande.<sup>150</sup> Direktivförslaget antogs aldrig, främst på grund av Storbritanniens motstånd mot kraven på dualistisk styrelse- och ledningsstruktur och obligatorisk styrelserepresentation för anställda.<sup>151</sup> Någon betydande kritik mot principen om “en aktie – en röst” förekom dock inte.<sup>152</sup>

I slutet av 1980-talet initierade EU-kommissionen ett direktiv om offentliga uppköpserbjudanden,<sup>153</sup> vilket slutligen antogs år 2004.<sup>154</sup> Under de utdragna förhandlingarna kom reglerna om röstvärdesdifferenser, som vid den tiden återfanns i de svenska, danska, finska och i viss mån franska regelverken, att stå i centrum.<sup>155</sup> Till skillnad från Storbritannien, vars regelverk utgjorde en förebild för direktivet, hade Tyskland en mindre utvecklad aktiemarknad där offentliga uppköpserbjudanden var sällsynta. Tyskland motsatte sig att direktivet skulle tvinga målbolags styrelse och ledning att förhålla sig neutrala i en uppköpssituation och följaktligen förbjuda dem att vidta försvarsåtgärder. Tyskland var endast villig att acceptera denna så kallade neutralitetsprincip om röstvärdesdifferenser avskaffades, med motiveringen att aktier med olika röstvärden i praktiken fungerar som ett skydd mot uppköp och därför borde likställas med en försvarsåtgärd.<sup>156</sup> I förslaget till takeover-direktivet föreslog EU-kommissionen att principen om *en aktie, en röst* skulle införas med några få undantag för redan befintliga strukturer med röstvärdesdifferenser. Europaparlamentet, med aktivt deltagande från tyska ledamöter, förhindrade att detta genomfördes på europeisk nivå.<sup>157</sup> Efter att Sverige och andra nordiska länder argumenterat för att röstvärdesdifferenser snarare stärker ägarkontrollen än ger styrelsen makt att agera mot aktieägarnas intresse, samt lagt fram statistik som visade att den svenska aktiemarknaden - trots neutralitetsprincip och röstvärdesdifferenser - hade en hög uppköpsaktivitet, kom systemet med röstvärdesdifferenser att överleva.<sup>158</sup>

---

<sup>149</sup> COM72/887/Final

<sup>150</sup> Centre for European Policy Studies, *Corporate Governance in Europe - Report of a CEPS Working Party*, s. 23.

<sup>151</sup> Skog, R, *När verkligheten tränger sig på – något om EU-kommissionens förhållande till aktier med olika röstvärden*, s. 117.

<sup>152</sup> A.st.

<sup>153</sup> COM/2002/0534 final, *General considerations* första meningen.

<sup>154</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden.

<sup>155</sup> Skog, R, *När verkligheten tränger sig på – något om EU-kommissionens förhållande till aktier med olika röstvärden*, s. 118.

<sup>156</sup> A.a. s. 117–118.

<sup>157</sup> Hopt, K & Kalss, S, *Multiple-voting shares in Europe - A comparative law and economic analysis*, s. 5.

<sup>158</sup> Skog, R, *När verkligheten tränger sig på – något om EU-kommissionens förhållande till aktier med olika röstvärden*, s. 118–119.

År 2002 behandlade en expertgrupp frågan om röstvärdesdifferenser, vars arbete resulterade i en rekommendation att fortsatt föreslå att principen om *en aktie, en röst* skulle införas på europeisk nivå - ett politiskt krav som EU-kommissionen sedan antog i sin handlingsplan år 2003.<sup>159</sup> EU-kommissionen uttryckte i sin handlingsplan att de ville etablera "en reell aktieägardemokrati" i EU,<sup>160</sup> och en kommissionär uttryckte sitt stöd för principen om *en aktie, en röst* år 2005.<sup>161</sup> Detta föranledde behovet av att studera förekomsten av röstvärdesdifferenser och sådana strukturers relation till lönsamhet i bolag med röstvärdesdifferenser.<sup>162</sup> Studierna visade att röstvärdesdifferenser var vanligt förekommande,<sup>163</sup> och att strukturer såsom röstvärdesdifferenser inte kunde sägas skada bolagens lönsamhet.<sup>164</sup> År 2007 begärde kommissionären därför att avbryta arbetet med att införa rekommendationen om *en aktie, en röst*.<sup>165</sup>

År 2015 presenterade EU-kommissionen en första handlingsplan för att skapa en verklig inre marknad för kapital, en kapitalmarknadsunion.<sup>166</sup> Fri rörlighet för kapital,<sup>167</sup> som förbjuder restriktioner för kapitalrörelser mellan medlemsstaterna, utgör en grundsats för arbetet med kapitalmarknadsunionen.<sup>168</sup> I handlingsplanen framfördes idén om att aktier med olika röstvärden skulle kunna skapa ett incitament för bolag att notera sig.<sup>169</sup> En harmoniserad reglering kring röstvärdesdifferenser skulle underlätta gränsöverskridande investeringar,<sup>170</sup> vilket principen om fri rörlighet för kapital syftar till.

Efter att den första handlingsplanen offentliggjordes skedde flera framsteg för att stimulera särskilt SME-företags intresse av att notera sig, genom att göra noteringsprocessen enklare och billigare. År 2018 introducerades tillväxtmarknaderna för SME-företag genom MiFID II. En

---

<sup>159</sup> Det framgår av COM (2003) 284 final, s. 14 att expertgruppen förespråkar en princip om proportionalitet mellan kapital och kontroll om frågor i samband med uppköpserbjudanden, och att EU-kommissionen anslöt sig till detta.

<sup>160</sup> A.st.

<sup>161</sup> Skog, R, *När verkligheten tränger sig på – något om EU-kommissionens förhållande till aktier med olika röstvärden*, s. 120.

<sup>162</sup> A.a. s. 119–120.

<sup>163</sup> ISS, ECGI och Sherman & Sterling, *Report to the European Commission on the Proportionality Principle in the European Union*, s. 9.

<sup>164</sup> A.a. s. 18, "Based on the empirical evidence, it cannot be said whether DO destroys the MVOE. Thus, one can say even less about whether DO destroys total firm value." DO står för disproportional ownership och MVOE står för market value of outside equity, se s. 17.

<sup>165</sup> Skog, R, *När verkligheten tränger sig på – något om EU-kommissionens förhållande till aktier med olika röstvärden*, s. 121.

<sup>166</sup> COM(2015) 468 Final.

<sup>167</sup> Fri rörlighet för kapital stadgas i Artikel 63 FEUF, och är en av de fyra grundläggande friheterna på EU:s inre marknad.

<sup>168</sup> Stadgas exempelvis i Europeiska unionens råd, *Kapitalmarknadsunionen – varför det är viktigt att fördjupa Europas kapitalmarknader*. Observera att kapitalmarknadsunionen numera benämns som spar- och investeringsunionen.

<sup>169</sup> High Level Forum on the Capital Markets Union, *A new Vision for Europe's Capital Markets*, s. 66.

<sup>170</sup> COM (2015) 468 final s. 26.

central målsättning med kapitalmarknadsunionen<sup>171</sup> har varit att underlätta små och medelstora företags tillgång till kapitalmarknadsfinansiering som ett komplement till bankfinansiering. År 2020 presenterade EU-kommissionen en fördjupad handlingsplan för kapitalmarknadsunionen, där röstvärdesdifferenser lyftes fram som ett verktyg för att skapa incitament för bolag i medlemsstaterna att notera sig. De menade att alla företag, oavsett storlek, borde ha möjligheten att välja en struktur med aktier med olika röstvärden.<sup>172</sup> Det ska dock noteras att EU-kommissionen här föreslog att de röststarka aktierna skulle behäftas med en tidsbegränsad solnedgångsklausul vars utformning skulle bestämmas av bolagen.<sup>173</sup>

Fram till oktober 2024, då Röstvärdesdirektivet antogs, var det således upp till medlemsstaterna själva att avgöra om olika aktieslag med röstvärdesdifferenser skulle tillåtas eller inte.

#### 4.1.2 Debatten i EU kring röstvärdesdifferenser

Debatten kring röstvärdesdifferenser har beskrivits som den viktigaste frågan inom bolagsstyrning även på EU-nivå.<sup>174</sup> Historiskt har röstvärdesdifferenser mötts med misstro från såväl lagstiftare som forskare,<sup>175</sup> men denna syn har genomgått en betydande förändring över tid.

Under de senaste åren har frågan om hur EU:s kapitalmarknader kan stärkas seglat upp som en av de mest centrala frågorna i den europeiska debatten. Debatten ska förstås mot bakgrund av EU:s omfattande investeringsbehov och strävan efter att öka sin globala konkurrenskraft. För att möta dessa utmaningar krävs en förbättrad förmåga att investera långsiktigt i innovativa och växande företag. Välutvecklade aktiemarknader har därför fått en allt viktigare roll, samtidigt som svagheter i den traditionellt bankbaserade finansieringsmodellen har blivit tydliga – särskilt dess begränsade förmåga att stödja mindre företag med begränsade tillgångar att ställa som säkerhet.<sup>176</sup> EU-kommissionen framförde i sin första handlingsplan för kapitalmarknadsunionen, numera benämnd som den europeiska spar- och investeringsunionen,<sup>177</sup> att medlemsstater med små marknader och hög tillväxtpotential kan gynnas av den kanalisering av kapital som röstvärdesdifferenser möjliggör, medan medlemsstaterna med mer välutvecklade kapitalmarknader gynnas av möjligheten att investera över gränserna.<sup>178</sup>

---

<sup>171</sup> Numera benämns kapitalmarknadsunionen som spar- och investeringsunionen.

<sup>172</sup> High Level Forum on the Capital Markets Union, *A new Vision for Europe's Capital Markets*, s. 66.

<sup>173</sup> A.st.

<sup>174</sup> Coffee, J, *Dual Class Stock: The Shades of Sunset*.

<sup>175</sup> Lidman, Erik, JT 2024–25, s. 642.

<sup>176</sup> OECD, *The Swedish Equity Market – Institutional Framework and Trends*, Executive summary.

<sup>177</sup> Ds 2025:15 s. 26.

<sup>178</sup> COM (2015) 468 final s. 26.

Integrationen av EU:s kapitalmarknader, som historiskt uppvisat signifikanta skillnader, kan leda till effektivitetsvinster och bidra till EU:s förmåga att finansiera sin egen tillväxt.<sup>179</sup> En integrerad kapitalmarknad främjar dessutom innovation, tillväxt och ökar EU:s konkurrenskraft.<sup>180</sup> Mer utvecklade och integrerade kapitalmarknader skulle innebära diversifierade finansieringskällor, särskilt för SME-företag, underlättade gränsöverskridande investeringar, ett mer konkurrenskraftigt finansiellt system, ökade valmöjligheter och minskade finansieringskostnader för företagen.<sup>181</sup> Välintegrerade kapitalmarknader skapar även ett mer stabilt och motståndskraftigt finansiellt system.<sup>182</sup> Riskspridningen vid eventuella finansiella kriser som en integrerad kapitalmarknad innebär gynnar alla medlemsstater genom att deras medborgare och företag blir mer motståndskraftiga mot problem som kan drabba den traditionella finansieringsmodellen med banksystemet. Diversifierade finansieringsmöjligheter är särskilt viktiga i uppstarts- och expansionsfaser, eftersom bolag i dessa faser ofta domineras av utländska investeringar.<sup>183</sup> Valet att harmonisera reglerna om röstvärdesdifferenser som ett verktyg för denna önskade kapitalmarknadsintegration motiveras av att röstvärdesdifferenser hjälper företagen att undvika fientliga uppköp, ger ägarna ett intresse av att upprätthålla företagets tillväxt och verka långsiktigt för bolaget, samt att möjligheten till röstvärdesdifferenser bidrar till att börsnotering förblir ett attraktivt finansieringsalternativ.<sup>184</sup> Det som lyfts fram som negativt är att röstvärdesdifferenser kan hindra aktieägarna från att utöva sitt förvaltnings- och styrningsansvar, till exempel inom områden som hållbarhet.<sup>185</sup>

Den svenska traditionen med röstvärdesdifferenser lyfts idag fram som ett föredöme inom EU,<sup>186</sup> och EU:s medlemsstater tenderar att i allt högre grad acceptera röstvärdesdifferenser.<sup>187</sup>

## 4.2 Bakgrund till Röstvärdesdirektivet

### 4.2.1 Bakgrunden till Röstvärdesdirektivets tillkomst

#### *Nedgången i europeiska börsnoteringar*

Direktivet bör förstås mot bakgrund av den kraftiga minskningen av antalet börsnoteringar och börsnoterade bolag som under de senaste decennierna har präglat de europeiska aktiemarknaderna.<sup>188</sup> Utvecklingen har väckt oro inom EU, särskilt bland beslutsfattare

---

<sup>179</sup> SWD (2022) 762.

<sup>180</sup> Europeiska unionens råd, *Kapitalmarknadsunionen – varför det är viktigt att fördjupa Europas kapitalmarknader*.

<sup>181</sup> A.a.

<sup>182</sup> A.a.

<sup>183</sup> A.a.

<sup>184</sup> High Level Forum on the Capital Markets Union, *A new Vision for Europe's Capital Markets*, s. 66.

<sup>185</sup> A.st.

<sup>186</sup> OECD, *The Swedish Equity Market – Institutional Framework and Trends*.

<sup>187</sup> Hopt, K & Kalss, S, *Multiple-voting shares in Europe - A comparative law and economic analysis*, s. 1.

<sup>188</sup> Skog, R, *Om tillkomsten av EU:s direktiv rörande aktier med olika röstvärde*, s 324, Isaksson, M & Lidman, E, *Den europeiska gröna given och en hållbar aktiemarknad*, s. 146, och kommissionär McGuinness pressmeddelande där han beskriver att direktivet är ett viktigt steg för att höja antalet noteringar i EU och för att göra EU:s kapitalmarknader mer attraktiva och EU:s ekonomi mer konkurrenskraftig, se European Commission, *Commission welcomes political agreement on the Listing Act*, Daily News 02/02/2024.

ansvariga för spar- och investeringsunionen,<sup>189</sup> då utvecklingen helt och hållet går emot ambitionerna att fördjupa den europeiska spar- och investeringsunionen.

### *Listing Act som lösning*

Listing Act, som trädde i kraft i december 2024, syftar därför till att stärka spar- och investeringsunionen och EU:s konkurrenskraft.<sup>190</sup> Huruvida företag väljer att notera sig eller inte kan bero på många olika faktorer, många utanför lagstiftarens kontroll.<sup>191</sup> Däremot är regelkrav en faktor som bidrar till kostnader och arbetsbelastning för bolag, vilket kan påverka deras val av att notera sig eller fortsätta vara noterade. Listing Act innehåller därför krav på åtgärder som ska lätta på regelbördan där den är oproportionerligt stor samt ge kontrollaktieägare fler möjligheter att välja hur de vill fördela rösträtten vid upptagande till handel.<sup>192</sup> Listing Act är ett lagstiftningspaket som utgörs av tre olika rättsakter, (1) en förordning om ändring av Prospektförordningen,<sup>193</sup> Marknadsmisbruksförordningen,<sup>194</sup> och MiFIR,<sup>195</sup> (2) ett direktiv om ändring av MiFID II, och om upphävande av Noteringsdirektivet,<sup>196</sup> samt (3) Röstvärdesdirektivet.<sup>197</sup> Dessa rättsakter kan delas in i olika kategorier, (1) Pre-IPO, (2) IPO och (3) Post-IPO,<sup>198</sup> där Röstvärdesdirektivet faller under kategori (1) Pre-IPO.

### *Sverige som förebild*

I kontrast till den europeiska utvecklingen har Sverige uppvisat ett framgångsrikt noteringsklimat, såväl antalsmässigt med över 1 000 börsbolag – vilket gör Sverige till det land som antalsmässigt har den största aktiemarknaden i EU - som börsvärdesmässigt, där Sverige beroende på valutakurserna ligger på tredje eller fjärde plats.<sup>199</sup> EU-kommissionen uppmärksammade Sveriges framgångsrika noteringsklimat och noterade, i avsaknad av andra regulatoriska börsrättsliga skillnader, att en möjlig förklaring var att Sverige tillåter aktier med olika röstvärden. Detta väckte frågan om ett större utrymme för sådana strukturer inom EU skulle kunna främja fler börsnoteringar.<sup>200</sup> EU-kommissionen fann stöd för denna tanke genom erfarenheter från bland annat USA, där intresset för börsnoteringar ökat efter att man lättat på restriktionerna vad gäller röstvärdesdifferenser, samt från pågående reformer i Storbritannien

---

<sup>189</sup> Skog, R, *Om tillkomsten av EU:s direktiv rörande aktier med olika röstvärde*, s. 324.

<sup>190</sup> COM (2015) 468 final, skäl 2.

<sup>191</sup> Se COM (2022) 761 final, där man nämner exempelvis kostnaderna för notering, geopolitisk instabilitet, brexit, covid-19, centralbankernas penningpolitik, inflation etc.

<sup>192</sup> COM (2022) 761 final.

<sup>193</sup> Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129

<sup>194</sup> Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014

<sup>195</sup> Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 600/2014.

<sup>196</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2001/34/EG

<sup>197</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2024/2810

<sup>198</sup> SWD (2022) 762 s. 36.

<sup>199</sup> Skog, R, *Om tillkomsten av EU:s direktiv rörande aktier med olika röstvärde*, s. 324–325.

<sup>200</sup> A.a. s. 325.

och i vissa medlemsstater.<sup>201</sup> Den svenska lagstiftningen har således tjänat som förebild vid utarbetandet av direktivet.<sup>202</sup>

#### 4.2.2 Processen för Röstvärdesdirektivets tillkomst

Den 7 december 2022 presenterade EU-kommissionen ett direktiv för rådet respektive Europaparlamentet där det föreslogs att alla aktiebolag vars aktier upptas till handel på en tillväxtmarknad för SME-företag ska tillåtas ge ut aktier med olika röstvärden.<sup>203</sup> Förslaget markerade ett tydligt avsteg från den tidigare principen om *en aktie, en röst*.<sup>204</sup>

Beslutet om direktivet skulle fattas enligt det ordinarie lagstiftningsförfarandet,<sup>205</sup> det vill säga av rådet och Europaparlamentet gemensamt, med kvalificerad majoritet i rådet, Artikel 294 punkterna 2 och 8 FEUF. Artikel 114 FEUF, som ger EU rätt att vidta harmoniseringsåtgärder för att förverkliga den inre marknaden, samt Artiklarna 50.1 och 50.2 g FEUF, som ger EU rätt att vidta harmoniseringsåtgärder för att förverkliga etableringsfriheten inom EU, åberopades som rättslig grund. Den förstnämnda åberopade rättsliga grunden tog sikte på att undanröja hindren för bolag hemmahörande i medlemsstater som förbjuder röstvärdesdifferenser att anskaffa kapital på marknaden, medan den senare åberopade rättsliga grunden tog sikte på att harmonisera medlemsstaternas minoritetsskydd.<sup>206</sup> Förslaget var fortfarande begränsat i sitt tillämpningsområde till tillväxtmarknader för SME-företag. Det fanns praktiskt taget inga medlemsstater som var principiellt emot förslaget om att tillåta röstvärdesdifferenser, endast några ansåg att fler minoritetsskyddsregler skulle införas, tvärtom var det flera som ansåg att direktivets tillämpningsområde var för snävt och ville att direktivet skulle träffa även reglerade marknader.<sup>207</sup>

Den 19 april 2023 antog Europeiska unionens råd sitt förhandlingsmandat för direktivet. Rådet betonade att direktivet skulle innebära att ägare av små och medelstora företag kunde behålla tillräcklig kontroll över sitt företag efter att företaget noterats, samtidigt som de får tillgång till kapital och aktieägarnas rättigheter skyddas genom säkerhetsåtgärder. Ställningstagandet innebar ett stöd för EU-kommissionens initiativ, då det tillät bolag som sökte sig till tillväxtmarknader att emittera aktier med olika röstvärden, men rådet tog avstånd från alltför långtgående skyddsregler. Ett tillägg gjordes, som idag utgör Artikel 3.4 Röstvärdesdirektivet, vilket anger att medlemsstaterna måste se till att marknadsplatserna inte förhindrar upptagande till handel på grund av att bolag infört en struktur med aktier med olika röstvärden. Detta

---

<sup>201</sup> Skog, R, *Om tillkomsten av EU:s direktiv rörande aktier med olika röstvärde*, s. 325.

<sup>202</sup> Ds 2025:15 s. 26.

<sup>203</sup> Regeringskansliet Justitiedepartementet, faktapromemoria 2022/23:FPM:47 s. 2, COM (2022) 761 Final.

<sup>204</sup> Hopt, K & Kalss, S, *Multiple-voting shares in Europe - A comparative law and economic analysis*, s. 4.

<sup>205</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2024/2810 av den 23 oktober 2024, s. 1.

<sup>206</sup> Skog, R, *Om tillkomsten av EU:s direktiv rörande aktier med olika röstvärde*, s. 327.

<sup>207</sup> A.a. s. 327–328.

motiverades av exempel på lagstiftning som tillåter röstvärdesdifferenser men där borsregler sätter upp restriktioner för detta i USA och Storbritannien.<sup>208</sup>

Europaparlamentets slutliga rapport innebar ett breddat tillämpningsområde, där parlamentet ville inkludera alla MTF-plattformar och reglerade marknader. Däremot föreslogs ett minsta förhållande om 1:2 och ett högsta om 1:12, ett högsta antal aktier som fick utgöras av aktier med högre röstvärde, samt att röstvärdesdifferenserna skulle bortses från i vissa angivna frågor.<sup>209</sup>

Trepartsförhandlingarna körde fast då många medlemsstater motsatte sig Europaparlamentets krav. Efter två resultatlösa förhandlingar under Spaniens ordförandeskap lyckades det belgiska ordförandeskapet nå en kompromiss: medlemsstaterna och rådet fick behålla sin linje om flexibla skyddsregler, medan tillämpningsområdet vidgades något till att omfatta alla MTF-plattformar. Europaparlamentet accepterade detta, och i februari 2024 nåddes en politisk överenskommelse.<sup>210</sup>

Den 23 oktober 2024 antogs direktivet i såväl Europaparlamentet som på ministernivå i rådet genom plenum. Direktivet trädde i kraft den 4 december 2024, och ska vara genomfört senast den 5 december 2026, Artikel 7 Röstvärdesdirektivet.

## 4.3 Röstvärdesdirektivets innehåll

### 4.3.1 Röstvärdesdirektivets syfte

Det mest framträdande syftet med Röstvärdesdirektivet är att göra det mer attraktivt för små och medelstora företag att ta upp sina aktier till handel på en MTF-plattform. Därigenom vill man stärka bolagens förutsättningar att anskaffa riskkapital och skapa mer jämlika förutsättningar för bolag som vill noteras på den inre marknaden.<sup>211</sup>

Hur detta syfte ska realiseras genom direktivet, det vill säga genom att medlemsstaterna tvingas tillåta strukturer med aktier med högre röstvärde på MTF-plattformar, förklaras i Röstvärdesdirektivets andra skäl. Där betonas det faktum att ett stort hinder för kontrollaktieägare att ta upp sina aktier till handel är just rädslan över att få minskat inflytande över bolagets viktiga drifts- och investeringsbeslut, och därigenom förlorad kontroll över bolaget, vilket är en oundviklig risk vid spritt ägande.<sup>212</sup> Genom att tillåta aktiestrukturer med

---

<sup>208</sup> A.a. s. 330.

<sup>209</sup> A.a. s. 331.

<sup>210</sup> A.a. s. 325 och s. 331–333.

<sup>211</sup> Skäl 1, Röstvärdesdirektivet.

<sup>212</sup> Skäl 2, Röstvärdesdirektivet.

högre röstvärde skapas därför incitament för kontrollaktieägare att söka notering och därigenom få in kapital från allmänheten, utan att samtidigt behöva göra avkall på kontrollen över bolaget.

Röstvärdesdirektivets särskilda fokus på SME-företag förklaras av att bolag i uppstartsfasen och bolag som har långsiktiga projekt som kräver stora investeringar i början riskerar att bli utsatta för marknadsfluktuationer.<sup>213</sup> För dessa bolag är det därför särskilt viktigt att initialt söka kapital på aktiemarknaden, men risken att förlora kontrollen över bolaget redan i uppstartsfasen kan verka avskräckande och därmed hämma dessa företags tillväxtpotential.

I Röstvärdesdirektivets tredje skäl betonas företagens handlingsfrihet att välja den kapital- och styrningsstruktur som bäst passar deras utvecklingsfas, vilket innefattar möjligheten för kontrollaktieägare att även efter en notering på MTF-plattformar behålla sitt inflytande över bolaget. I det tredje skälet introduceras även det starka fokuset på minoritetsskydd, där det betonas att denna frihet förutsätter att aktieägare med lägre röstvärde ges ett fullgott skydd.

#### 4.3.2 Röstvärdesdirektivets tillämpningsområde

Röstvärdesdirektivets tillämpningsområde framgår av Artikel 1, där det föreskrivs att direktivet träffar aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser i bolag som ansöker om att få sina aktier upptagna till handel på MTF-plattformar, förutsatt att bolaget inte redan har sina aktier noterade på en MTF-plattform eller en reglerad marknad. Det förtydligas även att tillväxtmarknader för små och medelstora företag inkluderas i direktivets tillämpningsområde, då de är en underkategori till MTF-plattformar.

Vad som utgör strukturer med aktier med högre röstvärde framgår av Artikel 2 tredje punkten Röstvärdesdirektivet, där det definieras som ”*aktiestrukturen i ett bolag med minst ett slag av aktier med högre röstvärde*”. Aktier med högre röstvärde definieras vidare i Artikel 2 andra punkten Röstvärdesdirektivet som ”*en aktie som ingår i ett aktieslag som är åtskilt från andra slag av aktier och där aktierna har fler röster per aktie än i ett annat aktieslag med rösträtt i frågor som avgörs på bolagsstämman*”. Definitionen återges i Röstvärdesdirektivets fjärde skäl, där det adderas att en sådan struktur inte betraktas som en struktur med aktier med högre röstvärde om skillnaden i rösträtt enbart baseras på aktiernas nominella belopp. Röstvärdesdirektivets tillämpningsområde omfattar enbart strukturer med aktier med högre röstvärde, och därmed inte andra kontrollförstärkande mekanismer. Andra kontrollförstärkande mekanismer såsom röstlösa aktier, aktier med vetorätt över vissa beslut och lojalitetsaktier omfattas inte av Röstvärdesdirektivet.<sup>214</sup>

---

<sup>213</sup> A.st.

