



GÖTEBORGS UNIVERSITET  
HANDELSHÖGSKOLAN

# Frivillig avnotering och minoritetsskydd

En analys av stämmoregeln i ASK 2025 II.1 B och dess betydelse  
för bolag och aktieägare

Roger Lundin

Juridiska Institutionen

Handelshögskolan vid Göteborgs universitet

Juristprogrammet HT 2025

Handledare: Rolf Skog

Examinator: Claes Martinson

Examensarbete HRO800, 30 HP

# Abstract

This thesis analyses how Rule II.1 B of the Stock Market Self-Regulation Committee's *Rules on Delisting of Shares at the Initiative of the Issuer* (ASK 2025), in force from 1 September 2025, affects the balance between an issuer's interest in delisting and shareholders' interest in continued organised trading.

A voluntary delisting creates a structural conflict of interest: the issuer may seek to reduce costs and regulatory burden, while minority shareholders risk reduced liquidity and the loss of the investor-protection framework associated with the listing. In Sweden, this tension has largely been addressed through self-regulation and the rulings of the Swedish Securities Council (Aktiemarknadsnämnden), and the previous shareholders' meeting route was coupled with very stringent majority requirements and therefore saw limited practical use.

The thesis answers two sub-questions: (1) in which companies, and under what circumstances, delisting via the shareholders' meeting under Rule II.1 B fills a need as a route for voluntary delisting, and (2) how the design of the rule – particularly its voting requirements – affects the minority's ability to influence the outcome at different levels of control.

The method combines doctrinal analysis (EU law, Swedish law, issuer rulebooks and practice) with empirical material. The empirical basis consists of 280 delistings (January 2017–August 2025), ownership data for 546 companies traded on Swedish trading platforms in autumn 2025, and a review of the first delistings carried out under Rule II.1 B after its entry into force.

The analysis indicates that Rule II.1 B makes the shareholders' meeting route more feasible as an orderly exit mechanism – in particular for smaller companies that, under certain circumstances, typically have a need to be able to leave the stock market. The modelling indicates that the nine-tenths requirement is often the decisive constraint on the minority's ability to block a proposal, while the majority-of-the-minority condition tends to have an independent effect mainly at very high control levels; the minority's practical influence therefore often depends on mobilisation and meeting participation.

Overall, the results suggest that the new rule can meet a legitimate need for voluntary delisting, but that the level of protection varies materially with ownership structure. Against this background, the thesis discusses, *de lege ferenda*, a targeted adjustment of the MoM condition with a view to achieving a more evenly calibrated balance between issuers' delisting interests and shareholders' interests in continued organised trading.

# Sammanfattning

Uppsatsen analyserar hur stämmoregeln i II.1 B i Aktiemarknadens självregleringskommittés regler om avnotering på emittentens initiativ (ASK 2025), som trädde i kraft den 1 september 2025, påverkar balansen mellan bolagens intresse av att avnotera sina aktier och aktieägarnas intresse av fortsatt organiserad handel. En frivillig avnotering innebär en intressekonflikt: för bolaget kan en avnotering innebära lägre kostnader och mindre regelbörda, medan minoritetsaktieägare riskerar att det blir svårare att sälja aktien och att skyddsregler kopplade till noteringen faller bort. I svensk rätt har denna spänning i stor utsträckning hanterats genom självreglering och Aktiemarknadsnämndens praxis, och den tidigare stämmoregeln byggde på mycket stränga majoritetskrav och användes därför i begränsad utsträckning.

Uppsatsen besvarar två underfrågor: (1) i vilka bolag och under vilka omständigheter stämmoregeln i II.1 B fyller ett behov som väg för frivillig avnotering, och (2) hur stämmoregelns konstruktion – särskilt dess röstkrav – inverkar på minoritetens möjligheter att påverka utfallet vid olika nivåer av kontrolläggande. Metoden kombinerar rättsdogmatisk analys (EU-rätt, nationell rätt, emittentregelverk och praxis) med empiriskt material. Underlaget består av 280 avnoteringar (januari 2017–augusti 2025), ägardata för 546 bolag noterade på svenska handelsplattformar hösten 2025 samt en genomgång av de första tillämpningsfallen med stöd av II.1 B.

Analysen visar att ASK 2025 gör stämmoregeln mer gångbar som en ordnad utträdesväg, särskilt för mindre bolag som under vissa omständigheter typiskt har behov av att kunna lämna aktiemarknaden. Modelleringen visar att det i många fall är stämmoregelns 90-procentskrav som avgör minoritetens möjlighet att stoppa ett förslag, medan dess majority-of-the-minority-villkor (MoM-villkor) i regel får ett självständigt genomslag först vid mycket höga kontrollnivåer. Minoritetens faktiska inflytande hänger därför ofta på mobilisering och deltagande på stämman.

Sammantaget talar resultaten för att regeln fyller ett legitimt behov av att genomföra frivillig avnotering, men också att skyddsnivån varierar tydligt med ägarstrukturen. Mot den bakgrunden diskuteras de lege ferenda en justering av MoM-villkorets utformning, i syfte att uppnå en mer jämnt kalibrerad balans mellan bolagens avnoteringsintresse och aktieägarnas intresse av fortsatt organiserad handel.

# Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen (2005:551)
AMN	Aktiemarknadsnämnden
ASK	Aktiemarknadens självregleringskommitté
ASK 2025	ASK:s regler om avnotering på emittentens initiativ (gällande från och med 1 september 2025)
ESMA	European Securities and Markets Authority
FCA	Financial Conduct Authority (UK)
FI	Finansinspektionen
IPO	Initial Public Offering
LHF	Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument
LUA	Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden
MAR	Market Abuse Regulation (EU) nr 596/2014 (marknadsmisbruksförordningen)
MFN	Modular Finance Newsroom
MiFID II	Direktiv 2014/65/EU om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och direktiv 2011/61/EU
MSEK	Miljoner svenska kronor
NGM	Nordic Growth Market
NJA	Nytt juridiskt arkiv
SOU	Statens offentliga utredningar
VD	Verkställande direktör
VpmL	Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden

# Vanliga begrepp

90-procentskravet	Majoritetskrav i ASK 2025 II.1 B som anger att stämmobeslutet ska biträdas med minst 90 procent av såväl de avgivna rösterna som de på stämman företrädda aktierna.
Bristspåret	Avnotering som aktualiseras därför att noteringskraven inte längre anses uppfyllda och som drivs inom ramen för marknadsplatsens regelverk (till exempel sanktions-/bristförfarande).
Handelsplattform	En MTF-plattform enligt MiFID II (MTF, <i>Multilateral Trading Facility</i> ) – en handelsplats där flera tredjeparters köp- och säljintressen i finansiella instrument kan mötas och leda till avslut inom systemet enligt fastställda regler. Handelsplattformar omfattas av ett enklare regel- och tillsynsramverk än reglerade marknader. I Sverige finns tre handelsplattformar: Nasdaq First North Growth Market, NGM Nordic SME och Spotlight Stock Market.
Kontrollägare	Aktieägare, ensam eller tillsammans med närstående, som kontrollerar minst 30 procent av bolagets röstetal.
Kontrollzoner	Indelning av kontrolläggande i intervall som används i analysen (kapitel 6–7)
Marknadsplats	Samlingsbegrepp för reglerad marknad och handelsplattform.
MoM-villkor	”Majority-of-the-minority”-villkoret i ASK 2025 II.1 B: när det finns en kontrollägare får en majoritet av de övriga rösterna i bolaget inte ha röstat emot stämmobeslutet för att det ska vara giltigt.
Reglerad marknad	En reglerad marknad enligt MiFID II – en handelsplats som drivs av en marknadsoperatör och där flera tredjeparters köp- och säljintressen i finansiella instrument kan mötas och leda till avslut inom systemet, under särskilt tillstånd och tillsyn. I Sverige finns två

reglerade marknader: Nasdaq Stockholm Main Market och NGM Main Market.

Stämmoregeln

Regeln i ASK 2025 II.1 B om stämmobeslut som grund för ansökan om avnotering.

Tvångsinlösen

Inlösen av aktier enligt 22 kap. ABL när en aktieägare uppnått mer än 90 procent av aktierna i bolaget, med spegelrätt för minoriteten att kräva att bli inlöst.

# Innehållsförteckning

<b>Abstract</b> .....	<b>ii</b>
<b>Sammanfattning</b> .....	<b>iii</b>
<b>Förkortningar</b> .....	<b>iv</b>
<b>Vanliga begrepp</b> .....	<b>v</b>
<b>1 Inledning</b> .....	<b>1</b>
1.1 Bakgrund och problemformulering .....	1
1.2 Syfte och frågeställningar .....	2
1.3 Avgränsningar .....	3
1.4 Disposition .....	3
1.5 Metod och material .....	5
1.5.1 Metodansats .....	5
1.5.2 Normkällor .....	6
1.5.3 Material, datakällor och analysupplägg .....	6
1.5.4 Användning av generativ AI .....	8
1.6 Forskningsläge .....	8
<b>2 Behov av reglering på kapitalmarknaden</b> .....	<b>10</b>
<b>3 Notering – upptagande till handel</b> .....	<b>12</b>
3.1 Inledning .....	12
3.2 Motiv till notering .....	12
3.3 Begrepp och terminologi .....	13
3.4 Aktiebolagsrättsliga förutsättningar för notering .....	14
3.5 Rättslig ram vid notering .....	15
3.5.1 Reglerad marknad och handelsplattformar .....	15
3.5.2 Krav på marknadsplatsers regelverk .....	16
3.5.3 Emittentregelverkens roll .....	17
3.5.3.1 Ett nav av börsrättsliga förpliktelser .....	17
3.5.3.2 Krav på aktiens likviditet, spridning och fungerande prisbildning .....	18
3.5.3.3 Krav på bolagets organisation .....	19
3.5.3.4 Krav på pågående verksamhet och finansiell historik .....	20

3.5.3.5	<i>Krav på löpande finansiell rapportering</i> .....	21
3.5.3.6	<i>Krav på informationsgivning</i> .....	22
3.5.3.7	<i>Utrymme att neka notering</i> .....	23
3.5.3.8	<i>Förändrad verksamhet</i> .....	23
3.5.3.9	<i>Sanktioner vid överträdelser av regelverken</i> .....	24
3.6	<i>Aktiemarknadsrättsligt minoritetsskydd vid notering</i> .....	25
<b>4</b>	<b>Avnotering – när handeln upphör</b> .....	<b>28</b>
4.1	<i>Inledning</i> .....	28
4.2	<i>Motiv till avnotering</i> .....	29
4.3	<i>Rättslig ram för avnotering</i> .....	30
4.3.1	<i>Ramverk i EU-rätt och svensk rätt</i> .....	30
4.3.1.1	<i>EU-rättslig reglering</i> .....	30
4.3.1.2	<i>Reglering i svensk lagstiftning</i> .....	31
4.3.2	<i>Reglering i emittentregelverken</i> .....	32
4.4	<i>God sed vid avnoteringar</i> .....	33
4.4.1	<i>Självregleringens aktörer</i> .....	33
4.4.2	<i>ASK 2025: en ny era för frivilliga avnoteringar</i> .....	34
4.4.3	<i>AMN:s praxis om avnotering</i> .....	36
4.4.3.1	<i>Brist i likviditet, spridning och prisbildning</i> .....	37
4.4.3.2	<i>Brist i andra noteringskrav</i> .....	38
4.4.3.3	<i>Övervägande av alternativ till fortsatt handel</i> .....	38
4.4.3.4	<i>Presumtion för fortsatt notering vid uppfyllda noteringskrav</i> .....	39
4.4.3.5	<i>Stämmospåret i äldre praxis</i> .....	40
4.4.3.6	<i>Äldre praxis i förhållande till ASK 2025</i> .....	40
4.5	<i>Sammanfattande kommentar</i> .....	41
<b>5</b>	<b>Stämmoregeln och dess träffyta</b> .....	<b>42</b>
5.1	<i>Inledning</i> .....	42
5.2	<i>Empirisk genomgång av avnoteringar 2017–2025</i> .....	43
5.2.1	<i>Noteringar och avnoteringar under 2017–2025</i> .....	44
5.2.2	<i>Noteringsvågor, marknadsfönster och negativt urval</i> .....	44
5.3	<i>Typfall och mönster i avnoteringar 2017–2025</i> .....	46
5.3.1	<i>Avnoteringarnas fördelning mellan marknadsplatser</i> .....	46
5.3.2	<i>Bolagens storlek vid avnotering</i> .....	47
5.3.3	<i>Vanliga utträdesvägar från marknaden</i> .....	49
5.3.3.1	<i>Tvångsinlösen efter offentligt uppköpserbjudande</i> .....	50
5.3.3.2	<i>Konkurs</i> .....	52
5.3.3.3	<i>Likvidationer</i> .....	54

5.3.3.4	<i>Fusioner</i> .....	55
5.3.3.5	<i>Stämmobeslut med strängt kvalificerad majoritet</i> .....	56
5.3.3.6	<i>Bristande noteringskrav</i> .....	57
5.3.3.7	<i>Sammanfattande konklusion om utträdesvägar</i> .....	60
5.4	<i>Sammanfattande iakttagelser</i> .....	61
5.4.1	Större bolag – begränsat behov .....	61
5.4.2	Mindre bolag på handelsplattformar – betydande behov .....	62
5.5	<i>Samlad bedömning och svar på den första underfrågan</i> .....	64
<b>6</b>	<b>Stämmoregeln och minoritetens inflytande</b> .....	<b>66</b>
6.1	<i>Den svenska stämmoregeln i ASK 2025 II.1 B</i> .....	66
6.1.1	Inledning.....	66
6.1.2	Stämmoregelns konstruktion i två led.....	67
6.1.3	Tröskelvärden för minoritetens mobilisering .....	68
6.1.4	Exempel på mobiliseringskrav vid olika kontrollnivåer .....	69
6.1.4.1	<i>Exempel 1 – kontrolläggande med 20 procent</i> .....	69
6.1.4.2	<i>Exempel 2 – kontrolläggande med 30 procent</i> .....	70
6.1.4.3	<i>Exempel 3 – kontrolläggande med 65 procent</i> .....	70
6.1.4.4	<i>Exempel 4 – kontrolläggande med 82 procent</i> .....	70
6.1.5	Grafisk illustration av tröskelvärden .....	71
6.2	<i>Den brittiska stämmoregeln</i> .....	73
6.2.1	Den brittiska stämmoregelns huvuddrag.....	73
6.2.2	Ett illustrativt exempel på den brittiska stämmoregeln .....	74
6.3	<i>Jämförelse mellan svensk och brittisk stämmoregel</i> .....	75
6.3.1	Kontrollnivåer under 30 procent – starkare skydd i Sverige.....	75
6.3.2	Kontrollnivåer över 30 procent – MoM-villkorets genomslag .....	76
6.4	<i>Samlad bedömning och svar på den andra underfrågan</i> .....	77
<b>7</b>	<b>Stämmoregeln i praktiken</b> .....	<b>79</b>
7.1	<i>Utgångspunkter, material och analysupplägg</i> .....	79
7.2	<i>Stämmoregeln och vanliga ägarstrukturer</i> .....	80
7.2.1	Bolag med huvudägare under 30 procent.....	81
7.2.2	Bolag med huvudägare mellan 30 och 80 procent .....	82
7.2.3	Bolag med huvudägare mellan 80 och 90 procent .....	83
7.3	<i>Tidiga tillämpningsfall av stämmoregeln</i> .....	83
7.4	<i>Ett förslag de lege ferenda</i> .....	88
7.5	<i>Samlad bedömning och svar på uppsatsens syfte</i> .....	93
	<b>Käll- och litteraturförteckning</b> .....	<b>95</b>

# 1 Inledning

## 1.1 Bakgrund och problemformulering

Den svenska aktiemarknaden har en viktig funktion i samhället genom att fördela kapital från aktörer som har ett överskott till bolag som behöver kapital för att investera i tillväxt. En notering är därför ett kraftfullt verktyg: den kan ge tillgång till kapital, öka synligheten och göra aktieäggande smidigt genom organiserad handel och daglig prissättning.

Noteringen har dock ett pris för de bolag som träder in på aktiemarknaden. En notering medför både ökade kostnader och högre krav. För att marknaden ska fungera krävs information som går att lita på. Det innebär höga krav på bland annat informationsgivning, intern kontroll och regelefterlevnad. I vissa lägen kan kostnaderna och kraven uppfattas som för höga i förhållande till nyttan, och bolaget kan därför ha legitima skäl att vilja lämna den noterade miljön.

När ett bolag vill avnotera sina aktier uppstår en klassisk intressekonflikt. Bolaget, ibland på initiativ från en kontrollägare, kan vilja lämna marknaden för att sänka kostnader och skapa ett större handlingsutrymme, samtidigt som minoriteten vill behålla en organiserad handel i aktien. För en minoritetsaktieägare kan en avnotering i praktiken innebära både att det blir svårare att sälja aktien och att de skyddsregler som följer av noteringen inte längre gäller.

I svensk rätt har denna konflikt främst hanterats inom ramen för god sed på aktiemarknaden, framför allt genom Aktiemarknadsnämndens uttalanden och genom kopplingen mellan självreglering och noteringsavtal. En utgångspunkt har varit att den som investerar i en noterad aktie normalt gör det med en berättigad förväntan om att det kommer att finnas en organiserad handel så länge noteringskraven är uppfyllda. Denna förväntan kan rubbas om det blir för enkelt för bolag att lämna marknaden. I litteraturen har det därför framhållits att noteringen kan förstås som ett slags åtagande: bolaget underkastar sig ett regelpaket som också gör utträdet mer friktionsfyllt. I den meningen kan noteringen beskrivas som en ”lobster trap”: när bolaget väl tagit sig in i den noterade miljön blir det svårare att ta sig ut, vilket minskar risken för opportunistiska avnoteringar.<sup>1</sup> Ett sådant åtagande kan i sin tur bidra till ett ökat förtroende för aktiemarknaden.

Samtidigt uppstår situationer där det står klart att en noterad miljö inte längre passar för vissa bolag. Då skärps spänningen mellan vad som kan framstå som företagsekonomiskt sunt för

---

<sup>1</sup> Jfr Rock, E., *Securities Regulation as Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure*, *Cardozo Law Review*, vol. 23, 2002, s. 675.

bolaget – eller rentav nödvändigt för att undvika framtida obestånd – och aktieägarnas förväntan om en fortsatt organiserad handel.

Mot denna bakgrund utvecklades under 2010-talet ett särskilt stämmospår i Aktiemarknadsnämndens praxis: en frivillig avnotering kunde legitimeras genom beslut på bolagsstämma, men bara om ett mycket strängt kvalificerat majoritetskrav var uppfyllt.<sup>2</sup> En avnotering kunde då motiveras av att det inte fanns någon betydande invändning från aktieägarna mot att lämna marknaden. Denna konstruktion gav ett mycket starkt formellt skydd – i praktiken kunde en enskild närvarande aktieägare stoppa förslaget. Det höga majoritetskravet innebar dock en tydlig genomföranderisk, vilket minskade incitamenten att använda stämmospåret, och bidrog till att regeln fick ett begränsat praktiskt genomslag.

Den 1 september 2025 trädde Aktiemarknadens självregleringskommittés regler om avnotering på emittentens initiativ (ASK 2025) i kraft.<sup>3</sup> Reglerna kodifierar till stor del tidigare praxis, men innebär också en justering av stämmospåret. Majoritetskravet har utformats på ett annat sätt, och när det finns en kontrollägare tillkommer dessutom ett särskilt majority-of-the-minority-villkor (MoM-villkor). Med kontrollägare avses här en aktieägare som, ensam eller tillsammans med närstående, kontrollerar minst 30 procent av röstetalet i bolaget. Tanken är att stämmobeslutet ska kunna fungera som en legitim grund för frivillig avnotering, utan att beslutet kan drivas igenom på ett sätt som urholkar minoritetens ställning. Regelverket kompletteras dessutom av krav på hur processen kommuniceras till marknaden.<sup>4</sup>

Regelförändringen väcker en övergripande fråga: hur påverkar den nya stämmoregelns konstruktion balansen mellan bolagets intresse av att kunna avnotera sina aktier och aktieägarnas intresse av fortsatt organiserad handel? När reglerna ändras på kort tid finns en risk att jämvikten rubbas. Därmed aktualiseras två frågor som uppsatsen tar sikte på, och som preciseras i nästa avsnitt.

## 1.2 Syfte och frågeställningar

Mot denna bakgrund är syftet med uppsatsen att analysera hur stämmoregeln i II.1 B i Aktiemarknadens självregleringskommittés regler om avnotering på emittentens initiativ (ASK 2025) påverkar balansen mellan bolagets intresse av att avnotera sina aktier och aktieägarnas intresse av fortsatt organiserad handel.

---

<sup>2</sup> Se Aktiemarknadsnämnden, *Verksamhetsberättelse 2016*, s. 6 f.

<sup>3</sup> Se Aktiemarknadens självregleringskommitté, *Regler om avnotering av aktier på emittentens initiativ* (ASK 2025), gällande från den 1 september 2025.

<sup>4</sup> Se ASK 2025 punkterna II.1 B (stämmoregel) och III.1–2 (informationskrav).

För att besvara syftet behandlas följande underfrågor:

1. För vilka bolag, och under vilka omständigheter, fyller stämmoregeln ett behov som väg för frivillig avnotering?
2. Hur inverkar stämmoregelns konstruktion – särskilt dess röstkrav – på minoritetens möjligheter att påverka utfallet vid olika nivåer av kontrolläggande?

### 1.3 Avgränsningar

Uppsatsen avgränsas till frivilliga avnoteringar i den meningen att avnoteringen grundas på bolagsstämmans beslut. Fokus ligger på stämmoregeln i ASK 2025 II.1 B och regelns funktion som minoritetsskydd, särskilt genom de uppställda majoritetskraven (90-procentskravet och MoM-villkoret).

Uppsatsen omfattar inte en analys av utträden där avnoteringen i praktiken är en följd av (i) ett offentligt uppköpserbud med efterföljande tvångsinlösen eller (ii) marknadsplatsens sanktions- eller bristförfarande. Dessa utträdesvägar behandlas endast översiktligt som bakgrund och jämförelse, i syfte att tydliggöra i vilka situationer en avnotering med stöd av stämmoregeln i II.1 B faktiskt blir relevant.

Vidare behandlas inte prospektregler, svensk kod för bolagsstyrning, flaggningsregler, informationsgivning (MAR) och andra aktiemarknadsrättsliga skyddsregler annat än översiktligt, i den mån det behövs för att beskriva vilket aktiemarknadsrättsligt skydd som följer av noteringen och därmed ge kontext till den intressekonflikt som uppstår vid avnotering.

Uppsatsen behandlar inte heller frågor om vilket bolagsorgan som är behörigt att fatta beslut om avnotering, och omfattar inte skadestånds- eller andra ansvarsfrågor kopplade till avnotering. Inte heller behandlas frågor om överprövning av beslut om notering eller avnotering, eller andra beslut som är direkt knutna till noterings- respektive avnoteringsprocessen.

### 1.4 Disposition

Uppsatsen är disponerad utifrån en ambition att röra sig från det stora till det lilla. Det tar sig uttryck på två olika sätt. För det första följer framställningen ett livscykelperspektiv: från varför bolag noteras och vilka krav noteringen innebär, via vilka skyddsintressen som etableras i den noterade miljön, bolagens motiv för avnotering, till den intressekonflikt som uppstår när ett bolag vill lämna marknaden till den reglering som blir aktuell vid avnotering. För det andra rör sig den rättsdogmatiska analysen nedåt genom normnivåerna, från ett övergripande perspektiv

om behovet av reglering på kapitalmarknaden till mer konkreta normkällor i traditionell normhierarkisk ordning: EU-rätt och nationell rätt, vidare till emittentregelverk och god sed.

Uppsatsen är uppbyggd för att stegvis besvara syftet: hur stämmoregeln i ASK 2025 II.1 B påverkar balansen mellan bolagens intresse av att avnotera sina aktier och aktieägarnas intresse av fortsatt organiserad handel. Framställningen rör sig från rättsliga utgångspunkter, via en empiriskt grundad kontext av när frivilliga avnoteringar faktiskt är aktuella, till en analys av hur majoritetskraven i II.1 B slår i praktiken mot de ägarstrukturer som förekommer bland mindre bolag på handelsplattformarna.

Kapitel 2–4 etablerar uppsatsens bakgrund och rättsliga utgångspunkter. Först behandlas översiktligt varför kapitalmarknaden är viktig ur ett samhällsperspektiv och behovet av reglering. Därefter redogörs för hur noteringar regleras och vilka intressen som står på spel när handeln upphör. Till sist beskrivs den rättsliga ramen för frivilliga avnoteringar samt innebörden av ASK 2025 och dess koppling till god sed och Aktiemarknadsnämndens praxis. Dessa kapitel utgör ett teoretiskt basblock som bygger upp en förståelse för den intressekonflikt som en avnotering innebär och varför stämmoregeln i II.1 B utgör ett centralt analysobjekt.

Kapitel 5 besvarar den första underfrågan genom att ge en praktisk kontext till stämmoregelns tillämpningsområde. Med utgångspunkt i ett eget sammanställt material över avnoteringar från perioden 2017–augusti 2025 analyseras mönster i vilka bolag som lämnar marknaden, från vilka marknadsplatser och genom vilka utträdesvägar. Resultatet används för att ringa in för vilka bolag, och under vilka omständigheter, stämmoregeln fyller ett behov som väg för frivillig avnotering.

Kapitel 6 besvarar den andra underfrågan genom en modellering av majoritetskraven i II.1 B. Analysen klargör vilka trösklar som följer av 90-procentskravet och MoM-villkoret vid olika nivåer av kontrolläggande och illustrerar därmed minoritetens praktiska möjligheter att påverka utfallet vid omröstning på bolagsstämman.