<sup>214</sup> Skäl 5 och Skäl 6 Röstvärdesdirektivet.

### 4.3.3 Artikel 3 Röstvärdesdirektivet – Rätten att införa och ändra aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser

#### 4.3.3.1 Rätt till införande av en aktiestruktur med högre röstvärde i samband med upptagande till handel på MTF-plattform

Artikel 3.1 första stycket första meningen Röstvärdesdirektivet föreskriver en skyldighet för medlemsstaterna att säkerställa att bolag, vars aktier varken är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en MTF-plattform, ges rätt att införa en aktiestruktur med högre röstvärde i samband med att aktierna tas upp till handel på en MTF-plattform.

#### 4.3.3.2 Förbud mot att villkora införandet med att aktierna med lägre röstvärde ska ges utökade ekonomiska rättigheter

Artikel 3.1 första stycket in fine Röstvärdesdirektivet föreskriver ett förbud för medlemsstaterna att villkora införandet av aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser med att aktierna som ingår i det aktieslag som har ett lägre röstvärde ska behäftas med utökade ekonomiska rättigheter.<sup>215</sup>

#### 4.3.3.3 Krav på kvalificerad majoritet

I Artikel 3.1 första stycket andra meningen Röstvärdesdirektivet anges det att beslutet om att införa en struktur med röstvärdesdifferenser ska fattas av bolagsstämman med minst kvalificerad majoritet i enlighet med nationell rätt. Om det finns flera aktieslag i bolaget ska beslutet även godkännas genom separata omröstningar inom varje aktieslag vars rösträtt påverkas enligt Artikel 3.1 andra stycket Röstvärdesdirektivet. Detsamma gäller även avseende beslut om att ändra röstvärden på redan utgivna aktier, då Artikel 3.5 Röstvärdesdirektivet utvidgar tillämpningsområdet till att omfatta även de fall då ett bolag, vars aktier inte är noterade varken på en reglerad marknad eller en MTF-plattform, beslutar sig för att ändra bolagets befintliga aktiestruktur med röstvärdesdifferenser i syfte att notera aktierna på en MTF-plattform.<sup>216</sup>

#### 4.3.3.4 Tidpunkt för när rätten att införa aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser inträder

Artikel 3.2 Röstvärdesdirektivet föreskriver att tidpunkten för när bolag har rätt att införa aktiestrukturer med högre röstvärde är *innan* bolaget ansöker om att notera aktierna på MTF-plattformen. I direktivets tolfte skäl anges vidare att medlemsstaterna inte är förhindrade att låta bolagen införa och ändra strukturerna med röstvärdesdifferenser vid en tidigare tidpunkt

---

<sup>215</sup> Röstvärdesdirektivets åttonde skäl föreskriver detsamma, med skillnaden att det i skälen anges att ett införande av strukturer med aktier med högre röstvärde inte *bör* villkoras av att utvidgade ekonomiska rättigheter ges för aktier med lägre röstvärde.

<sup>216</sup> Dessa majoritetsregler introduceras i Röstvärdesdirektivets elfte skäl.

än vid själva tidpunkten för upptagande till handel, tvärtom uppmanas medlemsstaterna till att inte hindra en sådan ordning.

4.3.3.5 Tidpunkt för utövande av den högre rösträtt som aktiestrukturen medför  
I Artikel 3.3 Röstvärdesdirektivet föreskrivs en möjlighet för medlemsstaterna att få bestämma att den högre rösträtt som är kopplad till ett aktieslag inte får utövas förrän aktierna är upptagna till handel på en MTF-plattform. I Röstvärdesdirektivets tolfte skäl *in fine* menar man att en sådan begränsning inte hindrar syftet med att främja noteringsviljan på MTF-plattformar.

4.3.3.6 Förbud mot förhindrande av notering av bolag med aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser  
Artikel 3.4 Röstvärdesdirektivet stadgar ett förbud mot att de aktörer som driver MTF-plattformar förhindrar bolag som har infört en aktiestruktur med högre röstvärde att noteras på en MTF-plattform. Artikeln stadgar även att medlemsstaterna ska säkerställa att detta förbud efterlevs.

4.3.4 Artikel 4.1 Röstvärdesdirektivet - Obligatoriska skyddsåtgärder  
I Röstvärdesdirektivets trettonde skäl betonas vikten av, och skälen bakom, att ett starkt minoritetsskydd krävs i medlemsstaterna då aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser införs. Skälen till att minoritetsskyddsregler blir särskilt viktiga vid aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser är att en sådan struktur ökar risken för att kontrollägare tar personliga fördelar av bolaget. I medlemsstater där röstvärdesdifferenser är tillåtna finns det idag skilda system för minoritetsskydd. Trots att dessa skilda system motiveras av särskilda nationella förutsättningar och olika bolagsrättssystem föreskrivs att dessa minoritetsskydd bör samordnas just avseende MTF-plattformar, vilket motiveras genom att betona målen för den inre marknaden och särskilt artikel 50.2 g i FEUF.

Artikel 4 Röstvärdesdirektivet innehåller såväl obligatoriska som frivilliga skyddsåtgärder, som alla ska syfta till att på ett lämpligt sätt skydda minoritetsägarnas intressen, Artikel 4.1 Röstvärdesdirektivet.

Direktivet föreskriver två obligatoriska skyddsåtgärder, där den ena regeln avser *hur* beslutet om att införa och ändra aktiestrukturer med olika röstvärden ska fattas och där den andra regeln avser rättighetens *omfattning*, som kan begränsas på alternativa sätt.<sup>217</sup>

---

<sup>217</sup> I Röstvärdesdirektivets fjortonde skäl beskrivs hur minoritetsskydden ska samordnas, varpå de två alternativen som tas upp i Artikel 4.1 a)-b) Röstvärdesdirektivet återges.

### *Majoritetskrav*

I Artikel 4.1 a) Röstvärdesdirektivet anges att beslutet om att införa aktier med röstvärdesdifferenser ska fattas med kvalificerad majoritet vid bolagsstämman enligt nationell lagstiftning och genom särskilt beslut i varje aktieklass vars rösträtt påverkas. Artikel 4.1 a) träffar nämligen bolag vars aktier redan är upptagna till handel på en MTF-plattform, se Artikel 4.1 första stycket, medan Artikel 3 endast träffar bolag vars aktier ännu inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en MTF-plattform, se Artikel 3.1 första stycket första meningen och Artikel 3.5.

### *Begränsning av inflytandet från aktier med högre röstvärde*

Artikel 4.1 b) Röstvärdesdirektivet syftar till att begränsa det inflytande som aktier med högre röstvärde har på beslutsfattandet vid bolagsstämman. Detta kan ske på två alternativa sätt. Det första alternativet går ut på att begränsa utformningen av strukturen med röstvärdesdifferenser i form av en maximal skillnad i röstvärde mellan aktieslagen, genom att begränsa den högsta andelen av antalet röster hos aktieslaget med högre röstvärde jämfört med den lägsta andelen röster hos aktieslaget med det lägsta röstvärdet, Artikel 4.1 b) i) Röstvärdesdirektivet. Det andra alternativet går ut på att vid vissa beslut på bolagsstämman begränsa betydelsen av röstvärdesdifferenserna. Medlemsstaterna ska då begränsa inverkan på beslutsprocessen som röstvärdesdifferenser har i alla beslut som företas av bolagsstämman genom kvalificerad majoritet, med undantag för utnämmandet och entledigandet av ledamöter i vissa av bolagets organ samt med undantag för bolagets operativa beslut, genom olika beräkningar av kvalificerad majoritet. Den första beräkningsgrunden innebär att kvalificerad majoritet ska uppnås bland såväl de avgivna rösterna som av det på bolagsstämman representerade aktiekapitalet eller av de på bolagsstämman representerade antalet aktier, Artikel 4.1 b) ii) 1 Röstvärdesdirektivet. Den andra beräkningsgrunden innebär att kvalificerad majoritet ska uppnås bland såväl de avgivna rösterna som godkännande i separata omröstningar som hålls i de aktieslag vars rösträtt påverkas av beslutet enligt Artikel 4.1 b) ii) 2 Röstvärdesdirektivet.

#### 4.3.5 Artikel 4.2 Röstvärdesdirektivet - Frivilliga alternativa skyddsåtgärder

I Artikel 4.2 Röstvärdesdirektivet betonas medlemsstaternas möjlighet att införa ytterligare skyddsåtgärder, och artikeln föreslår sedan vissa skyddsåtgärder som medlemsstaterna kan välja att införa. I Artikel 4.2 första stycket Röstvärdesdirektivet anges att dessa ytterligare skyddsåtgärder ska, likt de obligatoriska skyddsåtgärderna, syfta till att skydda minoritetsaktieägarna.

I Röstvärdesdirektivets femtonde skäl betonas medlemsstaternas bestämmanderätt när det kommer till införandet och bibehållandet av ytterligare minoritetsskyddsregler. Vidare ges där riktlinjer för hur ytterligare skyddsåtgärders lämplighet bör utvärderas av medlemsstaterna,

nämmligen genom att pröva ändamålsenligheten avseende den minoritetsskyddande effekten utan att motverka syftet med röstvärdesdifferenser, däribland innehavare av röststarka aktiers påverkan på beslut om att utnämna och entlediga ledamöter i bolagets förvaltnings-, lednings- och tillsynsorgan samt bolagets operativa beslut.

De av direktivet föreslagna skyddsåtgärderna är olika varianter av så kallade solnedgångsklausuler. Direktivet föreskriver att ytterligare skyddsåtgärder kan utgöras av regler som innebär att det högre röstvärdet upphör att existera efter en överlåtelse på grund av den ursprungliga aktieägarens dödsfall, oförmögenhet att utföra sina uppgifter eller avgång enligt Art. 4.2 a) Röstvärdesdirektivet. Vidare kan det högre röstvärdet upphöra att gälla efter en viss tid, Art. 4.2 b) Röstvärdesdirektivet, eller efter en viss händelse, Art. 4.2 c) Röstvärdesdirektivet.

När medlemsstaterna ska införliva direktivet i nationell rätt, och därigenom underrätta EU-kommissionen om de ändringar som de har behövt vidta i sina nationella ordningar, ska eventuella ytterligare skyddsåtgärder också nämnas, och EU-kommissionen ska i sin tur underrätta ESMA om eventuella ytterligare skyddsåtgärder enligt Röstvärdesdirektivets femtonde skäl.

## 4.4 Kritisk analys av Röstvärdesdirektivet

Efter att nu ha redogjort för Röstvärdesdirektivets innehåll, ska något nämnas om de oklarheter som kan uppstå i samband med medlemsstaternas genomförande av Röstvärdesdirektivet samt potentiella kringgåenden av bestämmelserna.

### 4.4.1 Oklart tillämpningsområde

Artikel 3.1 andra stycket och Artikel 4.1 b) ii) 2 Röstvärdesdirektivet föreskriver de majoritetsregler som ska tillämpas vid såväl införande som ändring av aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser i bolag med flera befintliga aktieslag som ska ta eller har tagit upp sina aktier till handel på en MTF-plattform. Båda bestämmelserna stadgar att det, utöver kvalificerad majoritet, krävs att beslutet godkänns i separata omröstningar inom varje aktieslag vars rösträtt *påverkas*. Vid en första anblick framstår detta krav som långtgående, eftersom alla befintliga aktieslag på ett eller annat sätt påverkas av ett beslut om att införa eller ändra ett aktieslag. En strikt tolkning skulle innebära att separata omröstningar måste hållas inom samtliga befintliga aktieslag i bolaget, vilket medför betydande praktiska svårigheter och kostnader. I Röstvärdesdirektivets fjortonde skäl *in fine*, som i huvudsak återger det som föreskrivs i Artikel 4.1, framgår det emellertid att man vid tillämpning av direktivet bör betrakta aktieslaget som *påverkats* av ett beslut endast om beslutet har en *negativ inverkan* på rättigheterna för aktieägare i just det aktieslaget. Denna diskrepans mellan skälen och artikeltexten skapar en viss oklarhet kring hur bestämmelsen ska tolkas och tillämpas. Det

krävs att man läser skälen för att undvika slutsatsen att Röstvärdesdirektivet kräver omröstningar i samtliga befintliga aktieslag i bolaget. Tydligheten hade förbättrats avsevärt om direktivtexten exempelvis hade föreskrivit "...i separata omröstningar inom varje aktieslag vars rösträtt påverkas *negativt*". Vidare ska noteras att skälet endast anger att man vid tillämpningen *bör* betrakta aktieslaget som påverkat om det påverkas negativt, men att denna tolkning inte är en skyldighet likt ett uttryckligt rekvisit. Skeptiska medlemsstater kan följaktligen, helt i enlighet med direktivtexten, föreskriva att separata omröstningar ska hållas i samtliga påverkade aktieslag. I bolag med många aktieslag skulle detta försvåra införandet av röstvärdesdifferenser och begränsa flexibiliteten avseende ändringar av sådana strukturer genom en omfattande administrativ börda, och därmed avskräcka bolag från att använda aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser.

#### 4.4.2 Risk för kringgående

I Artikel 3.1 första stycket *in fine* Röstvärdesdirektivet anges att medlemsstaterna inte får ställa som villkor för införandet av aktiestrukturer att aktier med lägre röstvärde ges utökade ekonomiska rättigheter. Däremot finns det ingenting som uttryckligen förbjuder de värdepappersföretag eller marknadsaktörer som driver MTF-plattformarna att i sina noteringsregler införa ett sådant krav, och på så sätt villkora noteringen på deras handelsplats av att aktierna med lägre röstvärde ges utökade ekonomiska rättigheter. Till skillnad från förbudet mot att förhindra upptagande till handel av ett bolags aktier på grund av att bolaget infört aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser, som stadgas i Artikel 3.4 Röstvärdesdirektivet, föreskrivs det inte att medlemsstaterna har en skyldighet att *säkerställa* att de aktörer som driver MTF-plattformarna inte får införa ett sådant villkor. Följaktligen räcker det för medlemsstaterna att inte genom lagstiftning införa ett uttryckligt villkor för att uppfylla Röstvärdesdirektivets krav.

Kritiken mot denna reglering är tvädelad. För det första borde Artikel 3.1 första stycket *in fine* Röstvärdesdirektivet ha en liknande formulering som Artikel 3.4, nämligen att medlemsstaterna har en skyldighet att tillse att de aktörer som driver MTF-plattformar inte inför ett sådant villkor som förbudet tar sikte på. Att utvidga bestämmelsen på detta sätt skulle förhindra potentiella kringgåenden och säkerställa att det stadgade förbudet inte blir tandlöst. För det andra hade ett förtydligande av vad det faktiskt innebär att *förhindra* ett upptagande i Artikel 3.4 Röstvärdesdirektivet varit att föredra. Tar bestämmelsen sikte på att medlemsstaterna ska säkerställa att de aktörer som driver MTF-plattformar inte uttryckligen förbjuder bolag som tillämpar aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser att ta upp sina aktier till handel, eller ska man tolka förhindrande mer extensivt? Vid en extensiv tolkning av begreppet förhindrande kan det konstateras att även den ovan beskrivna situationen skulle kunna inkluderas, eftersom ett villkor om utökade ekonomiska rättigheter för aktier av lägre röstvärde kan avskräcka bolag från att införa aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser och

därigenom förhindra upptagandet till handel av sådana aktier.<sup>218</sup> Om Artikel 3.4 Röstvärdesdirektivet istället hade föreskrivit att medlemsstaterna ska tillse att aktörerna som driver MTF-plattformar inte *direkt eller indirekt* förhindrar upptagande till handel på grund av att bolaget har en aktiestruktur med röstvärdesdifferenser, skulle sådana situationer ha inkluderats.

## 5. Sveriges genomförande av Röstvärdesdirektivet

### 5.1 Inledande utgångspunkter för den fortsatta framställningen

Inledningsvis kan det noteras att det svenska regelverket har utgjort en av Röstvärdesdirektivets förebilder,<sup>219</sup> varför Sverige i hög grad redan uppfyller direktivets krav. Den 18 juni 2025 publicerade regeringen en promemoria, där åtgärder för att genomföra Röstvärdesdirektivet i svensk rätt föreslås.<sup>220</sup> Därför kommer den fortsatta framställningen, utöver slutsatser som genom en rättsdogmatisk metod kan dras, även att behandla de föreslagna åtgärderna i promemorian. Regeringskansliet har ombett 34 remissinstanser att svara på remissen, varav 26 remissinstanser har lämnat remissvar.<sup>221</sup>

Sverige har i detta fall valt att implementera direktivet på en miniminivå,<sup>222</sup> och därmed förhållit sig till regeringens ställningstagande där det anges att implementering som går utöver miniminivån ska undvikas i den mån det inte är nödvändigt för att uppfylla svenska mål, vilket då måste motiveras.<sup>223</sup> Flera remissinstanser ser det som positivt att promemorian innebär ett genomförande på miniminivå,<sup>224</sup> där detta lyfts fram som viktigt för att värna om den redan välfungerande svenska modellen i fråga om röstvärdesdifferenser<sup>225</sup> och för att ett genomförande på en miniminivå är i linje med regeringens tidigare ställningstaganden.<sup>226</sup> Flera

---

<sup>218</sup> En sådan extensiv tolkning har däremot inte föreslagits i samband med det svenska genomförandet, se avsnitt 5.2.2, och då placeras Sverige i den liberala änden av spektrumet vad gäller röstvärdesdifferenser.

<sup>219</sup> Ds 2025:15 s. 26.

<sup>220</sup> Regeringskansliet – Justitiedepartementet, Nya regler om aktier på multilaterala handelsplattformar, Ds 2025:15, publicerad 18 juni 2025.

<sup>221</sup> Regeringskansliet, *Remiss av Ds 2025:15 Nya regler om aktier på multilaterala handelsplattformar* listar de 26 remissinstanser som har lämnat remissvar efter den 3 oktober, som är den sista dagen för inlämnande av remissvar. Myndigheter är skyldiga att svara på remissen, medan övriga remissinstanser endast har en *möjlighet* att lämna synpunkter.

<sup>222</sup> Ds 2025:15 s. 27.

<sup>223</sup> Prop. 2022/23:1 Utgiftsområde 24 s. 46.

<sup>224</sup> Sveriges Advokatsamfund, R-2025/1413, s. 2.

<sup>225</sup> Euroclear Sweden, Ju2025/01385.

<sup>226</sup> Regelrådet, RR 2025–211, s. 2.

remissinstanser har inga<sup>227</sup> eller endast marginella synpunkter<sup>228</sup> på förslagen som framförts i Ds 2025:15, vissa har lämnat synpunkter på promemorian som går utanför uppsatsens avgränsning,<sup>229</sup> medan vissa helt har avstått från att yttra sig,<sup>230</sup> varför dessa kommer att undantas från den fortsatta framställningen.

## 5.2 Artikel 3 – Rätt till införande eller ändring av struktur med röstvärdesdifferenser vid upptagande till handel på en MTF-plattform

### 5.2.1 Rätt till införande av röstvärdesdifferenser

Den svenska ordningen uppfyller Röstvärdesdirektivets krav på att bolag ska ha rätt att införa en aktiestruktur med olika röstvärden i samband med att aktierna tas upp till handel på en MTF-plattform, 4 kap. 2 § ABL. Denna rätt är inte begränsad till någon viss handelsplattform, utan bolag får ge ut aktier med olika röstvärden och ta upp dem till handel på såväl MTF-plattformar som på reglerade marknader. Visserligen är rätten begränsad till ett förhållande om 1:10 mellan de aktieslag med lägst röstvärde och de aktieslag med högst röstvärde, 4 kap. 5 § ABL, men

---

<sup>227</sup> Skatteverket och Statistiska centralbyrån (SCB) menar att förslagen inte rör deras verksamhet; Skatteverket, dnr 8-217548-2025 och SCB, SCB2025/538, s. 1. Ekobrottsmyndigheten, Kammarkollegiet, Revisorsinspektionen, Srf konsulternas förbund, Sveriges Aktiesparares Riksförbund, Riksgälden och Finansbolaget har inga synpunkter; Ekobrottsmyndigheten, Dnr EBM2025-857, Kammarkollegiet, dnr 3.1-8742-2025, Revisorsinspektionen, Dnr 2025-0834, Srf konsulterna, Ju2025/01385, Sveriges Aktiesparares Riksförbund, Dnr Ju2025/01385, Finansbolagen, FF ref: 2025/22 och RG 2025/592.

<sup>228</sup> Bolagsverket föreslår vissa hänvisningar till den nya bestämmelsen i lagtexten, Bolagsverket, 3066/2025, s. 2. Kollegiet för svensk bolagsstyrning och Sveriges Advokatsamfund lyfter att det borde framgå att majoritetskravet i 7 kap. 59 a § ABL gäller framför andra majoritetsregler avseende bolagsordningsändringar, Kollegiet för svensk bolagsstyrning, Ju2025/01385 s. 4 och Sveriges Advokatsamfund, R-2025/1413, s. 4.

<sup>229</sup> Svenskt Näringsliv och Sveriges Advokatsamfund lyfter att bestämmelsen är svårbegriplig och svårmotiverad, och Svenskt Näringsliv menar att den är oförenligt med EU:s och Sveriges ambition att förenkla för företag, minska administrativa bördor som inte är behövliga och på så sätt stärka deras konkurrenskraft, Svenskt Näringsliv, dnr 2025-156, s. 2-3 och Sveriges Advokatsamfund, R-2025/1413, s. 3. Bolagsverket kritiserar den föreslagna 7 kap. 59 a § och menar att den är svår att praktiskt tillämpa för Bolagsverket i sin handläggning, Bolagsverket, 3066/2025, s. 2. Bokföringsnämnden har endast lämnat redovisningsmässiga synpunkter på promemorian, Bokföringsnämnden, Dnr 2025:62, s. 1. FAR har endast lämnat synpunkter avseende den föreslagna bestämmelsen i årsredovisningslagen; FAR, Ju2025/01385, s. 1. Fondbolagens förening behandlar endast en ottydlighet avseende fondbolag; Fondbolagens förening, Ju2025/01385. Finansinspektionen lyfter några lagtekniska synpunkter avseende definitionen av begreppen MTF-plattform respektive värdepappersinstitut i 1 kap. 1 § lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument (LHF), och att en hänvisning till denna paragraf skulle göras bland definitionerna i 1 kap. 4 b § VpmL samt att i 4 kap. 1 § LHF skriva in att kapitlet i tillämpliga delar ska omfatta bolag vars aktier handlar på MTF-plattformar; Finansinspektionen, FI dnr 25-18300, s. 1. Institutionella Ägares Förening lämnar förslag om att se över förslagen kopplade till informationskyldighet, identifiering av aktier med olika röstvärden samt anmälningsskyldighet; Institutionella Ägares Förening, Ju2025/01385, s. 1. Svensk Värdepappersmarknad har valt att endast lämna synpunkter vad gäller förslaget om uppdelning och sammanläggning samt förvärv och överlåtelse av egna aktier; Svensk Värdepappersmarknad, Ju2025/01385, s. 1.

<sup>230</sup> Företagarna, Ju2025/01385, Svenska Bankföreningen, 2025/06/013 och Uppsala universitet Juridiska fakultetsnämnden, JURFAK 2025/41.

det finns ingenting som säger att rätten inte får vara begränsad.<sup>231</sup> Regeringen bekräftar att det inte krävs någon ändring i den svenska regleringen för att säkerställa denna rätt för bolagen.<sup>232</sup>

### 5.2.2 Förbud mot förhinder

Det finns inga bestämmelser i Sverige som bryter mot det i Artikel 3.4 stadgade förbudet för MTF-plattformar att förhindra upptagande till handel av ett bolags aktier på grund av att bolaget ger ut aktier med olika röstvärden. Det finns däremot inte heller något hinder mot att MTF-plattformar kan införa regler som förbjuder handel med aktier som har olika röstvärden. Därför föreslås införandet av en ny bestämmelse.<sup>233</sup> Den nya bestämmelsen föreslås bli införd i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden ("VpmL"), som en ny 13 kap. 5 a § VpmL med följande lydelse: "*En börs som driver en MTF-plattform får inte neka en emittent att ta upp aktier till handel på plattformen på den grunden att emittenten ger ut aktier med olika röstvärden.*".

Svenskt Näringsliv och Institutionella Ägares Förening lyfter att det kan vara lämpligt att införa motsvarande reglering även för de som driver reglerade marknader, trots att det tidigare inte funnits skäl att införa en sådan bestämmelse och att man inte borde reglera i onödan.<sup>234</sup> Att endast införa denna bestämmelse beträffande MTF-plattformar kan sända ut signaler som inte är önskvärda på de svenska reglerade marknaderna. I övrigt kan noteras att regeringen har förhållit sig till en restriktiv tolkning av begreppet förhinder, då det anges att förbudet specifikt ska avse att den aktör som driver en MTF-plattform *inte får neka* en emittent att ta upp sina aktier till handel på grund av att emittenten ger ut aktier med olika röstvärden.<sup>235</sup> En extensiv tolkning där andra typer av förhindranden inkluderas och således förbjuds återfinns alltså inte i den nya föreslagna 13 kap. 5 a § VpmL.

### 5.2.3 Förbud mot villkor

Svensk rätt uppställer inget krav på att införandet av en aktiestruktur med röstvärdesdifferenser måste villkoras av att aktierna med lägre röstvärde ska ges utökade ekonomiska rättigheter. Justitiedepartementet drar därför slutsatsen att det inte krävs någon ändring i den svenska regleringen för att uppfylla förbudet som stadgas i Artikel 3.1 första stycket tredje meningen Röstvärdesdirektivet.<sup>236</sup> Det ska för tydlighetens skull klargöras att skillnaden mellan aktieslag kan kombineras, exempelvis att aktier av lägre röstvärde ges en ekonomisk rättighet i form av företrädesrätt till vinstutdelning,<sup>237</sup> vilket ofta benämns som preferensaktier.<sup>238</sup> Detta innebär

---

<sup>231</sup> Tvärtom är en begränsning av det högsta möjliga röstvärdet ett alternativ medlemsstaterna kan välja av de obligatoriska skyddsåtgärderna som nämns i Artikel 4.1 b) i).

<sup>232</sup> Ds 2025:15 s. 27.

<sup>233</sup> Ds 2025:15 s. 29.

<sup>234</sup> Svenskt Näringsliv, dnr 2025-156, s. 2 och Institutionella Ägares Förening, Ju2025/01385, s. 1.

<sup>235</sup> Jfr diskussionen i avsnitt 4.4.2.

<sup>236</sup> Ds 2025:15 s. 28.

<sup>237</sup> Bolagsverket, *Olika aktieslag*.

<sup>238</sup> Andersson, S Johansson, S & Skog, R, Aktiebolagslagen (2005:551), NJ lagkommentaren till 4 kap. 2 §.

att det är fullt möjligt för aktier med lägre röstvärde att kombineras med ekonomiska rättigheter. Detta är dock en möjlighet, och inte ett krav – en distinktion som är avgörande för förenligheten med Röstvärdesdirektivet. Det finns ingen remissinstans som riktat kritik mot att regeringen inte väljer att gå utöver en minimiharmonisering.

Mot bakgrund av de kringgåenderisker som ovan redogjorts för hade det dock varit önskvärt om Sverige valt att reglera utöver det som Röstvärdesdirektivet föreskriver. Inte för att det finns någon näraliggande risk för att de aktörer som driver MTF-plattformarna skulle välja att införa ett villkor som tvingar bolag att ge utökade ekonomiska rättigheter till aktier med lägre röstvärde, utan snarare för att föregå med ett gott exempel. Sverige har, som ovan redogjorts för, varit en föregångare vad gäller röstvärdesdifferenser och har utvecklat en välfungerande modell som tjänat som inspiration för direktivet. Genom att aktivt reglera mot villkorade ekonomiska rättigheter, även när det inte är strikt nödvändigt, skulle Sverige kunna signalera en tydlig ståndpunkt och bidra till att forma en *best practice* inom EU. Det hade kunnat förhindra att problematiska villkor utvecklas över tid och säkerställa att röstvärdesdifferenser används som de är tänkta att användas – ett verktyg för långsiktigt och aktivt ägande – snarare än som en förhandlingsfråga mellan bolag och handelsplatser. Det ska dock nämnas att det är förståeligt att regeringen väljer att lagstifta på en miniminivå, då det saknas konkreta indikationer på att problemet skulle uppstå i praktiken i Sverige, och att en överreglering kan skapa onödig komplexitet. Det kan finnas ett värde i att avvakta och se hur Röstvärdesdirektivet tillämpas i praktiken och vilket motstånd och vilka kringgåendeförsök som det möts av, innan man inför mer långtgående regler.

## 5.2.4 Majoritetsregler

### 5.2.4.1 Kvalificerad majoritet vid införande av röstvärdesdifferenser

Artikel 3.1 första stycket andra meningen Röstvärdesdirektivet uppfylls i Sverige genom att bolagsordningsändringar kräver kvalificerad majoritet i form av två tredjedelar av de avgivna rösterna och de på bolagsstämman företrädde aktierna, 7 kap. 42 § ABL.

### 5.2.4.2 Särskilda omröstningar vid införandet av röstvärdesdifferenser när det finns flera aktieslag i bolaget

Det finns meningsskiljaktigheter avseende huruvida Sverige uppfyller kravet som uppställs för bolag som har flera aktieslag, specifikt avseende kravet på att införandet av en sådan struktur ska godkännas i separata omröstningar inom de aktieslag vars rösträtt påverkas, Artikel 3.1 andra stycket Röstvärdesdirektivet. Därför har regeringen föreslagit en ny bestämmelse, som kommer redogöras för nedan i avsnitt 5.2.4.4.

#### 5.2.4.3 Majoritetsregler vid ändring av befintliga aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser

Samma majoritetsregler som gäller vid *införandet* av en aktiestruktur med röstvärdesdifferenser gäller även då ett bolag beslutar sig för att *ändra* en befintlig struktur med aktier med högre röstvärde, Art. 3.5 Röstvärdesdirektivet. 7 kap. 43 § tredje punkten ABL föreskriver att en ändring av bolagsordningen som avser redan utgivna aktier, där en rubbning sker av rättsförhållandet mellan aktier som enligt bolagsordningen har olika rätt,<sup>239</sup> blir giltig om beslutet har biträtts av samtliga aktieägare som är närvarande vid bolagsstämman och om dessa tillsammans företräder minst nio tiondelar av samtliga aktier i bolaget. Trots detta mycket högt uppställda majoritetskrav följer det inte den enligt Röstvärdesdirektivet föreskrivna ordningen, på grund av att det inte sker en omröstning inom berört aktieslag. Dessutom finns det avvikelser från detta höga majoritetskrav, som innebär att kraven sänks från denna extra kvalificerade majoriteten till normal kvalificerad majoritet, för de fall att ändringen endast försämrar vissa aktiers eller ett helt aktieslags rätt och samtycke lämnas av samtliga närvarande aktieägare av sådana aktier vid bolagsstämman, 7 kap. 45 § första punkten ABL, alternativt att ägare till hälften av alla aktier av detta slag och nio tiondelar av de vid stämman företrädda aktierna av detta slag samtycker, 7 kap. 45 § andra punkten ABL.

Alltså krävs det antingen *samtycke från samtliga närvarande aktieägare* av de försämrade aktierna, vilket inte innebär något majoritetskrav i egentlig mening då beslutet kan gå igenom utan att en enda aktieägare av de försämrade aktierna röstar för beslutet, om de inte är närvarande på bolagsstämman. Eller så krävs det att *ägare till hälften av alla aktier samtycker*, vilket utgör en enkel majoritet och inte en kvalificerad majoritet.<sup>240</sup> Hade de majoritetskrav som gäller vid beslut om godkännande av fusions-, delnings- eller ombildningsplaner samt minskning av aktiekapitalet, som redogjorts för under avsnitt 3.2.2.1, där det utöver kvalificerad majoritet även krävs att kvalificerad majoritet uppnås inom varje aktieslag som är företrätt vid stämman, tillämpats vid ändring av befintliga aktiestrukturer hade direktivets krav uppfyllts. Eftersom det nu inte krävs kvalificerad majoritet i de separata aktieslagen överensstämmer inte de svenska majoritetskraven fullt ut med Röstvärdesdirektivets föreskrivna majoritetskrav, varför regeringen har föreslagit att införa en bestämmelse som gäller i de specifika fall som direktivet tar sikte på.<sup>241</sup>

#### 5.2.4.4 Regeringens förslag till en ny bestämmelse

Regeringen betonar dels att kraven på en separat omröstning inte uppfylls i den svenska ordningen, dels att de svenska bestämmelserna tar sikte på en ändring av bolagsordningen generellt medan direktivet specifikt tar sikte på situationen då bolag inför eller ändrar

---

<sup>239</sup> Att bestämmelsen är tillämplig på aktier som har olika rätt enligt *bolagsordningen* framgår av Samuelsson, Aktiebolagslag (1942:740) 7 kap. 43 § p. 3, Karnov 2025-11-20 (JUNO).

<sup>240</sup> Det sistnämnda kravet borde enligt författarens mening uppfylla kraven, då det inte anges någonstans att kvalificerad majoritet krävs även inom de separata aktieslagen. Däremot finns det andra tolkningar som menar på att de svenska reglerna inte uppfyller detta krav, varför dessa kommer redogöras för.

<sup>241</sup> Ds 2025:15 s. 33.

aktiestrukturer med olika röstvärden i samband med upptagande till handel på en MTF-plattform. Regeringen har därför föreslagit att införa en ny bestämmelse, 7 kap. 59 a § ABL, som specifikt tar sikte på den situation som direktivet avser och som föreskriver exakt den kvalificerade majoritet som Röstvärdesdirektivet kräver.

Den föreslagna paragrafen föreslås placeras i aktiebolagslagens sjunde kapitel, 7 kap. 59 a § ABL. Den föreslagna paragrafen lyder enligt följande:

*”7 kap. 59 a § 1 ett publikt aktiebolag vars aktier inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller på en multilateral handelsplattform som avses i 1 kap. 4 b § lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden är ett bolagsstämmebeslut om att ge ut aktier med olika röstvärden, eller att ändra röstvärden på redan utgivna aktier, som tas i samband med att bolaget ska ta upp aktier till handel på en multilateral handelsplattform giltigt endast om det har biträttats av aktieägare med minst två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de aktier som är företrädna vid stämman. Om det finns flera aktieslag i bolaget, ska första stycket även tillämpas inom varje aktieslag som är företrätt vid stämman och för vilket aktiernas rätt påverkas genom beslutet”*

Förslaget har dels fått positiva svar från remissinstanserna,<sup>242</sup> men det har också mötts av betydande kritik, vilket nu kommer att redogöras för.

#### 5.2.4.5 Kritik mot den föreslagna 7 kap. 59 a § ABL.

*Kritik mot den föreslagna formuleringen ”ge ut aktier” i stället för ”införa aktieslag” i enlighet med direktivtextens lydelse*

Kollegiet för svensk bolagsstyrning, Sveriges Advokatsamfund och Svenskt Näringsliv har kritiserat att direktivtexten ”införa en aktiestruktur” har ersatts med formuleringen ”ge ut aktier” i den föreslagna 7 kap. 59 a § ABL. Detta eftersom det blivit otydligt vad som åsyftas, då att ge ut aktier motsvarar att emittera aktier, jfr 13 kap. 4 § första stycket andra punkten ABL. Det råder enighet bland remissinstanserna om att det som åsyftas är just ändringen av bolagsordningen och att formuleringen i den föreslagna paragrafen därför bör ändras till ”ett beslut om införande av aktieslag med olika röstvärden”.<sup>243</sup>

*Behov av förtydliganden i lagtexten*

---

<sup>242</sup> Nasdaq Stockholm AB tillstyrker att aktiebolagslagens majoritetskrav anpassas till direktivets krav, Nasdaq Stockholm AB, Ju2025/0138, s. 2. Regelrådet menar att de kraven på omröstning vid bolagsstämma inte bedöms innebära ökade kostnader för bolagen, Regelrådet, RR 2025–211, s. 2.

<sup>243</sup> Kollegiet för svensk bolagsstyrning, Ju2025/01385, s. 2–3, Sveriges Advokatsamfund, R-2025/1413, s. 3 och Svenskt Näringsliv, dnr 2025–156, s. 2.

Bolagsverket menar att det är otydligt huruvida 7 kap. 59 a § första stycket ABL ska tillämpas endast avseende de aktieslag som är företrädda på bolagsstämman, vilket 7 kap. 59 a § andra stycket ABL föreskriver, eller om 7 kap. 59 a § första stycket ABL ska tillämpas på alla aktieslag oberoende av om de är företrädda på stämman vilket författningskommentaren ger uttryck för. Om Bolagsverket har rätt i sin tolkning, bör därför 7 kap. 59 a § andra stycket ABL förtydligas.<sup>244</sup>

#### *Kritik mot att den föreslagna 7 kap. 59 a § ABL är onödig*

Svenskt Näringsliv, Sveriges Advokatsamfund och Institutionella Ägares Förening avstyrker samtliga förslaget om 7 kap. 59 a § ABL med motiveringen att de befintliga majoritetsreglerna för bolagsordningsändringar i 7 kap. 42-45 §§ ABL redan uppfyller direktivets krav på kvalificerad majoritet och utgör ett ändamålsenligt minoritetsskydd.<sup>245</sup> Den enda potentiella luckan som identifieras av Sveriges Advokatsamfund avser kravet på separata omröstningar inom befintliga aktieslag vid införande av nya aktieslag med högre röstvärde, men även detta anses kunna hanteras genom generalklausulen i 7 kap. 47 § ABL.<sup>246</sup> Att generalklausulen skulle fungera som en lösning på kravet på en extra omröstning uppfyller däremot inte helt och hållet Röstvärdesdirektivets krav. Detta hade varit möjligt om direktivet föreskrev att en ”möjlighet” ska finnas till omröstning inom varje aktieslag, men i enlighet med ordalydelsen framstår det som att en separat omröstning ska ske automatiskt som en inbyggd mekanism i röstningen.

#### *Kritik mot formuleringen ”påverkas” i stället för ”försämras”*

Vad gäller 7 kap. 59 a § andra stycket ABL menar flera remissinstanser att formuleringen borde ändras från ”påverkas” till ”försämras”. Samtliga befintliga aktieslag *påverkas* av att aktier med annat röstvärde än de befintliga aktieslagen ges ut, men det är bara de aktieslag med lägre röstvärde, vars rätt faktiskt *försämras*, som har ett skyddsintresse, vilket också går i linje med Röstvärdesdirektivets uttalade stora vikt för aktieägare av aktier som ingår i ett aktieslag med lägre röstvärde.<sup>247</sup> Eftersom denna tolkning även framgår av Röstvärdesdirektivets fjortonde skäl är kritiken befogad.

### 5.2.5 Möjlighet att begränsa tidpunkten för utövandet av en högre rösträtt

Sverige utnyttjar i dagsläget inte den möjlighet som föreslagits i Artikel 3.3 Röstvärdesdirektivet, där det föreskrivs en möjlighet för medlemsstaterna att bestämma att den högre rösträtten får utövas först när aktierna är upptagna till handel på en MTF-plattform. Röstvärdesdirektivets förslag har inte inspirerat till en sådan begränsning i den svenska

---

<sup>244</sup> Bolagsverket, 3066/2025, s. 2.

<sup>245</sup> Svenskt Näringsliv, dnr 2025-156, s. 2, Sveriges Advokatsamfund, R-2025/1413, s. 3 och Institutionella Ägares Förening, Ju2025/01385, s. 2.

<sup>246</sup> Sveriges Advokatsamfund, R-2025/1413, s. 3.

<sup>247</sup> Kollegiet för svensk bolagsstyrning, Ju2025/01385, s. 3 och Sveriges Advokatsamfund, R-2025/1413 s. 4.

ordningen heller. Regeringen föreslår att en sådan regel, som är en stor inskränkning av möjligheten att utöva rösträtt, inte bör införas,<sup>248</sup> vilket ingen remissinstans motsätter sig.<sup>249</sup>

## 5.3 Artikel 4.1 – Obligatoriska skyddsåtgärder

### 5.3.1 Artikel 4.1 a) - Majoritetskrav

Art. 4.1 a) Röstvärdesdirektivet är en obligatorisk skyddsåtgärd som tar sikte på majoritetsreglerna som redan framgår av Artikel 3.5 och 3.1 första stycket och andra stycket, med skillnaden att den även träffar bolag vars aktier redan är upptagna till handel på en MTF-plattform. Eftersom ABL inte gör skillnad på majoritetskraven vad gäller noterade och onoterade bolag, hänvisas till vad som föreskrivits ovan under avsnitt 5.2.4. Kort kan sägas att den svenska ordningen uppfyller kraven på kvalificerad majoritet, såväl för införanden av aktiestrukturer som vid ändringar av desamma, men att det är tvivelaktigt huruvida de befintliga majoritetskraven uppfyller kravet på separata omröstningar inom befintliga aktieslag. Som ovan redogjorts för föreslår regeringen en ny bestämmelse där det ska föreskrivas just separata omröstningar,<sup>250</sup> medan många remissinstanser har avstyrkt förslaget då majoritetskraven betraktas som ändamålsenliga och långtgående.

Däremot ska det betonas att den föreslagna 7 kap. 59 a § ABL, för att uppfylla Artikel 4.1 a) Röstvärdesdirektivet, måste omfatta bolagsordningsändringar företagna *efter* det att bolagets aktier tagits upp till handel på en MTF-plattform, se Artikel 4.1 första meningen Röstvärdesdirektivet. Den nuvarande lydelsen träffar endast bolagsstämmobeslut företagna ”*i samband med att bolaget ska ta upp sina aktier till handel på en multilateral handelsplattform...*” och endast i publika aktiebolag ”... vars aktier inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller på en multilateral handelsplattform...”. Således behöver den föreslagna paragrafen även täcka de situationer som rör redan noterade bolag för att uppfylla Artikel 4.1 a) Röstvärdesdirektivet.<sup>251</sup>

### 5.3.2 Artikel 4.1 b) – Begränsning av inflytandet från aktier med högre röstvärde

Artikel 4.1 b) Röstvärdesdirektivet utgörs, som ovan redogjorts för, av alternativa obligatoriska skyddsåtgärder, det räcker alltså att medlemsstaterna väljer att implementera en av lösningarna i sina nationella regelverk.

*Alternativ i) – Maximal röstvärdesdifferens*

---

<sup>248</sup> Ds 2025:15 s. 29.

<sup>249</sup> Exempelvis betonar Svenskt Näringsliv att det är positivt att man väljer bort att skriva in denna möjlighet, då det hade utgjort en försämring av den nuvarande ordningen. Svenskt Näringsliv, dnr 2025–156, s. 2.

<sup>250</sup> Ds 2025:15 s. 33.

<sup>251</sup> Detta lyfter Advokatsamfundet i sitt remissvar, Sveriges Advokatsamfund, R-2025/1413, s. 4.

Sverige uppfyller alternativet som framgår av Artikel 4.1 b) i) Röstvärdesdirektivet, då Sverige har en lagstadgad maximal röstvärdesdifferens enligt 4 kap. 5 § ABL som föreskriver att ingen aktie får ha ett röstvärde som överstiger tio gånger röstvärdet för någon annan aktie.

#### *Alternativ ii) – Särskilda beräkningsgrunder för kvalificerad majoritet*

Sverige uppfyller även de båda alternativen i Artikel 4.1 b) ii) Röstvärdesdirektivet som föreskriver vissa beräkningsgrunder för kvalificerad majoritet för att begränsa den inverkan som röstvärdesdifferenser har på beslutsprocessen.

Det första alternativet som framgår av Artikel 4.1 b) ii) första punkten Röstvärdesdirektivet är att kvalificerad majoritet avseende dessa beslut ska uppnås bland de avgivna rösterna och av antingen de på bolagsstämman representerade aktiekapitalet eller av de på bolagsstämman representerade antalet aktier. I Sverige gäller generellt att krav på kvalificerad majoritet beräknas utifrån såväl kvalificerad majoritet av de avgivna rösterna som de aktier som är företrädda vid bolagsstämman, och detta exakta majoritetskrav återfinns i 7 kap. 42 §, 13 kap. 2 §, 14 kap. 2 §, 15 kap. 2 §, 19 kap. 18 §, 19 kap. 33 § och 26 kap. 1 § ABL.

Det andra alternativet som framgår av Artikel 4.1 b) ii) andra punkten Röstvärdesdirektivet är att kvalificerad majoritet avseende dessa beslut uppnås bland såväl de avgivna rösterna som godkännande i separata omröstningar som hålls i de aktieslag vars rösträtt påverkas av beslutet. Detta majoritetskrav kan också återfinnas i den svenska rättsordningen, i 20 kap. 5 §, 20 kap. 17 §, 24 kap. 19 § och 24a kap. 20 § ABL.

I Sverige återfinns alltså båda alternativa skyddsåtgärder i aktiebolagslagen, varför det inte behövs några ytterligare lagändringar för att uppfylla Artikel 4.1 b) Röstvärdesdirektivet.<sup>252</sup>

## 5.4 Artikel 4.2 – Frivilliga kompletterande skyddsåtgärder

Sverige har i dagsläget ingen liknande skyddsåtgärd motsvarande de varianter av obligatoriska solnedgångsklausuler som föreslås i Röstvärdesdirektivet. Mot bakgrund av regeringens promemoria och de inlämnade remissvaren framstår det inte heller som sannolikt att någon sådan mekanism kommer att införas. Den högre rösträtt som är kopplad till aktier med högre röstvärde upphör inte att existera efter varken överlåtelse, Artikel 4.2 a), viss tid, Artikel 4.2 b) eller efter att en viss händelse inträffar, Artikel 4.2 c) Röstvärdesdirektivet. Det står visserligen fritt för de svenska bolagen att införa sådana solnedgångsklausuler i bolagsordningarna, genom 4 kap. 6 § ABL, men någon utbreddhet av detta har inte identifierats.

---

<sup>252</sup> Ds 2025:15 s. 32.

Regeringen menar att minoritetsskyddet i Sverige redan är fullgott, och med tanke på att svenska bolag har haft möjlighet att ge ut aktier med olika röstvärden sedan aktiebolagslagens tillkomst har även minoritetsskyddet utformats med hänsyn till denna ordning, varför det därför saknas anledning att införa ytterligare minoritetsskyddsregler.<sup>253</sup>

## 6. Regleringen kring röstvärdesdifferenser och minoritetsskyddsregler i några utvalda medlemsstater

### 6.1 Danmark

Regler om röstvärdesdifferenser i Danmark återfinns i landets motsvarighet till den svenska aktiebolagslagen, Selskabsloven (SL).<sup>254</sup>

#### 6.1.1 Reglering avseende röstvärdesdifferenser

I § 45 första meningen SL stadgas huvudregeln om att samtliga aktier ska ha lika rätt i bolaget. Avvikelser från denna huvudregel får endast ske genom en ändring av bolagsordningen, vilket framgår av § 45 andra meningen SL. Om bolagsordningen föreskriver att olika aktieslag finns, ska den även innehålla uppgift om vilka skillnader som föreligger mellan aktieslagen – såsom olika röstvärden - samt storleken av varje aktieslag i enlighet med § 45 tredje meningen SL. Enligt § 46 första meningen SL gäller som huvudregel att samtliga aktier ska vara förenade med rösträtt. Av § 46 andra meningen SL framgår dock att bolagsordningen får föreskriva avvikelser, varigenom olika aktieslag kan tilldelas skilda röstvärden och aktier kan göras helt röstlösa. Beslut om att införa röstvärdesdifferenser kan företas vid bolagets bildande, eller i ett senare skede.

#### 6.1.2 Minoritetsskyddsregler

##### 6.1.2.1 Majoritetsregler

§ 106 första stycket SL föreskriver huvudregeln för de majoritetskrav som gäller vid ändringar av bolagsordningen, där det krävs att ändringen är giltig endast om den godkänns av minst två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som det aktiekapital som företräds vid bolagsstämman. Mot bakgrund av den tidigare redogörelsen kan konstateras att införandet av

---

<sup>253</sup> Ds 2025:15 s. 33. Svenskt Näringsliv menar att det saknas anledning att använda direktivets möjlighet att införa ytterligare skyddsåtgärder, Svenskt Näringsliv, dnr 2025–156, s. 2. Nasdaq Stockholm AB ser positivt på att man inte valt att införa de föreslagna särskilda skyddsåtgärderna, och menar på att det skydd som idag erbjuds på den svenska aktiemarknaden är tillräckligt, Nasdaq Stockholm AB, Ju2025/0138, s. 2.

<sup>254</sup> Bekendtgørelse af lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven), LBK nr 331 af 20/03/2025.

röstvärdesdifferenser förutsätter en ändring av bolagsordningen. För att en sådan ändring ska vara giltig krävs alltså kvalificerad majoritet enligt § 106 första stycket SL.

I § 106 görs en hänvisning till § 107, där särskilda skyddsregler aktualiseras vid förekomsten av flera aktieslag i bolagsordningen. Av § 107 tredje stycket SL följer att en ändring av bolagsordningen som innebär en förändring av det rättsliga förhållandet mellan aktieslagen – antingen genom att nya skillnader införs eller att befintliga ändras – endast är giltig om den godkänns av aktieägare som deltar i bolagsstämman och som äger minst två tredjedelar av det aktieslag vars rättsliga ställning försämras genom beslutet.

#### 6.1.2.2 Begränsning av högsta tillåtna röstvärde

Det finns ingen bestämmelse i Selskabsloven som begränsar det högsta tillåtna röstvärdet som ett aktieslag kan ha i förhållande till ett annat aktieslag i Danmark. Dessutom är röstlösa aktier tillåtna, § 46 SL. Däremot är det vanligt att man i Danmark begränsar röstvärdet till 1:10.<sup>255</sup>

#### 6.1.2.3 Övriga minoritetsskyddsregler

I Danmark finns inga lagstadgade obligatoriska solnedgångsklausuler eller liknande skyddsåtgärder. Däremot stadgas en generalklausul likt den svenska 7 kap. 47 § ABL i § 108 SL, som anger att bolagsstämman inte får fatta beslut som uppenbart är ägnade att skaffa vissa aktieägare eller andra en otillbörlig fördel på andra aktieägares eller aktiebolagets bekostnad. Har ett sådant missbruk skett, eller om en aktieägare på annat sätt missbrukat sitt inflytande, kan bolaget på talan av en aktieägare som representerar minst 1/10 av kapitalet tvångsupplösas enligt § 230 SL. Enligt § 89 tredje stycket SL kan aktieägare som äger 5 procent av aktiekapitalet, eller en lägre andel om bolagsordningen så föreskriver, begära att en extra bolagsstämma hålls. Avseende kapitalökningar har aktieägarna proportionell teckningsrätt till de nya aktierna, och av § 162 sjätte stycket SL framgår att ett beslut som medför en ändring av det rättsliga förhållandet mellan flera aktieslag endast är giltigt om det godkänns av aktieägare som innehar minst två tredjedelar av det representerade kapitalet i de aktieslag vars rättsliga ställning försämras och som deltar i bolagsstämman. Dessutom kan aktieägare, efter en tvåstegsprocess där frågan först ska ha avslagits på en bolagsstämma, begära utseendet av en revisor om de äger minst en tiondel av kapitalet enligt § 144 tredje stycket SL respektive en särskild granskare om de äger minst 25 procent av kapitalet enligt § 150 andra stycket SL. Vidare kan en minoritetsaktieägare, utan något krav på storleken av innehavet, begära tvångsinlösen av en majoritetsägare som äger mer än nio tiondelar av kapitalet samt rösterna i ett bolag, § 73 SL. Om aktieägare som representerar minst en tiondel av bolagets kapital motsatt sig ett beslut om ansvarsfrihet eller avstående från rättslig prövning, kan varje aktieägare väcka talan och yrka på skadestånd enligt § 364 tredje stycket SL. Vidare får bolaget förvärva egna aktier, jfr § 196 SL, men de får inte *teckna* egna aktier enligt § 205 SL, vilket skyddar

---

<sup>255</sup> Glass Lewis, *Denmark – 2020 Guidelines an overview of the glass lewis approach to proxy advice*, s. 4.

minoriteten genom att förhindra att deras ägarandel späds ut genom att bolaget tecknar egna aktier vid nyemission utan att då tillföra reellt kapital.