Kapitel 7 för samman resultaten från kapitel 5 och 6 och prövar dem mot hur ägarstrukturerna faktiskt ser ut i de bolag där stämmoregeln främst blir aktuellt. Kapitlet analyserar dels fördelningen av huvudägarens röstandelar i bolag på handelsplattformarna, dels erfarenheter från de första tillämpningsfallen efter att ASK 2025 trätt i kraft. Mot denna bakgrund diskuteras hur den samlade bilden påverkar bedömningen av balanspunkten mellan bolagens avnoteringsintresse och aktieägarnas intresse av fortsatt handel. I ett avslutande avsnitt diskuteras – de lege ferenda – hur majoritetskraven i II.1 B skulle kunna kalibreras för att uppnå en mer ändamålsenlig balans.

## 1.5 Metod och material

### 1.5.1 Metodansats

Uppsatsen har en i grunden rättsdogmatisk ansats. Med rättsdogmatisk metod avses här att rekonstruera vad som följer av gällande rätt i den aktuella frågeställningen, med utgångspunkt i de allmänt accepterade rättskällorna.<sup>5</sup> Syftet är att systematisera och analysera vad som följer av gällande regler och god sed vid frivilliga avnoteringar, med särskilt fokus på stämmoregeln i ASK 2025 II.1 B och regelns majoritetskrav. Analysen tar sin utgångspunkt i ASK 2025 samt i Aktiemarknadsnämndens uttalanden som ett tolkningsunderlag för vad som anses följa av god sed på aktiemarknaden.

För att besvara uppsatsens underfrågor kompletteras den rättsdogmatiska analysen med ett rättsanalytiskt upplägg.<sup>6</sup> Den svenska litteraturen behandlar frivilliga avnoteringar – och stämmobeslut som grund för frivillig avnotering – i begränsad utsträckning på ett sätt som gör det möjligt att bedöma när stämmoregeln fyller ett behov. Därför används ett empiriskt underlag för att beskriva typfall och mönster och på så sätt sätta normanalysen i ett praktiskt sammanhang.<sup>7</sup>

Det rättsanalytiska inslaget innebär att analysen inte stannar vid att fastställa norminnehållet. Det belyser också hur stämmoregelns röstkrav kan inverka på minoritetens faktiska inflytande vid olika nivåer av kontrolläggande. Som bakgrund och stöd till den empiriska forskningen används även relevant finansiell och rättsekonomisk forskning om mönster kring noteringar och avnoteringar.

Därutöver används den brittiska motsvarigheten till stämmoregeln som ett begränsat komparativt jämförelseobjekt.<sup>8</sup> Valet motiveras av att svensk självreglering på aktiemarknaden historiskt utvecklats i nära dialog med brittiska förebilder, särskilt på takeover-området, och att svenska självregleringsorgan har formats med den brittiska Takeover Panel som central referenspunkt.<sup>9</sup> Jämförelsen avser främst stämmoregelns majoritetskrav – rösttrösklar och MoM-mekanik – det vill säga hur beslutsvillkor och minoritetsskydd är konstruerade och vilka effekter konstruktionen får vid olika nivåer av kontrolläggande. I den mån analysen går vidare till att bedöma stämmoregelns konsekvenser och diskutera alternativa konstruktioner är uppsatsen även kritiskt inriktad i den mening som beskrivs av Kleineman.<sup>10</sup>

---

<sup>5</sup> Jfr Kleineman, J., Rättsdogmatisk metod, i: *Juridisk Metodlära*, Nääv, M. & Zamboni, M. (red.), 2 uppl., Studentlitteratur, 2018, s. 21 ff.

<sup>6</sup> Jfr Sandgren, C., *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare*, 6 uppl., 2025, Norstedts Juridik, s. 54 ff.

<sup>7</sup> Jfr Sandgren 2025, s. 58 ff.

<sup>8</sup> Jfr Sandgren 2025, s. 63 f.

<sup>9</sup> Jfr Munck, J., *Självregleringen på värdepappersmarknaden*, JT nr 3 2006/07, s. 559.

<sup>10</sup> Jfr Kleineman 2018, s. 35 f.

### 1.5.2 Normkällor

Normkällorna i uppsatsen utgörs av EU-rätt och svensk rätt samt den självreglering och praxis som präglar den svenska aktiemarknaden. På EU-nivå beaktas framför allt MiFID II<sup>11</sup> med tillhörande rättsakter. I svensk rätt behandlas främst lagen om värdepappersmarknaden (VpmL) och aktiebolagslagen (ABL). Därutöver används även marknadsplatsernas emittentregelverk som har en viktig praktisk funktion då de i hög grad anger de villkor och den process som gäller för bolaget i dess löpande verksamhet och därmed ser till att regelverket efterlevs.

På området för avnoteringar står självregleringens normer i fokus. Den centrala normkällan i uppsatsen är Aktiemarknadens självregleringskommittés regler om avnotering på emittentens initiativ (ASK 2025), med tyngdpunkt på stämmoregeln i II.1 B. För att förstå regelns funktion och skyddsändamål beaktas även Aktiemarknadsnämndens uttalanden och den praxis som uttalandena ger uttryck för. Den tidigare praxisen används här som en referensram: den visar vilka intressekonflikter och skyddsbehov som har identifierats över tid och som den nya stämmoregeln tar sikte på att hantera. Detta blir särskilt viktigt eftersom ASK 2025 saknar offentliga förarbeten. För att kunna bedöma hur stämmoregeln är tänkt att fungera – och vilka problem den ska motverka – krävs därför en förståelse av den utveckling som föregick ASK 2025 och hur äldre praxis hanterade de behov och intressekonflikter som aktualiseras vid frivillig avnotering.

Även om ASK 2025 och AMN:s uttalanden utgör självreglering och inte är bindande rätt i formell mening, har de i praktiken betydande normerande verkan genom kopplingen till marknadsplatsernas noteringsavtal, emittentregelverk och sanktionssystem. Denna koppling har också beaktats i rättstillämpningen, där inregistrerings-/noteringsavtal inte enbart behandlats som privaträttsliga avtal utan som instrument för att upprätthålla god affärssed och marknads funktion.<sup>12</sup> Mot den bakgrunden blir självregleringen en naturlig utgångspunkt när gällande rätt om frivilliga avnoteringar ska konstrueras.

### 1.5.3 Material, datakällor och analysupplägg

Det empiriska underlaget som presenteras i kapitel 5 består av en egen sammanställning av 280 svenska bolag som har avnoterats från svenska marknadsplatser under perioden 1 januari 2017–31 augusti 2025. Perioden har valts eftersom Aktiemarknadsnämnden i sin verksamhetsberättelse 2016 lyfte fram bolagsstämlobeslutet som en legitimerande grund för att besluta om frivillig avnotering.<sup>13</sup> Materialet har därför avgränsats till tiden efter 2016.

---

<sup>11</sup> 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 (MiFID II).

<sup>12</sup> Jfr NJA 1985 s. 343.

<sup>13</sup> Se AMN 2016, s. 6 f.

I *kapitel 5* används materialet för att beskriva typfall och mönster bland tidigare genomförda avnoteringar. Syftet är att ge en empiriskt grundad bild av i vilka bolag och under vilka omständigheter frivilliga avnoteringar kan aktualiseras, och därigenom bedöma när stämmoregeln i II.1 B fyller ett behov som väg för frivillig avnotering ("vilka bolag träffas?"). Materialet används deskriptivt och syftar inte till att fastställa kausala förklaringar i enskilda fall.

För ändamålet har uppgifter om avnoterat bolag, avnoteringsdatum, marknadsplats och börsvärde hämtats från Holdings. För att verifiera avnoteringarna och för att klassificera utträdesväg har materialet kompletterats med bolagens pressmeddelanden via Modular Finance Newsroom (MFN). Vid behov har även information hämtats från marknadsplatsernas marknadsmeddelanden. Uppgifter om historiska noteringar har inhämtats från Affärsvärldens tjänst "IPO-guiden". Uppgifterna har sammanställts och bearbetats i Excel. Tabeller och grafer har skapats i webbtjänsten Datawrapper.

*Kapitel 6* bygger på en modellering av majoritetskraven i II.1 B. Modelleringen utgår från röstandelar och visar vilka trösklar som följer av 90-procentskravet och MoM-villkoret vid olika nivåer av kontrolläggande. Syftet är att synliggöra regelns beslutslogik genom flera förenklade exempel och illustrationer över regelns verkan ("hur fungerar regeln?"). Den brittiska stämmoregeln används som jämförelseobjekt för att ge en kontrast mot den svenska regeln och därigenom ännu tydligare belysa den svenska regelns effekter. Modelleringen av tröskelvärden – och framtagandet av grafer – har utförts i Excel.

För analysen av kontrolläggande i *kapitel 7* används ägardata från Holdings avseende ägarförhållanden per 30 september 2025. I förekommande fall har hänsyn tagits till röstvärdedifferentierade aktier genom att röstandelar beräknats utifrån Holdings uppdelning av aktieserier. Holdings gruppering av ägare har följts, vilket innebär att röstandelen i vissa fall avser en ägarkrets där indirekta innehav och familjemedlemmars innehav kan ingå. Uppgifterna har inhämtats under perioden 5–15 november 2025 och avser bolag som var noterade på svenska handelsplattformar per 5 november 2025. Materialet används för att undersöka hur vanligt det är att bolag på handelsplattformarna hamnar i de kontrollzoner som identifieras i *kapitel 6*. På så sätt sätts de friktioner som modelleringen pekar på i relation till hur ägarstrukturerna faktiskt ser ut i verkligheten. Materialet har sammanställts i Excel och histogrammet (figur 7.1) har tagits fram i Datawrapper.

I *kapitel 7* analyseras även avnoteringar som genomförts med stöd av stämmoregeln i II.1 B under perioden 1 september–1 december 2025. Dessa fall har identifierats genom sökningar i Modular Finance Newsroom (MFN), där bolagens pressmeddelanden publiceras. Sökningarna har gjorts på relevanta nyckelord som "avnotering", "ASK" och "avnoteringsreglerna". Mot bakgrund av att frekvensen av avnoteringar enligt II.1 B under perioden har varit låg bedöms sökningen täcka samtliga relevanta fall. Uppgifter har samlats in om bolagens bakgrund,

angivna motiv och finansiella ställning, som inhämtats via bolagens pressmeddelanden (MFN). Uppgifter om börsvärde, ägarspridning och ägarandelar har hämtats från Holdings. Materialet har sammanställts i Excel och tabellen har utformats i Datawrapper. Antalet tillämpningsfall under perioden är begränsat (sex fall) och materialet används därför främst för att ge en illustrativ bild av hur den nya regeln hittills har använts.

#### 1.5.4 Användning av generativ AI

Generativ AI (ChatGPT) har använts i begränsad omfattning som språkligt stöd, främst för att förbättra läsbarhet, meningsbyggnad och formuleringar i egenförfattad text. Användningen har inte omfattat att generera materiellt innehåll, argumentation eller analys som presenteras som författarens eget arbete. Författaren ansvarar för samtliga formuleringar i den slutliga texten och har granskat samt bearbetat eventuella språkförslag innan de införts. Generativ AI har inte använts som källa; uppsatsens faktauppgifter och hänvisningar grundas på originalkällor.

### 1.6 Forskningsläge

Det finns begränsad svensk rättsvetenskaplig litteratur som specifikt behandlar frivilliga avnoteringar. Internationellt finns däremot en omfattande litteratur om bland annat motiv till notering respektive avnotering och komparativa jämförelser av rättsliga mekanismer för att hantera frågeställningar som uppkommer i samband med avnotering. Nedan följer en kort översikt över några svenska artiklar med särskild relevans för avnotering.

*Erik Lidman* publicerade 2024 artikeln *Om avnotering enligt svensk rätt*<sup>14</sup>. Artikeln ger en strukturerad översikt av den svenska regleringen kring avnotering (ABL, VpmL/MiFID II, marknadsplatsernas regelverk och praxis från Aktiemarknadsnämnden) och kompletterar med en komparativ utblick. Lidman framhåller särskilt att regleringen saknat ett samlat grepp och att frågan blivit mer angelägen i takt med att antalet mindre noterade bolag ökat, ofta med svag likviditet i aktien.

*Björn Kristiansson* publicerade 2006 artikeln *Avnotering efter ansökan av bolaget*.<sup>15</sup> Kristiansson behandlar frågor som aktualiseras när bolaget självt ansöker om avnotering, bland annat vilket bolagsorgan som bör fatta beslutet, processuella frågor samt kopplingen till aktiebolagsrättsliga regler som generalklausulerna.

---

<sup>14</sup> Lidman, E., *Om avnotering enligt svensk rätt*, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret (NTS), nr. 4, 2024, s. 240–263.

<sup>15</sup> Kristiansson, B., *Avnotering efter ansökan om bolaget*, Nordisk Tidsskrift Selskabsret (NTS) nr. 3, 2006, s. 32–44.

*Sofie Krook* diskuterar i artikeln *Avnotering av aktier registrerade på en börs eller annan marknadsplats – en bolagsstämmo- eller styrelsefråga?*<sup>16</sup> vem som bör fatta beslutet att ansöka om avnotering och argumenterar för att frågan bör underställas bolagsstämman, med hänvisning till beslutets långtgående konsekvenser för aktieägarna.

*Urban Båvestam* och *Anders Lindblad* replikerar Krook i *Till frågan om bolagsstämman har en oskriven exklusiv kompetens – ävensom frågan om stämman i så fall har ensamrätt att besluta om avnotering*<sup>17</sup> och ifrågasätter om det finns en oskriven exklusiv stämmokompetens utöver ABL, samtidigt som de pekar på att god sed kan tala för att stämman ändå involveras.

Denna uppsats tar vid där den svenska diskussionen hittills varit tunn. ASK 2025 är fortfarande en ny reglering och det är ännu tidigt att dra långtgående slutsatser om regelverkets effekter i praktiken. Uppsatsens bidrag är dels att tillföra ett empiriskt underlag som gör det möjligt att beskriva i vilka bolag och under vilka omständigheter frivilliga avnoteringar typiskt aktualiseras, dels att analysera hur stämmoregelns konstruktion – särskilt dess röstkrav – kan inverka på minoritetens möjligheter att påverka utfallet vid olika nivåer av kontrolläggande.

---

<sup>16</sup> Krook, S., *Avnotering av aktier registrerade på en börs eller annan marknadsplats – en bolagsstämmo- eller styrelsefråga?*, JT 2006/07, s. 854–861.

<sup>17</sup> Båvestam, U. & Lindblad, A., *Till frågan om bolagsstämman har en oskriven exklusiv kompetens – ävensom frågan om stämman i så fall har ensamrätt att besluta om avnotering*, JT 2007/08, nr. 1, s. 224–231.

## 2 Behov av reglering på kapitalmarknaden

Enkelt uttryckt kanaliserar kapitalmarknaden kapital från aktörer med ett finansiellt överskott till aktörer med ett finansieringsbehov, så att kapitalet kan användas för produktiva investeringar som över tid bidrar till innovation och tillväxt. Dessutom fyller kapitalmarknaden en riskfördelande funktion: genom att risk sprids mellan många investerare går det att genomföra investeringar som i många fall skulle vara svåra att bära för ett fåtal aktörer, antingen för att de är för riskfyllda eller för att de kräver så stora resurser. Kapitalmarknaden utgör därmed en central del av samhällsekonomin, genom att kapital kan styras till mer produktiva verksamheter.<sup>18</sup>

Även om kapitalmarknadens funktion är samhällsekonomiskt viktig bygger den på en skör förutsättning: att investerare faktiskt vågar ställa sitt kapital till förfogande. Aktiehandel sker i en standardiserad och till stor del anonym miljö. Det innebär att investerarskyddet sällan skapas genom förhandling i den enskilda transaktionen, utan genom spelregler som gör att marknaden uppfattas som ordnad och tillförlitlig. Om investerare bedömer att det finns betydande informationsskillnader – och att sådana skillnader dessutom utnyttjas på ett otillbörligt sätt – påverkas viljan att delta på marknaden och handeln riskerar att tunnna ut. Det märks genom att likviditeten försämras och kapitalkostnaden stiger, eftersom investerare kräver kompensation för den ökade osäkerheten.<sup>19</sup>

Ett skäl till att kapitalmarknaden inte alltid ”löser problemen själv” är informationsasymmetri, det vill säga att vissa aktörer har mer eller bättre information än andra. Akerlof visar i sin klassiska analys hur informationsskillnader kan ge upphov till negativt urval (adverse selection) – när köpare inte kan skilja hög kvalitet från låg kvalitet tenderar priset att spegla en genomsnittlig kvalitet, vilket gör att säljare av varor med hög kvalitet drar sig ur marknaden. På sikt riskerar då varor av sämre kvalitet att tränga ut varor av högre kvalitet. Följden kan bli att handeln minskar och, i extremfall, att handel i varor av hög kvalitet i praktiken upphör. Poängen är att osäkerhet om kvalitet – och risken för ohederligt beteende –

---

<sup>18</sup> Se SOU 2006:50, *En ny lag om värdepappersmarknaden*, s. 134 ff., 138 ff.; Jfr Sevenius, R. & Örtengren, T., Introduktion, i: *Börsrätt*, 3 uppl., 2012, Studentlitteratur, s. 27 ff.; Jfr Sjöman, E., *Förtroende och effektivitet i kapitalmarknadsrätten*, SvJT, 2023, s. 765 ff.

<sup>19</sup> Jfr Sjöman 2023, s. 767 ff.; Akerlof, G., *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, no. 3, 1970, s. 489 ff.; La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Schleifer, A. & Vishny, R., *Investor protection and corporate governance*, *Journal of Financial Economics*, vol. 58, 2000, s. 15 f.

inte bara skadar enskilda transaktioner. Den kan också tränga undan legitim handel och därmed undergräva marknadens funktionssätt.<sup>20</sup>

Kapitalmarknadsrätten kan ses som ett svar på den typen av negativ spiral. Sjöman beskriver två grepp som återkommer i regleringen. Det ena är transparens: regler som minskar informationsskillnaderna genom krav på löpande och standardiserad informationsgivning. Det andra är missbruksförbud: regler som begränsar möjligheten att utnyttja kvarvarande informations fördelar på ett sätt som skadar förtroendet, med insiderhandel som tydligt exempel. Syftet är inte att investerare ska skyddas från att göra dåliga affärer i allmänhet – kommersiell risk är en naturlig del av aktieäggande – utan att investerare i mindre grad ska behöva riskera att marknaden missbrukas av dem som vet mer. Regleringen riktar sig alltså inte mot risken i sig, utan mot risken för ojämna spelregler som undergräver allmänhetens förtroende.<sup>21</sup>

Utöver informationsproblemet finns en annan konflikt som blir särskilt tydlig i bolag med koncentrerat ägande: spänningen mellan kontrollägare och minoritetsaktieägare. Den som kontrollerar rösterna kan också styra bolagets beslut – och det skapar ett utrymme för beslut som kan ge privata fördelar.<sup>22</sup>

Här blir minoritetens skyddsbehov mer konkret: i ett noterat bolag har minoriteten i praktiken ett viktigt skydd i att aktien normalt kan säljas på en fungerande marknad och att bolaget är bundet av noteringens krav på insyn och ordnade former. När en avnotering aktualiseras förändras förutsättningarna. Utträdet ur den noterade miljön innebär typiskt sett att likviditeten försämras och att flera av noteringens ”skyddslager” faller bort. I ett sådant läge kan minoriteten hamna i ett utsatt läge och minoritetsförtryck kan ta sig olika uttryck. Det kan handla om utsvältning (starve-out), där minoriteten blir kvar i ett ägande som gradvis blir mindre attraktivt, utkrämning (squeeze-out), där minoriteten pressas att lämna, eller utfrysning (freeze-out), där minoriteten marginaliseras och får ett mer formellt men praktiskt begränsat inflytande.<sup>23</sup> Detta behöver inte inträffa i varje avnoteringssituation, men möjligheten finns – särskilt när kontrollen är koncentrerad – vilket förklarar varför notering och avnotering behöver regleras. Syftet är att skapa jämnare spelregler och därmed upprätthålla förtroendet för marknaden.

Mot bakgrund av denna översiktsbild behandlas i nästa kapitel vad notering innebär, varför bolag väljer att noteras och hur regleringen på området ser ut.

---

<sup>20</sup> Jfr Akerlof 1970, s. 489 ff.

<sup>21</sup> Jfr Sjöman 2023, s. 767 f.

<sup>22</sup> Jfr Kraakman, R., Armour, J., Davies, P., Enriques, L., Hansmann, H., Hertig, G., Hopt, K., Kanda, H., Pargendler, M., Ringe, W.-G. & Rock, E., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3 uppl., 2017, Oxford University Press, s. 29 f.

<sup>23</sup> Jfr Milberg, L. & Sevenius, R., Minoritetsskydd på aktiemarknaden, i: *Börsrätt*, Sevenius, R. & Örtengren, T. (red.), 3 uppl., 2012, Studentlitteratur, s. 329 f.

## 3 Notering – upptagande till handel

### 3.1 Inledning

I detta kapitel beskrivs noteringsprocessen som en utgångspunkt för den fortsatta analysen av avnoteringar. Vid en frivillig avnotering lämnar bolaget den reglerade struktur som en notering innebär. För att kunna bedöma vilka intressen som står mot varandra när ett bolag vill avnotera sin aktie behöver därför först klarläggas vilka motiv som ligger bakom en notering och vilket regelverk som bolaget träder in i när aktierna tas upp till handel.

Det kan vid första anblicken verka bakvänt att lägga tyngdpunkten på noteringsregleringen i en uppsats om avnoteringar. Anledningen är att regleringen av avnoteringar har en nära koppling till noteringsregleringen. Ett vanligt skäl till avnotering är att noteringskraven brister och dessa krav kan också sägas utgöra bolagets ”pris” för att få de fördelar som en notering kan medföra. Genom att först beskriva vad en notering faktiskt innebär – både för bolaget och aktieägarna – skapas en referensram för den fortsatta analysen av avnoteringsprocessen.

Kapitlet börjar med att översiktligt redogöra för varför bolag väljer att notera sin aktie (avsnitt 3.2) och för den terminologi som används i uppsatsen kring vissa begrepp (avsnitt 3.3). Därefter behandlas översiktligt de aktiebolagsrättsliga grundförutsättningarna för notering (avsnitt 3.4).

Avsnitt 3.5 beskriver den övergripande regleringen för noterade bolag. Översikten utgår från EU-rätten i form av MiFID II och VpmL med fokus på marknadsplatsernas emittentregelverk, inklusive krav på spridning och likviditet, organisation, finansiell historik, rapportering, informationsgivning och sanktionssystem. Avslutningsvis analyseras i avsnitt 3.6 hur dessa regler tillsammans bildar ett aktiemarknadsrättsligt minoritetsskydd som läggs utanpå det minoritetsskydd som följer av aktiebolagslagen.

### 3.2 Motiv till notering

Bolag kan ha olika motiv för en notering, och ofta sammanfaller flera skäl samtidigt. Skälen kan också ofta kopplas till den fas bolaget befinner sig i. Ett vanligt motiv är behovet av riskkapital. En notering ger tillgång till kapitalmarknaden och bolaget kan därmed finansiera

tillväxtsatsningar, till exempel utveckling av nya produkter.<sup>24</sup> En notering innebär ofta ökad granskning och transparens vilket kan stärka förtroendet för bolaget. Den ökade synligheten kan i sin tur underlätta rekrytering och relationer till kunder, leverantörer och andra intressenter. En noterad aktie prissätts dessutom löpande av marknaden, vilket kan göra det enklare att utforma incitamentsprogram för anställda och ledningspersoner, eftersom värdet på till exempel teckningsoptioner kan knytas direkt till aktiekursen.<sup>25</sup>

Ett annat motiv är att noteringen kan underlätta vid företagsförvärv. Ett noterat bolag kan ta in kapital för att finansiera förvärv men även använda egna aktier som betalningsmedel. Ett förvärv genomförs då vanligtvis som en riktad emission till säljarna, som därmed blir ägare i det noterade bolaget. Möjligheten att betala med aktier finns visserligen även i privata bolag, men den noterade aktien är i regel mer likvid och har ett tydligt marknadsvärde, vilket ofta gör den mer attraktiv som betalningsmedel.<sup>26</sup>

En notering ger även befintliga ägare en möjlighet att göra en exit. I stället för att sälja hela bolaget i en privat affär kan ägarna över tid minska sitt innehav, samtidigt som de kan fortsätta vara verksamma i bolaget.

Noteringens fördelar kan förstås som en nyttosida, medan noteringen samtidigt innebär ett inträde i ett aktiemarknadsrättsligt system med krav och sanktioner. Denna balansgång är central i den fortsatta analysen. När bolaget inte längre har realistiska förutsättningar att använda kapitalmarknaden för sin finansiering minskar nyttan av noteringen, samtidigt som kostnaderna och regelbördan består.

### 3.3 Begrepp och terminologi

I vardagligt tal talar man ofta om att ett bolag ”börsnoteras”, ”gör en IPO”<sup>27</sup> och därefter ”handlas på börsen”. Den aktiemarknadsrättsliga terminologin ser annorlunda ut. I juridisk mening talar man om att aktier tas upp till handel på antingen en reglerad marknad eller en handelsplattform. För en privat småsparare har denna skillnad ingen praktisk betydelse – aktier handlas via samma nätmäklare och med samma courtage – men i regelverken är det en skillnad.

---

<sup>24</sup> Jfr Örtengren 2012, s. 104; Bancel, Franck & Mittoo, Usha R., *Why do European Firms Go Public?*, European Financial Management, vol. 15, no. 4, 2009, s. 861 f.

<sup>25</sup> Jfr Örtengren 2012, s. 106 f.; Bancel & Mittoo 2009, s. 852 f., 864 f.

<sup>26</sup> Jfr Örtengren 2012, s. 105 f.; Bancel & Mittoo 2009, s. 862.