### 6.1.3 Förekomst av röstvärdesdifferenser

Andelen noterade företag i Danmark med röstvärdesdifferenser utgjorde år 2022 majoriteten av aktiemarknadsbolagen räknat i börsvärde.<sup>256</sup> Uppfattningen verkar vara att en relativt stor andel av aktiemarknadsbolagen i Danmark använder sig av röstvärdesdifferenser.<sup>257</sup> Däremot kan man se att förekomsten av röstvärdesdifferenser har minskat i Danmark - endast 20 procent av aktiemarknadsbolagen har röstvärdesdifferenser, vilket är en rejäl minskning från tidigt 90-tal då 80 procent av bolagen hade röstvärdesdifferenser.<sup>258</sup> Bolag med röstvärdesdifferenser utgör dock majoriteten av aktiemarknadsbolagen sett till börsvärde i Danmark.<sup>259</sup>

## 6.2 Finland

Regler om röstvärdesdifferenser i Finland återfinns i landets motsvarighet till den svenska aktiebolagslagen, Osakeyhtiölaki ("OL").<sup>260</sup>

### 6.2.1 Reglering avseende röstvärdesdifferenser

3 kap. 1 § första stycket första meningen OL föreskriver huvudregeln om att alla aktier medför lika rätt i bolaget. I 3 kap. 1 § andra meningen OL framgår det däremot att det i bolagsordningen får föreskrivas att det kan finnas aktier som medför olika rättigheter eller skyldigheter. I 3 kap. 1 § tredje meningen OL framgår det att bolagsordningen då ska ange dessa olikheter mellan aktierna. I andra stycket anges det att aktierna är av olika slag om de exempelvis enligt första punkten skiljer sig från varandra i fråga om röstvärdet. Även i 3 kap. 3 § första stycket OL framgår det att det i bolagsordningen får föreskrivas att aktierna medför olika röstetal, och i andra stycket föreskrivs det att aktier får göras röstlösa.

### 6.2.2 Minoritetsskyddsregler

#### 6.2.2.1 Majoritetsregler

Mot bakgrund av den tidigare redogörelsen kan konstateras att införandet av röstvärdesdifferenser förutsätter en ändring av bolagsordningen. Ändringar av bolagsordningen fattas av bolagsstämman med kvalificerad majoritet, 5 kap. 27 § andra stycket första punkten OL och 5 kap. 30 § OL. Kvalificerad majoritet utgör i Finland ett beslut som biträts av minst två tredjedelar av de avgivna rösterna och de vid stämman företrädde aktierna,

---

<sup>256</sup> COM (2022) 761 final s. 4.

<sup>257</sup> Ds 2025:15 s. 26.

<sup>258</sup> Neville, M & Sørensen, K, *Differential Voting Rights in Listed Companies in Denmark and Sweden – to be Challenged or Boosted by Harmonization?*, s. 5.

<sup>259</sup> COM (2022) 761 final s. 4.

<sup>260</sup> Osakeyhtiölaki, SDK 624/2006.

5 kap. 27 § OL. Ett beslut om en bolagsordningsändring som innebär att ett aktieslag försämras ska, utöver kraven på kvalificerad majoritet, fattas med kvalificerad majoritet av de aktier av varje slag som är företrädda vid stämman och samtycke ska erhållas från majoriteten av de aktieägare som har aktier av de slag vars rättigheter försämras, 5 kap. 28 § OL.

#### 6.2.2.2 Begränsning av högsta tillåtna röstvärde

Det finns ingen bestämmelse i Osakeyhtiölaki som begränsar det högsta tillåtna röstvärdet som ett aktieslag kan ha i förhållande till ett annat aktieslag. Dessutom är röstlösa aktier tillåtna, 3 kap. 3 § andra stycket OL.

#### 6.2.2.3 Övriga minoritetsskyddsregler

Finland har en liknande ordning som den svenska generalklausulen. I 5 kap. 13 § OL anges att bolagsstämman inte får fatta beslut som strider mot den likställighetsprincip som framgår av 1 kap. 7 § OL. Där anges det att alla aktier medför lika rätt i bolaget om inte annat föreskrivs i bolagsordningen. Bolagsstämman, styrelsen, verkställande direktören eller förvaltningsrådet får inte fatta beslut eller företa någon annan åtgärd som är ägnad att ge en aktieägare eller någon annan en otillbörlig fördel till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare. Om ett sådant missbruk av inflytande sker, kan inlösenskyldighet bli aktuellt, 23 kap. 1 § OL. Aktieägare som äger en tiondel av bolagets aktier har rätt att kräva extra bolagsstämma, 5 kap. 4 § OL. En aktieägare med minst en tiondel av alla aktier, eller en tredjedel av de vid stämman företrädda aktierna, får kräva att bolagsstämman utser en revisor enligt 7 kap. 5 § OL. En minoritetsaktieägare har rätt att kräva inlösen av sina aktier om det finns en aktieägare som innehar mer än nio tiondelar av bolagets samtliga aktier och röster enligt 18 kap. 1 § OL. Aktieägare som äger minst en tiondel av alla aktier har rätt att kräva att viss del av vinsten delas ut, 13 kap. 7 § OL. Vidare har aktieägare med minst en tiondel av samtliga aktier i bolaget rätt att föra skadeståndstalan, 22 kap. 7 § OL. Vad gäller regleringen av bolagets egna aktier, föreskrivs att bolagets egna aktier inte räknas med vid deltagande i bolagsstämman, och beaktas alltså inte när det krävs en viss andel av bolagets aktier, 5 kap. 9 § OL. Således är bolaget förhindrat från att använda egna aktier som ett verktyg för att försvaga minoritetens inflytande, genom att späda ut deras ägarandel och således förhindra minoriteten att uppnå de majoritetskrav som krävs för minoritetsinflytande, oftast en tiondel. Dessutom kan ett publikt bolag inte besluta om en vederlagsfri emission så att de egna aktierna utgör över en tiondel av samtliga aktier, 9 kap. 20 § andra stycket OL, då detta hade inneburit att den majoriteten som föreskrivs för minoritetsrättigheter omöjligen hade kunnat uppnås.

#### 6.2.3 Förekomst av röstvärdesdifferenser

Andelen noterade företag i Finland med röstvärdesdifferenser utgjorde år 2022 majoriteten av aktiemarknadsbolagen räknat i börsvärde.<sup>261</sup> En relativt stor andel av aktiemarknadsbolagen i

---

<sup>261</sup> COM (2022) 761 final s. 4.

Finland använder sig av röstvärdesdifferenser.<sup>262</sup> Bolag med röstvärdesdifferenser utgör majoriteten av aktiemarknadsbolagen sett till börsvärde i Finland.<sup>263</sup>

## 6.3 Spanien

Regler om röstvärdesdifferenser i Spanien återfinns i landets motsvarighet till den svenska aktiebolagslagen, Ley de Sociedades de Capital ("LSC").<sup>264</sup>

Det är nödvändigt att inledningsvis redogöra för några begreppsliga utgångspunkter för den fortsatta framställningen. LSC behandlar, precis som den svenska aktiebolagslagen, såväl publika aktiebolag,<sup>265</sup> som privata aktiebolag.<sup>266</sup> Artikel 91 LSC föreskriver att de kvoter som bolagets kapital är uppdelat i, som representerar ägarandelarna i bolaget och ger innehavarna rättigheter i bolaget, är *aktier* i publika aktiebolag och *andelar* i privata aktiebolag. Artikel 92.2 LSC föreskriver att andelar i privata aktiebolag inte får kallas för aktier, och kallas därför för andelar i lagtexten, varför dessa benämningar kommer att användas i den följande framställningen.

### 6.3.1 Reglering avseende röstvärdesdifferenser

Utgångspunkten i både privata och publika aktiebolag är att samtliga andelar eller aktier ger lika rättigheter för ägarna, Artikel 94.1 första stycket LSC. Bolagsordningen kan dock föreskriva avvikelser från denna utgångspunkt, vilket möjliggör ojämlika rättigheter enligt Artikel 94.1 andra stycket LSC och Artikel 94.2 LSC.

Däremot omfattar detta undantag inte skillnader i röstvärde. I Artikel 96.2 LSC fastslås nämligen att aktier som direkt eller indirekt bryter proportionaliteten mellan nominellt värde och röstvärde inte får emitteras. Publika aktiebolag är alltså förhindrade från att ge ut aktier med enbart olika röststyrka. Privata bolag omfattas inte av samma restriktion. Artikel 188.1 LSC tillåter att privata bolag inför röstvärdesdifferenser,<sup>267</sup> då det framgår att det trots huvudregeln om att varje andel ger rätt till en röst i ett privat bolag får föreskrivas annat i bolagsordningen. Artikel 188.2 LSC föreskriver att publika aktiebolag däremot inte får skapa aktier som rubbar proportionaliteten mellan nominellt värde och röstvärde. Denna bestämmelse, tillsammans med Artikel 96.2 LSC, innebär att publika bolag måste upprätthålla ett strikt samband mellan kapitalinsats och röststyrka. Skillnaden i regleringen innebär alltså

---

<sup>262</sup> Ds 2025:15 s. 26

<sup>263</sup> COM (2022) 761 final s. 4.

<sup>264</sup> Ley de Sociedades de Capital, BOE-A-2010-10544.

<sup>265</sup> Spansk översättning: *la sociedad anónima*, se Artikel 1 första punkten LSC.

<sup>266</sup> Spansk översättning: *la sociedad de responsabilidad limitada*, se Artikel 1 första punkten LSC.

<sup>267</sup> Marcos, F, *Multiple Voting Shares/Units in Spain*, s. 5.

att det endast krävs proportionalitet mellan nominellt värde och röstvärde i publika bolag, men att avvikelser från detta får ske i privata bolag.<sup>268</sup>

### 6.3.2 Minoritetsskyddsregler

Eftersom Spanien inte har haft ett system med röstvärdesdifferenser i publika aktiebolag, finns det inte ett robust minoritetsskydd på plats. Spansk litteratur framhåller exempelvis som ett argument mot röstvärdesdifferenser att majoritetsaktieägare kan fatta beslut vars kostnader de själva inte behöver bära, såsom att ta ut privata vinster, vilket i slutändan är skadligt för såväl minoritetsaktieägarna som för företagets värdering.<sup>269</sup> Spansk litteratur bekräftar även denna avsaknad av ett starkt minoritetsskydd, då det betonas att aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser faktiskt kan vara fördelaktiga för att främja entreprenörskap och långsiktig tillväxt, men att deras legitimitet och effektivitet i hög grad är beroende av ett starkt aktieägarskydd med tydligt utformade rättsliga ramar. Man menar att sådana ramar bör säkerställa likvärdig behandling av alla aktieägare samt motverka potentiella risker för maktkoncentration och missbruk.<sup>270</sup>

#### 6.3.2.1 Majoritetsregler

Vad gäller privata bolag fattas bolagsstämmobeslut med majoritet av de avgivna rösterna, under förutsättning att dessa representerar minst en tredjedel av rösterna motsvarande de andelar som utgör bolagets kapital, Artikel 198 LSC. I vissa angivna fall gäller en förstärkt majoritet, exempelvis vid bolagsordningsändringar såsom höjning eller sänkning av kapitalet, bemyndigande för att bedriva konkurrerande verksamhet, begränsning av företrädesrätt vid kapitalökningar såsom ombildning, fusion, delning, överlåtelse av bolagets tillgångar och skulder samt uteslutning av delägare. Dessa beslut kräver två tredjedelar av rösterna, Artikel 199 LSC.

I publika aktiebolag fattas bolagsstämmobeslut med enkel majoritet av de röster som avges av närvarande eller företrädde aktieägare, och godkänns med hälften av dessa röster, Artikel 201 första punkten LSC. Artikel 201 andra punkten LSC föreskriver att beslut enligt Artikel 194, som avser beslut om kapitaländringar, ändring av bolagsordningen, obligationsutgivning, begränsning av företrädesrätt, ombildning, fusion, delning över överlåtelse av hela bolagets tillgångar och skulder, och som uppfyller den förstärkta beslutsförhet som ställs upp enligt artikeln, fattas med vanlig majoritet. Om det däremot krävs att bolaget håller ett andra sammanträde, på grund av att den beslutsförhet som krävs för den första bolagsstämman inte uppnåtts, krävs minst två tredjedels majoritet av det närvarande eller företrädde kapitalet. Bolagsordningen kan enligt Artikel 201 tredje punkten föreskriva högre majoritetskrav än så. Artikel 103 LSC föreskriver att varje bolagsordningsändring som direkt eller indirekt skadar

---

<sup>268</sup> A.a. s. 6.

<sup>269</sup> A.a. s. 10. Notera dock att sådana beslut kan ogiltigförklaras genom den spanska motsvarigheten till generalklausulen, som redogörs för under avsnitt 6.3.2.3.

<sup>270</sup> A.a. s. 15.

rättigheterna för icke-röstberättigade andelar eller aktier kräver godkännande från majoriteten av de berörda icke-röstberättigade andelarna eller aktierna.

#### 6.3.2.2 Begränsning av högsta tillåtna röstvärde

Det finns ingen lagstadgad gräns för röstvärde i spansk rätt. Däremot finns det en praxis som myndigheterna följer när de registrerar privata bolags bolagsordningar, där man inte godkänner föreskrifter som föreskriver röststarka aktier som i praktiken motsvarar en faktisk vetorätt, då detta hade stått i strid med majoritetsprincipen.<sup>271</sup>

#### 6.3.2.3 Övriga minoritetsskyddsregler

Beslut kan ogiltigförklaras om de strider mot lag, bolagsordning eller skadar bolagets intresse, såsom vid situationer där majoriteten missbrukar sin makt genom att anta beslut som inte svarar mot ett rimligt behov utan främst tjänar majoritetens egna intressen till oskäligt men för minoriteten, även om bolagets tillgångar inte direkt skadas, Artikel 204 LSC.

Aktieägare som äger minst fem procent av kapitalet kan enligt Artikel 168 LSC kräva att styrelsen, eller domstol om styrelsen inte gör det enligt Artikel 169 LSC, kallar till bolagsstämma. Samma kapitalandelskrav, fem procent, gäller även vid rätten att begära att vissa punkter ska tas upp på dagordningen på en bolagsstämma, Artikel 494 LSC. Vid brott mot lojalitetsplikten får aktieägare som äger minst fem procent av kapitalet väcka talan om ansvar, Artikel 239 LSC.<sup>272</sup> Aktieägare eller delägare får också väcka talan om ansvar om de har minst fem procent av kapitalet för ett beslut de röstat emot, Artikel 74 LSC. Vidare kan delägare eller aktieägare som representerar fem procent av kapitalet invända mot en förlikning eller mot valet av att avstå från en förlikning enligt Artikel 238.2 LSC. Dessutom kan aktieägare som representerar minst fem procent av aktiekapitalet ansöka om att en revisor ska utses för att på bolagets bekostnad granska bolagets årsredovisning, Artikel 265.2 LSC.

Dessutom höjs nivån på minoritetsskyddet vad gäller börsnoterade bolag, då det anges att den lägsta procentandel på fem procent som krävs enligt bestämmelserna som gäller för aktiebolag för utövandet av vissa aktieägares rättigheter, ska vara tre procent för börsnoterade bolag, Artikel 495.2 LSC.

Vad gäller röstvärdesdifferenser i privata bolag, gäller att dessa röststarka aktier inte får ges exklusiv rätt att utse styrelseledamöter, och får inte heller motsvara en faktisk vetorätt då detta

---

<sup>271</sup> A.a. s. 14.

<sup>272</sup> I Artikel 168 LSC framgår det att talerätten tillfaller ”den eller de delägare som ger dem rätt att begära en bolagsstämma...”, vilket ju som tidigare redogjorts för tillfaller aktieägare som äger minst fem procent av kapitalet.

hade stått i strid med majoritetsprincipen.<sup>273</sup> Dessutom kombineras ofta de röstvärdesdifferentierade aktierna med en solnedgångsklausul i form av en överlåtelsebegränsning för att undvika utspädning av rösträtten vid arv eller försäljning av andelar.<sup>274</sup>

### 6.3.3 Förekomst av röstvärdesdifferenser

Eftersom röstvärdesdifferenser inte är tillåtna för noterade aktiebolag i Spanien, finns det av förklarliga skäl inte någon förekomst av sådana strukturer där. Däremot kan det noteras att röstvärdesdifferenser inte har fått något genomslag i privata bolag, vilket beror dels på regulatoriska hinder, dels på kulturella preferenser som betonar proportionalitet mellan kapitalinsats och inflytande.<sup>275</sup>

## 6.4 Tyskland

Regler om röstvärdesdifferenser i Tyskland återfinns i landets motsvarighet till den svenska aktiebolagslagen, Aktiengesetz (AktG).<sup>276</sup>

### 6.4.1 Reglering avseende röstvärdesdifferenser

Bestämmelserna om aktier med röstvärdesdifferenser regleras i § 135a AktG. Enligt § 135a första stycket första meningen AktG får bolagsordningen föreskriva att vissa aktier ska vara försedda med flerfaldig rösträtt.

### 6.4.2 Minoritetsskyddsregler

#### 6.4.2.1 Majoritetsregler

Mot bakgrund av den tidigare redogörelsen kan konstateras att införandet av röstvärdesdifferenser förutsätter en ändring av bolagsordningen. Däremot är situationen som träffar just införandet av aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser särreglerad, och träffas inte av de vanliga majoritetsreglerna som gäller för bolagsordningsändringar. Varje beslut om att införa eller emittera aktier med röstvärdesdifferenser kräver enhälligt samtycke från samtliga berörda aktieägare, § 135a första stycket tredje meningen AktG.

Bolagsordningsändringar fattas av bolagsstämman med en majoritet på minst tre fjärdedelar av det vid bolagsstämman representerade aktiekapitalet, § 179 andra punkten första meningen AktG. Dessa majoritetsregler gäller även om ändringen är avsedd att ändra förhållandet mellan

---

<sup>273</sup> Marcos, F, *Multiple Voting Shares/Units in Spain*, s. 14.

<sup>274</sup> A.a. s. 15.

<sup>275</sup> A.a. s. 9.

<sup>276</sup> Stock Corporation Act of 6 September 1965 (Federal Law Gazette I, p. 1089), as last amended by Article 18 of the Act of 23 October 2024 (Federal Law Gazette 2024 I, no. 323).

flera befintliga aktieslag till nackdel för ett visst aktieslag, § 179 punkt tre första meningen AktG, och då krävs det enligt andra meningen dessutom att de aktieägare som missgynnas ska fatta ett separat beslut om samtycke till ändringen.

#### 6.4.2.2 Begränsning av högsta tillåtna röstvärde

Det högsta tillåtna förhållandet mellan röststarka aktier och röstsvaga aktier regleras i § 135a första stycket andra meningen AktG, där det anges att rösträtten inte får överstiga tio gånger den rösträtt som följer av § 134 första stycket första meningen AktG.

#### 6.4.2.3 Övriga minoritetsskyddsregler

För börsnoterade bolag och bolag vars aktier handlas på den öppna marknaden innehåller § 135a andra stycket AktG obligatoriska solnedgångsklausuler av olika slag. Aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser upphör att gälla vid överlåtelse av aktier som är förenade med högre rösträtt, § 135a andra stycket första meningen AktG. Dessutom kan bolagsordningen kräva att det hålls en bolagsstämma som godkänner överlåtelsen av röststarka aktier.<sup>277</sup> Dessutom upphör röststarka aktier automatiskt att gälla senast tio år efter det att bolaget noterats eller aktierna tagits upp till handel på den öppna marknaden, § 135a andra stycket andra meningen AktG. Bolagsordningen kan enligt samma bestämmelse föreskriva en kortare frist. Denna period kan dessutom förlängas med upp till tio år i bolagsordningen, § 135a andra stycket tredje meningen AktG. Beslutet om förlängning får fattas tidigast ett år före utgången av tidsfristen enligt andra meningen och kräver en majoritet som omfattar minst tre fjärdedelar av det aktiekapital som är representerat vid beslutet, § 135a andra stycket fjärde meningen AktG. Bolagsordningen kan enligt § 135a andra stycket femte meningen AktG föreskriva en större kapitalmajoritet än den lagstadgade tre fjärdedels majoriteten. Om det finns flera klasser av röstberättigade aktier, krävs för beslutets giltighet samtycke från aktieägarna i varje klass, § 135a andra stycket sjätte meningen AktG. Detta innebär enligt § 135a andra stycket sjunde och åttonde meningen AktG att varje aktieklass måste fatta ett separat beslut för att lämna sitt godkännande, för vilket fjärde och femte meningens majoritetskrav gäller; alltså tre fjärdedels majoritet om inte bolagsordningen föreskriver en större majoritet.

Enligt § 135a tredje stycket AktG kan bolagsordningen föreskriva ytterligare begränsningar.

När det gäller beslut om utnämning av revisorer, § 119 första stycket femte punkten AktG, samt särskilda granskare, § 142 första stycket, begränsar lagen aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser till endast en röst för att skydda minoritetsaktieägare, § 135a fjärde stycket AktG.

---

<sup>277</sup> Hopt, K & Kalss, S, *Multiple-voting shares in Europe - A comparative law and economic analysis*, s. 53.

### 6.4.3 Förekomst av röstvärdesdifferenser

Eftersom noterade bolag i Tyskland historiskt inte tillåtit införa aktier med röstvärdesdifferenser,<sup>278</sup> och med tanke på de långtgående begränsningar som tillämpas, kan man anta att förekomsten av bolag med röstvärdesdifferenser är begränsad och att mekanismen inte har fått ett stort genomslag på den tyska marknaden.

## 6.5 Frankrike

Regler om röstvärdesdifferenser i Frankrike återfinns i landets motsvarighet till den svenska aktiebolagslagen, Code de commerce.<sup>279</sup>

### 6.5.1 Reglering avseende röstvärdesdifferenser

Bestämmelserna om aktier med röstvärdesdifferenser regleras primärt i Artikel L228-11 Code de commerce. Den franska rättsordningen har genomgått betydande förändringar under de senaste åren, särskilt genom Loi Pacte år 2019,<sup>280</sup> där onoterade bolag tilläts införa röstvärdesdifferenser,<sup>281</sup> och lagen 2024–537 från 2024 som tillåter röstvärdesdifferenser vid bolags upptagande till handel på en MTF-plattform eller en reglerad marknad.<sup>282</sup> I den franska rättsordningen kallas aktier med särskilda rättigheter av olika slag för preferensaktier, varför denna benämning kommer att användas nedan.<sup>283</sup>

Enligt Artikel L228-11 första stycket första meningen får preferensaktier, med eller utan rösträtt, skapas såväl vid tidpunkten för bolagets bildande som vid en senare tidpunkt. Av samma bestämmelse framgår att dessa preferensaktier får förses med särskilda rättigheter av alla slag, antingen tillfälligt eller permanent. Artikel L228-11 första stycket andra meningen Code de commerce föreskriver att dessa rättigheter ska definieras i bolagsordningen. För bolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en MTF-plattform sker detta i enlighet med artiklarna L225-122 till L225-125 eller enligt de villkor som fastställs i artikel L22-10-46-1.

Artiklarna L225-122 till L225-125 utgör det grundläggande regelverket för röstvärdesdifferenser i börsnoterade bolag. Artikel L225-122<sup>284</sup> första punkten första meningen fastställer proportionalitetsprincipen som huvudregel, enligt vilken rösträtten ska vara

---

<sup>278</sup> COM (2022) 761 final s. 4.

<sup>279</sup> Code de commerce, Dernière mise à jour des données de ce code: 13 décembre 2025, ändrades genom lag nr 2024–537 av den 13 juni 2024 Artikel 1.

<sup>280</sup> Loi nr 2019–486 Artikel 100 ändrade Art. L228-11.

<sup>281</sup> Hopt, K & Kalss, S, *Multiple-voting shares in Europe - A comparative law and economic analysis*, s. 23.

<sup>282</sup> Loi n° 2024–537 du 13 juin 2024 visant à accroître le financement des entreprises et l’attractivité de la France, JORF n° 0138 du 14 juin 2024, Art. L22-10-46-1, Hopt, K & Kalss, S, *Multiple-voting shares in Europe - A comparative law and economic analysis*, s. 23.

<sup>283</sup> Översatt: *actions de préférence*. Se exempelvis Artikel L228-11 första stycket första meningen.

<sup>284</sup> Ändrad genom lag nr 2024–537 av den 13 juni 2024, Artikel 1.

proportionell mot den andel av kapitalet som aktien representerar. I andra meningen medges samtidigt undantag från denna princip, genom hänvisning till bland annat L225-123 där lojalitetsaktier med dubbel rösträtt tillåts, Artikel L225-125 där röstbegränsningsklausuler tillåts och Artikel L22-10-46-1<sup>285</sup> som tillåter preferensaktier med flerfaldig rösträtt vid den första upptagningen till handel på en reglerad marknad eller en MTF-plattform.

## 6.5.2 Minoritetsskyddsregler

### 6.5.2.1 Majoritetsregler

Den franska regleringen i Code de commerce innehåller ett differentierat system av majoritetskrav som varierar beroende på beslutets karaktär och betydelse för bolaget och dess aktieägare. Systemet bygger på en grundläggande distinktion mellan ordinarie bolagsstämmor och extra bolagsstämmor, där de senare är förbehållna beslut av mer ingripande karaktär, såsom ändringar av bolagsordningen. Frankrikes grundläggande majoritetskrav regleras i artiklarna L225-96 och L225-98.

Artikel L225-98 första stycket föreskriver att den *ordinarie bolagsstämman* får fatta alla beslut, förutom de som avses i L225-96 och L225-97 där den extra bolagsstämman beslutar i stället. Den ordinarie bolagsstämman fattar endast giltiga beslut vid första kallelsen om de aktieägare som är närvarande eller företrädna innehar minst en femtedel av de röstberättigade aktierna, enligt L225-98 andra stycket första meningen, medan ingen beslutsförhet krävs vid andra kallelsen enligt L225-98 andra stycket tredje meningen. Beslut fattas med majoritet av de avgivna rösterna från närvarande eller företrädna aktieägare, L225-98 tredje stycket. Bolagsordningen kan föreskriva en högre beslutsförhet, L225-98 andra stycket andra meningen.