<sup>27</sup> En IPO (*Initial Public Offering*) är ett publikt erbjudande av aktier, ofta i form av en spridningsemission, i syfte att uppnå den ägarspridning som krävs för att aktien ska kunna noteras (tas upp till handel) på en marknadsplats. En notering kan genomföras även utan IPO, exempelvis om aktien redan har tillräcklig spridning bland allmänheten. I praktiken används begreppen IPO och börsnotering ofta som synonymer, med de avser egentligen olika moment: det offentliga erbjudandet att teckna aktier respektive själva noteringen/upptagandet till handel. Jfr Örtengren 2012, s. 102.

I EU-rätten används begreppet ”upptagande till handel” för vad som normalt kallas notering.<sup>28</sup> När handeln upphör talar EU-rätten i stället om att finansiella instrument ”avförs från handel”.<sup>29</sup>

I svensk rätt används begreppet upptagande till handel för både reglerade marknader och handelsplattformar.<sup>30</sup> När handeln upphör görs en terminologisk åtskillnad: på reglerade marknader talar man om ”avnotering”<sup>31</sup>, medan man på handelsplattformar använder uttrycket ”avförande från handel”.<sup>32</sup>

I ASK 2025 används genomgående termerna ”noterade bolag” och ”avnotering” för samtliga svenska marknadsplatser.<sup>33</sup> I uppsatsen används främst samma terminologi, eftersom det ger ett bättre språkligt flyt och inte påverkar de materiella analyserna. När den bakomliggande regleringen beskrivs används dock de begrepp som förekommer i respektive regelverk.

På EU-nivå skiljer man mellan reglerade marknader och multilaterala handelsplattformar<sup>34</sup> (Multilateral Trading Facilities, MTF). I svensk rätt och i ASK 2025 används uttrycken handelsplattform<sup>35</sup> som motsvarighet till MTF. Både reglerade marknader och handelsplattformar betecknas i EU-rätten som ”handelsplatser”<sup>36</sup>. I svensk rätt används framför allt uttrycket ”handelsplats”<sup>37</sup>, medan ASK 2025 använder det mer allmänna uttrycket ”marknadsplats”<sup>38</sup>.

I uppsatsen används uttrycken reglerad marknad och handelsplattform för de två kategorierna av handelsplatser, samt marknadsplats som ett samlingsbegrepp för båda.

### 3.4 Aktiebolagsrättsliga förutsättningar för notering

Innan ett bolags aktier kan tas upp till handel på en marknadsplats behöver vissa aktiebolagsrättsliga grundförutsättningar vara uppfyllda. De handlar delvis om formalia, men

---

<sup>28</sup> Se art. 51 i Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU (MiFID II) där uttrycket ”upptagande till handel” används för reglerade marknader. För handelsplattformar (MTF) reglerar i stället i art. 18.2 vilka finansiella instrument som får handlas på plattformen, utan att samma terminologi används.

<sup>29</sup> Se art. 32 och 52 i MiFID II. Begreppet gäller vid avförande av ett finansiellt instrument från såväl reglerad marknad som MTF-plattformar.

<sup>30</sup> Se 15 kap. 2 § första stycket VpmL.

<sup>31</sup> Se 15 kap. 11 § första stycket VpmL.

<sup>32</sup> Se 11 kap. 12 § första stycket VpmL.

<sup>33</sup> Jfr ASK 2025, punkten I.3.

<sup>34</sup> Se art. 4.1.22 MiFID II.

<sup>35</sup> Se 1 kap. 4 b § VpmL och ASK 2025, punkten I.3.

<sup>36</sup> Se art. 4.1.24 MiFID II.

<sup>37</sup> Se 1 kap. 4 b § VpmL.

<sup>38</sup> Jfr till exempel inledningstexten i ASK 2025 där det anges att ”... när ett bolag avser att ansöka om avnotering från en svensk marknadsplats.”.

har också en tydlig koppling till den funktion som noteringen fyller: att skapa en ordnad handel där ägandet kan registreras tillförlitligt och där aktien i praktiken går att omsätta.

En notering förutsätter att bolaget är publikt, eftersom det är den bolagsform som kan vända sig till allmänheten med erbjudanden om att teckna aktier.<sup>39</sup> Ett privat bolag som vill noteras behöver därför omregistreras till publikt<sup>40</sup>, vilket sker genom en ändring av bolagsordningen och efterföljande registrering hos Bolagsverket.<sup>41</sup>

Vidare behöver aktierna vara registrerade i ett system för avstämning och ägarregistrering hos en värdepapperscentral. Genom ett avstämningsförbehåll i bolagsordningen blir bolaget ett avstämningsbolag, vilket gör det möjligt att hantera löpande ägarförändringar i takt med att handel i aktien sker.<sup>42</sup>

Aktien behöver dessutom vara fritt överlåtbar<sup>43</sup> och förbehåll som begränsar överlåtelsen i bolagsordningen är därför svåra att förena med en organiserad handel. Detta har även betydelse för minoritetsskyddet: fri överlåtbarhet gör det möjligt för en missnöjd aktieägare att i sista hand ”rösta med fötterna” genom att sälja aktierna på marknaden.<sup>44</sup>

## 3.5 Rättslig ram vid notering

### 3.5.1 Reglerad marknad och handelsplattformar

Regleringen av noteringar utgår från ett EU-rättsligt ramverk, framför allt MiFID II med tillhörande rättsakter. Reglerna har införlivats i svensk rätt genom lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (Vpml) och utgår från en indelning efter typ av handelsplats.

MiFID II definierar ett multilateralt system som ett system där flera tredje parter köp- och säljintressen i finansiella instrument kan interagera inom systemet. En handelsplats kan vara en reglerad marknad, en handelsplattform (Multilateral Trading Facility, MTF) eller en OTF-plattform.<sup>45</sup> I uppsatsen behandlas endast reglerade marknader och handelsplattformar.

---

<sup>39</sup> Se 1 kap. 7 § ABL.

<sup>40</sup> Se 26 kap. 1 § ABL med hänvisning till 7 kap. ABL. I 7 kap. 42 § ABL anges huvudprincipen om att beslut om ändring av bolagsordningen kräver kvalificerad majoritet. Det innebär att beslutet för att vara giltigt måste ha biträttats av aktieägare med minst två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de aktier som är företrädda vid bolagsstämman.

<sup>41</sup> Se 26 kap. 4 § ABL: det är först vid genomförd registrering hos Bolagsverket som beslutet ges formell verkan. Se även 26 kap. 3 § st. 1 och st. 2 p. 1 ABL jämte 1 kap. 14 § ABL: utöver kapitalkravet behöver till anmälan även bifogas ett revisorsyttrande avseende aktiekapitalets storlek (26 kap. 3 § st. 2 p. 2). Bolagets företagsnamn måste även följa vissa formföreskrifter för publika bolag (26 kap. 3 § st. 3 p. 3. ABL).

<sup>42</sup> Se 1 kap. 10 § ABL.

<sup>43</sup> Se 4 kap. 7 § första stycket ABL.

<sup>44</sup> Se Nerep, Adestam & Samuelsson, Aktiebolagslag (2005:551) 4 kap. 7 §, Lexino 2019-07-01 (JUNO).

<sup>45</sup> Se art. 4.1.19 samt 4.1.21–24 MiFID II för definitionerna av multilateralt system, handelsplats, reglerad marknad, handelsplattform (MTF) och OTF-plattform.

En reglerad marknad motsvarar den ”klassiska börsen” och är den mest reglerade formen av handelsplats. Den kräver ett särskilt tillstånd<sup>46</sup> och står under strängare tillsyn med särskilda regler för upptagande till handel av finansiella instrument.<sup>47</sup> I Sverige finns två reglerade marknader: Nasdaq Stockholm Main Market och NGM Main Market.

Handelsplattformarna (MTF) kan förenklat beskrivas som en enklare variant av reglerad marknad och omfattas av lägre krav.<sup>48</sup> Bland handelsplattformarna finns en underkategori som benämns tillväxtmarknad för små och medelstora företag, vars syfte är att underlätta för mindre bolag att ta in riskkapital.<sup>49</sup> I Sverige finns tre handelsplattformar som samtliga är registrerade som tillväxtmarknad för små och medelstora företag: Nasdaq First North Growth Market (First North), NGM Nordic SME (Nordic SME) och Spotlight Stock Market (Spotlight).

### 3.5.2 Krav på marknadsplatsers regelverk

Regelverket för upptagande till handel av finansiella instrument varierar med vilken typ av handelsplats som instrumentet handlas på. Gemensamt är dock att både reglerade marknader och handelsplattformar måste ha tydliga och transparenta regler för vilka instrument som får tas upp till handel.

För reglerade marknader är utgångspunkten artikel 51.1 MiFID II som anger att medlemsstaterna ska kräva att reglerade marknader har tydliga och transparenta regler för upptagande till handel av finansiella instrument. Reglerna ska bidra till att handeln sker på ett rättvist, välordnat och effektivt sätt. När handeln avser överlåtbara värdepapper<sup>50</sup> krävs dessutom att dessa är fritt överlåtbara. Bestämmelsen har införlivats i svensk rätt genom 15 kap. 1 och 2 §§ VpmL.

Liknande krav för handelsplattformar finns i artikel 18.2 MiFID II. Artikelns kräver att en handelsplattform har transparenta kriterier för vilka finansiella instrument som får handlas på plattformen. I svensk rätt har detta genomförts genom de generella kraven i 11 kap. 1 § VpmL

---

<sup>46</sup> Se art. 44 MiFID II.

<sup>47</sup> Bestämmelserna om reglerade marknader finns samlade i avdelning III (art. 44–56) MiFID II, som bland annat innehåller regler om auktorisation, krav på styrelse och ägare, organisation, regler för upptagande till handel och avförande från handel samt tillsyn över den reglerade marknaden.

<sup>48</sup> Se art. 18 och 19 MiFID II, som uppställer centrala krav på MTF-plattformar avseende bland annat organisation, handelsregler och villkor för tillträde.

<sup>49</sup> Jfr skäl 132 samt art. 4.1.12 och 33 MiFID II om tillväxtmarknader för små och medelstora företag, där bland annat anges krav om att minst 50 procent av emittenterna på marknaden ska utgöras av små och medelstora företag. Med små och medelstora företag definieras enligt art. 4.1.13 MiFID II emittenter vars genomsnittliga marknadsvärde under föregående tre kalenderår inte har överstigit 200 miljoner euro.

<sup>50</sup> Överlåtbara värdepapper definieras i art. 4.1.44 MiFID II som ”värdepapper, utom betalningsmedel, som kan bli föremål för handel på kapitalmarknaden, till exempel aktier”, och omfattar även obligationer samt andra värdepapper som ger rätt att förvärva eller sälja sådana överlåtbara värdepapper.

på hur en handelsplattform ska drivas, och genom 11 kap. 4 och 5 §§ VpmL om plattformens handelsregler.

### 3.5.3 Emittentregelverkens roll

#### 3.5.3.1 Ett nav av börsrättsliga förpliktelser

De regler som beskrivits ovan anger att marknadsplatserna ska ha regelverk som säkerställer tydlighet, transparens och effektiv handel. Den mer konkreta regleringen av de noterade bolagen finns i respektive marknadsplats emittentregelverk.

Dessa regler fungerar som ett nav i den aktiemarknadsrättsliga regleringen. När ett bolags aktie noteras handlar det inte bara om att uppfylla vissa inledande noteringskrav. Bolaget ansluts även till ett regelpaket som utgörs av unionsrätt, svensk lagstiftning och självreglering. Emittentregelverken är utformade för att samspela med marknadsmissbruksförordningen<sup>51</sup>, MiFID II, öppenhetsdirektivet<sup>52</sup> och takeover-direktivet<sup>53</sup>.

När bolaget ansöker om notering måste det ingå ett särskilt noteringsavtal där bolaget förbinder sig att följa det vid var tid gällande emittentregelverket, inklusive senare ändringar, samt att acceptera de sanktioner som kan följa av överträdelser. Skyldigheten att följa regelverket inträder redan när bolaget ansöker om notering, och inte först från första handelsdagen, och gäller därefter så länge som aktien är noterad. Regelverken anger dessutom att sanktioner kan utgå i upp till ett år efter avnotering, under förutsättning att överträdelserna skedde under den tid då aktien var noterad.<sup>54</sup>

I samtliga regelverk anges uttryckligen att bolaget ska följa lagar, annan författning, EU-rättsliga akter samt god sed på den svenska värdepappersmarknaden.<sup>55</sup> När bolaget

---

<sup>51</sup> 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 (Marknadsmissbruksförordningen eller MAR).

<sup>52</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG av den 15 december 2004 om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad och om ändring av direktiv 2001/34/EG (Öppenhetsdirektivet).

<sup>53</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden (Takeover-direktivet).

<sup>54</sup> Se Nasdaq Stockholm, *Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares – Regelverk för aktieemittenter på huvudmarknaden*, harmoniserade delen giltig från och med 7 juli 2025, samt *Supplement D – Nasdaq Stockholm*, giltigt från och med 7 juli 2025 (Nasdaq MM-regelverket), p. 1.1.; Nordic Growth Market (NGM), *Börsregler – Regler för NGM Main Market*, gällande från och med den 1 oktober 2025 (NGM MM-regelverket), p. 1.2; Nasdaq Stockholm, *Nasdaq First North Growth Market Rulebook for Issuers of Shares*, gällande från och med 1 juli 2025 (First North-regelverket), p. 1.1.; Nordic Growth Market (NGM), *Regler Nordic SME – Regler för bolag vars aktier är noterade på Nordic SME*, gällande från och med den 16 oktober 2024 (Nordic SME-regelverket), p. 1.2; Spotlight Stock Market, *Spotlights regelverk*, giltigt från och med 4 december 2024 (Spotlight-regelverket), p. 1.1.

<sup>55</sup> Nasdaq MM-regelverket, Supplement D, Del I, p. 34; NGM MM-regelverket, avsnitt 5–7 och 11; First North-regelverket, Supplement B, inledningstexten; Nordic SME-regelverket, avsnitt 5; Spotlight-regelverket, p. 1.2(iii).

undertecknar noteringsavtalet åtar det sig därmed på avtalsrättslig väg att följa även dessa externa normer. Den praktiska innebörden är att en överträdelse av till exempel marknadsmissbruksförordningen eller årsredovisningslagen samtidigt kan utgöra ett brott mot marknadsplatsens regelverk, vilket i sin tur är en grund för disciplinära sanktioner från marknadsplatsens disciplinnämnd.

Genom hänvisningar i regelverken till bland annat takeover-reglerna<sup>56</sup> och god sed på värdepappersmarknaden<sup>57</sup> åtar sig bolaget även att följa den svenska självregleringen. Uttalanden från Aktiemarknadsnämnden och rekommendationer från Kollegiet för svensk bolagsstyrning får därmed en indirekt rättsverkan: när bolaget agerar i strid mot sådana normer anses det samtidigt ha brutit mot emittentregelverket. Självregleringen är dessutom dynamisk och utvecklas kontinuerligt. Genom kopplingen i emittentregelverken får ändrad praxis ofta genomslag utan att regelverken behöver uppdateras.<sup>58</sup>

Ur ett minoritetsskyddsperspektiv innebär detta att emittentregelverken ger ett extra skydd kring noteringen. De anger och förtydligar krav på transparens, likabehandling och korrekt informationsgivning, och ger marknadsplatsen därmed också möjlighet att reagera när bolaget överträder dessa krav. Regelverken blir därmed det nav där unionsrätt, svensk lag och självreglering kopplas samman och får praktisk effekt i bolagets löpande verksamhet.

### *3.5.3.2 Krav på aktiens likviditet, spridning och fungerande prisbildning*

Ett grundläggande noteringskrav för samtliga marknadsplatser är att aktierna ska vara fritt överlåtbara.<sup>59</sup> Därutöver ska aktierna ha en sådan spridning att det finns förutsättningar för likvid handel och en fungerande prisbildning. Regelverken uttrycker detta som att det ska finnas tillräcklig tillgång och efterfrågan på aktierna, och det finns även hjälpnormer om andel aktier i allmän ägo (free float) och antal ägare.

På Nasdaq Stockholm Main Market ska det finnas förutsättningar för tillräcklig likviditet i aktien. Detta anses normalt vara uppfyllt om minst 25 procent av aktierna i en serie är i allmän ägo och aktierna innehas av minst 500 kvalificerade aktieägare. Om antalet ägare understiger 500 men överstiger 300 kan kravet ändå anses uppfyllt om bolaget anlitar en likviditetsgarant.

---

<sup>56</sup> Nasdaq MM-regelverket, Supplement D, Del H, p. 33; NGM MM-regelverket, avsnitt 6; First North-regelverket, Supplement B, inledningstexten; Nordic SME-regelverket, avsnitt 7; Spotlight-regelverket, p. 5.1.

<sup>57</sup> Nasdaq MM-regelverket, Supplement D, Del I, p. 36; NGM MM-regelverket, avsnitt 5; First North-regelverket, Supplement B, inledningstexten; Nordic SME-regelverket, avsnitt 5; Spotlight-regelverket, p. 1.2(iii).

<sup>58</sup> Nasdaq MM-regelverket, Supplement D, Del I, p. 34; NGM MM-regelverket, avsnitt 5–7 och 11; First North-regelverket, Supplement B, inledningstexten; Nordic SME-regelverket, avsnitt 5; Spotlight-regelverket, p. 1.2(iii).

<sup>59</sup> Nasdaq MM-regelverket, p. 2.11; NGM MM-regelverket, p. 2.2.7; First North-regelverket, p. 2.3.1(c); Nordic SME-regelverket, p. 2.2.4; Spotlight-regelverket, p. 2.4.

Nasdaq kan också bedöma att likviditetskravet är uppfyllt, även om hjälpnormerna inte är uppfyllda, om handeln ändå kan förväntas fungera tillfredsställande.<sup>60</sup>

NGM Main Market har en liknande konstruktion, men på lägre nivåer. Spridningskravet innebär att minst tio procent av aktierna ska vara i allmän ägo och att bolaget ska ha minst 300 aktieägare med ett innehav av viss minsta storlek, med möjlighet till dispens om antalet ägare är lägre, exempelvis genom att anlita en likviditetsgarant.<sup>61</sup>

På handelsplattformarna är kraven inte lika höga. På First North och Nordic SME finns också ett krav om tillräcklig likviditet för att möjliggöra en rättvis och välordnad handel. I praktiken anses kravet uppfyllt om minst tio procent av aktierna är i allmän ägo och bolaget har minst 300 aktieägare med ett minsta innehav. Även här kan en likviditetsgarant anlitas om kraven inte uppfylls.<sup>62</sup> Spotlight uppställer de lägsta formella kraven. Regelverket kräver att det finns förutsättningar för tillräcklig tillgång och efterfrågan på aktierna för att uppnå en rättvis, välordnad och effektiv handel samt en fungerande prisbildning. Detta anses i regel uppfyllt om minst tio procent av aktierna är i allmän ägo och bolaget har ett tillräckligt antal aktieägare. I Spotlights kommentar anges som riktmärke att bolaget ska ha minst 100 aktieägare med ett innehav om 2 000 kronor vardera, med möjlighet till lägre antal om likviditetsgarant anlitas.<sup>63</sup>

Kraven ska inte bara vara uppfyllda vid själva noteringstillfället utan även löpande så länge bolagets aktier är noterade. Marknadsplatserna följer regelbundet upp om likviditeten är tillräcklig. Om kraven inte längre anses uppfyllda uppmanas bolaget att vidta åtgärder, exempelvis genom att förbättra spridningen eller genom att anlita en likviditetsgarant. Om handeln förblir bristfällig kan aktien observationslistas och i sista hand avnoteras.<sup>64</sup>

### 3.5.3.3 *Krav på bolagets organisation*

Regelverken innehåller även krav på bolagets organisation. Syftet är att säkerställa att bolaget har den ledning, styrning och interna kontroll som krävs för att uppfylla sina skyldigheter mot aktiemarknaden på ett tillförlitligt sätt. Kraven är som mest långtgående på reglerade marknader men återkommer i olika former även på handelsplattformarna.

Ett grundläggande krav är att bolaget ska ha en styrelse och företagsledning med tillräcklig kompetens och erfarenhet för att leda ett noterat bolag. Regelverken ställer krav på att ledningen

---

<sup>60</sup> Nasdaq MM-regelverket, p. 2.13.1–3 och supplement D, Del J, p. 37. En kvalificerad aktieägare är en aktieägare som innehar aktier motsvarande minst 500 euro i värde, se ”definitioner” i regelverket.

<sup>61</sup> NGM MM-regelverket, p. 2.2.10-11.

<sup>62</sup> First North-regelverket, p. 2.3.5(a-b); Nordic SME-regelverket, p. 2.2.7–8.

<sup>63</sup> Spotlight-regelverket, p. 2.6–7.

<sup>64</sup> Nasdaq MM-regelverket, p. 2.13.4; NGM MM-regelverket, p. 3.1 och 3.3.2-3; First North-regelverket, p. 2.3.5(c); Nordic SME-regelverket, p. 2.2.8; Spotlight-regelverket, p. 2.6 och p. 6.1 och 6.4.

ska ha gedigen erfarenhet från bolagsstyrning, finansiell rapportering och den bransch där bolaget verkar.<sup>65</sup>

Bolaget ska också ha tillräcklig kapacitet för finansiell rapportering och informationsgivning, bland annat genom att ha system och rutiner som gör det möjligt att ta fram finansiella rapporter i rätt tid och enligt tillämpliga redovisningsregler.<sup>66</sup> Regelverken betonar även att bolaget ska kunna lämna korrekt, relevant och samtidig information till marknaden, särskilt i frågor som omfattas av MAR.<sup>67</sup>

Kraven på bolagets organisation gäller både vid noteringstillfället och löpande så länge aktierna är noterade. I takt med att verksamheten utvecklas kan bolaget behöva förstärka organisationen, till exempel genom att utse en ansvarig för investor relations eller genom att utöka kompetensen inom redovisning. Om marknadsplatsen bedömer att bolaget saknar en tillfredsställande organisation kan detta leda till åtgärder som observationslistning och i sista hand avnotering.<sup>68</sup>

#### *3.5.3.4 Krav på pågående verksamhet och finansiell historik*

De reglerade marknaderna ställer generellt högre krav på verksamhetens historik än handelsplattformarna. Samtliga marknadsplatser kräver att bolaget vid noteringen lämnar tillförlitlig finansiell information och visar att verksamheten är finansierad under åtminstone de kommande tolv månaderna.<sup>69</sup>

På Nasdaq Stockholm Main Market anges att bolagets verksamhet ska vara etablerad och pågått under en tillräckligt lång tid.<sup>70</sup> Bolaget ska kunna visa att rörelsekapitalet räcker för minst ett år räknat från första handelsdagen och ska vid noteringen kunna uppvisa reviderade årsredovisningar för de senaste tre åren.<sup>71</sup>

NGM Main Market kräver att bolaget har en tydlig affärsstrategi och en pågående verksamhet som vid noteringstillfället bedrivits i minst ett år. Utgångspunkten är att bolaget ska

---

<sup>65</sup> Nasdaq MM-regelverket, p. 2.15; NGM MM-regelverket, p. 2.2.13, p. 2.2.16 och p. 8.1.3; First North-regelverket, p. 2.3.8(b); Nordic SME-regelverket, p. 2.2.9–12; Spotlight-regelverket, p. 2.11–13.

<sup>66</sup> Nasdaq MM-regelverket, p. 2.15.3; NGM MM-regelverket, p. 10.2.2–5; First North-regelverket, p. 2.3.9(a–b); Nordic SME-regelverket, p. 4.2.2–5; Spotlight-regelverket, p. 4.1–7.

<sup>67</sup> Nasdaq MM-regelverket, p. 3.1; NGM MM-regelverket, p. 10.1.2–7; First North-regelverket, p. 4.1; Nordic SME-regelverket, p. 4.1.1–6; Spotlight-regelverket, avsnitt 3.

<sup>68</sup> Nasdaq MM-regelverket, avsnitt 4; NGM MM-regelverket, avsnitt 9; First North-regelverket, avsnitten 6.3–6.4; Nordic SME-regelverket, avsnitt 5; Spotlight-regelverket, avsnitt 6.

<sup>69</sup> Nasdaq MM-regelverket, p. 2.7–2.9; NGM MM-regelverket, p. 2.2.2–5, First North-regelverket, p. 2.3.6; Nordic SME-regelverket, p. 2.2.2–4; Spotlight-regelverket, p. 2.2.

<sup>70</sup> Nasdaq MM-regelverket, avsnitt 2.8, Syftet med regeln är att ge investerare tillräckligt med underlag för att kunna fatta ett informerat investeringsbeslut. Det framgår inte hur bedömningen ska göras i praktiken. Nasdaqs kommentar pekar dock på att en särskild bedömning behöver göras vid förändringar i verksamheten som skett nyligen.

<sup>71</sup> Nasdaq MM-regelverket, p. 2.7–9.

visa vinstintjäningsförmåga, men kravet kan i stället uppfyllas genom att bolaget visar att det har tillräckligt rörelsekapital för att bedriva verksamheten under minst tolv månader efter noteringsdagen.<sup>72</sup>

På First North krävs att bolaget kan påvisa en verksamhet och att rörelsekapitalet vid noteringstidpunkten täcker verksamhetens behov för de kommande tolv månaderna.<sup>73</sup> Till skillnad från Main Market finns dock inget krav på tre års historik av reviderade årsredovisningar.

Nordic SME har liknande krav som NGM Main Market. Bolaget ska som utgångspunkt kunna visa på vinstintjäningsförmåga, men kravet kan ersättas med en plan som visar hur verksamheten ska finansieras under de tolv månaderna efter första handelsdagen.<sup>74</sup>

Hos Spotlight ligger tyngdpunkten i stället på bolagets finansiella förmåga. Bolag som saknar positivt kassaflöde vid noteringstillfället ska vara tillräckligt kapitaliserade och genom en månadsvis likviditetsbudget kunna visa hur verksamheten ska finansieras under det kommande året.<sup>75</sup>

Det vanliga är att bolag genomför en spridningsemission i samband med noteringen. Genom emissionen fyller bolaget på kassan och uppfyller därmed kraven på rörelsekapital samtidigt som kraven på ägarspridning för en fungerande handel typiskt sett uppnås.

### *3.5.3.5 Krav på löpande finansiell rapportering*

Regelbunden finansiell rapportering är ett grundläggande krav på samtliga marknadsplatser. För reglerade marknader följer minimikraven främst av öppenhetsdirektivet, som bland annat innebär en skyldighet att offentliggöra delårsrapporter och bokslutskommuniké samt årsredovisning inom vissa tidsramar.<sup>76</sup> Nasdaq Stockholm Main Market och NGM Main Market kräver att bolagen lämnar kvartalsvisa delårsrapporter utöver årsredovisning.<sup>77</sup>

På handelsplattformarna regleras kraven på rapportering i respektive emittentregelverk. First North och Nordic SME kräver att bolagen varje år offentliggör årsredovisning, bokslutskommuniké och minst en halvårsrapport, medan rapportering för första och tredje

---

<sup>72</sup> NGM MM-regelverket, p. 2.2.2–5.

<sup>73</sup> First North-regelverket, p. 2.3.6–2.3.7.

<sup>74</sup> Nordic SME-regelverket, p. 2.2.2–4.

<sup>75</sup> Spotlight-regelverket, p. 2.2.

<sup>76</sup> Se art. 2.1(d) och art. 4–5 öppenhetsdirektivet.

<sup>77</sup> Med delårsrapporter avses Q1, Q2, Q3 samt bokslutskommuniké. Nasdaq MM-regelverket, supplement D, Del E (3.3.2), p. 23(ii); NGM MM-regelverket, p. 4.2.2.

kvartalet är frivillig.<sup>78</sup> Spotlight har i stället krav på kvartalsvis finansiell rapportering.<sup>79</sup> Samtliga marknadsplatser anger tidsfrister för när rapporterna ska offentliggöras.<sup>80</sup>

### 3.5.3.6 Krav på informationsgivning

Emittentregelverken lägger stor vikt vid informationsgivning. Samtliga marknadsplatser betonar särskilt skyldigheten att offentliggöra insiderinformation<sup>81</sup> enligt artikel 17 i marknadsmissbruksförordningen.<sup>82</sup> Bestämmelsen innebär att bolaget ska offentliggöra insiderinformation så snart som möjligt på ett sätt som säkerställer snabb och icke-diskriminerande spridning, exempelvis via en nyhetstjänst. Andra lagkrav, såsom periodisk finansiell rapportering, ges i regel inte lika stort utrymme i regelverken. Att frågor rörande informationsgivning ges så stor vikt ligger i linje med att många disciplinnämndsärenden avser just överträdelser av MAR.<sup>83</sup>

Regelverken ställer också krav på bolagets förmåga att hantera informationsgivning. De anger att bolaget ska ha adekvata rutiner, kontroller och system som gör det möjligt att löpande förse marknaden med aktuell, tillförlitlig, korrekt information. Bolaget ska ha en informationspolicy som är anpassad till bolagets förhållanden, till exempel genom att ange hur situationer ska hanteras där viss information normalt kan anses utgöra insiderinformation.

Minst en person i bolaget ska alltid vara tillgänglig för kommunikation med marknadsplatsen. I praktiken innebär detta att bolaget måste ha en organisation där mer än en person kan hantera informationsfrågor.<sup>84</sup>

Bolaget har en skyldighet att informera marknadsplatsen innan särskilt viktig information offentliggörs.<sup>85</sup> På reglerade marknader följer detta redan av 15 kap. 6 § första stycket VpmL. Förhandsinformationen ger marknadsövervakningen en möjlighet att vid behov stoppa handeln om det bedöms att marknaden behöver tid att ta till sig informationen och underlättar samtidigt övervakningen av handeln inför offentliggörandet. Om bolaget deltar i buddiskussioner ska

---

<sup>78</sup> First North-regelverket, p. 4.4.2–3; Nordic SME-regelverket, p. 4.2.2.

<sup>79</sup> Spotlight-regelverket, p. 4.1.

<sup>80</sup> Se till exempel Nasdaq MM-regelverket, supplement D, Del E (3.3.2), p. 24(i).

<sup>81</sup> Begreppet *insiderinformation* definieras i art. 7 MAR. Begreppets innebörd är att det handlar om information som ej offentliggjorts och som sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset.

<sup>82</sup> Nasdaq MM-regelverket, avsnitt 3.1; NGM MM-regelverket, p. 10.1.2; First North-regelverket, avsnitt 4.1; Nordic SME-regelverket, p. 4.1.1; Spotlight-regelverket, p. 3.7.

<sup>83</sup> Som ett illustrativt exempel kan nämnas att Nasdaq Stockholms disciplinnämnd per den 11 december 2025 avgjort sex ärenden under 2025 varav fem har handlat om överträdelser av MAR, se Nasdaq Stockholm Decisions & Sanctions.

<sup>84</sup> Nasdaq MM-regelverket, p. 2.15.3; NGM MM-regelverket, p. 2.2.18; First North-regelverket, p. 2.3.9(d). I Nordic SME-regelverket och Spotlight-regelverket saknas motsvarande kommentar.

<sup>85</sup> Nasdaq MM-regelverket, p. 3.12.1; NGM MM-regelverket, p. 4.4.1–2; First North-regelverket, p. 6.2.1–3; Nordic SME-regelverket, p. 4.3; Spotlight-regelverket, avsnitt 5.

marknadsplatsen informeras i förväg under förutsättning att diskussionerna är tillräckligt seriösa för att leda till ett faktiskt bud.<sup>86</sup>

Regelverken tar också upp krav på att annan bolagsrelaterad information ska offentliggöras. Det handlar då oftast om kallelser till bolagsstämmor och efterföljande pressmeddelanden som redogör för stämmans beslut, ledningsförändringar, incitamentsprogram, närståendetransaktioner och förändringar i kapitalstrukturen genom till exempel nyemissioner.<sup>87</sup>

### 3.5.3.7 *Utrymme att neka notering*

Även om ett bolag uppfyller samtliga formella noteringskrav har marknadsplatserna en generell möjlighet att avslå en noteringsansökan, om en notering bedöms kunna skada marknadsplatsen, värdepappersmarknaden eller investerarnas intressen. En liknande prövning kan aktualiseras även efter notering: om bolagets verksamhet eller organisation anses olämplig kan aktien placeras under observation eller i sista hand avnoteras, även om bolaget i övrigt formellt uppfyller noteringskraven.<sup>88</sup>

I kommentarerna till Nasdaq Stockholm Main Markets regelverk framhålls att ledningens och huvudägarens lämplighet är central vid denna prövning. Personer i ledande ställning bör inte ha ett kriminellt förflutet eller en omfattande historik av konkurser, och bolagets finansiering måste bedömas som tillräckligt stabil. Det ska exempelvis inte finnas en akut risk för obestånd, och inte heller en finansieringsstruktur som gör bolaget uppenbart olämpligt för handel på en reglerad marknad eller handelsplattform.<sup>89</sup>

### 3.5.3.8 *Förändrad verksamhet*

Marknadsplatserna kan kräva en ny noteringsprövning om ett bolag genomgår en sådan väsentlig förändring att bolaget i praktiken framstår som ett nytt bolag.<sup>90</sup> Syftet är att säkerställa att marknaden får en uppdaterad och tillräcklig bild av bolaget och att de krav som ställs vid en notering fortfarande är uppfyllda, även om verksamheten ändrats.

---

<sup>86</sup> Nasdaq MM-regelverket, p. 3.12.1; NGM MM-regelverket, p. 4.4.1; First North-regelverket, p. 6.2.3; Nordic SME-regelverket, p. 4.3.1; Spotlight-regelverket, avsnitt 5.

<sup>87</sup> Nasdaq MM-regelverket, p. 3.4–8; NGM MM-regelverket, avsnitt 4.2; First North-regelverket, p. 4.2.2–4; Nordic SME-regelverket, p. 4.2.7–12; Spotlight-regelverket, avsnitt 4.

<sup>88</sup> Nasdaq MM-regelverket, p. 2.2.1; NGM MM-regelverket, p. 2.3; First North-regelverket, p.2.1.3; Nordic SME-regelverket, p. 2.3; Spotlight-regelverket, p. 2.21.

<sup>89</sup> Nasdaq MM-regelverket, p. 2.2.1; First North-regelverket, p. 2.1.3.

<sup>90</sup> Nasdaq MM-regelverket, p. 2.16.1; NGM MM-regelverket, p. 3.2; First North-regelverket, p. 2.5.1; Nordic SME-regelverket, p. 3.2; Spotlight-regelverket, p. 2.22.

Om en väsentlig förändring planeras ska bolaget normalt informera marknadsplatsen i förväg.<sup>91</sup> Förändringen kan medföra övervakningsåtgärder, till exempel observationslistning.<sup>92</sup> Bolaget måste även lämna kompletterande information om den nya verksamheten till marknaden, så att investerare kan ta ställning på ett rimligt underlag.<sup>93</sup>

Kravet på ny noteringsprövning har särskild betydelse i detta sammanhang, eftersom det är relativt vanligt med avnoteringar som sker till följd av att en ny noteringsprövning inte godkänns.<sup>94</sup>

### 3.5.3.9 Sanktioner vid överträdelser av regelverken

Emittentregelverken innehåller en i stora drag likartad sanktionsstruktur som bygger på upptrappning. Den mildaste åtgärden är en erinran eller reprimand, som markerar att marknadsplatsen anser att bolagets agerande varit bristfälligt. Därutöver kan vite eller böter komma i fråga. Den mest ingripande sanktionen är att aktien avnoteras.<sup>95</sup>

Sanktionsförfarandet inleds oftast genom att marknadsövervakningen noterar omständigheter som tyder på en överträdelse, exempelvis att bolagets kommunikation verkar bryta mot MAR. Efter en utredning kan ärendet lämnas över till marknadsplatsens disciplinnämnd, som då tar ställning till om bolaget överträtt regelverket och beslutar i så fall om en sanktion. Besluten offentliggörs och görs tillgängliga för marknaden via marknadsplatsens webbplats.

En stor del av disciplinnämndens ärenden rör överträdelser av reglerna om informationsgivning, särskilt skyldigheten att offentliggöra insiderinformation enligt artikel 17 MAR. Vid en genomgång av Nasdaq Stockholms disciplinnämnds praxis under 2017–2025 framträder det som att det främst är mindre bolag som förekommer i dessa ärenden. Större bolag på huvudlistan är mer sällan föremål för disciplinära sanktioner.

---

<sup>91</sup> Nasdaq MM-regelverket, p. 2.16.2; NGM MM-regelverket, p. 3.2; First North-regelverket, p. 6.2.2; Nordic SME-regelverket, p. 3.2; Spotlight-regelverket, p. 2.22.

<sup>92</sup> Nasdaq MM-regelverket; p. 4.1.1(e); NGM MM-regelverket, p. 3.2; First North-regelverket, p. 6.3(f); Nordic SME-regelverket, p. 3.2; Spotlight-regelverket, p. 2.22.

<sup>93</sup> För Nasdaq Stockholm Main Market och First North följer informationsplikten vid genomgripande förändringar i första hand av art. 17 MAR; i Nasdaqs svenska vägledning om offentliggörande av insiderinformation anges ”genomgripande förändring av emittentens verksamhet” som ett typiskt exempel på insiderinformation. Se Nasdaq insiderguidance. För NGM Main Market, Nordic SME och Spotlight finns dessutom uttryckliga regler om att bolag som genomgår en genomgripande förändring ska tillhandahålla information som i allt väsentligt motsvarar ett noteringsprospekt eller informationsmemorandum, se NGM MM-regelverket, p. 4.2.11; Nordic SME-regelverket, p. 4.2.13; Spotlight-regelverket, p. 2.22.

<sup>94</sup> Nasdaq MM-regelverket, Supplement D, Del G (4.3.1), p. 29(ii); I NGM MM-regelverket, p. 3.3.2; First North-regelverket, Supplement B, p. 2.5.1 och p. 8.2.7; Nordic SME-regelverket, p. 3.3.2; Spotlight-regelverket, p. 2.22 och p. 6.4(iii).

<sup>95</sup> Nasdaq MM-regelverket, Supplement D, Del I (6.1.1) p. 34; NGM MM-regelverket, avsnitt 5; First North-regelverket, avsnitt 8.2; Nordic SME-regelverket, avsnitt 5; Spotlight-regelverket, avsnitt 7.

Avnotering som disciplinär sanktion är relativt ovanlig. Under 2017–2025 har endast ett fåtal ärenden i Nasdaq disciplinnämnd lett till avnotering, och även här rör det sig genomgående om mindre bolag.<sup>96</sup> Samtliga ärenden har präglats av återkommande och allvarliga brister i bolagets informationsgivning eller finansiella rapportering. De bolag som avnoteras har ofta en längre historik av överträdelser och har visat en tydlig oförmåga att rätta till bristerna.

Utöver de formella sanktionerna kan marknadsplatserna också besluta om observationslistning och handelsstopp.<sup>97</sup> Dessa åtgärder syftar till att skydda en rättvis och ordnad handel och ses vanligen som övervakningsåtgärder snarare än sanktioner.

### 3.6 Aktiemarknadsrättsligt minoritetsskydd vid notering

En notering ger bolaget tillgång till kapitalmarknaden, men innebär samtidigt ett inträde i ett aktiemarknadsrättsligt regelverk som går utöver aktiebolagslagens generella minoritetsregler. I detta regelverk finns flera komponenter som tillsammans utgör ett förstärkt skydd för minoritetsaktieägarna i noterade bolag.

Aktiemarknadsnämnden har i ett uttalande beskrivit vad en notering på en reglerad marknad typiskt innebär för aktieägarna.<sup>98</sup> Nämnden framhåller bland annat att noteringen ger tillgång till en organiserad handel med löpande prisbildning i aktien samt regler om insiderhandel och annat marknadsmissbruk. Det innebär också ett utbyggt system för löpande informationsgivning, särskilda takeover-regler samt tillsyn från marknadsplatsen och Finansinspektionen, kompletterat av svensk självreglering genom bland annat Aktiemarknadsnämndens uttalanden. Delarna utgör tillsammans ett förstärkt skydd som saknas i onoterade bolag.

Kraven på fri överlåtbarhet, spridning av aktierna och en fungerande prisbildning innebär att en aktieägare i praktiken kan lämna bolaget genom att sälja aktierna på marknaden – att ”rösta med fötterna”. Det blir särskilt viktigt vid missnöje med majoriteten eller ledningens agerande. Även om aktieägaren inte kan påverka besluten finns åtminstone möjligheten att sälja på en organiserad marknad. Ju bättre likviditet och ju mer tillförlitlig prisbildning, desto starkare blir skyddet. Som framgår av den empiriska genomgången i kapitel 5 är detta exitskydd i praktiken starkt begränsat i många avnoteringssituationer. Aktiekursen har ofta redan fallit kraftigt, handeln är sporadisk och aktierna har i regel ett mycket lågt – eller ibland inget – ekonomiskt värde.

---

<sup>96</sup> Se Nasdaq Decisions & Sanctions, 2017–2025.

<sup>97</sup> Nasdaq MM-regelverket, avsnitt 4; NGM MM-regelverket, avsnitt 3; First North-regelverket, p. 6.3–6.4; Nordic SME-regelverket, avsnitt 3; Spotlight-regelverket, avsnitt 6.

<sup>98</sup> Se AMN 2014:33 (Cision).

En annan del av skyddet är informations- och transparenskraven som bidrar till ökad insyn i bolagens verksamhet. Marknadsmisbruksförordningen och emittentregelverken ställer krav på att bolaget löpande offentliggör insiderinformation, liksom annan väsentlig information så snart som möjligt och på ett sätt som säkerställer en snabb och icke-diskriminerande spridning.<sup>99</sup> Därtill kommer kraven på periodisk finansiell rapportering, som gör att aktieägarna regelbundet får ta del av bolagets ekonomiska utveckling. Vid börsintroduktioner och större kapitalanskaffningar tillkommer prospektregler, som innebär att investerare har rätt till ett omfattande informationsunderlag innan de beslutar att investera nytt kapital.<sup>100</sup> Även flaggningsreglerna, som kräver offentliggörande när en aktieägare passerar vissa ägartrösklar, har en tydlig minoritetsdimension genom att de ger insyn i förändringar av kontrollen över bolaget.<sup>101</sup>

En annan aspekt av skyddet rör styrning och kontrollägarskiftet. För bolag på reglerad marknad kompletteras emittentregelverken av Svensk kod för bolagsstyrning (Koden), med krav på bland annat styrelseoberoende, revisionsutskott, transparens kring ersättningar och ordningen för bolagsstyrning.<sup>102</sup> Takeover-reglerna reglerar offentliga uppköpserbjudanden och innehåller bland annat budplikt, likabehandlingsprincip och informationskrav, vilket ger minoriteten ett skydd vid kontrollägarskiftet.<sup>103</sup> Genom att bolaget åtar sig att följa god sed på värdepappersmarknaden blir Aktiemarknadsnämndens uttalanden och annan självreglering en del av det regelpaket som indirekt skyddar minoritetsaktieägarna.

En fjärde komponent är sanktions- och övervakningssystemet. Marknadsplatsernas övervakning följer löpande bolagets informationsgivning och regelefterlevnad. Vid misstänkta överträdelser kan ärenden hänskjutas till disciplinnämnden, som kan besluta om erinran, vite eller i sista hand avnotering. Sanktionssystemet syftar i första hand till att upprätthålla förtroendet för marknaden, men har samtidigt en tydlig minoritetsaspekt: hotet om sanktion skapar incitament för bolaget att följa reglerna och därigenom värna aktieägarnas intressen. Genomgången av disciplinnämndernas praxis visar att en stor del av ärendena gäller brister i informationsgivningen och att det i huvudsak är mindre bolag med begränsade resurser för informationshantering som förekommer i dessa ärenden. De få fall där avnotering beslutats som

---

<sup>99</sup> Se art. 7 och 17 i marknadsmisbruksförordningen.

<sup>100</sup> Se 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 (Prospektförordningen).

<sup>101</sup> Se 4 kap. 1–5 §§ lag (1991:980) om handel med finansiella instrument (LHF). Jfr även öppenhetsdirektivet, särskilt art. 9, 10 och 13.

<sup>102</sup> Kollegiet för svensk bolagsstyrning, Svensk kod för bolagsstyrning (konsoliderad version gällande från den 1 januari 2020) ("Koden").

<sup>103</sup> Aktiemarknadens självregleringskommitté, Takeover-regler för Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM (gällande från 1 juli 2025) ("takeover-reglerna") samt Aktiemarknadens självregleringskommitté, Takeover-regler för vissa handelsplattformar (gällande från 1 juli 2025) ("ASK-reglerna"). Jfr även avsnitt 5.3.3.1 (utträden i form av tvångsinlösen efter offentliga uppköpserbjudanden).

disciplinär sanktion har typiskt sett avsett mindre bolag med återkommande och allvarliga brister i informationsgivningen eller den finansiella rapporteringen.

Utöver marknadsplatsernas tillsyn, bedriver även Finansinspektionen tillsyn över noterade bolag i frågor som rör bland annat marknadsmissbruk och informationsgivning.<sup>104</sup>

Det aktiemarknadsrättsliga minoritetsskyddet är därmed inte ett enskilt instrument, utan en samlad effekt av flera regelkomplex: krav på fri överlåtbarhet och likvid handel, långtgående informationsskyldighet, särskilda regler vid kontrollägarskiftet, bolagsstyrningsnormer, tillsyn och disciplinära sanktioner. Skyddsnivån varierar samtidigt mellan olika marknadsplatser. Större bolag på reglerad marknad omfattas av fler lager av reglering, bland annat Koden, medan mindre bolag på handelsplattformarna ofta har svagare resurser för att leva upp till kraven. För dessa bolag blir skyddet i högre grad beroende av bolagets faktiska informations- och styrningskapacitet än av regelverkens formella konstruktion.

Vid en avnotering försvinner i stort sett hela detta aktiemarknadsrättsliga skyddslager. Handeln i aktien upphör eller flyttas till en mindre reglerad miljö, vilket försvårar en marknadsmässig exit och gör prisbildningen mer osäker. De särskilda kraven på löpande informationsgivning till marknaden upphör för framtiden, och marknadsplatsens övervakning av bolaget upphör. Emittentregelverkens sanktionsregler kan visserligen under en begränsad tid tillämpas på överträdelser som skett medan aktien var noterad, men som framåtriktat skyddsmedel för minoriteten försvinner i princip möjligheten till disciplinära sanktioner. Takeover-reglerna blir inte längre tillämpliga, och Aktiemarknadsnämndens roll som normtolkare och konfliktslösnare begränsas. Kvar står i huvudsak aktiebolagslagens allmänna minoritetsskyddsregler<sup>105</sup> – till exempel generalklausulerna, möjligheten att klandra bolagsstämmobeslut och skadeståndsreglerna – samt vad som följer av eventuella aktieägaravtal. Dessa instrument förutsätter normalt att den enskilde aktieägaren själv initierar process eller skiljeförfarande och innebär därför ett mer svåråtkomligt och kostsamt skydd än det aktiemarknadsrättsliga systemet med övervakning och disciplinära sanktioner.

När ett bolag överväger eller genomför en frivillig avnotering uppstår en tydlig intressekonflikt mellan bolagets och kontrollägarens intresse av att lämna den noterade miljön och minoritetsaktieägarnas intresse av att behålla det aktiemarknadsrättsliga skydd som följer av noteringen. Denna intressekonflikt står i fokus i uppsatsens analyskapitel.

---

<sup>104</sup> Se till exempel art. 31 i prospektförordningen samt 1 kap. 4 § lagen (2019:414) med kompletterande bestämmelser till prospektförordningen avseende Finansinspektionen som behörig myndighet i prospektfrågor.

<sup>105</sup> Jfr till exempel generalklausulerna i 7 kap. 47 § och 8 kap. 41 § ABL, reglerna om klandertalan i 7 kap. 50 § ABL samt skadeståndsreglerna i 29 kap. ABL.

## 4 Avnotering – när handeln upphör

### 4.1 Inledning

En frivillig avnotering innebär att ett bolag lämnar den reglerade miljö som noteringen innebär. För aktieägarna handlar det inte bara om att aktien kan bli svårare att sälja, utan också om att ett skydd som följt med noteringen försvinner. Transparensen och insynen minskar, och med det också den löpande ”granskning” som ett noterat bolag lever under. Det talas ibland om att bolaget ”går in i skuggorna”.<sup>106</sup>

Det är också vanligt att marknaden reagerar redan på ett besked om planer på avnotering. Kursen faller ofta kraftigt i samband med beskedet, vilket ger en fingervisning om hur mycket investerare värdesätter en likvid aktie.<sup>107</sup> För bolag som redan har en tunn handel och bristfällig informationsgivning kan minoritetens möjlighet att ta sig ur ett innehav vara begränsad redan före avnoteringen. När handeln upphör riskerar aktieägarna att bli ”inlåsta” eftersom det kan bli svårt att hitta köpare till aktierna när bolaget inte längre är noterat.

En avnotering är därför en tydlig konfliktpunkt mellan bolagets (och ofta kontrollägarens) vilja att lämna marknaden för att minska kostnader, öka flexibiliteten eller av andra skäl, och minoritetens intresse av att behålla en likvid organiserad handel i aktien. Denna spänning leder till ett behov av reglering som anger på vilka villkor en frivillig avnotering kan ske.

Ett mer övergripande sätt att se på saken är att kapitalmarknader har återkommande problem med informationsskillnader. Om investerare har mindre information och inte kan bedöma ”kvaliteten” i det som handlas, eller uppfattar det som att insynspersoner har ett tydligt informationsövertag och drar nytta av det, tenderar investeringsviljan att minska – och då tunnas handeln ut. För att undvika att marknads förtroende urholkas behövs därför reglering som ställer krav på transparens.<sup>108</sup>

Avnoteringsbeslut behöver också fattas på ett sätt som uppfattas som legitimt av aktieägarna. Om minoriteten uppfattar situationen som i praktiken redan avgjord kan det minska viljan att investera i nya noterade bolag framöver, vilket ytterst påverkar kapitalmarknadens funktion och kan försämra kapitalallokeringen. I den internationella litteraturen har det ibland beskrivits som att den noterade miljön fungerar som ett ”trovärdigt åtagande” gentemot investerare: inträdet i

---

<sup>106</sup> Jfr Marosi, A. & Massoud, N., *Why Do Firms Go Dark?*, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 42, no. 2, 2007, s. 441.

<sup>107</sup> Ibid, s. 441.

<sup>108</sup> Jfr Akerlof 1970, s. 489 ff; Sjöman 2023, s. 767 ff.

den reglerade miljön är relativt enkelt, men utträdet omges av skyddsmekanismer för att inte urholka investerarskyddet – en ”lobster trap”.<sup>109</sup>

Kapitlet är disponerat så att avsnitt 4.2 tar upp de motiv till avnotering som ofta framkommer i forskningen. Avsnitt 4.3 beskriver därefter den rättsliga ramen på EU-nivå, svensk rätt och marknadsplatsernas emittentregelverk. I avsnitt 4.4 behandlas god sed och självregleringen, med fokus på ASK 2025 och Aktiemarknadsnämndens praxis.

## 4.2 Motiv till avnotering

Den empiriska litteraturen om frivilliga avnoteringar beskriver ofta beslutet att lämna aktiemarknaden som resultatet av en kostnads-nyttovägring. Ett bolag tenderar att vara noterat så länge som fördelarna med noteringen ger – i form av tillgång till kapital, likvid handel i aktien, synlighet gentemot investerare och affärspartner – väger tyngre än kostnaderna som följer av noteringen.<sup>110</sup> När den balanspunkten förskjuts blir avnotering ett mer naturligt alternativ.