Den *extra bolagsstämman* är enligt Artikel L225-96 första stycket första meningen ensam behörig att ändra bolagsordningen i alla dess bestämmelser, och enligt andra meningen är varje bestämmelse som strider mot denna ordning ogiltig. Stämman får emellertid inte öka aktieägarnas åtaganden, med förbehåll för transaktioner som är ett resultat av en sammanläggning av aktier som genomförts på ett korrekt sätt, enligt tredje meningen. Exempelvis kräver införandet av såväl lojalitetsaktier enligt Artikel L225-123 som aktier med röstvärdesdifferenser enligt Artikel L22-10-46-1 beslut av en extra bolagsstämma, då införandet av dessa strukturer kräver en ändring av bolagsordningen.

Enligt Artikel L225-96 andra stycket fattar den extra bolagsstämman endast giltiga beslut om de aktieägare som är närvarande eller företrädna innehar minst, vid första kallelsen, en fjärdedel och, vid andra kallelsen, en femtedel av de röstberättigade aktierna. Om detta inte uppfylls kan den andra stämman skjutas upp till ett datum som ligger högst två månader efter det datum till

---

<sup>285</sup> Infördes genom lag nr 2024-537 av den 13 juni 2024

vilket den hade kallats. Bolagsordningen kan föreskriva högre beslutsförhet. Enligt artikel L225-96 tredje stycket beslutar stämman med två tredjedelars majoritet av de röster som avgivits av närvarande eller företrädde aktieägare.

Dessutom föreskriver Artikel L225-99 första stycket<sup>286</sup> att innehavare av aktier av ett visst slag ska sammankallas till extra bolagsstämma. Om bolagsstämman ska besluta om ändring av rättigheterna knutna till ett aktieslag krävs, enligt Artikel L225-99 andra stycket, att beslutet först godkänns av en sådan extra bolagsstämma.

#### 6.5.2.2 Begränsning av högsta tillåtna röstvärde

För bolag på MTF-plattformar är röstvärdet begränsat till 1:25, Artikel L22-10-46-1 I tredje stycket Code de commerce. För bolag på reglerade marknader finns ingen sådan numerisk begränsning.

#### 6.5.2.3 Övriga minoritetsskyddsregler

Den franska regleringen innehåller flera ytterligare skyddsmekanismer utöver de obligatoriska majoritetskraven och begränsningar av röstvärdedifferenser.

#### *Minoritetsskyddsregler kopplade till aktiestrukturer med röstvärdedifferenser*

Förekomsten av aktieslag med röstvärdedifferenser får inte överstiga tio år, Artikel L22-10-46-1 II första meningen. Denna period kan förnyas av en extra bolagsstämma, Artikel L22-10-46-1 II andra meningen. För förnyelse av den tidsperiod under vilken preferensaktier är giltiga gäller särskilda regler som kompletterar de allmänna majoritetskraven. De allmänna majoritetskraven i artikel L225-96 är tillämpliga, det vill säga två tredjedelars majoritet av de avgivna rösterna och de beslutskvoter som anges i artikel L225-96 andra stycket. Artikel L22-10-46-1 II tredje meningen föreskriver att vid äventyr om ogiltighet får preferensaktieägare inte delta i omröstning om förnyelse av denna period, och deras aktier räknas inte med vid beräkningen av beslutsförhet eller majoritet, såvida inte alla aktieägare i bolaget är preferensaktieägare. Enligt Artikel L22-10-46-1 II fjärde meningen får en sådan förnyelse endast ske en gång och för en period som inte överstiger fem år. Artikel L22-10-46-1 III första punkten föreskriver att varje röststark aktie ska omvandlas till en stamaktie vid utgången av den period som anges i Artikel L22-10-46-1 II. Denna tidsbegränsning säkerställer att strukturer med förstärkta rösträtter inte blir permanenta och att minoritetsaktieägare regelbundet får möjlighet att ompröva systemet.

---

<sup>286</sup> Ändrad genom förordning nr 2020-1142 av den 16 september 2020, Artikel 3.

Artikel L22-10-46-1 III andra punkten föreskriver att varje preferensaktie ska omvandlas till en stamaktie vid äganderättsövergång, överlåtelse genom arv, upplösning av samäganderätt mellan makar, gåva samt vid förändring av kontrollen eller upplösning av en juridisk person som är aktieägare. Denna bestämmelse förhindrar att förstärkta rösträtter överförs till nya ägare.

#### *Begränsningar av rösträtt vid särskilda beslut*

En central skyddsåtgärd i den franska regleringen av preferensaktier med flerfaldig rösträtt är att dessa aktiers förstärkta rösträtt neutraliseras vid vissa särskilt viktiga beslut. Enligt Artikel L22-10-46-1 IV medför en preferensaktie endast en röst när bolagsstämman beslutar om a) utnämning av revisorer, b) godkännande av årsredovisningen, c) beslut om ändring av bolagsordningen som inte avser kapitalökningar, d) godkännande av transaktioner med närstående parter enligt Artikel L225-40 andra och tredje styckena samt e) beslut om ersättningspolicy för ledande befattningshavare som avses i artikel L22-10-8 II samt de beslut som avses i artiklarna L22-10-34 I och II. Denna begränsning säkerställer att minoritetsaktieägare har ett reellt inflytande över fundamentala bolagsstyrningsfrågor.

Enligt Artikel L225-125 kan bolagsordningen också begränsa antalet röster som varje aktieägare har vid bolagsstämman, under förutsättning att denna begränsning tillämpas på alla aktier utan åtskillnad av kategori, med undantag för aktier med prioriterad utdelning utan rösträtt.

#### 6.5.3 Förekomst av röstvärdesdifferenser och övriga relevanta system

Eftersom röstvärdesdifferenser tilläts först år 2024 för noterade bolag är det för tidigt för att säga något om dess förekomst.

## 7. Medlemsstaternas uppfyllnad av Röstvärdesdirektivet

Efter att i föregående avsnitt ha redogjort för hur röstvärdesdifferenser och minoritetsskydd regleras i Danmark, Finland, Spanien, Tyskland och Frankrike ska nu en systematisk analys genomföras av hur dessa medlemsstater uppfyller Röstvärdesdirektivets krav. Denna komparativa analys syftar till att identifiera vilka medlemsstater som redan uppfyller Röstvärdesdirektivets krav och vilka som behöver vidta lagstiftningsåtgärder för att implementera Röstvärdesdirektivet.

Analysen är strukturerad efter Röstvärdesdirektivets artiklar. För varje artikel presenteras först en översiktstabell som sammanfattar medlemsstaternas uppfyllnad, följt av en fördjupad komparativ analys som identifierar likheter, skillnader och behov av lagstiftningsåtgärder.

## 7.1 Artikel 3 – Rätt till införande eller ändring av struktur med röstvärdesdifferenser vid upptagande till handel på en MTF-plattform

Land	Artikel 3.1 första stycket första meningen Röstvärdesdirektivet - Rätt till införande	Artikel 3.4 Röstvärdesdirektivet - Förbud mot förhindrande	Artikel 3.1 <i>in fine</i> Röstvärdesdirektivet - Förbud mot villkor	Artikel 3.2 och 3.3 Röstvärdes direktivet - Tidpunkt för rättens inträde och utövande
Danmark	Uppfyller, 46 § andra meningen SL föreskriver att olika aktieslag kan tilldelas skilda röstvärden.	Uppfyller inte, inget uttryckligt förhindrande men inte heller något uttryckligt förbud mot förhindrande. Uttryckligt förbud behöver införas.	Uppfyller, det uppställs inget krav på att det lägre röstvärdet ska vara förknippat med utökade ekonomiska rättigheter.	Uppfyller, inga begränsningar vad gäller tidpunkt för tillåtande.  Inte utnyttjat möjligheten att begränsa rösträttens utövande till tidpunkten för upptagandet.
Finland	Uppfyller, det framgår av 3 kap. 3 § OL att aktier genom föreskrift i bolagsordningen får tilldelas olika röstvärde.	Uppfyller inte, inget uttryckligt förhindrande men inte heller något uttryckligt förbud mot förhindrande. Uttryckligt förbud behöver införas.	Uppfyller, det uppställs inget krav på att det lägre röstvärdet ska vara förknippat med utökade ekonomiska rättigheter.	Uppfyller, inga begränsningar vad gäller tidpunkt för tillåtande.  Inte utnyttjat möjligheten att begränsa rösträttens utövande

				till tidpunkten för upptagandet .
<b>Spanien</b>	<b>Uppfyller inte</b> , förbud mot aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser i publika aktiebolag, Artikel 96.2 och 188.2 LSC.	<b>Uppfyller inte</b> , uttryckligt förbud mot röstvärdesdifferenser i publika aktiebolag, Artikel 96.2 och 188.2 LSC.	<b>Inte applicerbart</b> , det uttryckliga förbudet i Artikel 96.2 och 188.2 LSC innebär att det inte finns några aktier med lägre röstvärde att villkora med utökade ekonomiska rättigheter i publika aktiebolag.	<b>Uppfyller inte</b> , bryter mot tidpunkten för rättens inträdande genom uttryckligt förbud för publika aktiebolag, Artikel 96.2 och 188.2 LSC.  Möjligheten för begränsning av rösträttens utövande är inte applicerbar, inget högre röstvärde att begränsa.
<b>Tyskland</b>	<b>Uppfyller</b> , § 135a första stycket första meningen AktG anger att bolagsordningen får föreskriva aktier med röstvärdesdifferenser.	<b>Uppfyller inte</b> , inget uttryckligt förhinderande men inte heller något uttryckligt förbud mot förhinderande. Uttryckligt förbud behöver införas.	<b>Uppfyller</b> , det uppställs inget krav på att det lägre röstvärdet ska vara förknippat med utökade ekonomiska rättigheter.	<b>Uppfyller</b> , inga begränsningar vad gäller tidpunkt för tillåtande.  Inte utnyttjat möjligheten att begränsa rösträttens utövande till tidpunkten för upptagandet .

Frankrike	Uppfyller endast delvis, då tillåtligheten för publika bolag är begränsad till tidpunkten för den första börsintroduktionen, L22-10-46-1 första stycket Code de commerce.	Uppfyller inte, då bolagen efter den första börsnoteringen är uttryckligen förhindrade att införa aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser, L22-10-46-1 första stycket Code de commerce. Uttryckligt förbud mot förhindrande behöver införas.	Uppfyller, det uppställs inget krav på att det lägre röstvärdet ska vara förknippat med utökade ekonomiska rättigheter.	Uppfyller inte, då tillåtligheten för publika bolag är begränsad till tidpunkten för den första börsintroduktionen, L22-10-46-1 första stycket Code de commerce.  Inte utnyttjat möjligheten att begränsa rösträttens utövande till tidpunkten för upptagandet .
-----------	---	--	---	--

### 7.1.1 Komparativ analys och kommentarer

#### 7.1.1.1 Rätt till införande av röstvärdesdifferenser

Danmark, Finland och Tyskland uppfyller direktivets krav genom att tillåta röstvärdesdifferenser genom föreskrift i bolagsordningen utan begränsning till specifika marknadsplatser. Samtliga undersökta medlemsstater förutom Frankrike och Spanien uppfyller alltså direktivets krav avseende rätten för bolag att införa en aktiestruktur med högre röstvärde när deras aktier ska upptas till handel på en MTF-plattform. Därför ska något sägas om just Frankrike och Spaniens rättsordningar.

Spanien tillåter endast aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser i privata andelsbolag, genom föreskrift i bolagsordningen, Artikel 188.1 LSC, medan sådana strukturer uttryckligen är förbjudna i publika aktiebolag, 96.2 LSC och 188.2 LSC. Eftersom rätten att införa en struktur med aktier med högre röstvärde ska inträffa när dessa aktier ska upptas till handel på en MTF-plattform enligt Artikel 3.1 första meningen Röstvärdesdirektivet, bryter den spanska ordningen uttryckligen mot detta genom att förbjuda publika aktiebolag – som ju är de enda

som kan ta upp sina aktier till handel – mot att ha strukturer med röstvärdesdifferenser. Här kommer Spanien behöva vidta lagstiftningsåtgärder, vilket även bekräftas i spansk litteratur.<sup>287</sup>

I Frankrike har aktier med olika röstvärden varit tillåtna för onoterade bolag sedan 2019, och införs genom en föreskrift i bolagsordningen, Artikel L228-11 Code de commerce. Sedan 2024 är sådana strukturer även tillåtna vid första upptagandet till handel på en reglerad marknad eller en MTF-plattform, L22-10-46-1 Code de commerce. Vad gäller onoterade bolag uppfylls kraven i direktivet, då röstvärdesdifferenserna kan skapas såväl vid tidpunkten för bolagets bildande som vid en senare tidpunkt, Artikel L228-11 första stycket första meningen Code de commerce, men för publika bolag så är tillåtligheten begränsad till tidpunkten för den första noteringen av bolagets aktier på en reglerad marknad eller MTF-plattform, Artikel L22-10-46-1 I första stycket Code de commerce. Således uppfylls inte direktivet fullt ut här, då det praktiskt innebär att bolag som avnoterat sig, och nu vill noteras igen med en struktur med röstvärdesdifferenser, eller de bolag som exempelvis går från en reglerad marknad till en MTF-plattform eller byte av MTF-plattform, är förhindrade från att införa aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser.

#### 7.1.1.2 Förbud mot förhindrande

Vad gäller förbudet för MTF-plattformar att förhindra upptagande till handel av ett bolags aktier på grund av att bolaget ger ut aktier med olika röstvärden, så har inga sådana begränsningar funnits i varken Danmark, Finland eller Tysklands rättsordningar. Däremot finns det inget hinder mot att de värdepappersföretag och marknadsaktörer som driver MTF-plattformarna i de undersökta medlemsstaterna inför begränsningar som syftar till att förhindra upptagande till handel av ett bolags aktier på grund av att de har aktiestrukturer med olika röstvärden. Mot bakgrund av att det i Röstvärdesdirektivet föreskrivs att medlemsstaterna *ska säkerställa* att detta förbud upprätthålls, är det därför av vikt att dessa medlemsstater inför ett uttryckligt förbud mot att de värdepappersföretag och marknadsaktörer som driver MTF-plattformarna inför begränsningar i sina noteringsregler som syftar till att förhindra upptagande till handel av ett bolags aktier på grund av att bolaget ger ut aktier med olika röstvärden. Här kan Sveriges förslag till en ny 13 kap. 5 a § VpmL fungera som en förebild.

Vidare finns det uttryckliga förhindrande i Spanien och Frankrike. Spaniens ordning visar på ett tydligt förhindrande mot upptagande till handel av ett bolags aktier just på grund av att bolaget önskar införa aktiestrukturer med olika röstvärden, eftersom publika aktiebolag – som ju är den enda bolagstypen som kan ta upp sina aktier till handel – är förhindrade att ha aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser, 96.2 och 188.2 LSC. Frankrikes ordning innebär också ett tydligt förhindrande. Visserligen anges det i Artikel L22-10-46-1 första stycket Code

---

<sup>287</sup> Marcos, F, *Multiple Voting Shares/Units in Spain*, s. 7 betonar att Röstvärdesdirektivet kommer kräva anpassningar i LSC för att möjliggöra aktiestrukturer i små och medelstora företag som söker upptagande till handel på MTF-plattformar.

de commerce att bolag har rätt att införa röstvärdesdifferenser vid en börsintroduktion, men detta gäller endast den *första noteringen*. Alltså uppfyller Code de commerce endast Artikel 3.4 Röstvärdesdirektivet vid ett bolags första börsnotering, annars är bolagen uttryckligen förhindrade att införa aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser. Detta gäller exempelvis om bolag som redan noterat sina aktier på en marknad vill byta handelsplats, eller om de tidigare varit noterade men avnoterats och nu önskar notera sig på nytt. Utöver att Frankrikes bestämmelse behöver utvidgas till att omfatta fler situationer än den första noteringen och att Spaniens förbud mot röstvärdesdifferenser i publika aktiebolag behöver tas bort för att uppfylla Artikel 3.1 första stycket första meningen Röstvärdesdirektivet, behöver även ett uttryckligt förbud mot förhindrande införas i de båda rättsordningarna.

#### 7.1.1.3 Förbud mot villkor

Vad gäller förbudet mot att medlemsstater uppställer villkor för införandet av aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser som innebär att de aktier med lägre röstvärde ska ges utökade ekonomiska rättigheter enligt Artikel 3.1 första stycket *in fine* Röstvärdesdirektivet, är situationen en annan än den som gäller vid förbudet mot förhindrande som uppställs i Artikel 3.4 Röstvärdesdirektivet som ovan redogjorts för. Detta förbud tar endast sikte på att medlemsstaterna inte får införa ett sådant villkor, men inte att medlemsstaterna också måste *säkerställa* att ett sådant villkor inte får finnas i MTF-plattformarnas noteringsregler. Därför är det fullgott att medlemsstaterna i lag inte uttryckligen förbjuder en sådan ordning. De enda medlemsstaterna som gör det är Spanien och Frankrike, varför dessa är de enda som föreslås ändra sina ordningar. Notera däremot diskussionen som förts under avsnitt 4.4.2, ett uttryckligt förbud hade varit att föredra för att undvika potentiella kringgåenden men utgör alltså inte ett krav för medlemsstaternas genomförande av Röstvärdesdirektivet på en miniminivå.

#### 7.1.1.4 Tidpunkt för rättens inträde och utövande

Vad gäller de medlemsstater som tillåter röstvärdesdifferenser finns det ingen medlemsstat som begränsar tidpunkten för rättens inträde till efter ansökan om noteringen enligt Artikel 3.2 Röstvärdesdirektivet. Spanien bryter mot tidpunkten för rättens inträdande genom ett uttryckligt förbud mot röstvärdesdifferenser i publika aktiebolag, 96.2 och 188.2 LSC. Det är av vikt att skilja på publika aktiebolag och publika aktiebolag som valt att notera sig på en MTF-plattform. Hade förbudet i den spanska ordningen träffat det senare, noterade publika aktiebolag, hade förbudet inte direkt brutit mot Artikel 3.2 Röstvärdesdirektivet även om det hade inneburit ett brott mot andra bestämmelser.<sup>288</sup> Eftersom Röstvärdesdirektivet föreskriver att bolag i allmänhet ska ha rätt att införa aktiestrukturer med högre röstvärde innan en notering, omfattas alltså även publika aktiebolag som inte valt att notera sig, vilket den spanska ordningen uttryckligen bryter mot. Detsamma gäller för den franska ordningen. Till skillnad från de noterade bolagen i Frankrike, som kan införa röstvärdesdifferenser såväl vid tidpunkten

---

<sup>288</sup> Såsom Artikel 4.1 a) Röstvärdesdirektivet som förutsätter att aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser får införas i bolag vars aktier redan är upptagna till handel på en MTF-plattform, jfr Artikel 4.1 första meningen Röstvärdesdirektivet.

för bolagets bildande som vid en senare tidpunkt enligt Artikel L228-11 första stycket första meningen Code de commerce, är tillåtligheten för publika bolag däremot begränsad till tidpunkten för börsintroduktionen enligt Artikel L22-10-46-1 I första stycket Code de commerce. Situationen innebär att ett publikt aktiebolag inte kan införa röstvärdesdifferenser förrän det första upptagandet till handel, varför det just i det avseendet kommer krävas lagstiftningsåtgärder för Frankrike.

Vad gäller möjligheten som uppställs i Artikel 3.3 Röstvärdesdirektivet, där det föreskrivs att medlemsstaterna kan välja att begränsa tidpunkten för den högre rösträttens utövande till efter upptagandet till handel, kan det konstateras att ingen medlemsstat tillämpar en sådan begränsning. Det återstår att se om Röstvärdesdirektivet inspirerar till att införa en sådan begränsning. Högst troligen lär det inte göra det för de medlemsstater med långa erfarenheter av röstvärdesdifferenser, såsom Danmark och Finland, men för de medlemsstater som nyligen anpassat sina rättsordningar till att tillämpa röstvärdesdifferenser är det möjligt.

## 7.2 Artikel 3 – Majoritetskrav

<b>Land</b>	<b>Artikel 3.1 första stycket andra meningen Röstvärdesdirektivet – Kvalificerad majoritet vid införande</b>	<b>Artikel 3.1 andra stycket Röstvärdesdirektivet – Bolag med befintliga aktieslag ska hålla separata omröstningar inom befintliga aktieslag</b>	<b>Artikel 3.5 Röstvärdesdirektivet – Kvalificerad majoritet och separata omröstningar vid ändring av aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser.</b>
<b>Danmark</b>	<b>Uppfyller,</b> bolagsordningsändringar, vilket är det förfarande som krävs för att tilldela aktieslag olika röstvärden enligt § 46 andra meningen SL, kräver kvalificerad majoritet enligt § 106 första stycket SL. Kvalificerad majoritet innebär två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som det vid bolagsstämman representerade aktiekapitalet.	<b>Uppfyller,</b> finns det aktier av flera slag ska en bolagsordningsändring, som innebär en förändring av det rättsliga förhållandet mellan aktieslagen genom införandet av nya skillnader, godkännas av aktieägare som äger minst två tredjedelar av det aktieslag vars rättsliga ställning försämras och som deltar i bolagsstämman, § 107 tredje stycket SL.	<b>Uppfyller,</b> en bolagsordningsändring, som innebär en förändring av det rättsliga förhållandet mellan aktieslagen genom att befintliga aktieslag ändras, är giltig om den godkänns av aktieägare som deltar i bolagsstämman och som äger minst två tredjedelar av det aktieslag vars rättsliga ställning försämras, § 107 tredje stycket SL.
<b>Finland</b>	<b>Uppfyller,</b> bolagsordningsändringar, vilket är det förfarande som krävs för att tilldela aktieslag olika röstvärden	<b>Uppfyller,</b> en bolagsordningsändring som medför att ett aktieslags rättigheter försämras ska, utöver de	<b>Uppfyller,</b> Osakeyhtiölaki gör inte skillnad på införande eller ändring av aktiestrukturer med

	enligt 3 kap. 3 § OL, kräver kvalificerad majoritet enligt 5 kap. 27 § första punkten OL. Kvalificerad majoritet innebär två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som det vid bolagsstämman företrädda aktierna, 5 kap. 27 § första stycket OL.	vanliga kraven på kvalificerad majoritet, fattas av en kvalificerad majoritet av de aktier av varje slag som är företrädda vid stämman och samtycke ska ges av majoriteten av de aktieägare som har aktier av de aktieslag vars rättigheter försämras, 5 kap. 28 § OL.	röstvärdesdifferenser i sina majoritetsregler, så en ändring kräver såväl kvalificerad majoritet enligt 5 kap. 27 § första punkten OL och – om flera befintliga aktieslag finns – kvalificerad majoritet inom varje aktieslag som är företrätt vid stämman och samtycke av majoriteten av aktieägarna som har aktier tillhörande det försämrade aktieslaget, 5 kap. 28 § OL.
<b>Spanien</b>	<b>Inte applicerbart,</b> uttryckligt förbud mot röstvärdesdifferenser i publika aktiebolag.	<b>Inte applicerbart,</b> uttryckligt förbud mot röstvärdesdifferenser i publika aktiebolag.	<b>Inte applicerbart,</b> uttryckligt förbud mot röstvärdesdifferenser i publika aktiebolag.
<b>Tyskland</b>	<b>Uppfyller</b> och överträffar, införande av aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser kräver enhälligt samtycke från samtliga berörda aktieägare, § 135a AktG.	<b>Uppfyller,</b> § 135a AktG kräver enhälligt samtycke från samtliga berörda aktieägare.	<b>Uppfyller,</b> eftersom röstvärdesdifferenser är föreskrivna i bolagsordningen enligt § 135a första stycket första meningen AktG bör en ändring företas med de majoritetskrav som gäller vid bolagsordningsändringar. Bolagsordningsändringar fattas av bolagsstämman med en majoritet om minst tre fjärdedelar av det aktiekapital som representeras vid bolagsstämman, § 179 andra punkten första meningen AktG. Dessa majoritetsregler gäller även om ändringen är avsedd att ändra förhållandet mellan flera befintliga aktieslag till nackdel för ett visst aktieslag, § 179 punkt tre första meningen, och då krävs det enligt andra meningen dessutom att de aktieägare som

			missgynnas ska fatta ett separat beslut om samtycke till ändringen.
<b>Frankrike</b>	<b>Uppfyller</b> , införandet av aktier med röstvärdesdifferenser enligt L22-10-46-1 kräver beslut av en extra bolagsstämma, vars majoritetskrav på två tredjedelars majoritet av de avgivna rösterna från närvarande eller företrädda aktieägare framgår av L225-96 tredje stycket.	<b>Uppfyller</b> , kräver kvalificerad majoritet enligt L225-96 tredje stycket Code de commerce och även att den extra bolagsstämman enligt L225-99 första och andra stycket sammankallar innehavare av aktier av ett visst slag som ska godkänna ändringen av rättigheterna.	<b>Uppfyller</b> , beslut om att ändra en befintlig aktiestruktur kräver två tredjedelars majoritet av de avgivna rösterna från närvarande eller företrädda aktieägare vid en separat omröstning inom varje aktieslag, som företas av extra bolagsstämman, se L225-99 fjärde styckets hänvisning till L225-96 tredje stycket. Två tredjedelars majoritet av de avgivna rösterna från närvarande eller företrädda aktieägare enligt L225-96 tredje stycket tillämpas dessutom.

## 7.2.1 Komparativ analys och kommentarer

### 7.2.1.1 Majoritetskrav vid införande av aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser

Vad gäller de medlemsstater som tillåter röstvärdesdifferenser, det vill säga Danmark, Finland, Tyskland och Frankrike, uppfyller samtliga de i Röstvärdesdirektivet föreskrivna majoritetskraven.

Det kan konstateras att nivån för kvalificerad majoritet varierar. I Danmark, Finland och Frankrike innebär kvalificerad majoritet två tredjedelar av de avgivna rösterna och det vid bolagsstämman representerade aktiekapitalet för Danmark respektive de vid bolagsstämman företrädda aktierna för Finland och Frankrike. I Tyskland krävs det i stället tre fjärdedelar som huvudregel vid bolagsordningsändringar, vilket tillämpas vid ändring av röstvärdesdifferenser, medan det krävs enhällighet vid införandet av röstvärdesdifferenser.

Eftersom det är otillåtet med röstvärdesdifferenser i publika aktiebolag i Spanien, finns det av naturliga skäl inte några majoritetsregler kopplade till sådana beslut. Om Spanien väljer att införa röstvärdesdifferenser i publika aktiebolag genom bolagsordningsändringar, så kan det konstateras att Artikel 201 andra punkten LSC föreskriver att en ändring av bolagsordningen, förutsatt att den första bolagsstämman uppfyller den förstärkta beslutsförhet som ställs upp

enligt Artikel 194 LSC,<sup>289</sup> så räcker det med vanlig majoritet. Detta hade inte uppfyllt Röstvärdesdirektivets krav. Om det däremot krävs att bolaget håller ett andra sammanträde på grund av att bolagsstämman inte uppnått den beslutsförhet som krävs för det första sammanträdet, krävs minst två tredjedels majoritet av det närvarande eller företrädda kapitalet, vilket utgör den kvalificerade majoriteten i Spanien. Hade Spanien infört detta majoritetskrav vid den första bolagsstämman, hade kraven på kvalificerad majoritet uppfyllts enligt Röstvärdesdirektivet.

#### 7.2.1.2 Majoritetskrav vid införande av aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser för bolag som redan har befintliga aktieslag

Spanien, som inte tillåter röstvärdesdifferenser, kommer behöva införa nya majoritetsregler i samband med genomförandet av Röstvärdesdirektivet, eftersom de befintliga majoritetsreglerna vad gäller bolagsordningsändringar inte föreskriver någon separat röstning inom de aktieslag vars rösträtt försämras. Spanien hade förslagsvis kunnat utvidga tillämpningsområdet i Artikel 103 LSC till att omfatta även rättigheterna för *aktier*, då den anger att varje bolagsordningsändring som direkt eller indirekt skadar rättigheterna för *andelar* eller *aktier utan rösträtt* kräver godkännande av majoriteten av de berörda andelarna eller aktierna utan rösträtt.

De medlemsstaterna som tillåter röstvärdesdifferenser uppfyller alla majoritetskraven som gäller vid införande av aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser i bolag som redan har befintliga aktieslag.<sup>290</sup> Däremot skiljer sig de specifika majoritetskraven vid sådana införenden. I Danmark gäller de vanliga kraven på kvalificerad majoritet även inom aktieslagen vars rättsliga ställning försämras, i Finland gäller att samtycke ska ges av majoriteten av de aktieägarna av det försämrade aktieslaget, Tyskland kräver enhälligt samtycke från samtliga berörda aktieägare,<sup>291</sup> och Frankrike föreskriver endast att samtycke ska ges av majoriteten av aktieägare till det försämrade aktieslaget.

#### 7.2.1.3 Majoritetskrav vid ändring av befintlig aktiestruktur med röstvärdesdifferenser

Varken den danska eller finska ordningen gör skillnad på införandet av en aktiestruktur med röstvärdesdifferenser och ändringen av sådana strukturer, varför majoritetskraven vid en ändring av aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser som enligt Röstvärdesdirektivet ska vara identiska som vid införandet uppfylls. I Tyskland och Frankrike är ordningen en annan, där införandet av sådana strukturer är särreglerat, men de befintliga reglerna om

---

<sup>289</sup> Aktieägare som är närvarande eller företrädda har minst femtio procent av det röstberättigade kapitalet, Artikel 194 första punkten LSC.

<sup>290</sup> Som tidigare har framhållits vid redogörelsen i avsnitt 3.4.1 så ska direktivtexten tolkas som att de tar sikte på de aktieägare vars rösträtt faktiskt *försämras*. Därmed bedöms dessa medlemsstaters regleringar vara fullgoda för att uppfylla Röstvärdesdirektivets majoritetskrav vid införande av aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser för bolag som redan har flera befintliga aktieslag.

<sup>291</sup> Rimligtvis inkluderas de aktieägare som berörts negativt.

bolagsordningsändringar bedöms uppfylla majoritetsreglerna avseende ändringar av aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser.

Vad gäller de omröstningar som ska ske inom varje aktieslag som påverkas av införandet enligt Artikel 3.5 Röstvärdesdirektivet, ska det noteras att den spanska ordningen utifrån dagens reglering inte når upp till dessa majoritetskrav. Artikel 103 LSC föreskriver att varje bolagsordningsändring som direkt eller indirekt skadar rättigheterna för icke-röstberättigade andelar eller aktier kräver godkännande från majoriteten av de berörda icke-röstberättigade andelarna eller aktierna.

### 7.3 Artikel 4.1 – Medlemsstaternas uppfyllnad av Röstvärdesdirektivets krav på obligatoriska skyddsåtgärder

Land	Artikel 4.1 a) – Majoritetsregler vid ändring	Artikel 4.1 b) i) – Begränsning av högsta röstvärde jämfört med lägsta röstvärde	Artikel 4.1 b) ii) p. 1 – Kvalificerad majoritet både av de avgivna rösterna samt av antingen de på bolagstämman representerade aktiekapitalet eller representerade antalet aktier	Artikel 4.1 b) ii) p. 2 – Kvalificerad majoritet av de avgivna rösterna samt godkännande i separata omröstningar inom varje aktieslag vars rösträtt påverkas
<b>Danmark</b>	Uppfyller, gör inte skillnad på noterade och onoterade bolag, jfr fjärde kolumnen i tabell 6.2.	Uppfyller inte, ingen begränsning.	Uppfyller, tillämpas vid ändringar av bolagsordningen, 106 § första stycket SL kräver 2/3 av både avgivna röster och representerat aktiekapital.	Uppfyller, tillämpas vid ändring av bolagsordningen som medför en förändring i det rättsliga förhållandet mellan aktieslagen, 107 § tredje stycket kräver 2/3 inom varje aktieslag vars ställning försämras. Motsvarande krav tillämpas vid kapitalökning

				enligt 162 § tredje stycket sjätte punkten SL.
<b>Finland</b>	<b>Uppfyller</b> , gör inte skillnad på noterade och onoterade bolag, jfr fjärde kolumnen i tabell 6.2.	<b>Uppfyller inte</b> , ingen begränsning	<b>Uppfyller</b> , tillämpas som huvudregel, då kvalificerad majoritet innebär att bolagsstämman beslut har biträtts med minst två tredjedelar av de avgivna rösterna och de vid stämman företrädda aktierna, 5 kap. 27 § OL.	<b>Uppfyller</b> , tillämpas vid beslut om fusion i det överlåtande bolaget, delning i det ursprungliga bolaget, flytt av hemorten för bolaget, likvidation och avslutande likvidation samt om riktat förvärv av egna aktier i ett publikt aktiebolag, 5 kap. 27 § tredje stycket OL eller vid ändring av ett aktieslags rättigheter enligt 5 kap. 28 § OL.
<b>Spanien</b>	<b>Inte applicerbart</b> , uttryckligt förbud mot röstvärdesdifferenser i publika aktiebolag.	<b>Inte applicerbart</b> , uttryckligt förbud mot röstvärdesdifferenser i publika aktiebolag.	<b>Uppfyller ej</b> , då exempelvis en hög beslutsförhet kan bidra till endast vanlig majoritet och inte kvalificerad majoritet, se Artikel 201 andra punkten LSC.	<b>Uppfyller ej</b> , då de beslut som fattas av bolagsstämman med kvalificerad majoritet <i>kan</i> kombineras med separata omröstningar – men det är inget krav, se Artikel 103 LSC.

<b>Tyskland</b>	<b>Uppfyller</b> , gör inte skillnad på noterade och onoterade bolag, jfr fjärde kolumnen i tabell 6.2.	<b>Uppfyller</b> , 1:10 enligt § 135a första stycket andra meningen AktG.	<b>Uppfyller inte</b> , det generella majoritetskravet för bolagsordningsändringar enligt § 179 andra stycket AktG kräver minst 3/4 av representerat aktiekapital, men kräver inte kvalificerad majoritet av avgivna röster. Detsamma gäller vid vissa specifika avtal mellan bolaget och dess grundare eller aktieägare med mer än 10 procent av aktiekapitalet enligt § 52 femte stycket, bemyndigande till styrelsen att öka aktiekapitalet till ett visst belopp enligt § 202 andra stycket, beslut om att emittera vissa obligationer enligt § 221 första stycket andra meningen, beslut om upplösning av bolaget enligt § 262 första stycket andra punkten, beslut om att ett bolag efter upplösning ska fortsätta sin verksamhet enligt § 274 första stycket andra meningen samt beslut om att ingå avtal mellan företag i samma koncern enligt § 293 första stycket andra meningen AktG.	<b>Uppfyller</b> , tillämpat enligt § 141 AktG vid upphävande och begränsning av företrädesrätt till vinst kräver såväl 3/4 av avgivna röster enligt tredje stycket andra meningen, och samtycke från samtliga berörda aktieägare vid separat bolagsstämma enligt första och tredje stycket.
<b>Frankrike</b>	<b>Uppfyller</b> , gör inte skillnad på noterade och onoterade bolag, jfr fjärde kolumnen i tabell 6.2.	<b>Uppfyller</b> , 1:25 och måste vara ett heltal enligt L22-10-46-1 I tredje stycket Code de commerce.	<b>Uppfyller inte</b> , L225-96 tredje stycket kräver endast 2/3 av avgivna röster från företrädda aktieägare, men kräver inte kvalificerad majoritet av de på bolagsstämman representerade	<b>Uppfyller</b> , tillämpas vid beslut om att ändra rättigheterna till ett aktieslag enligt L225-99, första och andra stycket kräver

			aktiekapitalet eller antalet aktier.	extra bolagsstämma där innehavare av varje aktieslag sammankallas och godkänner ändringar.
--	--	--	--------------------------------------	--

### 7.3.1 Komparativ analys och kommentarer

#### *Artikel 4.1 a)*

Artikel 4.1 a) föreskriver samma majoritetskrav som Artikel 3 även för bolag vars aktier redan är upptagna till handel på en MTF-plattform, jfr Artikel 4.1 första meningen. Danmark, Finland, Tyskland och Frankrike uppfyller således de föreskrivna majoritetskraven även för noterade bolag. Det är av vikt att poängtera att Spanien kommer behöva införa majoritetskrav som motsvarar kraven i Artikel 4.1 a) för bolag vars aktier är upptagna till handel på en MTF-plattform, då bestämmelsen utgör en obligatorisk skyddsåtgärd som inte är alternativ.<sup>292</sup>

#### *Alternativ i) – Maximal röstvärdesdifferens*

Danmark och Finland föreskriver ingen begränsning av högsta röstvärde jämfört med lägsta, medan Tyskland föreskriver ett maximalt förhållande om 1:10 och Frankrike föreskriver ett maximalt förhållande om 1:25.

Av naturliga skäl har Spanien ingen begränsning av förhållandet mellan lägsta och högsta röstvärdet, då röstvärdesdifferenser inte är tillåtna för publika aktiebolag. Med tanke på att Spanien redan har en praxis av att inte godkänna registreringar av bolagsordningar som föreskriver en för hög röststyrka för de röststarka aktierna i privata bolag,<sup>293</sup> är det sannolikt att Spanien kommer införa en sådan begränsning vid införandet av Röstvärdesdirektivet.

#### *Alternativ ii) – Särskilda beräkningsgrunder för kvalificerad majoritet*

De båda alternativa beräkningsgrunderna för kvalificerad majoritet som föreskrivs i Artikel 4.1 b) ii) återfinns i den danska och finska ordningen. Det ska noteras att majoritetskraven i vissa fall överskrider direktivets bestämmelser, men detta medför inte något behov av ändring, det är snarare positivt då reglerna ju syftar till att skydda minoritetsaktieägare.<sup>294</sup> I den tyska och franska ordningen kan man finna den andra beräkningsgrunden som föreskrivs i Artikel 4.1 b)

<sup>292</sup> Jfr Artikel 4.1 b) som föreskriver alternativa skyddsåtgärder.

<sup>293</sup> Marcos, F, *Multiple Voting Shares/Units in Spain*, s. 14.

<sup>294</sup> Jfr det uttalade syftet i Artikel 4.1 första stycket Röstvärdesdirektivet. Detta gäller exempelvis de beslut som enligt § 107 SL kräver att samtliga aktieägare ska samtycka, första stycket, och godkännande av nio tiondelar av de avgivna rösterna och de aktiekapital som företräds vid bolagsstämman, andra stycket.

ii) andra punkten Röstvärdesdirektivet. Anledningen till att den tyska och franska ordningen inte når upp till kraven avseende den första beräkningsgrunden är olika; den tyska ordningen kräver endast kvalificerad majoritet för representerat aktiekapital, men inte av avgivna röster, medan den franska ordningen kräver kvalificerad majoritet av avgivna röster, men inte av de på bolagsstämman representerade aktiekapitalet eller antalet aktier.

Vissa uppställda majoritetskrav i den spanska rättsordningen påminner om Artikel 4.1 b) ii) första punkten Röstvärdesdirektivet, men är för begränsade för att helt nå upp till direktivets krav. Till exempel föreskrivs i Artikel 201 andra punkten LSC att vissa angivna beslut, förutsatt att de inte uppfyller en viss förstärkt beslutsförhet och därmed tvingas hålla en andra bolagsstämma i frågan, krävs minst två tredjedels majoritet av de närvarande eller representerade aktiekapitalet. Om bolaget dock når upp till den beslutsförhet som krävs föreskrivs endast en vanlig majoritet, och alltså inte kvalificerad majoritet, varför direktivets krav inte uppnås genom en sådan bestämmelse. Vad gäller Artikel 4.1 b) ii) andra punkten Röstvärdesdirektivet räcker inte Spaniens ordning till, då det i Artikel 103 LSC exempelvis *kan* ske separata omröstningar, men det är inget krav. De beslut som fattas av bolagsstämman med kvalificerad majoritet *kan* kombineras med omröstningar i separata aktieslag, exempelvis genom Artikel 103 LSC som föreskriver att varje bolagsordningsändring som direkt eller indirekt skadar rättigheterna för icke-röstberättigade andelar eller aktier kräver godkännande från majoriteten av de berörda icke-röstberättigade andelarna eller aktierna. Detta är ett alternativ av Artikel 4.1 b) ii) andra punkten Röstvärdesdirektivet.

#### 7.4 Artikel 4.2 – Medlemsstaternas frivilliga kompletterande skyddsåtgärder

Land	Artikel 4.2 a) – Upphör vid överlåtelse	Artikel 4.2 b) - Tidsbegränsning	Artikel 4.2 c) – Händelsebaserat upphörande	Övriga anmärkningar
<b>Danmark</b>	Inte infört.	Inte infört.	Inte infört.	
<b>Finland</b>	Inte infört.	Inte infört.	Inte infört.	
<b>Spanien</b>	Inte applicerbart.	Inte applicerbart.	Inte applicerbart.	Solnedgångsklausuler används ofta vid aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser i privata bolag, i form av en överlåtelsebegränsning. Liknande skyddsåtgärder vad gäller lojalitetsaktier, i form av överlåtelse- och tidsbegränsning av den dubbla rösträtt som kommer med lojalitetsaktierna.

<b>Tyskland</b>	Obligatorisk, § 135a andra stycket AktG.	Obligatorisk, 10 år + max 10 år förlängning, § 135a andra stycket AktG.	Inte infört.	
<b>Frankrike</b>	Obligatorisk, L22-10-46-1 III p. 2 Code de commerce.	Obligatorisk, 10 år + max 5 år förnyelse, L22-10-46-1 II.	Inte infört.	

#### 7.4.1 Komparativ analys och kommentarer

Danmark och Finland har inte infört några obligatoriska solnedgångsklausuler.

Tyskland och Frankrike har infört obligatoriska solnedgångsklausuler, av samma slag – då de båda innebär en överlåtelsebegränsning i linje med Artikel 4.2 a) samt en tidsbegränsning i linje med Artikel 4.2 b) – men av olika utformning. Såväl den franska som tyska obligatoriska tidsbegränsade föreskriver en maximal innehavstid av det högre röstvärdet som följer av de röststarka aktierna om tio år. I den tyska ordningen kan denna tidsperiod förlängas med upp till tio år, medan motsvarande period i den franska ordningen endast är fem år. Den tyska ordningen kräver kvalificerad majoritet av det företrädda aktiekapitalet samt inom flera aktieklasser vid en sådan omröstning, medan den franska ordningen föreskriver ett ännu större minoritetsskydd vad gäller beslutet om en sådan förlängning, då preferensaktieägare inte får delta i en sådan omröstning och deras aktier får heller inte räknas med vid beräkningen av beslutsförhet eller majoritet. Således kan det konstateras att båda ordningarna föreskriver långtgående solnedgångsklausuler, men den franska ordningen går allra längst.

Eftersom Spanien inte tillåter ett system med röstvärdesdifferenser, blir det inte helt korrekt att utreda systemet med lojalitetsaktier utifrån de ytterligare skyddsåtgärder som föreslås i Röstvärdesdirektivet. Däremot kan det konstateras att Spaniens system med lojalitetsaktier påminner om Artikel 4.2 a) Röstvärdesdirektivet, då den dubbla rösträtten man får av lojalitetsaktier förutsätter att aktieägaren behåller ägandet kontinuerligt under minst två år (en lojalitetsperiod som kan förlängas genom bolagsordningen). Lojalitetsaktiestrukturer upphör även automatiskt efter fem år om de inte omprövas och bekräftas genom nytt aktieägarbeslut, Art. 527sexies LSC, vilket påminner om Artikel 4.2 b) Röstvärdesdirektivet. Dessutom brukar röstvärdesdifferenser i privata bolag ofta kombineras med en solnedgångsklausul i form av en överlåtelsebegränsning för att undvika utspädning av rösträtten vid arv eller försäljning av andelar.<sup>295</sup> Därmed är det inte helt obefogat att anta att lagstiftaren kommer vilja liknande begränsningar även vad gäller aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser, då de redan är bekanta med den strukturen.

<sup>295</sup> Marcos, F, *Multiple Voting Shares/Units in Spain*, s. 15.

## 7.5 Avslutande reflektioner

Utifrån vad som ovan redogjorts för kan det konstateras att Röstvärdesdirektivet kommer att ha olika stor påverkan på medlemsstaterna. För de nordiska länderna innebär de främst mindre justeringar av befintliga system som redan fungerar väl, då den komparativa analysen visar att Danmark och Finland i stort sett uppfyller Röstvärdesdirektivets krav och endast behöver införa uttryckliga förbud mot att MTF-plattformar förhindrar notering av bolag med röstvärdesdifferenser. Tyskland likaså, men här ska även betonas att man ser den restriktiva hållningen. Spanien och Frankrike kräver mer omfattande lagstiftningsåtgärder, där Spanien måste ta bort det uttryckliga förbudet mot röstvärdesdifferenser i publika aktiebolag och införa ett komplett system av minoritetsskyddsregler. Frankrike måste utvidga tillåtligheten från endast första noteringen till att omfatta alla upptaganden till handel, och även efter upptagandet.

## 8. Diskussion

### 8.1 Komparativ överblick

Sverige placerar sig i den liberala änden av spektrumet avseende regleringen av röstvärdesdifferenser, tillsammans med Danmark och Finland. Danmark och Finland är ännu mer liberala än Sverige, då de inte har någon begränsning av maximal röstvärdesdifferens medan Sverige begränsat förhållandet till 1:10, även om man kan se att Danmark ofta i praktiken begränsar det maximala röstvärdet till detta förhållande. Gemensamt för dessa medlemsstater är en lång rättslig och praktisk erfarenhet av röstvärdesdifferenser, där sådana strukturer är relativt vanligt förekommande och där ett robust minoritetsskydd har utformats med hänsyn till systemet med röstvärdesdifferenser. Dessa medlemsstater har inte infört obligatoriska solnedgångsklausuler, trots att de sannolikt möts av samma kritik som Sverige gör.

I den andra änden av spektrumet befinner sig Spanien, som utgör den mest restriktiva medlemsstaten i denna studie genom att helt förbjuda röstvärdesdifferenser i publika aktiebolag. Mellan dessa ytterligheter placerar sig Tyskland och Frankrike, som nyligen har introducerat röstvärdesdifferenser i sina rättsordningar, men samtidigt kombinerat denna möjlighet med omfattande begränsningar och obligatoriska solnedgångsklausuler som går betydligt längre än Röstvärdesdirektivets krav. Tyskland och Frankrike tillämpar obligatoriska solnedgångsklausuler av samma slag, nämligen överlåtelsebaserade och tidsbegränsade. Båda rättsordningarnas tidsbegränsade solnedgångsklausuler innebär att den förhöjda rösträtt som följer av de röststarka aktierna upphör att gälla efter tio år. Däremot går Frankrike längre än Tyskland genom att tillåta en förnyelse av denna tidsperiod om maximalt fem år, medan Tyskland föreskriver en möjlighet till förnyelse om maximalt tio år. Dessutom neutraliserar Frankrike den förstärkta rösträtten vid beslut om förnyelse av denna tidsperiod. Däremot har Tyskland ett strängare krav vad gäller förhållandet mellan de röststarka aktierna och de

röstsvaga aktierna, där förhållandet får vara maximalt 1:10, medan Frankrike tillåter skillnader upp till 1:25.

## 8.2 Obligatoriska solnedgångsklausulers tillåtlighet enligt svensk rätt

Det finns ingenting som hindrar svenska aktiebolag att införa solnedgångsklausuler genom förfarandet för omvandlingsförbehåll som stadgas i 4 kap. 6 § ABL. Ett omvandlingsförbehåll innebär att en aktie av ett visst aktieslag kan omvandlas till en aktie av ett annat aktieslag. Omvandlingsförbehåll ska införas i bolagens bolagsordningar, och om en aktie omvandlas ska det registreras i aktiebolagsregistret hos Bolagsverket, eller avstämningsregistret om det rör sig om ett avstämningsbolag.<sup>296</sup>

Omvandlingsförbehållet kan vara antingen en rättighet eller en skyldighet, det vill säga att aktieägaren kan vara tvingad att byta ut aktier eller påkalla konvertering efter egen vilja.<sup>297</sup> Ett tvingande omvandlingsförbehåll hade alltså motsvarat de i Röstvärdesdirektivet föreslagna obligatoriska solnedgångsklausulerna. Omvandlingen kan vara tidsbestämd men även knytas till en viss händelse eller när särskilda villkor är uppfyllda.<sup>298</sup> Således kan samtliga föreslagna skyddsåtgärder i Röstvärdesdirektivet införas i den nuvarande svenska ordningen, utan att någon lagändring krävs.

## 8.3 Finns det ett behov av ytterligare skyddsåtgärder i Sverige?

### 8.3.1 Den svenska bolagsstyrningsmodellen och bevisad framgång

Sveriges system med röstvärdesdifferenser har en lång historia som sträcker sig tillbaka till aktiebolagslagens barndom,<sup>299</sup> och en bolagsstyrningsmodell som betonar aktivt ägande och långsiktighet, vilket röstvärdesdifferenser tjänat väl enligt bland annat Koden.<sup>300</sup> Det svenska minoritetsskyddet har utvecklats med hänsyn till förekomsten av röstvärdesdifferenser, och beskrivs som omfattande. Sveriges system med röstvärdesdifferenser är dessutom otvivelaktigt ett föredöme, med en av EU:s såväl största som mest aktiva aktiemarknad, med en av de starkaste avkastningarna i världen som skapar och främjar framgångsrika företag, med en hög noteringsgrad av tillväxtbolag, där bolag med röstvärdesdifferenser representerar en stor del av börsvärdet.

---

<sup>296</sup> FAR online, *Rätt Bolagsrätt 2025 - Robert Sevenius, Omvandlingsförbehåll*.

<sup>297</sup> A.a.

<sup>298</sup> A.a.

<sup>299</sup> Se avsnitt 3.1 som redogör för Sveriges långa tradition av röstvärdesdifferenser.

<sup>300</sup> Se avsnitt 2.6 som redogör för den svenska bolagsstyrningsmodellen, som betonar aktivt ägande och att röstvärdesdifferenser tjänar den svenska aktiemarknaden väl.

Den svenska ordningen föreskriver dessutom ett långtgående minoritetsskydd med ett regelpaket som inte föreslås i Röstvärdesdirektivet. Vi har generalklausuler på plats som bland annat förhindrar beslut eller åtgärder som otillbörligt gynnar majoritetsaktieägare eller skadar minoritetsaktieägare, aktieägare som tillsammans representerar minst en tiondel av samtliga aktier har rätt att bland annat begära extra bolagsstämma, utse revisor eller särskild granskare, väcka talan om likvidation eller inlösen av aktier vid majoritetsmissbruk och så vidare. Dessutom säkerställs att bolaget inte genom eget förvärv av aktier kan kringgå minoritetsskyddsbestämmelserna som föreskriver en tiondels majoritet.

Att Sveriges minoritetsskydd är fullgott är alltså ostridigt. Det kan dock noteras att denna struktur varit på plats under en lång tid, och den internationella kritiken har ändock växt. Det föranleder frågan om en balans, som är tydligare förknippat med just röstvärdesdifferenser än de minoritetsskydd som nu återfinns utspritt i ABL, är påkallad för att möta marknadstoleransen.

### 8.3.2 Nedåtgående trend av röstvärdesdifferenser vid börsnoteringar

I Sverige kan man se att användandet av röstvärdesdifferenser vid nya noteringar har sjunkit från cirka 40–50 procent i början av 2000-talet till endast 10 procent år 2021. Minskningen uppmärksammades även i svensk doktrin, där det identifierades att rättsutvecklingen går i riktning mot minskade röstvärdesdifferenser.<sup>301</sup> Trots att man kan se att användandet av röstvärdesdifferenser ökat år 2022 och 2023 till runt 20 procent,<sup>302</sup> visar det ändå på en långsiktig kraftig minskning av användningen av röstvärdesdifferenser som i perioder använts av 90 procent av aktiemarknadsbolagen<sup>303</sup> och aldrig tidigare understigit 40 procent.<sup>304</sup> Liknande utveckling har skett i Danmark och Finland, också medlemsstater som har en lång och framgångsrik historik med röstvärdesdifferenser.<sup>305</sup> Trots att bolag med röstvärdesdifferenser oftast representerar majoriteten av borsvärdet, tyder det ändå på en nedåtgående trend. I de medlemsstater som historiskt inte tillämpat röstvärdesdifferenser för publika aktiebolag har mekanismen inte heller fått något genomslag i privata bolag där det varit tillåtet, såsom i Spanien.<sup>306</sup>

Huruvida denna nedåtgående trend beror på att bolag väljer styrningsmodeller som uppfattas som åtråvärda av marknadsaktörer för att anpassa sig efter marknadstoleransen, som en följd av den kritik som strömmat från internationellt institutionellt håll, eller om det beror på avskräckande studier som gjorts som visar på röstvärdesdifferensers negativa samband med bolagsvärdering, är svårt att veta.