I forskningen återkommer flera motiv till frivillig avnotering. Dessa kan översiktligt delas in i tre huvudkategorier: (1) ökade kostnader och minskad nytta av noteringen, (2) aktiens likviditet, synlighet och värdering, samt (3) ägar- och kontrollmotiv.

En första kategori rör kostnaderna för att vara noterad. Här framhålls både direkta kostnader, som avgifter kopplade till noteringen och kostnader för rådgivare, och indirekta kostnader i form av de rapporterings- och informationskrav som läggs på styrelse och ledning. Ett argument som återkommer är att noteringens värde minskar om bolaget inte längre har realistiska utsikter att använda kapitalmarknaden för ny finansiering. Om det är svårt att resa nytt kapital, samtidigt som kostnaderna för att vara noterad kvarstår, blir avnotering ofta ett mer rationellt alternativ ur bolagets perspektiv.<sup>111</sup>

Flera studier visar att bolag som frivilligt avnoteras ofta uppvisar svagare utveckling före avnoteringen, särskilt i termer av lönsamhet och tillväxt, jämfört med bolag som kvarstår på

---

<sup>109</sup> Jfr Rock 2002, s. 675, 704.

<sup>110</sup> Jfr Zmysłowska, M., *Protection of interests of minority shareholders in the case of the delisting of a company in the light of regulations binding in Europe*, Capital Markets Law Journal, vol. 18, no. 3, 2023, s. 394 f.; Mehran, H. & Peristiani, S., *Financial Visibility and the Decision to Go Private*, The Review of Financial Studies, vol. 23, no. 2, 2010, s. 520 f.; Martinez, I. & Serve, S., *Reasons for Delisting and Consequences: A Literature Review and Research Agenda*, Journal of Economic Surveys, vol. 31, no. 3, 2017, s. 740; Fidanza, B., Morresi, O. & Pezzi, A., *The Decision to Delist from the Stock Market - Theory and Empirical Evidence of Going Private*, 2018, Palgrave Macmillan, s. 11 f., 157 f.

<sup>111</sup> Jfr Kashefi Pour, E. & Lasfer, M., *Why do companies delist voluntarily from the stock market?*, Journal of Banking & Finance, vol. 37, 2013, s. 4859; Fidanza m.fl. 2018, s. 160 f.; Martinez & Serve, s. 740; Marosi & Massoud 2007, s. 441.

marknaden. Det pekar på att mindre bolag, inte minst när den ursprungliga tillväxtberättelsen inte infrias, löper en större risk att senare lämna aktiemarknaden.<sup>112</sup>

En andra kategori motiv rör aktiens likviditet och synlighet gentemot investerare. Studier pekar på att bolag som senare lämnar marknaden ofta kännetecknas av lägre investerarintresse i form av lägre handelsaktivitet, lägre institutionellt ägande och svagare analytikertäckning. I sådana lägen kan ledning och kontrollägare uppleva att marknaden systematiskt undervärderar bolaget. Detta kan i sin tur förstärka drivkrafterna att lämna aktiemarknaden, särskilt i mindre bolag som har svårt att attrahera långsiktiga, professionella ägare.<sup>113</sup>

En tredje kategori motiv rör ägarstruktur och kontroll. I många frivilliga avnoteringar finns en kontrollägare – eller en liten krets större ägare – som i praktiken kan driva avnoteringsbeslutet. När kontrollen av bolaget är koncentrerad kan noteringen uppfattas som en begränsning genom krav på transparens, likabehandling och insyn, särskilt om kontrollägaren bedömer att dessa krav inte längre motsvaras av tillräcklig nytta.<sup>114</sup>

Teorier om agentkonflikter lyfter fram att en kontrollägare kan vilja öka handlingsutrymmet för strategiska beslut utan att vara lika exponerad mot marknads kortsiktiga reaktioner, eller utan att behöva förhandla med en spridd minoritet. I mer problematiska scenarier diskuteras risken att en dominerande ägare utnyttjar ett informationsövertag gentemot minoriteten – till exempel genom att ta bolaget privat i ett läge där marknaden undervärderar framtida tillväxtpotentialer. Samtidigt visar studier av europeiska ”going-private”-affärer att bilden inte är entydig: när man beaktar de premier som betalas vid utköp finns det inte klart stöd för att kontrollägare generellt exproprierar minoriteten, men intressekonflikten finns där som ett återkommande tema.<sup>115</sup>

## 4.3 Rättslig ram för avnotering

### 4.3.1 Ramverk i EU-rätt och svensk rätt

#### 4.3.1.1 EU-rättslig reglering

Regleringen om avnoteringar – i MiFID II benämnt avförande från handel – tar sin utgångspunkt i MiFID II. För reglerade marknader anger artikel 52.1 att en marknadsoperatör får avföra ett finansiellt instrument från handel när instrumentet inte längre uppfyller

---

<sup>112</sup>Jfr Fianza m.fl. 2018, s. 160 f.; Martinez & Serve 2017, s. 742.

<sup>113</sup>Jfr Renneboog, L., Simons, T. & Wright, M., *Why do public firms go private in the UK? The impact of private equity investors, incentive realignment and undervaluation*, Journal of Corporate Finance, no. 13, 2007, s. 619 f.; Mehran & Peristiani 2010, s. 520 f.; Fianza m.fl. 2018, s. 29, 160 f.

<sup>114</sup>Jfr Fianza m.fl. 2018, s. 110, 169; Martinez & Serve 2017, s. 748 f.

<sup>115</sup>Jfr Martinez & Serve 2017, s. 750; Fianza m.fl., 2018, s. 75 f.; Croci, E. & Del Giudice, A., *Delistings, Controlling Shareholders and Firm Performance in Europe*, European Financial Management, vol. 20, no. 2, 2014, s. 401.

marknadens regler. Ett beslut om avförande förutsätter dock en intresseavvägning: åtgärden ska vägas mot investerarnas intressen och marknadens funktionssätt, och får inte genomföras om dessa intressen riskerar att ta allvarlig skada.<sup>116</sup>

Beslutet ska offentliggöras och meddelas till behörig myndighet (i Sverige Finansinspektionen), som i sin tur underrättar ESMA<sup>117</sup> och andra berörda myndigheter.<sup>118</sup>

Motsvarande bestämmelser för handelsplattformar finns i artikel 32 MiFID II, som bygger på samma grundstruktur: möjlighet att avföra instrument som inte längre uppfyller handelsplattformens regler, men först efter en sådan intresseavvägning.

#### 4.3.1.2 Reglering i svensk lagstiftning

Artikel 52.1 MiFID II har införlivats i svensk rätt genom 15 kap. 11 § VpmL. Bestämmelsen innebär att en börs ska avslå en begäran om upptagande till handel eller besluta om avnotering om instrumentet inte uppfyller kraven för upptagande, eller om bolaget allvarligt åsidosätter sina förpliktelser enligt VpmL eller annan författning.<sup>119</sup> Börsen får även avnotera i andra fall, men endast om det inte är sannolikt att åtgärden orsakar väsentlig skada för investerarna eller marknadens funktion.<sup>120 121</sup> Av paragrafen följer vidare att avnotering ska ske även på bolagets begäran.

Enligt 15 kap. 11 § VpmL kan avnoteringen också skjutas upp om det är lämpligt från allmän synpunkt. Regeln har sin bakgrund i äldre rätt (5 kap. 4 § första stycket lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet). Förarbetena till den äldre bestämmelsen anger att börsen i normalfallet var skyldig att avnotera på bolagets begäran, men att avnotering kunde bedömas olämplig efter en helhetsbedömning. Som exempel nämns situationer där det skett en inte obetydlig handel i aktien och avnoteringen inte följdes av notering på annan marknadsplats.

---

<sup>116</sup> Se Kommissionens delegerade förordning (EU) 2017/565, art. 80, preciserar vad som kan utgöra ”allvarlig skada” för investerarnas intressen och för en väl fungerande marknad vid avförande från handel. Bedömningen ska göras med beaktande av samtliga relevanta omständigheter och kan bland annat avse instrumentets betydelse för marknadens likviditet, effekter på relaterade instrument samt eventuella konsekvenser för icke-finansiella slutanvändare. Förordningen anger även exempel på situationer där ett avförande kan vara olämpligt, bland annat om åtgärden skulle äventyra emittentens ekonomiska förmåga, exempelvis vid en pågående kapitalanskaffning.

<sup>117</sup> European Securities and Markets Authority. ESMA är en oberoende EU-myndighet vars syfte är att förbättra investerarskyddet och främja stabila och ordnade finansmarknader. Myndigheten kan liknas vid en motsvarighet till Finansinspektionen på EU-nivå.

<sup>118</sup> Se art. 52.2 första och tredje stycket MiFID II.

<sup>119</sup> Se 15 kap. 11 § första stycket VpmL. Lagstiftaren har av historiska skäl valt att använda termen ”avnotering” för reglerade marknader, medan termen ”avförande från handel” används för handelsplattformar, jfr 11 kap. 12 § VpmL, se prop. 2016/17:162, s. 294.

<sup>120</sup> Se 15 kap. 11 § andra stycket VpmL.

<sup>121</sup> Jfr art. 52.1 MiFID II (marknadsoperatören *får* avföra instrument från handel) och 15 kap. 11 § VpmL (börsen *ska* avnotera i vissa situationer, men *får* även avnotera i andra fall). I förarbetena framhålls att bestämmelsen genomför MiFID II och någon särskild materiell åtskillnad mellan ”ska” och ”får” synes inte ha avsetts; formuleringen framstår snarare som en följd av den svenska lagtekniska utformningen och tidigare reglering, se prop. 2016/17:162, s. 293.

Uppskovet fick dock inte vara längre än vad som krävdes för att marknaden skulle hinna anpassa sig, normalt högst några månader och i undantagsfall upp till ett halvår.<sup>122</sup>

För handelsplattformar finns en motsvarande reglering om avförande från handel i 11 kap. 12 § VpmL. Bestämmelsen innehåller inte samma uttryckliga formulering om avnotering på bolagets begäran. Den bygger samtidigt direkt på MiFID II, och förarbetena utgår från att regleringen om avförande från handel i artiklarna 32 och 52 MiFID II ska tillämpas på ett likartat sätt för handelsplattformar och reglerade marknader.<sup>123</sup> Detta talar för att bedömningen av när avförande kan ske i praktiken i huvudsak följer samma struktur: en avnotering får inte genomföras om den sannolikt orsakar väsentlig skada för investerarnas intressen eller marknads funktion, med undantag för att det där inte uttryckligen anges att bolaget får ansöka om avnotering.

### 4.3.2 Reglering i emittentregelverken

Marknadsplatsernas emittentregelverk tar i huvudsak sikte på två typer av avnoteringssituationer. Den första är avnotering som sanktion, när bolaget inte längre uppfyller noteringskraven eller allvarligt åsidosätter sina skyldigheter.<sup>124</sup> I dessa fall initieras processen av marknadsplatsen, med stöd i det ramverk som följer av VpmL.

Den andra situationen är bolagsinitierad avnotering (frivillig avnotering). Här anger regelverken främst processuella ramar och viss möjlighet till uppskov.<sup>125</sup>

I Nasdaq Stockholms kommentarstext anges som utgångspunkt att bolaget ska informera marknaden om sin avsikt att ansöka om avnotering minst fyra veckor innan avnoteringen genomförs.<sup>126</sup> Nasdaq kan skjuta upp avnoteringen, typiskt sett när handeln är omfattande och ägarspridningen stor, i regel upp till ett halvår. Om avnoteringen sker i anslutning till ett offentligt uppköpserbjudande kan kortare framförhållning accepteras under vissa

---

<sup>122</sup> Se prop. 1991/92:113, s. 189. (uppskov normalt några månader, i undantagsfall upp till ett halvår). I förarbetsuttalanden har uppskovsmöjligheten i svensk rätt kopplats till den intresse- och proportionalitetsbedömning som följer av EU-regeln om avförande från handel, se prop. 2016/17:162, s. 295. Vid genomförandet av MiFID I har bestämmelsen också tolkats som att ett avförande i vissa fall kunde genomföras efter en anpassningstid, även om åtgärden riskerade att medföra betydande negativa effekter. Mot denna bakgrund kan det diskuteras hur långt en sådan tolkning är förenlig med EU-regelns formulering om att avförande *inte får ske* om investerarnas intressen eller marknads funktion riskerar att allvarligt skadas.

<sup>123</sup> Jfr prop. 2016/17:162, s. 307, regeringen behandlar värdepappersinstitut och börs/marknadsoperatör på samma sätt vid avförande från handel på handelsplattformar enligt art. 32 MiFID II, och anger att motsvarande regler gäller för reglerade marknader (jfr art. 52 MiFID II).

<sup>124</sup> Se avsnitt 3.5.3.9 (sanktioner vid överträdelser av regelverk); Börsens skyldighet till avnotering följer av 15 kap. 11 § första stycket VpmL.

<sup>125</sup> Se Nasdaq MM-regelverket, Supplement D, Del G, p. 28; NGM MM-regelverket, p. 3.3; First North-regelverket, p. 2.6; Nordic SME-regelverket, p. 3.3.1; Spotlight-regelverket, p. 6.3.

<sup>126</sup> Nasdaq MM-regelverket, Supplement D, Del G, p. 28; First North-regelverket, p. 2.6.

förutsättningar, bland annat när budgivaren uppnått 90 procent av aktierna i bolaget och begärt tvångsinlösen.

NGM:s regelverk innehåller motsvarande möjlighet för bolag att ansöka om avnotering. Formuleringarna skiljer sig dock mellan listorna. För Main Market anges att marknadsplatsen kan avslå en ansökan om avnotering när avnoteringen bedöms strida mot god sed på aktiemarknaden.<sup>127</sup> För Nordic SME betonas i kommentarstexten framför allt en ordning där avnotering kan skjutas upp under en begränsad tid. Mot bakgrund av den lagreglerade ramen i VpmL bör bestämmelserna främst läsas som att marknadsplatsens handlingsutrymme i första hand gäller tidpunkten för avnotering (uppskov), snarare än att det finns ett mer varaktigt utrymme att hindra en avnotering.<sup>128</sup>

Spotlights regelverk anger att bolag kan ansöka om avnotering och att marknadsplatsen prövar om förutsättningar föreligger i det enskilda fallet. I kommentarstexten hänvisas till Aktiemarknadsnämndens uttalanden om god sed vid frivilliga avnoteringar när noteringskraven i övrigt är uppfyllda.<sup>129</sup>

Avslutningsvis innehåller emittentregelverken i sig inte något generellt förbud mot att bolag ansöker om avnotering. Däremot innebär kravet att följa god sed på aktiemarknaden att en avnotering som bedöms strida mot god sed kan leda till sanktioner från marknadsplatsen.

## 4.4 God sed vid avnoteringar

### 4.4.1 Självregleringens aktörer

Svensk aktiemarknadsrätt bygger på lagstiftning och självreglering. Enligt VpmL ska börser och handelsplattformar verka för att handeln sker i överensstämmelse med lag och andra författningar samt med god sed på värdepappersmarknaden.<sup>130</sup> God sed är inte definierad i lag, utan utvecklas inom ramen för den svenska självregleringen. Självregleringen utgör därmed inte bindande rätt i formell mening, men fungerar som en normbildning med betydande praktisk relevans genom kopplingen till marknadsplatsernas regelverk och sanktionssystem. Två centrala aktörer är Aktiemarknadens självregleringskommitté (ASK) och Aktiemarknadsnämnden (AMN).<sup>131</sup>

---

<sup>127</sup> NGM MM-regelverket, p. 3.3.1.

<sup>128</sup> Nordic SME-regelverket, p. 3.3.1.

<sup>129</sup> Spotlight-regelverket, p. 6.3.

<sup>130</sup> Se 8 kap. 21 § första stycket andra punkten samt 13 kap. 7 § första stycket VpmL.

<sup>131</sup> Se Aktiemarknadens självregleringskommitté, *Vårt uppdrag* (webbsida), hämtad 13 december 2025; Aktiemarknadens självregleringskommitté, *Om självreglering på värdepappersmarknaden* (webbsida); hämtad 13 december 2025; Aktiemarknadsnämnden, *Vårt uppdrag* (webbsida), hämtad 13 december 2025.

ASK utfärdar regler inom flera aktiemarknadsområden, däribland frivilliga avnoteringar. Reglerna bygger på frivilligt antagna normer, men får genomslag genom att noterade bolag, via noteringsavtal och emittentregelverk, förbinder sig att följa tillämpliga regler om god sed.<sup>132</sup> Överträdelse kan leda till disciplinära åtgärder inom marknadsplatsernas sanktionssystem. AMN verkar för god sed genom uttalanden, rådgivning och information. Nämnden saknar egen sanktionsmakt, men uttalandena får praktisk betydelse genom marknadsplatsernas och Finansinspektionens sanktionssystem samt genom att AMN i regel tillfrågas i förväg som vägledning inför planerade åtgärder.<sup>133</sup> Genom delegation från Finansinspektionen prövar AMN även dispensfrågor och tolkar takeover-regelverket.<sup>134</sup>

#### 4.4.2 ASK 2025: en ny era för frivilliga avnoteringar

År 2025 antog ASK regler om avnotering av aktier på emittentens initiativ (ASK 2025) som trädde i kraft den 1 september 2025. Reglerna anger vad som anses följa av god sed vid frivilliga avnoteringar och klargör samtidigt att styrelsens skyldigheter enligt aktiebolagslagen kvarstår.<sup>135</sup>

ASK 2025 ska följas av svenska bolag med aktier upptagna till handel på en svensk reglerad marknad samt av svenska bolag vars aktier, efter bolagets ansökan, handlas på First North, Nordic SME eller Spotlight. För utländska bolag är reglerna som huvudregel inte tillämpliga, med undantag för vissa bestämmelser om informationsgivning och för särskilt angivna situationer.<sup>136</sup>

Reglerna tar sin utgångspunkt i situationen där noteringskraven alltså är uppfyllda. I sådana fall får bolaget ansöka om avnotering vid listbyte eller efter stämmobeslut. För stämmospåret (II.1 B) krävs att beslutet biträtts av aktieägare med minst nio tiondelar av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna. Om en aktieägare, ensam eller tillsammans med närstående<sup>137</sup>, kontrollerar tre tiondelar eller mer av röstetalet gäller dessutom

---

<sup>132</sup> Se not ovan.

<sup>133</sup> Se Munck, J., Aktiemarknadsnämnden 25 år, i: *Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi*, Munck, J. & Skog, R. (red.), 2011, Aktiemarknadsnämnden, s. 12; Se även Skog, R., Aktiemarknadsnämndens verksamhet – en tillbakablick, i: *Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi*, Munck, J. & Skog, R. (red.), 2011, Aktiemarknadsnämnden, s. 33.

<sup>134</sup> Se 2 kap. 3 § andra stycket, 3 kap. 4 §; 7 kap. 4 § och 10 § lag (2006:451 om offentliga uppköpserbjudanden ("LUA")). Se även Sjöman, E. & Skog, R., *Takeover-reglerna – en kommentar*, 7 uppl., 2024, Norstedts Juridik, s. 90 f.

<sup>135</sup> Se inledningstexten i ASK 2025.

<sup>136</sup> Se ASK 2025, punkten I.1.

<sup>137</sup> Med *närstående* avses enligt kommentaren till ASK 2025, punkten II.1 B, den innebörd som följer av definitionen i 3 kap. 5 § LUA. Som närstående räknas bland annat koncernföretag, make/maka/sambo, barn under vårdnad, samt personer som avtalat om samordnat och långsiktigt röstande i syfte att uppnå bestämmande inflytande över bolagets förvaltning eller som annars samarbetar med förvärvaren i syfte att uppnå kontroll över bolaget.

att en majoritet av övriga röster i bolaget inte får rösta emot beslutet (ett majority-of-the-minority-villkor, MoM).<sup>138</sup>

I november 2025 förtydligades det i kommentaren till II.1 B att stämmoregeln inte innebär att andra regler eller annan god sed kan åsidosättas bara genom hänvisning till att majoritetskraven är uppfyllda.<sup>139</sup>

ASK 2025 innehåller också regler för situationer där noteringskraven inte längre är uppfyllda för avnotering i samband med tvångsinlösen och vissa gränsöverskridande situationer.<sup>140</sup> Reglerna förtydligar dessutom att det inte är förenligt med god sed att ett bolag medvetet försätter sig i ett läge där noteringskraven inte uppfylls för att på så sätt ”tvinga fram” en avnotering.<sup>141</sup>

Regelverket ställer även krav på information till marknaden. Enligt III.1 ska bolaget offentliggöra ett pressmeddelande när styrelsen har beslutat att ansöka om avnotering. Informationen ska vara korrekt, relevant och tydlig och ska bland annat beskriva styrelsens motiv och överväganden. Bolaget ska också ange att ansökan förutsätter stämmans godkännande och lämna praktiska detaljer om stämman. Därutöver ska bolaget redovisa en förväntad tidplan och upplysa om eventuella uttalanden från Aktiemarknadsnämnden. Inför stämmans prövning ställs motsvarande krav på beslutsunderlag enligt III.2.<sup>142</sup>

Samtidigt kan noteras att informationskraven i III.1–2 inte fullt ut motsvarar den typ av beslutsinformation som tidigare betonats i praxis. Det kan bli särskilt viktigt när avnoteringen sker genom stämmospåret (II.1 B).<sup>143</sup> De praxislinjer som reglerna i stor utsträckning bygger på redogörs för i nästa avsnitt.

---

<sup>138</sup> Se ASK 2025, punkten II.1 första stycket A–B. I kommentaren till II.1 B anges att ”skälet för denna ordning är att förhindra att beslutet om avnotering helt domineras av en kontrollerande aktieägare”.

<sup>139</sup> Se kommentar till ASK 2025, punkten II.1 B, ändringsversion 11 november 2025. Se även AMN 2025:55 (Rolling Optics).

<sup>140</sup> Se ASK 2025, punkterna II.2–5.

<sup>141</sup> Se ASK 2025, punkterna II.2 tredje stycket; kommentaren förtydligar att god sed inte kräver att bolaget ådrar sig kostnader för att uppfylla noteringskraven.

<sup>142</sup> Se ASK 2025, punkterna II.2 och III.1–2.

<sup>143</sup> Jfr ASK 2025, punkterna III.1–2, där de uttryckligen angivna informationspunkterna rör styrelsens motiv/överväganden, process och tidplan samt formalia kring stämma och majoritetskrav. Detta framstår som en svaghet i stämmospåret, eftersom aktieägarna inte bara ska ta ställning till om de vill sälja eller vara kvar, utan även förväntas fatta ett beslut om avnotering. I tidigare praxis har AMN betonat att en avnotering inte bara påverkar aktiens likviditet utan också innebär att ett aktiemarknadsrättsligt skydd kopplat till noteringen faller bort (jfr AMN 2014:33 (Cision)). I AMN 2016:12 (IFS) (listbyte) framhålls vidare att bolaget bör informera om att delvis andra aktiemarknadsrättsliga regler kan bli tillämpliga och vilka följder detta får för aktieägarnas skydd. Mot den bakgrunden kan det ifrågasättas att III.1–2 inte mer uttryckligt kräver att styrelsen även belyser avnoteringens konsekvenser ur ett aktieägarskyddsperspektiv.

Dessutom kan noteras att III.1 inte tydligt kräver att aktieägarna får en redovisning av ägar- och kontrollförhållanden på ett sätt som gör det enkelt för aktieägarna att bedöma om och när MoM-villkoret i II.1 B aktualiseras (kontroll, ensam eller tillsammans med närstående, om  $\geq 30$  procent av röstetalet). Detta är inte en detaljfråga: ur minoritetssynpunkt är sådan information central för att bedöma vilken mobilisering som i praktiken

#### 4.4.3 AMN:s praxis om avnotering

AMN:s praxis utgår från att en notering inte bara handlar om möjligheten att köpa och sälja aktien. Noteringen innebär också att bolaget och aktien omfattas av ett helt paket av regler och tillsyn som i praktiken har betydelse för aktieägarskyddet. Den som köper aktier i ett noterat bolag har därför normalt fog för att räkna med att handeln består – åtminstone så länge noteringskraven fortfarande är uppfyllda.<sup>144</sup>

Nämnden återkommer i sina uttalanden till några tydliga utgångspunkter. Styrelsen måste agera med blicken på samtliga aktieägare, inte bara på en kontrollägare eller en begränsad krets av aktieägare.<sup>145</sup> Om en avnotering i praktiken främst gynnar ett fåtal, samtidigt som övriga aktieägare förlorar möjligheten till fortsatt organiserad handel och det aktiemarknadsrättsliga skyddet, ligger det nära till hands att det strider mot god sed. Avnoteringar blir därför ofta en fråga både om styrelsens intresseavvägning samt hur avnoteringsprocessen genomförs.

Praxis kan på en översiktlig nivå delas in i två huvudkategorier: (i) avnoteringar som sker när noteringskraven inte längre är uppfyllda och (ii) avnoteringar som sker trots att noteringskraven alltjämt är uppfyllda.<sup>146</sup> Skillnaden mellan dessa kategorier är viktig. I det första spåret handlar det i regel om hur avnoteringen ska genomföras på ett ordnat och förutsebart sätt när en brist redan konstaterats. I det andra spåret finns en tydlig presumtion för fortsatt notering, vilket skärper kraven både på skälen för avnotering och på det processuella skyddet för minoriteten. Denna uppdelning speglas också i ASK 2025.<sup>147</sup>

Utöver denna indelning återkommer i praxis en princip av mer tvärgående karaktär: att styrelsen i förekommande fall bör överväga om aktien kan ges fortsatt organiserad handel på en annan jämförbar marknadsplats och att bolaget, innan en formell begäran om avnotering ges in, bör kunna redovisa för marknadsplatsen hur de berörda frågorna avses lösas, så att detta kan

---

krävs för att kunna påverka utgången. Jfr 3 kap. 1 § LUA om offentliggörande vid passering av 30-procentsnivån (budplikt), vilket åtminstone ger marknaden en tydlig signal om etablerad kontrollposition.