---

<sup>301</sup> Eklund, K., & Stattin, D., *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, s. 138.

<sup>302</sup> Härkönen, E., JT 2024–25 Nr 3, s. 628.

<sup>303</sup> Lidman, E., & Skog, R., *London allowing dual class Premium listings: A Swedish commentary*, s. 83–114.

<sup>304</sup> COM (2022) 761 final s. 4.

<sup>305</sup> Se avsnitt 3.4, 6.1.3 och 6.2.3.

<sup>306</sup> Se avsnitt 6.3.3.

### 8.3.3 Empiriska studier om bolagsvärdering

Det finns meningsskiljaktigheter avseende huruvida bolag med röstvärdesdifferenser värderas lägre än bolag som följer principen om *en aktie, en röst*. Det finns forskning som identifierat att röstvärdesdifferenser kan bidra till en lägre bolagsvärdering, vilket kan tolkas som att investerare kräver en rabatt för den ökade risken,<sup>307</sup> men det finns även de som menar på att det inte finns någon sådan empirisk forskning som har påvisat ett tydligt samband mellan röstvärdesdifferenser och en negativ effekt på bolagsvärdering.<sup>308</sup> Den mest rättvisande bilden måste vara den som lyfts av Rolf Skog och Erik Lidman, i samband med att de diskuterade UK Listing Reviews förslag om att London Stock Exchange ("LSE") borde tillåta bolag att införa aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser, där de erkände existensen av forskning som visar på att röstvärdesdifferenser har en negativ påverkan på bolagets värdering, men också menade på att ett lika stort antal forskare har framfört motsatta argument där det anges att röstvärdesdifferenser istället har en positiv påverkan på bolagets värdering.<sup>309</sup>

### 8.3.4 Marknadstolerans

Trots Sveriges långa tradition av att framgångsrikt tillåta röstvärdesdifferenser, befinner sig Sverige i en situation där internationella normer och investerarprefereenser alltmer betonar principen om *en aktie, en röst*. Röstningsrådgivare som ISS rekommenderar mot ledamöter och ansvarsfrihet i bolag med röstvärdesdifferenser, indexleverantörer väljer att utesluta bolag med röstvärdesdifferenser ur sina index, organisationer för institutionella investerare arbetar aktivt mot röstvärdesdifferenser genom att föreslå långtgående begränsningar. Denna kritik är ett faktum och den är inte heller obetydlig, följaktligen är det såväl troligt som befogat att bolag väljer att anpassa sig efter denna marknadstolerans.

#### *Historiskt nyttjande av omvandlingsförbehåll*

Någonting som tyder på att bolag i hög grad vill anpassa sig efter marknadstoleransen, är dels det historiska nyttjandet av omvandlingsförbehåll för att minska på stora röstvärdesdifferenser, dels den ökade användningen av omvandlingsförbehåll.

Eftersom en begränsning av det högsta möjliga röstvärdet ett aktieslag fick ha jämfört med ett annat aktieslag introducerades år 1944, så finns det bolag som fortfarande har kvar skillnader på 1:1000, då dessa bolag inte bara fick behålla sådana aktier utan de fick dessutom ge ut aktier med det röstvärde som tillkom redan utgivna aktier.<sup>310</sup> Däremot är det många bolag som valt att minska på sina röstvärdesdifferenser, just till följd av att man vill anpassa sig efter

---

<sup>307</sup> Härkönen, E, JT 2024–25 Nr 3, s. 629.

<sup>308</sup> Svenskt Näringsliv, *Möjligheten att ha aktier av olika slag med olika röstvärde – ett svenskt perspektiv*.

<sup>309</sup> Lidman, E, & Skog, R, *London allowing dual class Premium listings: A Swedish commentary*, s. 24.

<sup>310</sup> Prop. 1944:5 s. 113.

marknadstoleransen. Ericsson nyttjade exempelvis sitt omvandlingsförbehåll för att omvandla det tidigare förhållandet om 1:1000 till 1:10 som följd av kritik från internationella investerare.<sup>311</sup> SKF, Electrolux och Ericsson minskade på sina röstvärdesdifferenser från 1:1000 till 1:10 på grund av tryck från institutionella investerare.<sup>312</sup>

### *Ökad användning av frivilliga omvandlingsklausuler*

Många bolag har använt sig av möjligheten att införa omvandlingsförbehåll, som tillåter ägare av röststarka aktier att frivilligt begära en omvandling av deras röststarka aktier till röstsvaga aktier. Omvandlingsklausuler förekommer ofta i aktiebolag med röstvärdesdifferenser som nyligen noterats,<sup>313</sup> men har även förekommit i större bolag såsom Husqvarna som införde ett omvandlingsförbehåll i deras bolagsordning år 2010.<sup>314</sup> Man kan även se att sådana omvandlingsklausuler faktiskt också har nyttjats. Användningen av omvandlingsförbehåll har inneburit en gradvis minskning av antalet röststarka aktier varje år.<sup>315</sup> SKF införde exempelvis ett omvandlingsförbehåll år 2002, och nyttjade omvandlingsförbehållet samma år för att omvandla ungefär en tredjedel av deras röststarka aktier till röstsvaga aktier.<sup>316</sup>

### *Slutsats*

Bolag har därmed historiskt visat sig kapabla att anpassa sig efter marknadstolerans genom att frivilligt använda de verktyg som redan finns tillgängliga i svensk rätt. Detta underminerar bolagens handlingsfrihet att själva välja den ägarstruktur som de bedömer passar dem bäst, genom bland annat ISS kampanj mot röstvärdesdifferenser, då bolag med många institutionella ägare kan bli avskräckta från att använda röstvärdesdifferenser. Marknadstolerans kan därmed tvinga bolag att använda denna handlingsfrihet på ett sätt som inte är optimalt för dem. I detta perspektiv framstår obligatoriska solnedgångsklausuler som en ytterligare inskränkning av handlingsfriheten, snarare än en lösning på problemet.

## 8.4 Är solnedgångsklausuler önskvärda från marknaden?

Internationellt brukar solnedgångsklausuler beskrivas som en ”gyllene medelväg” mellan röstvärdesdifferensers för- och nackdelar.<sup>317</sup> Tidsbegränsade solnedgångsklausuler och solnedgångsklausuler som innebär en begränsning vid överlåtelse av aktier med högre röstvärde är vanliga internationellt.<sup>318</sup>

---

<sup>311</sup> Härkönen, E, JT 2024–25 Nr 3, s. 627.

<sup>312</sup> Neville, M & Sørensen, K, *Differential Voting Rights in Listed Companies in Denmark and Sweden – to be Challenged or Boosted by Harmonization?*, s. 8 fotnot 34.

<sup>313</sup> A.a. s. 634.

<sup>314</sup> Härkönen, E, JT 2024–25 Nr 3, s. 627.

<sup>315</sup> A.st.

<sup>316</sup> SKF årsredovisning 2002 s. 4, Härkönen, E, JT 2024–25 Nr 3, s. 627 fotnot 60.

<sup>317</sup> Härkönen, E, JT 2024–25 Nr 3, s. 619.

<sup>318</sup> Hopt, K & Kalss, S, *Multiple-voting shares in Europe - A comparative law and economic analysis*, s. 1.

Många institutionella investerare är som tidigare redogjorts för negativa till röstvärdesdifferenser, och röstningsrådgivaren ISS har även i Sverige attackerat sådana strukturer utan någon hänsyn till att Sverige har ett välutvecklat minoritetsskydd. Däremot så har tidsbaserade solnedgångsklausuler nämnts i samband med diskussionen, då institutionella investerare har en negativ inställning till röstvärdesdifferenser – särskilt när de inte är behäftade med en tidsbaserad solnedgångsklausul.<sup>319</sup> Detsamma gäller den andra institutionella röstrådgivaren Glass Lewis, som i sina riktlinjer för Sverige också vidtar vissa rekommendationer mot bolag med röstvärdesdifferenser,<sup>320</sup> men stadgar att om bolag inför tidsbaserade solnedgångsklausuler omfattas de inte av rekommendationen.<sup>321</sup>

Council of Institutional Investors (“CII”) lämnade den 24 oktober 2018 en framställan till New York Stock Exchange (“NYSE”)<sup>322</sup> och Nasdaq,<sup>323</sup> där de bad börserna att ändra sina noteringskrav för bolag som önskar ge ut aktier av olika röstvärden. CII:s förslag var att NYSE och Nasdaq skulle införa krav på obligatoriska solnedgångsklausuler. Villkoren var att det aktuella bolagets dokument, motsvarande vad som i Sverige hade varit bolagsordningen, skulle innehålla en bestämmelse som föreskrev en automatisk övergång till principen om *en aktie, en röst* högst sju år efter att de röstvärdesdifferentierade aktierna noterats. Förbehåll om förlängning av sjuårsperioden skulle tillåtas, genom omröstning av en majoritet av utestående aktier i varje aktieklass, som röstar separat med en röst per aktie – trots aktuella röstvärdesdifferenser.<sup>324</sup>

CII:s medlemmar, som är ledande leverantörer av aktieindex, uteslöt företag med röstvärdesdifferenser ur vissa index. CII angav att införandet av borsregler som kräver tidsbaserade obligatoriska solnedgångsklausuler för aktier av olika röstvärde skulle “minska motivationen för investerare att be indexleverantörer att ta hänsyn till olika röstvärde i kärnindexkonstruktionen”.<sup>325</sup>

Mot bakgrund av ovanstående är det otvivelaktigt att solnedgångsklausuler, och då specifikt en tidsbegränsad sådan, hade mildrat den internationella kritiken som riktats mot röstvärdesdifferenser.

---

<sup>319</sup> Investor Coalition for Equal Votes, *Voting on voting rights – How the world’s largest investors sanction companies with unequal voting rights*, s. 3, Council of Institutional Investors, *Dual-Class Enablers*, m.fl.

<sup>320</sup> Glass Lewis, *Sweden - 2024 benchmark policy guidelines*, s. 23.

<sup>321</sup> A.a. s. 24.

<sup>322</sup> Council of Institutional Investors, *CII Petition to New York Stock Exchange*.

<sup>323</sup> Council of Institutional Investors, *CII Petition to NASDAQ*.

<sup>324</sup> Council of Institutional Investors, *CII Petition to New York Stock Exchange*, s. 1 och Council of Institutional Investors, *CII Petition to NASDAQ*, s. 1.

<sup>325</sup> A.a. s. 2.

## 8.5 Är solnedgångsklausuler lämpliga på den svenska aktiemarknaden?

Tillåtligheten av röstvärdesdifferenser har en direkt inverkan på de mekanismer som följer av den svenska bolagsstyrningsmodellen som redogjorts för under avsnitt 2.6. Röstvärdesdifferenser kan fungera som en mekanism som både motverkar och förstärker olika bolagsstyrningsproblem, varför det är av vikt att undersöka huruvida solnedgångsklausuler kan undanröja dessa förstärkta bolagsstyrningsproblem eller om de snarare bidrar till det motsatta.

Röstvärdesdifferenser kan fungera som en mekanism för att motverka vissa negativa effekter av den ägarspridning och passivitet som följer av riskdiversifieringen på aktiemarknaden. Diversifierade investerarportföljer riskerar att försvaga aktieägares incitament till aktivt ägarengagemang, medan röstvärdesdifferenser bidrar till ett mer aktivt ägande. Detta framstår som rimligt, eftersom möjligheten att faktiskt utöva ett reellt och aktivt inflytande över bolaget kräver just det – inflytande; ett krav som svårigen kan uppnås om inflytandet strikt måste spegla kapitalandelen. Röstvärdesdifferenser kan därmed skapa de incitament som krävs för att upprätthålla ett aktivt och långsiktigt aktieägarengagemang, samtidigt som det också möjliggör det inflytande som behövs för att faktiskt omsätta detta engagemang i effektiv bolagsstyrning. Genom att säkerställa ett stabilt kontrolläggande kan röststarka aktier också bidra till långsiktighet och minska risken för kortsiktigt agerande eller bristande övervakning över bolagsledningen. På så sätt kan röstvärdesdifferentiering i viss mån motverka agentproblematiken. Dessa fördelar riskerar emellertid att undermineras om obligatoriska tidsbaserade solnedgångsklausuler införs, någonting som Svenskt Näringsliv betonade i samband med diskussionen som uppstod när tidsbaserade solnedgångsklausuler föreslogs införas som en obligatorisk skyddsåtgärd i Röstvärdesdirektivet. De framhöll att sådana klausuler står i direkt kontrast med syftet med röstvärdesdifferenser, nämligen att främja långsiktigt och stabilt ägande. Tidsbaserade solnedgångsklausuler riskerar i stället att skapa problematiska kortsiktiga incitament för majoritetsägarna, och undergräva möjligheten att förbättra noteringsklimatet.<sup>326</sup>

Röstvärdesdifferenser kan även medföra betydande risker för bolagsstyrningen, varför det är relevant att analysera huruvida de föreslagna skyddsåtgärderna hade kunnat motverka dessa problem. Röstvärdesdifferenser bidrar till en koncentrerad beslutsmyndighet hos ett fåtal aktieägare, vilket kan minska incitamenten för övriga aktieägare att engagera sig och då bidra till det så kallade free-rider problemet. Solnedgångsklausuler i allmänhet skulle kunna motverka denna problematik genom att säkerställa att koncentrationen av beslutsmyndigheten inte blir permanent, och då framför allt tidsbaserade solnedgångsklausuler eftersom det är mer tydligt när makten faktiskt kommer övergå än vid överlåtelsebaserade eller vissa händelsebaserade solnedgångsklausuler. Detta skapar förutsebarhet för de övriga aktieägarna och minskar risker

---

<sup>326</sup> Svenskt Näringsliv, *The EU Listing Act Proposed EU Directive on multiple-vote share structures*, s. 1.

för att de agerar som free-riders, eftersom de vet att deras röstandel kommer att få större betydelse vid en bestämd framtida tidpunkt.

Dessutom kan förekomsten av röstvärdesdifferenser undergräva marknadens funktion som effektiv resursallokerare, eftersom kapital inte nödvändigtvis kanaliseras till de företag där de skapar störst avkastning utan till företag där kontrollägare har möjlighet att bevara inflytande oberoende av kapitaltillskott. Solnedgångsklausuler skulle kunna förbättra resursallokeringen genom att tvinga fram en omprövning av ägarstrukturen vid bestämda tidpunkter. När röstvärdesdifferenserna upphör måste kontrollägare som vill behålla sitt inflytande tillföra ytterligare kapital, vilket innebär att kontrollen i högre grad kommer spegla risken. Detta bidrar till att kapital i större utsträckning allokeras till de företag där det genereras högst avkastning. Däremot lyfter Lidman och Skog, i samband med att de diskuterade UK Listing Reviews förslag om att LSE borde tillåta bolag att införa aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser men införa bland annat överlåtelsebaserade solnedgångsklausuler,<sup>327</sup> att om aktier med röstvärdesdifferenser inte kan överlåtas utan att förlora sitt röstvärde, blir alla kontrollöverföringar genom röststarka aktier de facto omöjliga. Detta riskerar, enligt författarna, att hämma centrala marknadsmekanismer som annars bidrar till att allokera kontroll till de aktörer som kan utöva den mest effektivt. En sådan begränsning skulle således kunna få negativa effekter för bolag med röstvärdesdifferenser.<sup>328</sup>

En ytterligare problematik är den potentiella intressekonflikten mellan kontrollägare och minoritetsägare som uppstår när kontrollen koncentreras till en mindre krets aktieägare utan motsvarande kapitalmässigt risktagande. Tidsbaserade solnedgångsklausuler skulle kunna mildra denna intressekonflikt genom att begränsa den tidsmässiga omfattningen av asymmetrin mellan kontroll och kapitalrisk. Frågan är dock hur intressekonflikten hade påverkats under den tid som röstvärdesdifferenserna består, alltså innan tidpunkten för omvandlingen. Tidsbaserade solnedgångsklausuler kan bidra till kortsiktiga incitament för kontrollägare,<sup>329</sup> vilket riskerar att förvärra snarare än mildra intressekonflikten under den period då de differentierade röstvärdena fortfarande gäller. Denna frågeställning är naturligtvis till viss del hypotetisk och spekulativ, och utfallet kan variera beroende på det enskilda bolagets förhållanden och enskilda kontrollägares agendor och ageranden. Vad som dock kan konstateras är att solnedgångsklausuler inte utgör en given lösning på bolagsstyrningsproblematiken. Tvärtom är de behäftade med flera nackdelar, däribland risken att de tar bort den positiva påverkan på vissa bolagsstyrningsproblem som röstvärdesdifferenser annars bidrar till, samtidigt som de introducerar nya risker. Lidman och Skog lyfter att tidsbaserade solnedgångsklausuler kan skapa moral hazard problem och dessutom minska attraktiviteten i att använda aktiestrukturer med röstvärdesdifferenser.<sup>330</sup> Dessutom menade de på att det saknas empiriskt stöd för att tidsbaserade solnedgångsklausuler faktiskt skulle

---

<sup>327</sup> Lidman, E. & Skog, R. *London allowing dual class Premium listings: A Swedish commentary*, s. 23.

<sup>328</sup> A.st.

<sup>329</sup> A.st.

<sup>330</sup> A.a. s. 24.

motverka bolagsstyrningsproblem. Tvärtom kan sådana klausuler få negativa effekter på bolagsstyrningen. Som exempel hänvisar de till att några av de mest engagerade och långsiktiga ägarna i svenska aktiebolag – såsom familjerna Wallenberg, Lundberg och Persson (H&M) – har haft röststarka aktier under många decennier. Detta illustrerar att starkt och långsiktigt ägarengagemang typiskt sett ger upphov till uthålliga värden och stabila ägarstrukturer snarare än till kortsiktiga incitament.<sup>331</sup>

Mot denna bakgrund riskerar både tidsbaserade och överlåtelsebaserade solnedgångsklausuler att underminera just de fördelar som röstvärdesdifferenser kan medföra. Det är snarare ett robust minoritetsskydd med en effektiv övervakning av bolaget som ger den egentliga effekten på dessa problem. Ett sådant system finns redan etablerat i Sverige, varför det inte finns anledning att begränsa bolagens handlingsfrihet och underminera det system med röstvärdesdifferenser som så länge tjänat den svenska aktiemarknaden väl genom att införa obligatoriska solnedgångsklausuler. Ett särdrag som identifierats på den svenska marknaden är dessutom att MTF-plattformarna fungerar som en språngbräda till de reglerade marknaderna. De är samspelade på så sätt att mindre företag ges kontinuerlig tillgång till kapitalfinansiering under hela sin utvecklingsfas,<sup>332</sup> vilket i sin tur skapar förutsättningar för en senare notering på en reglerad marknad. Åtgärder som minskar noteringsattraktionen på MTF-plattformarna är problematiska inte endast för noteringsgraden på MTF-plattformarna, utan även för att de riskerar att minska flödet av bolag som tar steget från en MTF-plattform till en reglerad marknad.

Trots att sådana klausuler bevisligen är önskvärda från vissa håll på marknaden, är det därför inte motiverat att införa sådana långtgående obligatoriska begränsningar. I stället kan de svenska bolag som vill rusta sig mot den riktade kritiken och anpassa sig till marknadstoleransen använda sig av det svenska systemet för omvandlingsförbehåll.

## 9. Sammanfattande slutsatser

Denna uppsats har analyserat den svenska modellen och fem andra medlemsstaters modeller för röstvärdesdifferenser och minoritetsskydd i ljuset av Röstvärdesdirektivet. Följande slutsatser kan dras med utgångspunkt i uppsatsens frågeställningar.

Sverige tillåter röstvärdesdifferenser med en begränsning om 1:10, och har ett omfattande minoritetsskydd utan att föreskriva några obligatoriska solnedgångsklausuler. Danmark och Finland tillåter röstvärdesdifferenser utan någon begränsning, och har också omfattande minoritetsskydd som inte föreskriver några obligatoriska solnedgångsklausuler. Tyskland och

---

<sup>331</sup> A.st.

<sup>332</sup> OECD, *The Swedish Equity Market – Institutional Framework and Trends*, s. 29.

Frankrike har nyligen introducerat röstvärdesdifferenser för noterade bolag och kombinerar dessa med strikta begränsningar och obligatoriska solnedgångsklausuler. Spanien förbjuder röstvärdesdifferenser i publika aktiebolag.

I Sverige föreslås vissa lagändringar, däribland förbud mot förhindrande av bolag med aktiestrukturer med röstvärdesdifferensers upptagande på MTF-plattformar, samt en särskild regel i ABL som tar sikte på den specifika situation och de exakta majoritetskrav som Röstvärdesdirektivet föreskriver. Danmark, Finland och Tyskland behöver uttrycklig reglering mot förhindrande, medan Frankrike och Spanien behöver reglera tillåtligheten av röstvärdesdifferenser – Spanien genom att tillåta röstvärdesdifferenser och Frankrike genom att utvidga tillåtligheten till att inte endast träffa det första upptagandet - och införa förbud mot förhindrande.

Sverige bör inte anpassa sig till den kritik som strömmar från internationellt håll genom att införa obligatoriska solnedgångsklausuler som hämmar ett system som länge tjänat den svenska bolagsstyrningsmodellen och aktiemarknaden väl, särskilt då Sverige redan har ett robust minoritetsskydd på plats och särskilt då Röstvärdesdirektivet är ett tecken på en ökad acceptans från internationellt håll. Regeringens förslag om genomförande på miniminivå ligger i linje med detta. Tvingande solnedgångsklausuler riskerar att motverka långsiktigt ägande, skapa kortsiktiga incitament och osäkra styrningseffekter. I stället kan enskilda bolag använda frivilliga bolagsordningsbaserade lösningar såsom frivilliga omvandlingsförbehåll för att möta marknadstoleransen om de så önskar, för att adressera krav från investerare utan att lagstiftningen hämmar systemet med röstvärdesdifferenser i sin helhet.

De andra undersökta medlemsstaterna bör, i samma anda, utforma system som tillåter röstvärdesdifferenser med beprövade minoritetsskydd, snarare än obligatoriska solnedgångsklausuler som riskerar att hämma det röstvärdesdifferenser och Röstvärdesdirektivet faktiskt syftar till. Den komparativa analysen visar att medlemsstaternas val av skyddsåtgärder i hög grad reflekterar deras historiska erfarenheter av röstvärdesdifferenser. Danmark och Finland, som likt Sverige har en lång tradition av röstvärdesdifferenser och där bolag med röstvärdesdifferenser utgör majoriteten av aktiemarknadsbolagen sett till börsvärde, har valt bort obligatoriska solnedgångsklausuler. Tyskland, där noterade bolag inte tilläts införa aktier med röstvärdesdifferenser förrän i slutet av år 2023, har däremot infört omfattande begränsningar. Frankrike, som först år 2024 tilläts införa röstvärdesdifferenser för noterade bolag vid den första börsintroduktionen, har infört de mest omfattande begränsningarna av alla undersökta medlemsstater. Detta tyder på att medlemsstater med etablerade system för röstvärdesdifferenser har större tilltro till sina befintliga system för minoritetsskydd, medan medlemsstater som nyligen öppnat för sådana strukturer har en mer restriktiv hållning. För att inte låta obligatoriska skyddsåtgärder undergräva Röstvärdesdirektivets mål att öka antalet börsnoteringar bör medlemsstater utforma flexibla ordningar med frivilliga, bolagsordningsbaserade lösningar likt de svenska

omvandlingsförbehållen och väl beprövade minoritetsskydd, där den svenska modellen med sin långa och framgångsrika erfarenhet kan verka som förebild.

## Käll- och litteraturförteckning

### Offentligt tryck - Sverige

#### *Lagar*

Aktiebolagslag (2005:551)

Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden

Lag (2019:284) om röstningsrådgivare

#### *Propositioner*

Prop. 1944:5 *Kungl. Majlis proposition nr 5*

Prop. 1975:103 *Regeringens proposition med förslag till ny aktiebolagslag m.m.*

Prop. 1895:6 s. 26 *Kongl. Maj:ts Nåd. Proposition N:o 6*

Prop. 2022/23:1 *Budgetpropositionen för 2023, Utgiftsområde 24, Näringsliv.*

#### *Statens offentliga utredningar*

SOU 1910:1. *Förslag till lag om aktiebolag äfvensom till andra därmed sammanhängande författningar afgifna af därtill utsedde kommitterade, Stockholm 1908, Motiven s. 3*

SOU 1941:9. *Lagberedningens förslag till lag om aktiebolag m. m.*

SOU 1971:15 *Förslag till aktiebolagslag m.m.*

SOU 1981:78. *Skog, Rolf, Röstvärdesdifferenser i svenska börsbolag, expertrapport Löntagarna och kapitaltillväxten*

SOU 1986:23. *Aktiers röstvärde*

#### *Departementsserier*

Ds 2018:15. *Direktivet om ett ökat aktieägarengagemang – Förslag till genomförande i svensk rätt*

Ds 2025:15. *Nya regler om aktier på multilaterala handelsplattformar*

### *Faktapromemorior*

Regeringskansliet, Faktapromemoria 2022/23:FPM:47, *Direktiv om aktiestrukturer med olika röstvärden för företag som ansöker om att notera sina aktier på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag*, 31 januari 2023.

### *Rättsfall*

NJA 2000 s. 404

NJA 2013 s. 1250

### **Remissvar till Ds 2025:15.**

Bokföringsnämnden, Dnr 2025:62, 3 oktober 2025.

Bolagsverket, 3066/2025, 22 september 2025.

Ekobrottsmyndigheten, Dnr EBM2025-857, 8 september 2025.

Euroclear Sweden, Ju2025/01385, 3 oktober 2025.

FAR, Ju2025/01385, 15 september 2025.

Finansbolagen, FF ref: 2025/22, 28 juli 2025.

Finansinspektionen, dnr 25–18300, 30 september 2025.

Fondbolagens förening, Ju2025/01385, 25 september 2025.

Företagarna, Ju2025/01385, 17 september 2025.

Institutionella Ägares Förening, Ju2025/01385, 2 oktober 2025.

Kammarkollegiet, dnr 3.1-8742-2025, 2 oktober 2025.

Kollegiet för svensk bolagsstyrning, Ju2025/01385, 3 oktober 2025.

Nasdaq Stockholm AB, Ju2025/0138, 3 oktober 2025.

Regelrådet, RR 2025-211, 17 september 2025.

Revisorsinspektionen, dnr 2025–0834, 18 september 2025.

Riksgälden, RG 2025/592, 16 september 2025.

SCB, SCB2025/538, 30 september 2025.

Skatteverket, dnr 8-217548-2025, 1 oktober 2025.

Srf konsulterna, Ju2025/01385, 3 oktober 2025.

Svenska Bankföreningen, 2025/06/013, 2025-08-28.

Svenskt Näringsliv, 2025–156, 3 oktober 2025.

Svensk Värdepappersmarknad, Ju2025/01385, 2025-10-03.

Sveriges Advokatsamfund, R-2025/1260, 30 september 2025.

Sveriges Aktiesparares Riksförbund, Dnr Ju2025/01385, 3 oktober 2025.

Uppsala universitet Juridiska fakultetsnämnden, Ju2025/01385, 2025-10-03.

## **Självreglering**

Aktiemarknadens Självregleringskommitté, Takeover-regler för vissa handelsplattformar, 2024-01-01.

Kollegiet för svensk bolagsstyrning, Svensk kod för bolagsstyrning, december 2023.

## **Regelverk för börserna**

Nasdaq First North, *Nasdaq First North Growth Market Rulebook for Issuers of Shares*, 1 juli 2025

Nordic Growth Market – Börsregler: Regler för NGM Main Market, Gällande från och med den 1 oktober 2025

Nordic Growth Market, *Rules Nordic MTF*, december 2024.

Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares - Regelverk för aktieemittenter på huvudmarknaden, Harmoniserade delen giltig från och med 7 juli 2025

Spotlight, *Spotlights regelverk*, giltigt från och med 2024-12-04

## **Lagkommentarer**

Andersson, Sten, Johansson, Svante & Skog, Rolf, *Aktiebolagslagen – en kommentar*, JUNO version 20, kommentaren till 4 kap. 2 § (besökt 30 november 2025).

Andersson, Sten, Johansson, Svante & Skog, Rolf, *Aktiebolagslagen – en kommentar*, JUNO version 20, kommentaren till 4 kap. 5 § (besökt 30 november 2025).

Samuelsson, Per, Aktiebolagslag (2005:551), 4 kap. 1 §, Karnov (JUNO) (besökt 28 september 2025).

Samuelsson, Per, Aktiebolagslag (2005:551), 7 kap. 43 § p. 3, Karnov (JUNO) (besökt 20 november 2025).

## **Litteratur**

### *Böcker och avhandlingar*

Eklund, Karin, & Stattin, Daniel, *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, 3 uppl., Iustus Förlag, (2021, JUNO).

Hagströmer, Johan, ”Om aktiebolag enligt svensk rätt: akademisk afhandling”, Akademiska boktryckeriet, Uppsala 1872.

Lidman, Erik, *Kontrolläggande och uppköpsreglering – Likabehandling vid offentliga uppköpserbjudanden och effekterna i bolagsstyrningen*. Corporate Governance Forum, 2020.

### *Artiklar i antologier*

Isaksson, Mats & Lidman, Erik, *Den europeiska gröna given och en hållbar aktiemarknad*. I Vänbok till Lars Afrell - Något om hur den svenska värdepappersmarknaden europeiserades. Andersson, André, Funered, Urban, och Hermansson, Kerstin (red.). Italgraf Media, 2023.

Kleinman, Jan, *Rättsdogmatisk metod*. I Nääv, Maria & Zamboni, Mauro (red.), *Juridisk metodlära*, 3 uppl., Studentlitteratur AB, Lund, 2025.

Sjöman, Erik, *Reglering av uppköpserbjudanden i en global miljö*. I Vänbok till Lars Afrell - Något om hur den svenska värdepappersmarknaden europeiserades. Andersson, André, Funered, Urban, och Hermansson, Kerstin (red.). Italgraf Media, 2023.

Skog, Rolf, *Ingen regel, bara undantag? Något om budplikt i Sverige och övriga EU*. I Aktie, aktiebolag, aktiemarknad – en vänbok till Johan Munck. Lundius, Marianne, Boman, Ragnar och Skog, Rolf (red.). Corporate Governance Forum, 2013.

Skog, Rolf, *När verkligheten tränger sig på – något om EU-kommissionens förhållande till aktier med olika röstvärden*, I Vänbok till Lars Afrell - Något om hur den svenska värdepappersmarknaden europeiserades. Andersson, André, Funered, Urban, & Hermansson, Kerstin (red.). Italgraf Media, 2023.

Skog, Rolf, *Om tillkomsten av EU:s direktiv rörande aktier med olika röstvärde*. I Lidman, Erik, Sjöman, Erik, Skog, Rolf & Lüning, Wilhelm (red), Festskrift till Svante Johansson (JUNO, 2024), Norstedts Juridik.

Valguarnera, Filippo. I *Komparativ juridisk metod*. I Nääv, Maria & Zamboni, Mauro (red.), *Juridisk metodlära*, 3 uppl., Studentlitteratur AB, Lund, 2025.

### *Tidsskrifter*

Bergström, Claes och Rydqvist, Kristian, *Bör aktier med olika rösträtt avskaffas?* Ekonomisk Debatt 7/91.

Härkönen, Elif, *Solnedgångsklausuler i svenska aktiebolag – om bolagsstyrning och externt ägarkapital på värdepappersmarknaden*, Juridisk Tidskrift 2024–25 Nr 3.

Lidman, Erik, *Röstvärdesskillnader på svenska med anledning av ISS Benchmark Voting Policy*, Juridisk Tidskrift Nr 3 2024-25 Nr 3.

Nial, Håkan, *Minoritetsskydd i aktiebolag*, SvJT 1941.

Smiciklas, Martin, *Aktiebolagsrättens utveckling*, SvJT 1989.

## Internetkällor

Althin, Maria, *Aktier med olika röstvärde – en viktig möjlighet enligt svensk rätt*, 20 februari 2023 (hämtad 28 september 2025), [https://www.svensktnaringsliv.se/sakomraden/foretagsjuridik/aktier-med-olika-rostvarde-en-viktig-mojlighet-enligt-svensk-ratt\\_1195704.html](https://www.svensktnaringsliv.se/sakomraden/foretagsjuridik/aktier-med-olika-rostvarde-en-viktig-mojlighet-enligt-svensk-ratt_1195704.html)

Bolagsverket, *Hålla bolagsstämma*, 15 augusti 2024 (hämtad 14 oktober 2025), [https://bolagsverket.se/foretag/aktiebolag/drivaaktiebolag/tabeslutiaktiebolaget/bolagsstamma/hallabolagsstamma.559.html?TSPD\\_101\\_R0=085cfe028fab200056a9d16dd76f64408900f666b53a5ffa9d20d9f2f33fb913522fcabf8957567108401c401b143000b718ee969b943c6fcff41c764262ea0a107e215718f05f9998113a262091cf4c3a88b90c5f2bd71f6b2ed4ff92122ddd](https://bolagsverket.se/foretag/aktiebolag/drivaaktiebolag/tabeslutiaktiebolaget/bolagsstamma/hallabolagsstamma.559.html?TSPD_101_R0=085cfe028fab200056a9d16dd76f64408900f666b53a5ffa9d20d9f2f33fb913522fcabf8957567108401c401b143000b718ee969b943c6fcff41c764262ea0a107e215718f05f9998113a262091cf4c3a88b90c5f2bd71f6b2ed4ff92122ddd)

Bolagsverket, *Olika aktieslag*, 17 oktober 2022 (hämtad 28 september 2025), [https://bolagsverket.se/foretag/aktiebolag/startaaktiebolag/aktier/olikaaktieslag.503.html?TSPD\\_101\\_R0=085cfe028fab200097bd228122b3edbc97ab0ed9daeac2f61ea9dafa05a4c89977922f22163049408aba0c4ae1430005e5be395be0d920f94c44fe6a9cb5433b68b17ab68627d7485c22e71fba4af2c289ea0389d053ba9e8cd7957def9ae8](https://bolagsverket.se/foretag/aktiebolag/startaaktiebolag/aktier/olikaaktieslag.503.html?TSPD_101_R0=085cfe028fab200097bd228122b3edbc97ab0ed9daeac2f61ea9dafa05a4c89977922f22163049408aba0c4ae1430005e5be395be0d920f94c44fe6a9cb5433b68b17ab68627d7485c22e71fba4af2c289ea0389d053ba9e8cd7957def9ae8)

Dagens industri, *Hotet mot svensk ägarstyrning och kapitalmarknad*, 5 maj 2025 (hämtad 28 september 2025), <https://www.di.se/debatt/hotet-mot-svensk-agarstyrning-och-kapitalmarknad/>

Dagens industri, *Di avslöjar: ISS säger nej till Ericssons röstkungar*, 20 mars 2024 (hämtad 28 september 2025), <https://www.di.se/nyheter/di-avslorjar-iss-sager-nej-till-ericssons-rostkungar/>

Dagens industri, *Svenskt Näringsliv i ny attack mot röstrådgivaren ISS: ”Djupt oroade”*, 23 april 2024 (hämtad 28 september 2025), <https://www.di.se/nyheter/svenskt-naringsliv-i-ny-attack-mot-rostradgivaren-iss-djupt-oroade/>

Dagens industri, *De röststarka ägarnas makt har en baksida*, 9 december 2022 (hämtad 28 september 2025), <https://www.di.se/analys/de-roststarka-agarnas-makt-har-en-baksida/>

Deutsche Börse Group, *The Frankfurt Stock Exchange*, (hämtad 14 oktober 2025), <https://www.deutsche-boerse.com/dbg-en/markets-services/trading/frankfurt-stock-exchange/management-board>

Euroclear, *Aktieägarstatistik Q2: Utländskt ägande ökat, svenskt minskar och SAAB fortsatt raket*, 9 september 2024 (hämtad 28 september 2025), <https://www.euroclear.com/sweden/sv/nyheter-och->

[insikter/pressmeddelanden/Aktieagarstatistik-Q2-Utlandskt-agande-okar-svenskt-minskar-och-Saab-fortsatt-raket.html](https://www.svea.se/insikter/pressmeddelanden/Aktieagarstatistik-Q2-Utlandskt-agande-okar-svenskt-minskar-och-Saab-fortsatt-raket.html)

Euroclear, *Aktieägandet i Sverige 2017*, (hämtad 28 september 2025), [https://www.euroclear.com/dam/ESw/Brochures/Documents\\_in\\_Swedish/Aktieagandet\\_i\\_Sverige\\_2017.pdf](https://www.euroclear.com/dam/ESw/Brochures/Documents_in_Swedish/Aktieagandet_i_Sverige_2017.pdf)

FAR online, *Rätt Bolagsrätt 2025 - Robert Sevenius, Röstningsrådgivare*, (hämtad 2 oktober 2025), [https://www.faronline.se/dokument/rattserien/ratt-bolagsratt/r/rb\\_rostningsradgivare/](https://www.faronline.se/dokument/rattserien/ratt-bolagsratt/r/rb_rostningsradgivare/)

FAR online, *Rätt Bolagsrätt 2025 - Robert Sevenius, Omvandlingsförbehåll*, (hämtad 2 december 2025), [https://www.faronline.se/dokument/rattserien/ratt-bolagsratt/o/rb\\_omvandlingsforbehall/](https://www.faronline.se/dokument/rattserien/ratt-bolagsratt/o/rb_omvandlingsforbehall/)

Hopt, Klaus J & Kalss, Susanne, *Multiple-voting shares in Europe – A comparative law and economic analysis*, 1 juli 2024, European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 786/2024, <https://ssrn.com/abstract=4887591>

Kollegiet för svensk bolagsstyrning, *Frågor och svar angående den svenska modellen för bolagsstyrning*, 17 september 2018, (20 oktober 2025), [https://bolagsstyrning.se/Userfiles/Bolagsstyrning/fragor\\_och\\_svar\\_avseende\\_den\\_svenska\\_modellen\\_for\\_bolagsstyrning.pdf](https://bolagsstyrning.se/Userfiles/Bolagsstyrning/fragor_och_svar_avseende_den_svenska_modellen_for_bolagsstyrning.pdf)

Kullving, Carl-Johan, *Qvibergs känga mot Wallenberg: "Satt en dålig standard"*, 30 april 2024 (hämtad 28 september 2025), <https://www.affarsvarlden.se/artikel/qvibergs-kanga-mot-wallenberg-inte-forvanad-over-deras-agerande?tpw=1765815130>

Lidman, Erik och Skog, Rolf, *London allowing dual class Premium listings: A Swedish commentary*, Law Working Paper N° 280/2021, april 2021, [https://www.ecgi.global/sites/default/files/working\\_papers/documents/lidmanskogfinal.pdf](https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/lidmanskogfinal.pdf)

SEB Group, *De största aktieägarna – Sektor*, 30 november 2025 (hämtad 12 december 2025), <https://sebgroup.com/sv/investor-relations/aktien/de-storsta-aktieagarna>

Svenskt Näringsliv, *Möjligheten att ha aktier av olika slag med olika röstvärde – ett svenskt perspektiv*, februari 2023 (hämtad 28 september 2025), [https://www.svensktnaringsliv.se/bilder\\_och\\_dokument/mx0vv\\_mojlighet-att-ha-aktier-av-olika-slag-med-olika-rostvarde-ett-sve\\_1195708.html/Aktier+med+olika+r%25C3%25B6stv%25C3%25A4rde.pdf](https://www.svensktnaringsliv.se/bilder_och_dokument/mx0vv_mojlighet-att-ha-aktier-av-olika-slag-med-olika-rostvarde-ett-sve_1195708.html/Aktier+med+olika+r%25C3%25B6stv%25C3%25A4rde.pdf)

Svensk Värdepappersmarknad, *Information om egenskaper och risker avseende finansiella instrument*, 2021-03-16, <https://svenskvardepappersmarknad.se/wp-content/uploads/2021/06/Information-Egenskaper-Risker-2021.pdf>

Skatteverket, *rättslig vägledning, vad är en aktie?*, (Hämtad 28 september 2025), [https://www4.skatteverket.se/rattsligvagledning/edition/2025.8/2796.html?TSPD\\_101\\_R0=08a48f3538ab20005c0c348bcaa87f957d2b27f3580e8222b84ae26344ba2281b065b7d01a9ed3d70815e45614143000a2a03299f1dfb3045367c7574be28a24258c87fa21bce0a38d680901dfac ef87575bfb27f3a7ae90bd996010d302baff](https://www4.skatteverket.se/rattsligvagledning/edition/2025.8/2796.html?TSPD_101_R0=08a48f3538ab20005c0c348bcaa87f957d2b27f3580e8222b84ae26344ba2281b065b7d01a9ed3d70815e45614143000a2a03299f1dfb3045367c7574be28a24258c87fa21bce0a38d680901dfac ef87575bfb27f3a7ae90bd996010d302baff)

SKF, Årsredovisning 2002 inkluderande Hållbarhetsredovisning, [https://cdn.skfmediahub.skf.com/api/public/09d5c11a79fafc41/pdf\\_preview\\_medium/09d5c11a79fafc41\\_pdf\\_preview\\_medium.pdf](https://cdn.skfmediahub.skf.com/api/public/09d5c11a79fafc41/pdf_preview_medium/09d5c11a79fafc41_pdf_preview_medium.pdf)

Svanberg, Carl-Henric, Kollegiet för svensk bolagsstyrning, *Svensk kod för bolagsstyrning*, Halvarsson & Halvarsson, december 2023, [https://bolagsstyrning.se/Userfiles/Koden/Dokument/SvenskKodBolagsstyrn\\_gallande\\_fran\\_den\\_1\\_januari\\_2024.pdf](https://bolagsstyrning.se/Userfiles/Koden/Dokument/SvenskKodBolagsstyrn_gallande_fran_den_1_januari_2024.pdf)

Svenskt Näringsliv, *The EU Listing Act Proposed EU Directive on multiple-vote share structures*, juni 2023 (hämtad 28 september 2025), [https://www.svensktnaringsliv.se/english/positionpapers/b4k43\\_multi-vote-share-structures-scgi-and-the-confederation-of-swedish\\_1201395.html/The+EU+Listing+Act.pdf](https://www.svensktnaringsliv.se/english/positionpapers/b4k43_multi-vote-share-structures-scgi-and-the-confederation-of-swedish_1201395.html/The+EU+Listing+Act.pdf)

Svenskt Näringsliv, *Möjligheten att ha aktier av olika slag med olika röstvärde – ett svenskt perspektiv*, februari 2023 (hämtad 28 september 2025), [https://www.svensktnaringsliv.se/bilder\\_och\\_dokument/mx0vv\\_mojlighet-att-ha-aktier-av-olika-slag-med-olika-rostvarde-ett-sve\\_1195708.html/Aktier+med+olika+r%25C3%25B6stv%25C3%25A4rde.pdf](https://www.svensktnaringsliv.se/bilder_och_dokument/mx0vv_mojlighet-att-ha-aktier-av-olika-slag-med-olika-rostvarde-ett-sve_1195708.html/Aktier+med+olika+r%25C3%25B6stv%25C3%25A4rde.pdf)

Åstrand, Erica, FAR online, *Nytt EU-direktiv tillåter aktier med olika röstvärden på MTF-plattformar*, 10 december 2024, (hämtad 2 december 2025), <https://www.faronline.se/nyheter/2024/december/nytt-eu-direktiv-tillater-aktier-med-olika-rostvarden-pa-mtf-plattformar/>

## Offentligt tryck – EU

### *Fördrag*

Fördraget om Europeiska unionens funktionssätt

### *Förordningar*

Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129 av den 14 juni 2017 om prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad, och om upphävande av direktiv 2003/71/EG

Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk (marknadsmissbruksförordning) och om upphävande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG och kommissionens direktiv 2003/124/EG, 2003/125/EG och 2004/72/EG

Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 600/2014 av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av förordning (EU) nr 648/2012

## *Direktiv*

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

Europaparlamentets och Rådets direktiv 2001/34/EG av den 28 maj 2001 om upptagande av värdepapper till officiell notering och om uppgifter som skall offentliggöras beträffande sådana värdepapper

Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2024/2810 av den 23 oktober 2024 om strukturer med aktier med högre röstvärde i bolag som ansöker om att få sina aktier upptagna till handel på en multilateral handelsplattform

## *Kommissionsdokument*

COM72/887/Final, *proposal for a fifth directive on the coordination of safeguards which for the protection of the interests of members and outsiders, are required by member states of companies within the meaning of article 59, second paragraph, with respect to company structure and to the power and responsibilities of company boards.*

COM/2002/0534 Final, *proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on takeover bids*

COM (2003) 284 Final, *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan to Move Forward*

COM (2015) 468 Final, *Action Plan on Building a Capital Markets Union*

COM (2022) 761 Final, *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*

SWD (2022) 762, *Impact assessment report*

## *Pressmeddelanden och rapporter*

Council of the EU, Press release, *SME access to capital: Council adopts negotiating mandate on multiple-vote share structures*, 19 april 2023 (hämtad 20 oktober 2025), <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2023/04/19/sme-access-to-capitals-council-adopts-position-on-multiple-vote-share-structures/>

European Commission, *Commission welcomes political agreement on the Listing Act*, Daily News, 2 februari 2024 (hämtad 24 oktober 2025), [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/mex\\_24\\_627](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/mex_24_627)

High Level Forum on the Capital Markets Union, *A new Vision for Europe's Capital Markets*, juni 2020 (hämtad 24 oktober 2025), [https://finance.ec.europa.eu/system/files/2020-06/200610-cmu-high-level-forum-final-report\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/system/files/2020-06/200610-cmu-high-level-forum-final-report_en.pdf)

## Internetkällor – EU och internationellt

Centre for European Policy Studies, *Corporate Governance in Europe, Report of a CEPS Working Party*, CEPS Working Report No. 12, juni 1995 (hämtad 24 oktober 2025), [https://www.ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/ceps\\_june1995.pdf](https://www.ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/ceps_june1995.pdf)

Council of Institutional Investors, *Dual-Class Enablers*, (hämtad 12 december 2025), <https://www.cii.org/dualclassenablers>

Council of Institutional Investors, CII Petition to New York Stock Exchange, 24 oktober 2018 (hämtad 29 oktober 2025), [https://www.cii.org/files/issues\\_and\\_advocacy/correspondence/2018/20181024%20NYSE%20Petition%20on%20Multiclass%20Sunsets%20FINAL.pdf](https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2018/20181024%20NYSE%20Petition%20on%20Multiclass%20Sunsets%20FINAL.pdf)

Council of Institutional Investors, CII Petition to NASDAQ, 24 oktober 2018 (hämtad 29 oktober 2025), [https://www.cii.org/files/issues\\_and\\_advocacy/correspondence/2018/20181024%20NASDAQ%20Petition%20on%20Multiclass%20Sunsets%20FINAL.pdf](https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2018/20181024%20NASDAQ%20Petition%20on%20Multiclass%20Sunsets%20FINAL.pdf)

Europeiska unionens råd, *Kapitalmarknadsunionen*, 23 maj 2024 (hämtad 29 november 2025), <https://www.consilium.europa.eu/sv/policies/capital-markets-union-explained/>

Glass Lewis, 2024 Benchmark Policy Guidelines – Sweden, (hämtad 12 december 2025), <https://resources.glasslewis.com/hubfs/2024%20Guidelines/2024%20Sweden%20Benchmark%20Policy%20Guidelines.pdf>

Glass Lewis, 2020 Guidelines an overview of the glass lewis approach to proxy advice – Denmark, (hämtad 12 december 2025), <https://resources.glasslewis.com/hubfs/2020%20Guidelines/2020%20Denmark%20Benchmark%20Policy%20Guidelines.pdf>

Glass Lewis, *About Glass Lewis*, (hämtad 12 december 2025), <https://www.glasslewis.com/about-us>

ISS Governance, *About ISS*, (hämtad 20 oktober 2025), <https://www.issgovernance.com/about/about-iss/>

ISS Governance, *Continental Europe – Proxy Voting Guidelines Benchmark Policy Recommendations*, 9 januari 2025 (hämtad 20 oktober 2025), <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/emea/Europe-Voting-Guidelines.pdf?v=2025.1>

ISS Governance, *ISS Global Voting Principles*, (hämtad 20 oktober 2025), <https://www.issgovernance.com/policy-gateway/iss-global-voting-principles/>

ISS, ECGI och Sherman & Sterling, *Report to the European Commission on the Proportionality Principle in the European Union*, 18 maj 2007 (hämtad 24 oktober 2025), [https://www.ecgi.global/system/files?file=2024-02/\\_osov\\_final\\_report\\_en.pdf](https://www.ecgi.global/system/files?file=2024-02/_osov_final_report_en.pdf)

ISS, ECGI och Sherman & Sterling, *Report to the European Commission on the Proportionality Principle in the European Union*, Ref. Ares (2016) 140624, 11 januari 2016.

Investor Coalition for Equal Votes, *Voting on voting rights – How the world’s largest investors sanction companies with unequal voting rights*, (hämtad 12 december 2025), <https://www.railpen.com/media/4yslhxhmz/icev-dcss-voting-policies-2024.pdf>

Investor Coalition for Equal Votes, *Who we are*, (hämtad 16 december 2025), <https://www.icevequalvotes.org/who-we-are>

John C. Coffee, Jr, *Dual Class Stock: The Shades of Sunset*, 19 november 2018 (hämtad 24 oktober 2025), <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2018/11/19/dual-class-stock-the-shades-of-sunset/>

Marcos, Francisco, *Multiple Voting Shares/Units in Spain*, European Company Law Volume 22, Issue 3 (2025) pp. 64 – 70, 2 februari 2025, <https://ssrn.com/abstract=5385135>

Neville, Mette & Sørensen, Karsten, *Differential Voting Rights in Listed Companies in Denmark and Sweden – to be challenged or boosted by harmonization?*, European Company Case Law (ECCL), Nordic & European Company Law Working Paper No. 24-04, 20 mars 2024, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4766034](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4766034)

OECD (2025), *The Swedish Equity Market: Institutional Framework and Trends*, OECD Publishing, 29 april 2025, (hämtad 28 september 2025), <https://doi.org/10.1787/0640a75c-en> och [https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2025/04/the-swedish-equity-market\\_061ab7c8/0640a75c-en.pdf](https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2025/04/the-swedish-equity-market_061ab7c8/0640a75c-en.pdf).

S&P Global, *S&P Dow Jones Indices Announces Decision on Multi-Class Share and Voting Rules*, 31 juli 2017 (hämtad 24 oktober 2025), <https://press.spglobal.com/2017-07-31-S-P-Dow-Jones-Indices-Announces-Decision-on-Multi-Class-Shares-and-Voting-Rules>

## Utländskt offentligt tryck

### Lagstiftning

Selskabsloven, *Bekendtgørelse af lov om aktie- og anpartsselskaber*, LBK nr 331 af 20/03/2025, tillgänglig på: <https://www.retsinformation.dk/eli/lta/2025/331>

Osakeyhtiölaki, SDK 624/2006, tillgänglig på svenska på: <https://www.finlex.fi/sv/lagstiftning/2006/624>

Ley de Sociedades de Capital, *Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital*, BOE-A-2010-10544, tillgänglig på: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544>

Aktiengesetz, *Stock Corporation Act of 6 September 1965 (Federal Law Gazette I, p. 1089), as last amended by Article 18 of the Act of 23 October 2024 (Federal Law Gazette 2024 I, no.*

323), tillgänglig på engelska på: [https://www.gesetze-im-internet.de/englisch\\_aktg/englisch\\_aktg.html](https://www.gesetze-im-internet.de/englisch_aktg/englisch_aktg.html)

Code de commerce, Dernière mise à jour des données de ce code: 13 décembre 2025 (senaste uppdatering av uppgifterna i code de commerce: 13 december 2025), tillgänglig på: [https://www.legifrance.gouv.fr/codes/texte\\_lc/LEGITEXT000005634379?init=true&page=1&query=code+de+commerce&searchField=ALL&tab\\_selection=all](https://www.legifrance.gouv.fr/codes/texte_lc/LEGITEXT000005634379?init=true&page=1&query=code+de+commerce&searchField=ALL&tab_selection=all)