Som jämförelse kan noteras att den brittiska modellen, som II.1 B delvis inspirerats av, bygger på ett mer utvecklat ”cirkulär”-spår inför omröstningen, där utgångspunkten är att aktieägarna ska få den information som behövs för att fatta ett välgrundat beslut, se UKLR 21.2.8R(1) samt om cirkulärets utformning, särskilt UKLR 10.3.1R(3). Sammantaget talar detta för att III.1–2, trots att de anger en miniminivå för informationsgivning, inte är utformade för att i praktiken fullt ut bära upp den legitimitet som ett stämmobeslut förutsätter. Effekten kan tänkas vara särskilt tydlig i bolag med koncentrerad kontroll och låg mobiliseringsgrad hos minoriteten.

<sup>144</sup> Se till exempel AMN 2004:29 (VLT) och AMN 2014:33 (Cision). Principen att investerare normalt har en berättigad förväntan om fortsatt organiserad handel återkommer som en röd tråd i nämndens uttalanden om avnotering.

<sup>145</sup> Se AMN 2004:29 (VLT) där nämnden finner att det inte heller är förenligt med god sed att en huvudägare verkar för avnotering i ett bolag som uppfyller noteringskraven. Se även AMN 2020:15 (Ledstiernan) samt AMN 2014:33 (Cision).

<sup>146</sup> Se till exempel AMN 2016:12 (IFS) (avnotering vid brist kopplat till svag likviditet/spridning) och AMN 2014:33 (Cision) (fråga om avnotering vid uppfyllda noteringskrav). För liknande systematiseringar av AMN:s praxis, se Lidman 2024, s. 250 samt Kristiansson 2006, s. 37.

<sup>147</sup> Särskilt genom uppdelningen mellan ASK 2025, punkterna II.2 (avnotering vid bristande likviditet, spridning eller prisbildning) och II.1 (avnotering vid uppfyllda noteringskrav).

beaktas inför beslut om avnotering. Principen aktualiseras både när noteringskraven inte längre är uppfyllda och när noteringskraven fortfarande är uppfyllda.<sup>148</sup>

#### 4.4.3.1 *Brist i likviditet, spridning och prisbildning*

När en avnotering motiveras med att kraven på adekvat likviditet, ägarspridning och prisbildning inte längre är uppfyllda, är utgångspunkten att det är marknadsplatsen som gör en bedömning av om noteringskraven är uppfyllda, och att AMN i sin prövning normalt utgår från den bedömningen. Bedömningen ska inte göras schablonmässigt enbart utifrån kvantitativa trösklar, utan med fokus på om handeln och prisbildningen i aktien i praktiken kan fungera tillfredsställande; gränsvärdena om likviditet och spridning fungerar i detta avseende främst som presumptionsgränser i marknadsplatsens bedömning.<sup>149</sup>

AMN prövar inte om en noteringsbrist föreligger, utan tar ställning till om bolagets planerade agerande är förenligt med god sed. Nämndens inställning hänger samman med att emittentregelverken – i linje med VpML – bygger på att ett finansiellt instrument kan behöva avföras från handel när noteringskraven inte längre är uppfyllda.<sup>150</sup> När brist väl konstaterats blir frågan därför inte om avnotering kan ske, utan hur avnoteringen kan genomföras på ett ordnat sätt, med tillräcklig framförhållning, utan att det strider mot god sed.

Vid denna typ av brist har AMN i praxis inte krävt att bolaget först vidtar åtgärder för att försöka förbättra likviditeten, exempelvis genom att anlita en likviditetsgarant eller genomföra spridningsåtgärder.<sup>151</sup>

Det betonas dock att aktieägarna ska ges skälig tid att agera på informationen om en förestående avnotering. Som utgångspunkt anges därför i praxis att bolaget inte bör ge in sin ansökan om avnotering förrän tidigast tre månader efter att marknaden informerats om den planerade avnoteringen. I vissa uttalanden knyts denna tidsfrist även till förutsättningen att

---

<sup>148</sup> Se AMN 2016:12 (IFS), där nämnden framhåller att avnoteringsfrågan inte enbart bör bedömas utifrån marknadsplatsens spridningskrav utan även med hänsyn till minoritetens situation i praktiken. Mot bakgrund av att bolaget hade ett relativt stort antal aktieägare uttalade nämnden att styrelsen bör överväga om aktien kan bli föremål för fortsatt organiserad handel på annan marknadsplats. Nämnden framhöll samtidigt att god sed inte kan sträcka sig så långt att bolaget tvingas vidta orimliga åtgärder för att upprätthålla noteringen när förutsättningarna saknas. Se även AMN 2014:33 (Cision), där nämnden betonar att bolaget bör redovisa för marknadsplatsen hur de berörda frågorna avses lösas innan en formell begäran om avnotering ges in, så att marknadsplatsen kan beakta detta inför beslut om avnotering. Uttalandet kan läsas som ett krav på framförhållning i syfte att möjliggöra en så välordnad övergång som möjligt och att undvika att aktieägarna i onödan drabbas av avbrott i handeln.

<sup>149</sup> Jfr Nasdaq MM-regelverket, p. 2.13, där utgångspunkten formuleras som förutsättningar för tillräcklig likviditet för att uppnå en fungerande prisbildning, samtidigt som angivna gränsvärden presumeras leda till en sådan prisbildning, men att Nasdaq ändå kan göra en samlad bedömning även när gränsvärdena inte nås. Jfr även Lidman 2024, s. 250.

<sup>150</sup> Jfr 15 kap. 11 § första stycket VpML och art. 52.1 MiFID II.

<sup>151</sup> Se bland annat AMN 2016:12 (IFS) och AMN 2020:16 (Saltängen Property), där nämnden ger uttryck för att god sed inte kräver att bolaget vidtar åtgärder enbart för att upprätthålla noteringen när förutsättningarna saknas, jfr även AMN:2019:15 (Skånska Energi) och AMN 2020:19 (Electrolux Professional).

noteringsbristen alltså består när ansökan ges in.<sup>152</sup> Undantag kan dock förekomma i särskilda situationer, exempelvis när handeln redan varit långvarigt stoppad.<sup>153</sup>

#### 4.4.3.2 *Brist i andra noteringskrav*

Noteringskraven kan brista även på andra grunder än likviditet, spridning och prisbildning. Även i dessa situationer är utgångspunkten att det är marknadsplatsen som bedömer om noteringskraven är uppfyllda, medan AMN prövar om bolagets planerade agerande – med marknadsplatsens bedömning som utgångspunkt – är förenligt med god sed.

Ett exempel är AMN 2020:16 (Saltängen Property). Efter att bolaget avyttrat sin enda rörelsedrivande verksamhet bedömde marknadsplatsen att bolaget inte längre uppfyllde noteringskravet på fortlöpande verksamhet. AMN utgick från denna bedömning och fann att det i en sådan situation inte kan krävas att bolaget vidtar konstlade eller långtgående åtgärder enbart för att upprätthålla noteringen, exempelvis genom att starta en ny verksamhet. Nämnden tog i stället sikte på att avnoteringen skulle genomföras under ordnade former och att aktieägarna, mot bakgrund av den information som lämnas till marknaden, skulle ges skälig tid att agera innan avnoteringen verkställs.

ASK 2025 reglerar uttryckligen bristspåret avseende spridning, likviditet och prisbildning. Andra bristsituationer får i praktiken hanteras genom marknadsplatsernas regelverk och, vid behov, genom dispensmöjligheterna i ASK 2025.<sup>154</sup>

#### 4.4.3.3 *Övervägande av alternativ till fortsatt handel*

Äldre praxis ger uttryck för att en planerad avnotering inte enbart är en fråga om att lämna en viss marknadsplats, utan också om huruvida den organiserade handeln i aktien ska upphöra helt eller om handeln kan fortsätta i någon annan form. Mot den bakgrunden har AMN framhållit att styrelsen, när det är relevant, bör överväga om aktien kan bli föremål för fortsatt organiserad handel genom notering på en annan jämförbar marknadsplats med ett i sammanhanget likvärdigt investerarskydd.<sup>155</sup>

---

<sup>152</sup> Se AMN 2019:15 (Skånska Energi) och AMN 2019:30 (SBC), där nämnden kopplar tremånaderslinjen till att noteringskraven *givetvis* även ska vara brustna när ansökan om avnotering ges in (inte bara vid tidpunkten för offentliggörandet). Jfr 2020:19 (Electrolux Professional), där tremånaderskravet upprätthålls utan motsvarande uttryckliga markering. Jfr även ASK 2025, punkten II.2., där tremånadersfristen anges men där varken regeltext eller kommentar uttryckligen klargör om bristen måste kvarstå vid ansökningstillfället. Att en sådan förutsättning ändå ligger nära till hands följer av regelns funktion: tidsfristen motiveras av att avnotering sker därför att fortsatt notering saknar faktiska förutsättningar, vilket i sin tur normalt förutsätter att bristen består även när ansökan ges in.

<sup>153</sup> Se AMN 2020:02 (Hufvudstaden).

<sup>154</sup> Se ASK 2025, punkten II.2 (bristspåret avseende spridning/likviditet/prisbildning) samt punkten I.2 (dispens).

<sup>155</sup> Med *jämförbar marknadsplats* avses en fortsatt organiserad handel på en annan reglerad marknad eller handelsplattform där centrala delar av det aktiemarknadsrättsliga skyddet kvarstår. Det räcker inte att hänvisa till

Om bolaget i stället avser att flytta handeln till en annan marknadsplats med delvis annorlunda regelverk bör aktieägarna ges ett tydligt underlag för vad förändringen innebär, så att de kan ta ställning till om de vill kvarstå som aktieägare eller avyttra sitt innehav.

#### 4.4.3.4 *Presumtion för fortsatt notering vid uppfyllda noteringskrav*

När noteringskraven fortfarande är uppfyllda har AMN varit tydligt restriktiv. Utgångspunkten i äldre praxis är att noteringen ska bestå. Skälet ligger i att en avnotering i regel innebär både att den organiserade handeln upphör och att det aktiemarknadsrättsliga skydd som följer av noteringen faller bort för kvarvarande aktieägare.

Nämnden betonar i flera uttalanden att styrelsen måste kunna motivera varför en avnotering ligger i samtliga aktieägares intresse – inte bara i en kontrollägares. Allmänna skäl som kostnadsbesparingar, minskad administration eller ökad flexibilitet har därför normalt inte ansetts tillräckligt starka för att motivera en avnotering när noteringskraven är uppfyllda.<sup>156</sup>

I äldre praxis finns samtidigt ett mycket begränsat utrymme för undantag. Det bygger i praktiken på ett par uttalanden där bolaget befunnit sig i en akut finansiell kris och där en avnotering angetts som ett uttryckligt villkor för en finansierings- eller rekonstruktionslösning. I dessa situationer har AMN inte gjort samma materiella prövning av skälen för avnotering som annars i presumtionsspåret, utan i stället lagt tyngdpunkten på hur processen hanteras: att styrelsen kan redovisa vilka alternativ som övervägts, att aktieägarna får ett tydligt och sakligt beslutsunderlag, samt att marknaden informeras på ett sätt som ger aktieägarna rimligt med tid att ta ställning och agera. I ett av fallen pekade nämnden dessutom på att den bakomliggande finansieringslösningen behövde underställas stämmans prövning, vilket i praktiken gav minoriteten ett tydligare inflytande.<sup>157</sup>

---

mer informella eller svagt reglerade handelsplatser. Se AMN 2010:15 (Ledstiernan), AMN 2016:12 (IFS) och AMN 2019:03 (Scope/Indentive). Se även AMN 2014:33 (Cision) om att bolaget bör ha en dialog med marknadsplatsen och kunna redovisa hur frågorna ska hanteras innan en formell ansökan om avnotering lämnas in.

<sup>156</sup> Se AMN 2015:34 (PA Resources) och AMN 2018:54 (Sensori). I båda uttalandena återkommer nämnden till att det som avses med ”kostnadsskäl” typiskt är de extra direkta och indirekta kostnader som följer av att vara noterad, och nämnden markerar uttryckligen att sådana argument inte i sig når upp till den styrka som normalt krävs för avnotering när noteringskraven är uppfyllda. Se även AMN 2019:03 (Scope/Indentive), där nämnden framhåller att det inte är ett godtagbart skäl i sig att man genom avnotering kan slippa de kostnader som är förknippade med noteringen.

<sup>157</sup> Se AMN 2015:34 (PA Resources) och AMN 2018:54 (Sensori). I PA Resources var det fråga om en företagsrekonstruktion där bolagets största fordringsägare hade uppställt avnotering som villkor i finansieringsavtal som var en del av rekonstruktionen. Nämnden betonade att kostnadsskäl i sig normalt inte räcker, men godtog avnotering mot bakgrund av bolagets begränsade handlingsfrihet och underströk vikten av att ge aktieägarna tydlig information samt att bolaget avvaktar ansökan om avnotering tills aktieägarna haft rimlig tid att avyttra sina innehav på marknaden. I Sensori var bolaget nära konkurs och den föreslagna finansieringslösningen var villkorad av avnotering. Nämnden framhöll även här att kostnadsskäl i sig inte utgör tillräckliga skäl, men accepterade avnotering i det speciella läget och ställde tydliga processkrav: aktieägarna skulle i kallelse till stämman får utförlig redogörelse för styrelsens överväganden, och avnoteringen fick endast genomföras om stämman fattade beslut om den föreslagna finansieringslösningen.

Äldre praxis ger ett tydligt mönster: när noteringskraven är uppfyllda presumeras en fortsatt notering, och undantag har i praktiken krävt extraordinära omständigheter. I ljuset av detta blir det särskilt intressant att nämnden senare öppnade för stämmobeslut som en egen grund för avnotering.

#### 4.4.3.5 *Stämmospåret i äldre praxis*

I verksamhetsberättelsen för 2016 öppnade Aktiemarknadsnämnden upp för att en frivillig avnotering – även när noteringskraven alltså är uppfyllda – kan vara förenlig med god sed om frågan avgörs av aktieägarna genom ett mycket kvalificerat stämmobeslut.<sup>158</sup> Tanken är att den typ av skyddsintressen som gör nämnden restriktiv i ”presumtionsspåret” får ett annat genomslag när beslutet i praktiken har ett nästan enhälligt stöd bland aktieägarna.

Linjen utvecklades och konkretiserades i AMN 2019:03 (Scope/Indentive). Där framhöll nämnden dels att det stränga majoritetskravet är en central förutsättning, dels att det måste kommuniceras tydligt redan i kallelsen så att aktieägarna förstår vad som krävs och ges en reell möjlighet att agera genom att närvara och rösta.<sup>159</sup>

Praxislinjen har därefter bekräftats i senare uttalanden. I AMN 2021:50 (Newton Nordic) slog nämnden fast att det som uttalats i AMN 2019:03 alltså gällde och var tillämpligt även i Newton Nordics situation.

Mot denna bakgrund finns det skäl att kort klargöra hur denna äldre praxis som redogjorts för ovan förhåller sig till ASK 2025.

#### 4.4.3.6 *Äldre praxis i förhållande till ASK 2025*

Införandet av ASK 2025 innebär att den centrala frågan vid en frivillig avnotering, när noteringskraven är uppfyllda, i första hand blir om processen har följt rätt ordning.<sup>160</sup> ASK 2025 utgår numera från att en avnotering är förenlig med god sed om (i) styrelsen agerar inom aktiebolagslagens krav på att tillvarata samtliga aktieägares intressen och (ii) bolagsstämman

---

<sup>158</sup> Se AMN 2016, s. 6 f. (med hänvisning till AMN 2016:21), där nämnden anger att en avnotering kan vara förenlig med god sed om beslutet fattas vid bolagsstämman där samtliga aktieägare är närvarande och de tillsammans företräder minst nio tiondelar av samtliga aktier, samt att detta majoritetskrav ska framgå av kallelsen. Nämnden gör där en parallell till ABL:s majoritetskrav vid (i) ändring av bolagsordningen som innebär att redan utgivna aktiers överlåtbarhet begränsas (7 kap. 43 § ABL) och (ii) ombildning från publikt till privat aktiebolag (26 kap. 6 § ABL).

<sup>159</sup> Se AMN 2019:03 (Scope/Indentive), där nämnden pekar på att en avnotering/utdelning utan fortsatt notering försämrar både möjligheten till organiserad handel och det aktiemarknadsrättsliga skydd som följer av noteringen. Nämnden kräver därför antingen att aktien noteras på annan jämförbar marknadsplats eller att åtgärden förankras genom ett beslut fattat med strängt kvalificerad majoritet, med tydlig upplysning i kallelsen om vilka majoritetskrav som gäller.

<sup>160</sup> Jfr AMN 2025:55 (Rolling Optics) där nämnden uttalar att ”utgångspunkten numera [är] att ett avnoteringsbeslut ... är förenligt med god sed”.

fattar beslut enligt den särskilda beslutsordningen i II.1 B, som är utformad för att skydda minoriteten. AMN prövar i regel inte om styrelsens beslut är förenligt med aktiebolagslagen.

Det innebär samtidigt inte att äldre praxis har blivit irrelevant. Den har fortsatt betydelse som bakgrund och för tolkning. Den förklarar varför avnotering traditionellt setts som ett ingripande steg och vilka skyddsintressen som bär upp den nya regleringen. Därtill kan äldre praxis få direkt betydelse i situationer då de spår som föreskrivs i ASK 2025 inte kan användas eller där det kan bli aktuellt att lämna dispens.

I AMN 2025:55 (Rolling Optics) pekar nämnden på en viktig begränsning av ASK 2025. Att bolaget följer beslutsordningen enligt ASK 2025 utesluter inte att andra krav enligt god sed kan aktualiseras. Nämnden pekade särskilt på sin praxis om avnotering i anslutning till offentliga uppköpserbjudanden och underströk att sådana frågor kan behöva bedömas vid sidan av ASK 2025. I Rolling Optics kom nämnden dock fram till att det i det enskilda fallet inte fanns skäl att ställa några ytterligare krav utöver dem som följer av ASK 2025.

## 4.5 Sammanfattande kommentar

Kapitlet har visat att frivilliga avnoteringar rymmer en tydlig intressekonflikt: bolagets och kontrollägarens intresse av att lämna den noterade miljön ställs mot minoritetens intresse av fortsatt organiserad handel och det skydd som noteringen medför. Den reglering som behandlats i kapitlet anger ramen för hur en frivillig avnotering får genomföras. Ramen kompletteras och konkretiseras på bolagsnivå genom marknadsplatsernas emittentregelverk och genom god sed på värdepappersmarknaden. ASK 2025 har därutöver infört en ordning som i högre grad än tidigare bygger på att aktieägarna själva fattar beslut om avnotering. I praktiken flyttas därmed tyngdpunkten i avnoteringsbeslutet från marknadsplatserna och Aktiemarknadsnämnden in i bolagsstämman.

Hittills har framställningen i huvudsak varit teoretisk; i kommande kapitel blir den mer empiriskt och praktiskt inriktad. Nästa kapitel fokuserar på bolag som avnoterats under 2017–2025 och kartlägger mönster i bolagens karakteristika, motiv och de situationer som ofta föranleder att man vill lämna marknaden. Genomgången syftar till att skapa ett empiriskt underlag där forskningen är begränsad, och underlaget används sedan i den fortsatta analysen av stämmoregelns praktiska betydelse, särskilt i fråga om minoritetens faktiska inflytande.

## 5 Stämmoregeln och dess träffyta

### 5.1 Inledning

Uppsatsens syfte är att analysera hur stämmoregeln i II.1 B i Aktiemarknadens självregleringskommittés regler om avnotering på emittentens initiativ (ASK 2025) påverkar balansen mellan bolagens intresse av att avnotera sina aktier och aktieägarnas intresse av fortsatt organiserad handel.

För att kunna bedöma den balansen räcker det dock inte med en analys av regelns innehåll i abstrakt form. Det behövs också en bild av hur avnoteringar brukar se ut i praktiken. Vilka bolag är det som hamnar i lägen där en frivillig avnotering framstår som relevant? Vilka motiv återkommer? Och i vilket skede av bolagets liv på aktiemarknaden uppstår behovet? Om träffytan först ringas in genom en genomgång av genomförda avnoteringar blir det också lättare att bedöma i vilka bolag och under vilka omständigheter stämmoregeln fyller ett behov som väg för frivillig avnotering.

Den första underfrågan lyder därför: för vilka bolag, och under vilka omständigheter, fyller stämmoregeln ett behov som väg för frivillig avnotering? Denna fråga besvaras i detta kapitel.

ASK 2025 gäller formellt för samtliga svenska bolag vars aktier är noterade på svenska reglerade marknader eller handelsplattformar.<sup>161</sup> Bland dessa finns både stora, etablerade bolag med höga börsvärden och små utvecklingsbolag med begränsade resurser och låg likviditet i handeln. Det är rimligt att utgå från att dessa bolag har olika motiv att vara noterade och att de också påverkas olika av kostnader och krav kopplade till noteringen. Stämmoregeln kan därmed knappast antas ha samma betydelse för alla bolag.

För att fånga den här träffytan behövs därför ett kompletterande underlag. ASK 2025 saknar offentliga förarbeten som i detalj beskriver vilka problem regleringen är avsedd att hantera. I uppsatsen används därför ett rättsanalytiskt angreppssätt: genom att studera hur bolag faktiskt har lämnat de svenska marknadsplatserna skapas en bakgrund till analysen av stämmoregeln. I det följande används statistik över noteringar och avnoteringar under perioden januari 2017–augusti 2025.<sup>162</sup> Eftersom stämmoregelns betydelse ytterst beror på vilka bolag som faktiskt vill och kan lämna marknaden, används perioden som ett indikationsunderlag för att fånga vilka situationer som typiskt sett föranleder avnoteringsbeslut. Eftersom stämmoregeln utgör en

---

<sup>161</sup> Se ASK 2025, punkten I.1 första stycket.

<sup>162</sup> Statistiken bygger på författarens egen sammanställning. Se avsnitt 1.5 (metod och material) för datakällor och tillvägagångssätt.

ordnad väg för frivillig avnotering används materialet därutöver för att identifiera de situationer där ett sådant ordnat förfarande typiskt sett kan efterfrågas av bolagen.

Perioden sammanfaller med den tid då Aktiemarknadsnämndens praxis medgav frivillig avnotering på grundval av ett stämmobeslut enligt den äldre stämmoregeln, fattat med strängt kvalificerad majoritet. Även om den äldre stämmoregeln bara utnyttjades vid något enstaka tillfälle ger perioden en relevant bakgrundsbild av vilka bolag som lämnar marknaden, på vilka sätt de gör det och i vilka situationer en frivillig avnotering hade kunnat vara ett realistiskt alternativ.

En metodologisk begränsning är att materialet speglar ett historiskt utfall av ett komplext samspel mellan regelverk, praxis, marknadsklimat och enskilda bolagsbeslut. De mönster som framträder i statistiken kan därför inte ses som ett ”rent” uttryck för bolagens preferenser, utan speglar de incitament och begränsningar som gällde under perioden. I detta kapitel används materialet främst för att identifiera typiska mönster och problemtyper – särskilt i de bolag där frivillig avnotering skulle kunna vara ett realistiskt handlingsalternativ – snarare än för att ge en fullständig förklaring till varje enskild avnotering.

Kapitlet är uppbyggt på följande sätt. I avsnitt 5.2 presenteras en översikt över hur vanligt det är att bolag noteras och avnoteras på den svenska aktiemarknaden. I avsnitt 5.3 analyseras mönster i de historiska avnoteringarna, med fokus på marknadsplats, bolagsstorlek och utträdesvägar. Avsnitt 5.4 sammanfattar de iakttagelser som gjorts. Avsnitt 5.5 avslutar kapitlet med en samlad bedömning av för vilka bolag, och under vilka omständigheter, som stämmoregeln fyller ett behov som väg för frivillig avnotering – och därmed besvaras den första underfrågan.

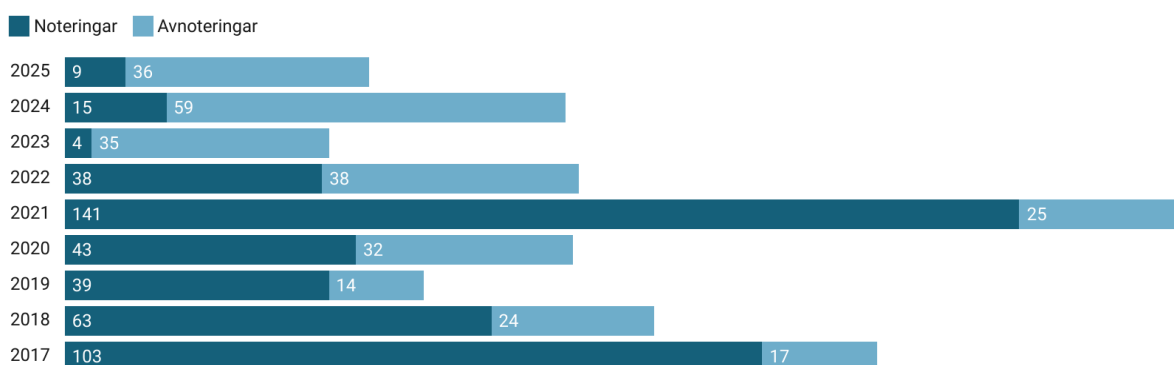
## 5.2 Empirisk genomgång av avnoteringar 2017–2025

I detta avsnitt presenteras en översiktlig bild av hur vanligt det är att bolag noteras och avnoteras på de svenska marknadsplatserna. Syftet är att skapa en bakgrund till den senare analysen av vilka bolag som i realiteten använder olika utträdesvägar.

## 5.2.1 Noteringar och avnoteringar under 2017–2025

Figur 5.1 nedan visar antalet noteringar och avnoteringar på svenska reglerade marknader och handelsplattformar under perioden från januari 2017 till och med augusti 2025.

**Fig. 5.1: Svenska noteringar och avnoteringar januari 2017–augusti 2025**



Källor: Holdings och Affärsvärldens IPO-guide

Under perioden genomfördes totalt 455 noteringar och 280 avnoteringar på de svenska marknadsplatserna. Statistiken illustrerar hur inflödet av nya bolag var särskilt koncentrerat till åren 2017–2022, då börsklimatet var starkt och antalet börsintroduktioner högt. De senaste åren framträder i stället ett markant svagare IPO-flöde, samtidigt som antalet avnoteringar stiger. Sammantaget visar mönstret att utträden från marknaden inte är ett marginellt fenomen utan ett återkommande inslag i den svenska aktiemarknadens funktionssätt.

Översikten säger ännu inget om vilka typer av bolag som noteras respektive avnoteras. Den visar däremot att regleringen om frivilliga avnoteringar verkar i en miljö där det sker många utträden från marknaden och att frågan om i vilka situationer en ordnad frivillig avnotering behövs är relevant. I nästa avsnitt sätts siffrorna in i ett vidare sammanhang genom forskning om noteringsvågor och urvalsproblem på aktiemarknaden.

## 5.2.2 Noteringsvågor, marknadsfönster och negativt urval

Forskning om börsintroduktioner visar sedan länge att noteringar sällan är jämnt fördelade över tiden. I stället uppträder de ofta i vågor, så kallade ”hot issue markets”, där både emissionsaktivitet och kortsiktig IPO-avkastning är ovanligt hög. Bolag tycks då uppvisa

flockbeteenden och söker sig i större utsträckning till aktiemarknaden när riskaptiten är hög.<sup>163</sup> Under sådana perioder kännetecknas marknaden av många lyckade noteringar med stark kortsiktig kursutveckling. Det uppstår ett "window of opportunity" där bolag kan noteras till relativt höga värderingar.<sup>164</sup>

Detta skapar i sin tur incitament för ledning och ägare att utnyttja det goda marknadsklimatet. Även bolag med svagare förutsättningar kan då ta sig in på aktiemarknaden. En tolkningsram är Akerlofs "lemons"-teori om snedvridet urval vid asymmetrisk information. När köparna inte kan skilja högkvalitativa från lågkvalitativa varor sätts priset utifrån förväntad genomsnittskvalitet. Ägare till bra varor upplever priset som för lågt och avstår från att sälja, medan ägare till sämre varor gärna säljer till genomsnittspriset. Resultatet blir att lågkvalitativa varor successivt tränger ut de bättre från marknaden.<sup>165</sup>

Detta skulle kunna översättas till aktiemarknaden som att när riskviljan är hög och kretsen av "investeringsbara" bolag vidgas, får även svagare bolag starka incitament att noteras till priser som speglar en uppdriven genomsnittsvärdering. När marknadsklimatet därefter försämras och investerarna blir mer selektiva har just dessa bolag svårare att överleva som noterade än bolag med starkare fundamenta.

I praktiken innebär detta att de mest euforiska noteringsvågorna riskerar att föra in en högre andel bolag på marknaden med svagare affärsmodeller, större kapitalbehov och sämre förutsättningar att bära kostnader och krav som följer av noteringen. Empiriska studier av den amerikanska IPO-marknaden visar exempelvis att de hetaste perioderna kännetecknas av en kraftigt ökad andel teknikbolag med negativa resultat, och att kvaliteten på de bolag som går till börsen tenderar att försämras ju längre en noteringsvåg pågår.<sup>166</sup>

När marknadsklimatet vänder kan samma mekanism bidra till ett ökat utflöde av bolag. Företag som kommit in under expansiva år, men som inte klarar att finansiera sig eller leva upp till regelverkens krav, blir till slut kandidater för avnotering. Mot den bakgrunden är det inte förvånande att figur 5.1 ovan antyder ett mönster där åren med stort inflöde (2017–2022) följs av år med stigande antal avnoteringar (2023–2025).

För uppsatsens ändamål är poängen inte att exakt förklara varje enskild notering eller avnotering, utan att peka på en strukturell mekanik: perioder av intensiv noteringsaktivitet tenderar att följas av faser där en del av de nyintroducerade bolagen faller ifrån. Det är rimligt att anta att många av dessa utträden gäller mindre bolag med begränsad förmåga att långsiktigt

---

<sup>163</sup> Ibbotson, R. & Jaffe, J., "Hot Issue" Markets, *The Journal of Finance*, vol. 30, no. 4, 1975, s. 1041.

<sup>164</sup> Jfr Ritter, J. & Welch, I., *A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations*, *The Journal of Finance*, vol. LVII, no. 4, 2002, s. 1802, 1822 f.; Bancel & Mittoo 2009, s. 865

<sup>165</sup> Jfr Akerlof 1970, s. 489 f.

<sup>166</sup> Jfr Ritter & Welch 2002, s. 1800 f.; Yung, C., Çolak, G. & Wang, W., *Cycles in the IPO market*, *Journal of Financial Economics*, vol. 89, 2008, s. 205 f.; Bharath, S. & Dittmar, A., *To be or not to be (public)*, University of Michigan Ross School of Business Research Paper, 2006, s. 4 f.

bära kostnader och krav som följer med en notering – och att det i sin tur påverkar i vilka bolag och situationer stämmoregeln i II.1 B kan bli aktuell som utträdesväg. I nästa avsnitt analyseras mönstren i de historiska avnoteringarna närmare.

### 5.3 Typfall och mönster i avnoteringar 2017–2025

I detta avsnitt analyseras hur de 280 avnoteringar som genomförts under perioden januari 2017 till och med augusti 2025 fördelar sig mellan olika marknadsplatser, bolagsstorlekar och utträdesvägar. Syftet är inte att katalogisera samtliga enskilda fall, utan att identifiera de mönster som är mest relevanta för frågan om vilka typer av bolag som typiskt lämnar aktiemarknaden – och därmed vilka bolag som stämmoregeln kan vara relevant för.

I avsnitt 5.3.1 studeras avnoteringarnas fördelning mellan reglerade marknader och handelsplattformar. Avsnitt 5.3.2 behandlar de avnoterade bolagens storlek, medan avsnitt 5.3.3 fokuserar på de vanligaste utträdesvägarna. Tillsammans utgör dessa delavsnitt underlag för den samlade bedömningen i avsnitt 5.4.

För att göra mönstren i materialet mer lättöverskådliga presenteras flera tabeller med en enkel färgskala ("heatmap"). Färgskalan används i de kolumner som är mest centrala för uppsatsens syfte, medan övriga kolumner lämnas ofärgade.

#### 5.3.1 Avnoteringarnas fördelning mellan marknadsplatser

Figur 5.2 visar hur de 280 avnoteringarna under perioden januari 2017 till och med augusti 2025 fördelar sig per år mellan svenska reglerade marknader och handelsplattformar. Fördelningen är tydligt sned: omkring tre fjärdedelar av avnoteringarna avser bolag på handelsplattformarna, medan den reglerade marknaden svarar för återstoden. Det talar för att avnoteringar i stor utsträckning är ett småbolagsfenomen.

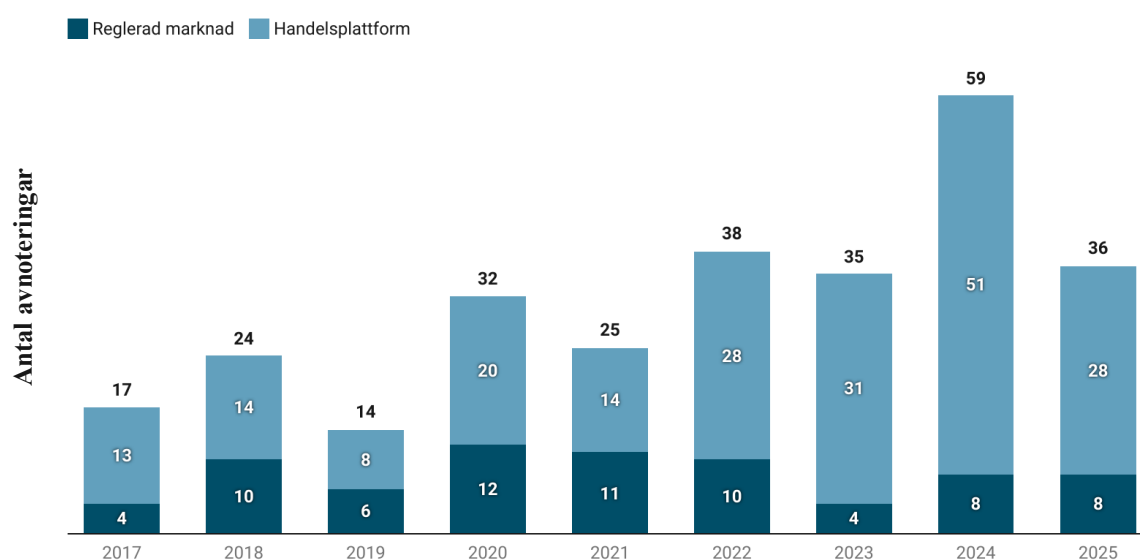
Överrepresentationen kan förstås mot bakgrund av handelsplattformarnas roll på den svenska aktiemarknaden. Listorna fungerar ofta som en ingångsport för yngre och mer kapitalsökande bolag, ofta med osäker intjäningsförmåga och beroende av återkommande nyemissioner. Många bolag befinner sig långt ut på riskskalan och har redan vid noteringen karaktär av förhoppningsbolag. Mot den bakgrunden är det inte överraskande att just handelsplattformarna dominerar avnoteringsstatistiken. När marknadsklimatet försämras – eller när affärsmodellen inte utvecklas som planerat – träffar de fasta kostnaderna och den administrativa belastningen av noteringen särskilt hårt.

På de reglerade marknaderna är bilden annorlunda. Där är bolagen generellt större, mer etablerade och finansiellt stabilare. Avnoteringar förekommer, men i betydligt lägre omfattning.

Utträden där tycks dessutom oftare vara kopplade till strukturaffärer än till frivilliga avnoteringar i snäv mening.

Sammantaget talar fördelningen mellan marknadsplatser för att reglerna om frivillig avnotering – trots ett brett formellt tillämpningsområde – i praktiken får störst betydelse för mindre bolag på handelsplattformarna. I nästa avsnitt fördjupas bilden genom en närmare analys av bolagens storlek.

**Fig. 5.2: Avnoteringar per år och typ av marknadsplats januari 2017–augusti 2025**



Källa: Holdings

### 5.3.2 Bolagens storlek vid avnotering

Tabell 5.1<sup>167</sup> nedan visar hur de 280 avnoteringarna under perioden januari 2017 till och med augusti 2025 fördelar sig efter bolagens börsvärde vid tidpunkten för avnoteringen. Indelningen i storleksklasser är framtagen särskilt för denna studie och ska ses som en grov kategorisering från de minsta till de större bolagen.

<sup>167</sup> I tabellen används uttrycket "lista" vilket betecknar såväl segmenten på Nasdaq Stockholm Main Market (Large, Mid och Small Cap) samt övriga marknadsplatser (NGM Main Market, Nasdaq First North Growth Market, NGM Nordic SME och Spotlight Stock Market).

Mönstret är tydligt: avnoteringarna domineras av mindre bolag. En klar majoritet återfinns i de lägsta börsvärdesklasserna, medan endast en mindre del utgörs av bolag med högre börsvärden. För många av bolagen på handelsplattformarna ligger börsvärdet vid avnoteringen på mycket låga nivåer, ibland bara några miljoner kronor.

Det ligger i linje med att de flesta avnoterade bolag varit noterade på handelsplattformarna. Dessa bolag är i regel betydligt mindre än bolagen på de reglerade marknaderna, där mer etablerade och finansiellt starkare företag återfinns i större utsträckning. De mindre bolagen gynnas när marknadsklimatet är gott och riskaptiten hög. När sentimentet viker slår mekaniken åt andra hållet: värderingarna faller, kapitaltillgången stramas åt och kostnader samt krav på informationsgivning och regelefterlevnad blir tyngre att bära. Bolag med svagast förutsättningar tenderar förr eller senare att hamna i situationer där noteringen inte längre kan upprätthållas.

Sammantaget pekar storleksfördelningen på att det i första hand är små och sårbara bolag som lämnar de svenska marknadsplatserna. Det harmoniserar med bilden som tecknades i avsnitt 5.2: expansiva noteringsvågor tenderar att följas av en fas där en del av de mer riskfyllda bolag faller ifrån.

**Tabell 5.1: Avnoteringar fördelade på lista och börsvärde januari 2017–augusti 2025**

Börsvärde (MSEK)	< 25	25 – 100	100 – 500	500 – 2 000	2 000 – 10 000	≥ 10 000	Totalt
Large Cap	-	-	-	-	-	18	18
Mid Cap	-	1	1	5	23	3	33
Small Cap	1	2	10	5	3	0	21
NGM Main	0	0	0	1	0	0	1
First North	41	20	33	18	7	2	121
Nordic SME	15	4	1	3	0	0	23
Spotlight	37	14	7	2	3	0	63
<b>Totalt</b>	<b>94</b>	<b>41</b>	<b>52</b>	<b>34</b>	<b>36</b>	<b>23</b>	<b>280</b>

Källa: Holdings

### 5.3.3 Vanliga utträdesvägar från marknaden

I tabell 5.2 visas genom vilka huvudsakliga vägar de 280 bolag som avnoterats under perioden januari 2017 till och med augusti 2025 har lämnat de svenska marknadsplatserna. Tabellen är indelad utifrån den ordning som utträdesvägarna behandlas i detta avsnitt.

Utträdesvägarna har grupperats i sju kategorier: (1) tvångsinlösen efter offentligt uppköp, (2) konkurs, (3) likvidation, (4) fusion, (5) stämmobeslut, (6) bristande noteringskrav och (7) övrigt. Indelningen bygger på författarens samlade bedömning av omständigheterna kring respektive avnotering.<sup>168</sup>

Klassificeringen utgår från den åtgärd eller händelse som framstår som den närmast utlösande grunden för avnoteringen i marknadsplatsens beslut och/eller bolagets kommunikation. Om flera kategorier varit möjliga har fallet hänförs till den kategori som bäst fångar den huvudsakliga utträdesmekanismen. I tveksamma fall har klassificeringen gjorts restriktivt, och kategorin ”övrigt” använts när utträdesvägen inte med rimlig tydlighet kunnat hänföras till någon av huvudkategorierna.

I flera fall ligger en avnotering nära flera kategorier. Om ett bolag exempelvis försöker genomföra ett omvänt förvärv (”sälja börsplatsen”) kan processen leda till en ny noteringsprövning och i vissa fall ett senare obestånd. I denna studie har fallet klassificerats utifrån den utlösande grunden för avnoteringen: om marknadsplatsen avslår fortsatt notering i samband med prövningen har fallet hänförs till bristande noteringskrav; om bolaget i stället senare försätts i konkurs och avnoteras på den grunden har fallet hänförs till konkurs.

**Tabell 5.2: Avnoteringar fördelade på lista och utträdesväg januari 2017–augusti 2025**

	Tvångsinlösen efter bud	Konkurs	Likvidation	Fusion	Stämmobeslut	Bristande noteringskrav	Övrigt	Totalt
Large Cap	17	-	-	1	-	-	-	18
Mid Cap	31	1	-	-	-	-	-	32
Small Cap	16	4	-	1	-	1	-	22
NGM Main	-	-	-	-	-	1	-	1
First North	53	37	7	6	-	14	4	121
Nordic SME	3	4	4	3	-	9	-	23
Spotlight	16	18	8	2	1	17	1	63
<b>Totalt</b>	<b>136</b>	<b>64</b>	<b>19</b>	<b>13</b>	<b>1</b>	<b>42</b>	<b>5</b>	<b>280</b>

Källor: Holdings, MFN, Nasdaq/NGM/Spotlight market notices

<sup>168</sup> Se närmare om datakällor och tillvägagångssätt i avsnitt 1.5 (metod och material).

### 5.3.3.1 Tvångsinlösen efter offentligt uppköpserbudande

Tvångsinlösen i samband med ett offentligt uppköpserbudande innebär att en budgivare först lämnar ett erbjudande till samtliga aktieägare och därefter – när budgivaren uppnått ett innehav om mer än 90 procent av aktierna, inleder tvångsinlösen enligt reglerna i 22 kap. ABL. Avnoteringen blir då ett naturligt avslut på en redan inledd utköpsprocess.

I tabell 5.3 nedan framgår hur avnoteringar som skett till följd av tvångsinlösen efter ett offentligt uppköpserbudande fördelar sig efter lista och börsvärde. Tabellen visar att denna utträdesväg är vanlig både på reglerade marknader och handelsplattformar. Tvångsinlösen är däremot relativt ovanligt bland de allra minsta bolagen, vilket pekar på att det typiskt är större och mer etablerade bolag som lämnar marknaden på detta sätt.

Bland handelsplattformarna är First North överrepresenterat. En möjlig förklaring är att First North för många bolag fungerar som en inkörspport till den reglerade marknaden Nasdaq Stockholm Main Market. För bolag som redan vid noteringstillfället har ambitionen att inom överskådlig tid flytta upp till Main Market framstår det som mer naturligt att notera sig på First North än på Nordic SME eller Spotlight. Det innebär att First North i större utsträckning än övriga handelsplattformar har bolag som är större – och därmed också oftare mer attraktiva förvärvsobjekt.

**Tabell 5.3: Avnoteringar till följd av tvångsinlösen efter offentligt uppköpserbudande januari 2017–augusti 2025, per lista och börsvärde**

Börsvärde (MSEK)	< 25	25 – 100	100 – 500	500 – 2 000	2 000 – 10 000	≥ 10 000	Totalt
Large Cap	-	-	-	-	-	17	17
Mid Cap	-	-	-	5	23	3	31
Small Cap	-	-	8	5	3	-	16
NGM Main	-	-	-	-	-	-	-
First North	-	6	22	17	6	2	53
Nordic SME	1	1	-	1	-	-	3
Spotlight	1	5	6	2	2	-	16
<b>Totalt</b>	<b>2</b>	<b>12</b>	<b>36</b>	<b>30</b>	<b>34</b>	<b>22</b>	<b>136</b>

Källor: Holdings, MFN, Nasdaq/NGM/Spotlight market notices

Minoritetsskyddet vid tvångsinlösen i anslutning till ett offentligt uppköpserbjudande är förhållandevis välutvecklat, framför allt genom LUA och marknadsplatsernas takeover-regler. Aktieägarna har i praktiken ett exitskydd i flera led:

- (1) genom själva budet,
- (2) genom möjligheten att sälja aktier över marknaden under budperioden, och
- (3) därefter genom minoritetens inlösenrätt enligt 22 kap. ABL, under förutsättning att budgivare når över 90 procent av aktierna.

Därtill finns ett prisskydd. Samtliga aktieägare ska erbjudas samma villkor och samma erbjudandepreis<sup>169</sup>, och priset ska som huvudregel minst motsvara det högsta pris som budgivaren betalat för aktier i bolaget under de sex månader som föregått budet.<sup>170</sup>

Budgivaren är också skyldig att offentliggöra en erbjudandehandling med den information som aktieägarna behöver för att kunna ta ställning till erbjudandet på ett välgrundat sätt.<sup>171</sup> Detta innebär att aktieägarna i typfallet har ett relativt gott informationsunderlag jämfört med vid många andra avnoteringssituationer.

Tvångsinlösenfallen är intressanta i ljuset av de motiv till avnotering som behandlats i kapitel 4. Kontroll- och ägarmotiv står ofta i centrum när en huvudägare vill koncentrera ägandet och minska den insyn och de begränsningar som följer av noteringen. I den internationella litteraturen om ”going-private” diskuteras dessutom risken att en kontrollägare utnyttjar ett informationsövertag i situationer där marknaden undervärderar bolaget. Tvångsinlösen efter bud fungerar här som en tydlig jämförelsepunkt: även om incitamenten delvis kan vara likartade, ser utträdet från marknaden inom ramen för ett sammanhållet och genom praxis välutvecklat regelsystem, som typiskt ger minoriteten ett starkare skydd än vid andra former av utträden.

Tvångsinlösen efter ett offentligt uppköpserbjudande utgör en analytisk ytterpunkt i uppsatsen, eftersom det leder till ett utträde från marknaden där minoriteten skyddas genom ett väletablerat regelsystem. Detta regelverk ger minoriteten ett starkare exit- och prisskydd än vad som gäller vid andra typer av avnoteringar, vilket gör det till en viktig jämförelsepunkt i analysen.

---

<sup>169</sup> Se Aktiemarknadens självregleringskommitté, *Takeover-regler för Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM*, 2025-07-01 (Takeover-reglerna), punkten II.10; Aktiemarknadens självregleringskommitté, *Takeover-regler för vissa handelsplattformar*, 2025-07-01 (ASK-reglerna), punkten II.10.

<sup>170</sup> Se Takeover-reglerna, punkten II.13; ASK-reglerna, punkten II.13.

<sup>171</sup> Se Takeover-reglerna, punkten II.6 samt bilagan; ASK-reglerna, punkten II.6 samt bilagan.

Tröskeln för tvångsinlösen – över 90 procent av bolagets aktier – markerar en gräns för stämmoregelns praktiska betydelse.<sup>172</sup> I den modellanalys som genomförs i kapitel 6 ligger därför fokus på kontrollnivåer under tröskeln för tvångsinlösen: vid kontrollnivåer över 90 procent av rösterna kan minoriteten av rent matematiska skäl inte längre fälla ett avnoteringsförslag på stämman, och i stället blir det mer relevant att se till det minoritetsskydd som lämnas i tvångsinlösenreglerna.

### 5.3.3.2 Konkurs

Konkurser kan ses som en motpol till tvångsinlösen efter offentliga bud, åtminstone vad gäller vilka bolag som typiskt berörs. Tabell 5.4 visar att avnoteringar till följd av konkurs domineras av de allra minsta bolagen på handelsplattformarna, vilket ligger i linje med resonemanget i avsnitt 5.2.2.

Under perioder med starkt börs klimat och hög riskaptit noteras många mindre tillväxtbolag. Ofta saknar de lönsamhet vid noteringstillfället och är beroende av återkommande emissioner under flera år. När marknadsklimatet blir svagare avtar investerarnas vilja att delta i nya emissioner, kapitalet sinar och utvecklingen slutar i regel med konkurs eller annan form av avveckling. Sambandet kan också förstås i ljuset av de noteringsmotiv som beskrivs i kapitel 3. För många mindre tillväxtbolag är noteringen nära förknippad med möjligheten att ta in riskkapital. När den finansieringskanalen delvis stängs, medan kostnader och krav består, försämras förutsättningarna för fortsatt notering snabbt.

Att tala om aktiemarknadsrättsligt minoritetsskydd i konkursfall är därför närmast en teoretisk fråga. När bolaget hamnar på obestånd flyttas tyngdpunkten från handel och informationsregler till borgenärsskydd och insolvens- eller likvidationsförfarandet. En fortsatt notering har då begränsat värde för aktieägarna, eftersom aktien normalt har ett mycket lågt värde.

---

<sup>172</sup> I analysen används ett idealiserat antagande att varje aktie ger en röst. Tvångsinlösen enligt 22 kap. 1 § ABL knyter an till innehav av mer än nio tiondelar av *aktierna*, medan stämmoregeln i ASK 2025, punkten II.1 B knyter an till minst nio tiondelar av de på stämman *avgivna rösterna* och minst nio tiondelar av de vid stämman *företrädda aktierna*.

**Tabell 5.4: Avnoteringar till följd av konkurs januari 2017–augusti 2025, per lista och börsvärde**

Börsvärde (MSEK)	< 25	25 – 100	100 – 500	500 – 2 000	2 000 – 10 000	≥ 10 000	Totalt
Large Cap	-	-	-	-	-	-	-
Mid Cap	-	1	-	-	-	-	1
Small Cap	1	2	1	-	-	-	4
NGM Main	-	-	-	-	-	-	-
First North	26	7	4	-	-	-	37
Nordic SME	4	-	-	-	-	-	4
Spotlight	17	-	1	-	-	-	18
<b>Totalt</b>	<b>48</b>	<b>10</b>	<b>6</b>	-	-	-	<b>64</b>

Källa: Holdings, MFN, Nasdaq/NGM/Spotlight market notices

När bolaget ger in en konkursansökan till tingsrätten stoppas handeln i regel omedelbart eller kort därefter. Marknadsplatsen beslutar sedan om avnotering.<sup>173</sup>

Konkursfallen är viktiga för helhetsbilden av hur bolag lämnar aktiemarknaden, men säger lite om hur en ordnad frivillig avnotering bör utformas. Den indirekta kopplingen är i stället att ett alltför snävt utrymme för frivillig avnotering kan bidra till att bolag med svaga affärsmodeller blir kvar i den noterade miljön längre än vad som framstår som rationellt. Det kan i sin tur påverka marknadens funktionssätt, i den meningen att kapital binds i bolag som har begränsade förutsättningar att klara noteringskraven och attrahera investerarnas intresse. För olönsamma småbolag kan detta öka sannolikheten för att utträdet sker först när situationen redan är för svår.

<sup>173</sup> Se Nasdaq MM-regelverket, Supplement D, Del G, p. 29(1); NGM MM-regelverket, p. 3.3.2; First North-regelverket, p. 8.2.7; Nordic SME-regelverket, p. 3.3.2; Spotlight-regelverket, p. 6.4.

### 5.3.3.3 Likvidationer

I tabell 5.5 nedan visas hur avnoteringar till följd av likvidation fördelas mellan listor och börsvärde. Även här är de minsta bolagen på handelsplattformarna tydligt överrepresenterade.

**Tabell 5.5: Avnoteringar till följd av likvidation januari 2017–augusti 2025, per lista och börsvärde**

Börsvärde (MSEK)	< 25	25 – 100	100 – 500	500 – 2 000	2 000 – 10 000	≥ 10 000	Totalt
Large Cap	-	-	-	-	-	-	-
Mid Cap	-	-	-	-	-	-	-
Small Cap	-	-	-	-	-	-	-
NGM Main	-	-	-	-	-	-	-
First North	6	-	1	-	-	-	7
Nordic SME	4	-	-	-	-	-	4
Spotlight	7	1	-	-	-	-	8
<b>Totalt</b>	<b>17</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	-	-	-	<b>19</b>

Källa: Holdings, MFN, Nasdaq/NGM/Spotlight market notices

Likvidationer ligger nära konkurser i den meningen att utgången blir densamma: verksamheten avvecklas och aktien avnoteras. Skillnaden är att konkurs förutsätter obestånd, medan likvidation kan komma i fråga även i andra situationer och därför rymmer mer skiftande utgångspunkter. Grovt sett kan likvidationer delas in i två huvudkategorier: frivilliga likvidationer och tvångslikvidationer.

#### *Frivilliga likvidationer*

Frivilliga likvidationer kan följa av att bolaget avyttrar sin verksamhet, till exempel genom en inkrämsöverlåtelse av rörelsedrivande dotterbolag eller ett fastighetsbestånd. Det som återstår är då i praktiken ett skal utan verksamhet. När ett bolag saknar operativ verksamhet utgör det en brist i förhållande till emittentregelverkens noteringskrav och kan i sig utgöra en grund för avnotering.

Aktiemarknadsnämnden har uttalat att styrelsen inte är skyldig att försöka starta en ny verksamhet eller att söka notering på en annan marknadsplats. Nämnden har också bedömt att det i sådana situationer inte finns skäl att upprätthålla den vanliga tremånadersfristen efter att marknaden informerats om avnoteringsplanerna. Bedömningen förutsätter att verksamheten

faktiskt avyttras, att kvarvarande medel – i förekommande fall – skiftas ut till aktieägarna och att avnoteringen är villkorad av stämmans beslut om likvidation.

En annan typ av frivillig likvidation är en ordnad avveckling när styrelse och ägare bedömer att förutsättningarna för fortsatt drift saknas eller är alltför osäkra. I sådana fall framstår beslutet som en praktisk kostnads-nyttö-avvägning: nyttan av att hålla bolaget kvar i noterad miljö bedöms inte längre motsvara de löpande kostnaderna, kraven och den kapitalanskaffning som skulle krävas för att fortsätta. Om marknadsplatser i sina lämplighetsprövningar beaktar företrädares konkurshistorik kan detta dessutom ge incitament att välja likvidation framför konkurs.<sup>174</sup>

Minoritetsskyddet vid frivillig likvidation utgörs främst av de processuella reglerna i aktiebolagslagen. Bolagsstämman beslutar med enkel majoritet att bolaget ska träda i likvidation, en likvidator utses och bolagets tillgångar realiserar och skiftas ut.<sup>175</sup> Att majoritetskravet är lägre än vid en frivillig avnotering med stämmoregeln i ASK 2025 II.1 B kan åtminstone delvis förstås av att likvidationen normalt innebär ett samtidigt utträde: om ett överskott finns realiserar värdet och skiftas ut till aktieägarna, i stället för att minoriteten blir kvar som delägare i ett onoterat bolag. I den här typen av fall får minoritetsskydd i form av fortsatt likvid handel ofta en begränsad praktisk betydelse, eftersom likvidationen regelmässigt innebär att någon fortsatt verksamhet inte är aktuell.

### *Tvångslikvidationer*

Tvångslikvidationer skiljer sig delvis från frivilliga likvidationer. Här handlar det ofta om att bolaget är på obestånd, att kontrollbalansräkning har upprättats och att den andra kontrollstämman konstaterat att bolagets egna kapital alljämt understiger hälften av det registrerade aktiekapitalet.<sup>176</sup> Dessa fall ligger därför mycket nära konkursfallen, och de överväganden som redogörs för i avsnitt 5.3.3.2 kan i stor utsträckning användas även här.

#### *5.3.3.4 Fusioner*

Fusion som utträdesväg från aktiemarknaden är relativt ovanlig. I materialet rör fusionerna främst bolag på handelsplattformarna. Under den studerade perioden avser merparten av fallen mindre bolag inom läkemedels- och bioteknikutveckling, där samgåenden genomförs för att sänka bolagens gemensamma kostnader och få andra synergier. I flera fall finns redan ägarband

---

<sup>174</sup> Se Nasdaq MM-regelverket, p. 2.2.1; First North-regelverket, p. 2.1.3; Spotlight-regelverket, p. 2.13. NGM:s regelverk innehåller inte uttryckligen formuleringar som beaktar konkurser utan innehåller mer allmänna formuleringar om ”sundhet”, se NGM MM-regelverket, p. 2.1.1 och Nordic SME-regelverket, p. 2.2.9.

<sup>175</sup> Se 25 kap. 1–2, 28 och 35 §§ ABL. Se även ASK 2025, punkten II.1 B.

<sup>176</sup> Se 25 kap. 13–17 §§ ABL.

mellan bolagen, vilket gör fusionen till en närliggande lösning. Efter fusionen bedrivs den verksamhet som tidigare låg i två noterade bolag vidare inom ramen för ett enda noterat bolag.

För minoritetsskyddet blir beslutsförfarandet enligt 23 kap. ABL centralt. När båda bolagen är noterade finns en löpande marknadsvärdering som ger en referensram vid bedömningen av villkoren.<sup>177</sup> Frågan om fortsatt handel blir ofta mindre spetsig än vid en ren avnotering, eftersom vederlaget vanligen utgår i aktier i det övertagande bolaget. Minoriteten kan därmed fortsätta äga en noterad aktie – men i ett annat bolag än tidigare. Mot den bakgrunden får fusioner begränsad betydelse för regleringen av frivilliga avnoteringar i snäv mening. Däremot illustrerar de att strukturaffärer i praktiken kan fungera som ett alternativ när ett bolag vill lämna marknaden utan en fristående avnoteringsprocess.

#### *5.3.3.5 Stämmobeslut med strängt kvalificerad majoritet*

Den äldre stämmoregeln, som gällde fram till införandet av ASK 2025, medgav frivillig avnotering men var kopplad till ett mycket långtgående majoritetskrav. Sedan regeln infördes har endast ett fall lett till avnotering på denna grund. En rimlig förklaring är att kravet var svårt att nå i praktiken. För giltigt beslut krävdes dels att förslaget biträdades av samtliga närvarande aktieägare på stämman, dels att dessa tillsammans representerade minst 90 procent av samtliga aktier i bolaget.

För en kontrollägare framstod detta som ett svårbedömt och riskfyllt handlingsalternativ. När ett bolag offentliggör en avsikt att avnoteras tenderar aktiekursen att falla.<sup>178</sup> Det ligger i linje med Aktiemarknadsnämndens synsätt: den som investerar i ett noterat bolag gör det normalt med utgångspunkten att handeln består så länge noteringskraven är uppfyllda. När planerna på en avnotering blir kända väljer därför många aktieägare att sälja, eftersom de inte vill följa med in i en onoterad miljö. Ett ökat säljtryck driver då aktiekursen nedåt.

Därutöver innebar tidsfönstret mellan offentliggörandet och den stämma som skulle pröva förslaget en särskild osäkerhet. När avsikten väl var känd kunde nya aktieägare enkelt köpa en mindre post inför avstämningsdagen, anmäla sig till stämman och rösta ned förslaget. För kontrollägaren innebar det en tydlig asymmetri: risken att förslaget faller var påtaglig, samtidigt som kursreaktionen redan inträffat och svårligen gick att reparera. Marknaden skulle då känna till avnoteringsavsikten, men utan att bolaget faktiskt lämnat marknaden. Som största ägare skulle kontrollägaren också bära en oproportionerligt stor del av värdeförlusten.

Vid det enda tillfälle då den äldre stämmoregeln användes var omständigheterna dessutom speciella. Samtidigt som bolaget annonserade sin avsikt att avnoteras fanns ett offentligt uppköpserbudande från kontrollägaren. I erbjudandehandlingen angavs att ägaren avsåg att

---

<sup>177</sup> Se 23 kap. 2 § ABL.

<sup>178</sup> Jfr Marosi & Massoud 2007, s. 441.

verka för avnotering även om tvångsinlösenströskeln inte skulle nås. Aktieägarna ställdes därmed inför ett mer strukturerat val: att acceptera budet, rösta emot avnoteringen eller följa med som delägare i ett onoterat bolag. Situationen får därigenom drag som påminner om avnoteringsmekanismer i andra europeiska jurisdiktioner, vilket gör fallet särpräglad.<sup>179</sup>

Något bolag har, såvitt känt, inte tillämpat den äldre stämmoregeln som ensam grund för avnotering, det vill säga utan att andra mekanismer använts samtidigt. Med tanke på den höga frekvensen av avnoteringar under perioden talar det för att regeln i sin utformning hade begränsat praktiskt genomslag.

Den äldre stämmoregeln illustrerar därmed en mer generell poäng: ett starkt formellt minoritetsskydd kan få begränsat genomslag om det är konstruerat på ett sätt som gör regeln svår att använda. Samtidigt fick regelns utformning en handlingsdirigerande effekt: när en regel utformas så att en viss handlingsväg i praktiken blir svår eller riskfylld, tenderar aktörerna att söka sig till andra vägar som regelverket lämnar öppna. I ett avnoteringssammanhang kan effekten bli att bolag med ett reellt behov av att lämna marknaden kanaliseras mot alternativa utträdesvägar, även när dessa innebär ett svagare praktiskt minoritetsskydd.<sup>180</sup> Dessa handlingsdirigerande effekter återkommer i analysen i kapitel 7.

#### 5.3.3.6 *Bristande noteringskrav*

Avnoteringar som sker på grund av bristande noteringskrav rymmer en mångfacetterad grupp situationer. En förklaring är att emittentregelverkens noteringskrav är av skiftande slag. I praktiken sammanfaller dessutom ofta flera brister inom samma händelseförlopp, vilket kan göra det svårt att peka ut en enskild överträdelse som den avgörande orsaken till avnoteringen. Inte sällan uppstår sådana brister i ett skede där bolaget samtidigt är finansiellt pressat.

En noteringsbrist innebär att bolaget inte uppfyller ett eller flera krav enligt emittentregelverket. Marknadsplatsen kan då besluta om avnotering, antingen som en sanktion eller som en följd av att förutsättningarna för fortsatt notering inte längre anses uppfyllda. I andra fall är det bolaget självt som tar initiativ till en avnotering, i regel därför att styrelsen bedömer att noteringen inte längre är försvarbar till följd av bristande likviditet och ägarspridning. Det innebär också att bristspåret i vissa situationer kan få en handlingsdirigerande effekt: när utrymmet för en ordnad frivillig avnotering upplevs som snävt kan bolag i praktiken söka sig mot en noteringsbrist som en mer framkomlig väg ut från marknaden.

---

<sup>179</sup> Se Zmysłowska 2023, s. 396, för en komparativ genomgång av de avnoteringsmekanismer som europeiska länder typiskt använder.

<sup>180</sup> Jfr Hydén, H., *Normvetenskap*, 2002, Sociology of Law, Lund University; s. 100 ff.

Tabell 5.6 visar hur avnoteringar till följd av bristande noteringskrav fördelar sig mellan listor och olika typer av brister. Bilden är tydlig: handelsplattformarna dominerar. En rimlig förklaring är att bolagen där i genomsnitt är mindre och oftare saknar organisatoriska och finansiella resurser för att långsiktigt upprätthålla kraven på regelefterlevnad. Det ligger också i linje med att mindre bolag är överrepresenterade i marknadsplatsernas disciplinnämnder, där ärenden ofta rör brister i informationsgivningen.

**Tabell 5.6: Avnoteringar per lista till följd av bristande noteringskrav januari 2017–augusti 2025**

Brist	Brott mot regelverk/MAR	Förändrad verksamhet	Likviditet/spridning	Ingen verksamhet	Obetalda avgifter	Ingen ledning	Totalt
Large Cap	-	-	-	-	-	-	-
Mid Cap	1	-	-	-	-	-	1
Small Cap	-	-	-	-	-	-	-
NGM Main	-	-	1	-	-	-	1
First North	6	-	3	3	1	1	14
Nordic SME	3	3	-	1	1	1	9
Spotlight	2	7	6	1	-	1	17
<b>Totalt</b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>42</b>

Källa: Holdings, MFN, Nasdaq/NGM/Spotlight market notices

Kategorin ”brott mot regelverk eller MAR” i tabell 5.6 fångar de mest allvarliga överträdelserna. Det rör sig om ärenden som regelmässigt hanteras i disciplinnämnd, där bedömningen ofta tar sikte på om bolaget brister så genomgripande i sin förmåga att fullgöra sina skyldigheter som noterat bolag att en fortsatt notering riskerar att skada marknadens förtroende.

Avnoteringar som hänförts till ”förändrad verksamhet” avser i många fall bolag där affärsmodellen över tid inte utvecklats tillräckligt väl, vilket i sin tur påverkar intresset från investerare och möjligheten att finansiera verksamheten. I ett sådant läge kan bolaget försöka realisera värdet i noteringen genom att genomföra ett omvänt förvärv (i praktiken ”sälja börsplatsen”). Processen leder då ofta till en ny noteringsprövning. Om prövningen inte resulterar i godkännande, eller om processen avbryts, blir utgången inte sällan att marknadsplatsen beslutar om avnotering.

Brist vad gäller ”likviditet och spridning” tar sikte på situationer där handeln i aktien inte längre når upp till den nivå som krävs för en fungerande prisbildning. Ett par av de fall som behandlats i Aktiemarknadsnämndens praxis kan hänföras hit.

Kategorin ”ingen verksamhet” ligger nära de fall av frivillig likvidation som behandlats ovan. Det handlar om bolag som i praktiken redan har sålt eller avyttrat sin rörelse. Efter affären kan det finnas ett kvarvarande bolag utan egentlig verksamhet – ett ”skal” med likvida medel – och då brister noteringskravet på fortlöpande verksamhet. I en sådan situation kan avnotering bli aktuell redan på den grunden, även om stämman ännu inte formellt har beslutat om likvidation.

AMN 2020:16 (Saltängen Property) illustrerar detta: nämnden utgick från marknadsplatsens bedömning att verksamhetskravet inte längre var uppfyllt efter avyttringen och prövade därefter om avnoteringen, mot bakgrund av den kommunicerade avvecklingsplanen, kunde genomföras på ett ordnat sätt utan att strida mot god sed. Fallet visar att AMN:s bedömning tar sikte på den situation som uppstår efter transaktionen – ett bolag utan fortlöpande verksamhet – och att prövningen därför i första hand handlar om hur en avnotering kan genomföras under ordnade former när marknadsplatsen redan bedömt att noteringskravet brister. Det innebär att när kravet på pågående verksamhet inte längre är uppfyllt, saknas förutsättningar för fortsatt notering, oavsett om ett formellt likvidationsbeslut redan har fattats.

I ett mindre antal fall har bolag underlåtit att betala noteringsavgifter. Dessa fall ligger nära obeståndssituationer, och det förekommer att konkurs följer relativt kort efter avnoteringen.

Kategorin ”ingen ledning” avser fall där bolaget inte längre uppfyller de organisatoriska krav som följer av emittentregelverken, särskilt kravet på fungerande styrelse och ledning med tillräcklig kapacitet för styrning, rapportering och löpande informationsgivning. I något fall har flera styrelseledamöter lämnat sina uppdrag och bolaget har inte förmått att återbesätta posterna inom rimlig tid. Konsekvensen kan då bli att bolaget snabbt hamnar i en noteringsbrist som inte i första hand hänger samman med aktiens prisbildning, affärsmodellen eller den finansiella ställningen, utan med att den organisatoriska miniminivå som krävs för att upprätthålla en notering inte längre finns på plats. Denna typ av brist får därmed ofta ett mer omedelbart genomslag i frågan om fortsatt notering än många andra brister, där problemen ofta byggs upp gradvis.

En gemensam nämnare i bristfallen är att minoritetsskyddet i praktiken är svagt. I många av dessa situationer befinner sig bolaget redan sent i sin tid på marknaden och försöker hitta en väg framåt för att undvika en avnotering. Det kan leda till snabba omsvängningar i strategi och ibland även transaktioner som är svåra för utomstående aktieägare att överblicka.

Läget blir särskilt känsligt när bolaget har en relativt stor aktieägarbas eller en handel som fortfarande är aktiv nog för att aktien inte enkelt kan avnoteras med hänvisning till bristande likviditet, samtidigt som bolagets finansiella bärkraft inte räcker för att bära kostnaderna och

kraven för en fortsatt notering. I sådana situationer tenderar handeln att präglas av kortsiktighet, med stora kursrörelser från dag till dag.

Ytterligare en dimension är tidsfaktorn. Avnoteringar som drivs av noteringsbrister tenderar ofta att genomföras på relativt kort tid från det att marknaden informeras till dess att avnoteringen verkställs, ofta inom loppet av några veckor. Det kan ställas mot den tremånadersfrist som följer av Aktiemarknadsnämndens praxis som förutsättning för en ordnad frivillig avnotering.

Ett närliggande perspektiv är att risken för avnotering i flera fall redan är delvis inprisad. Kursen har ofta fallit under en längre period och marknaden tycks många gånger bedöma att bolaget får svårt att vara kvar i noterad miljö. Mot den bakgrunden är det inte osannolikt att en del av bolagen – om en mer ordnad väg hade stått till buds i tid – skulle ha valt en frivillig avnotering inom ramen för stämmoregeln i ASK 2025 II.1 B, i stället för att drivas ut genom ett bristförfarande.

#### *5.3.3.7 Sammanfattande konklusion om utträdesvägar*

Genomgången av de vanligaste utträdesvägarna visar att bolag lämnar aktiemarknaden på mycket olika sätt och under vitt skilda omständigheter. De 280 avnoteringar som ingår i materialet kan grovt delas in i tre huvudgrupper: (1) offentliga uppköpserbudanden med efterföljande tvångsinlösen i större och mer etablerade bolag, (2) olika former av misslyckanden i mindre bolag på handelsplattformarna, och (3) ett mer begränsat utrymme för ordnade frivilliga lösningar.

För det första visar tvångsinlösenfallen att en betydande andel av avnoteringarna på både reglerade marknader och handelsplattformar sker i anslutning till offentliga uppköpserbudanden. De bolag som berörs är typiskt större och mer etablerade, med sådan storlek och finansiell stabilitet att de är attraktiva som uppköpsobjekt, till skillnad från många mindre bolag på handelsplattformarna. Minoritetsskyddet i dessa situationer är relativt starkt: aktieägarna möter ett strukturerat förfarande med budplikt, lika villkor till alla aktieägare, prisgolv kopplade till tidigare förvärv och en erbjudandehandling som ger ett förhållandevis gott informationsunderlag. Tvångsinlösen utgör därmed en utträdesväg där aktieägarna i normalfallet har både ett utvecklat exit- och prisskydd.

För det andra utgör konkurs, olika former av likvidation och avnoteringar på grund av bristande noteringskrav en stor grupp utträden som huvudsakligen drabbar små bolag på handelsplattformarna. Dessa bolag har ofta kommit in på marknaden under expansiva år, med svagare affärsmodeller, stort kapitalbehov och begränsad organisatorisk kapacitet. När marknadsklimatet försämras klarar de ibland inte att finansiera sig eller leva upp till regelverkens krav. Avnoteringen blir då slutpunkten på en längre period av problem, där aktiekursen ofta redan fallit kraftigt och likviditeten i handeln tenderar att vara mycket låg. I

konkurs- och tvångslikvidationsfallen förlorar aktien i praktiken sitt värde och fokus flyttas till borgenärerna. I bristfallen drivs processen snarare av marknadsplatsernas disciplinära befogenheter än av bolagsorganens vilja. Det aktiemarknadsrättsliga minoritetsskyddet är därför svagt i praktiken: möjligheten till meningsfull exit via handel är begränsad och det saknas ett samlat erbjudande till aktieägarna där pris och villkor måste hållas inom de ramar som följer av takeover-regelverkets krav på likabehandling och andra skyddsregler. De bristfall som leder till avnotering är därmed bara ett av flera möjliga utfall för mindre bolag i ekonomiskt pressade situationer. I andra fall kan motsvarande problem i stället mynna ut i en fusion eller en frivillig likvidation, beroende på vilka lösningar som står till buds.

För det tredje finns ett antal mer ordnade utträdesvägar – framför allt fusioner och frivilliga likvidationer – som i statistiken är mindre vanliga men som ofta utgör alternativa lösningar på samma underliggande problem. Fusionerna i materialet gäller i huvudsak mindre noterade bolag som går samman för att skapa mer kostnadseffektiva organisationer, ofta inom samma sektor och med befintliga ägarband. I frivilliga likvidationer kommer man i stället fram till att verksamheten bör avvecklas och eventuella överskott skiftas ut till aktieägarna. I båda situationerna är det typiskt fråga om bolag som, liksom i bristfallen, haft svårt att finansiera sig och därför utvärderar olika strategiska alternativ. Vilken utträdesväg som till slut används beror i hög grad på om bolaget lyckas hitta en industriell partner eller annan motpart att genomföra en transaktion med. De ordnade förfarandena ger ett alternativ till både tvångsinlösen och bristspåret, men kräver att det finns något reellt värde att fusionera eller skifta ut – eller en motpart som vill ta över. Därför kan de i praktiken bara användas av en begränsad del av bolagen.

## 5.4 Sammanfattande iakttagelser

I de föregående avsnitten har det visats att avnoteringar under perioden januari 2017–augusti 2025 följer tydliga mönster vad gäller bolagsstorlek och utträdesvägar. I detta avsnitt knyts dessa iakttagelser samman i en samlad bedömning av för vilka bolag, och under vilka omständigheter, som stämmoregeln fyller ett behov som väg för frivillig avnotering.

### 5.4.1 Större bolag – begränsat behov

För större och mer etablerade bolag på de reglerade marknaderna visar det empiriska materialet att avnoteringar under perioden januari 2017–augusti 2025 nästan uteslutande har skett i anslutning till offentliga uppköpserbjudanden med efterföljande tvångsinlösen. Det är främst de största bolagen på de reglerade marknaderna som lämnar marknaden på detta sätt.

Minoritetsskyddet är i dessa situationer relativt väl utvecklat genom regler om budplikt, lika villkor för samtliga aktieägare, vederlagets storlek och form samt krav på erbjudandehandling.

Aktiemarknadsnämnden har i sin praxis betonat att den som investerar i ett noterat bolag normalt gör det med förväntan om att det finns en fungerande marknad för bolagets aktier till dess att noteringskraven inte längre är uppfyllda. Samtidigt har styrelsen en aktiebolagsrättslig skyldighet att agera i samtliga aktieägares intresse. Styrelsen behöver därför väga företagsekonomiska och strategiska skäl för en avnotering mot aktieägarnas intresse av en fortsatt organiserad handel. Större bolag har i regel större administrativa resurser, etablerade rapporteringsrutiner och en verksamhet som i normalfallet är lönsam och kan finansieras av löpande kassaflöden snarare än återkommande nyemissioner. Sammantaget talar detta för att kostnaderna och de krav som följer av noteringen sällan blir så betungande att de i sig kan motivera en avnotering. Mot denna bakgrund kan aktieägarna i större bolag sägas ha en starkare och mer berättigad förväntan om fortsatt handel i aktien, och styrelsen torde i normalfallet ha svårt att med hänvisning till bolagets vinstsyfte motivera en frivillig avnotering.

Tvångsinlösen efter offentligt uppköpserbjudande skiljer sig också strukturellt från en frivillig avnotering enligt stämmoregeln. Vid ett bud är det i första hand budgivarens vilja – att ta bolaget privat – som driver processen, medan varje aktieägare individuellt tar ställning till om budet ska accepteras. Vid en frivillig avnotering genom stämmobeslut är beslutsstrukturen omvänd: förslaget initieras formellt av styrelsen och beslutas av bolagsstämman, och avnoteringen framstår då som ett uttryck för det samlade aktieägarkollektivets vilja att lämna marknaden. Detta skapar en spänning när initiativet i praktiken ofta kommer från en kontrollägare, samtidigt som styrelsen enligt aktiebolagslagen måste beakta samtliga aktieägares intressen.

Mot denna bakgrund framstår behovet av en stämmoregel som möjliggör frivillig avnotering som mycket begränsat för större bolag på reglerade marknader. För dessa bolag fyller i stället bud- och tvångsinlösenreglerna den centrala funktionen vid utträde från aktiemarknaden.

#### 5.4.2 Mindre bolag på handelsplattformar – betydande behov

För de mindre bolagen på handelsplattformarna ger det empiriska materialet en annan bild än för de större bolagen på de reglerade marknaderna. Avnoteringarna är här ofta ett resultat av att bolagen har svårt att långsiktigt bära de kostnader och krav som följer av noteringen. En stor del av de mindre bolagen avnoteras till följd av konkurs, likvidation eller bristande noteringskrav.

Mindre bolag är också överrepresenterade i Nasdaqs disciplinnämnd, ofta i ärenden som rör brister i informationsgivningen. Vid avnotering som sanktion bedömer Nasdaq regelmässigt att bolaget saknar den grundläggande förmåga som krävs för att uppfylla kraven som noterat bolag.

Tillsammans pekar detta på att mindre bolag oftare än större får svårt att långsiktigt uppfylla regelverkens krav.

Studier om motiv till avnotering utgår ofta från en kostnads-nyttto-avvägning av för- och nackdelar med notering. Även om kostnaderna och kraven skiljer sig mellan olika marknadsplatser och bolag, finns en grundläggande kravnivå som samtliga noterade bolag måste uppfylla. För mindre bolag med mer begränsade resurser tar dessa krav ofta en större andel av bolagets kapacitet, både organisatoriskt och finansiellt. Många mindre bolag befinner sig i tidig utvecklingsfas och saknar en lönsam affärsmodell. De har därför normalt ett återkommande kapitalbehov. När marknadsklimatet försämras, eller när affärsmodellen inte utvecklas som planerat, minskar investerarnas vilja att skjuta till mer kapital, medan kostnaderna och kraven består. Den offentlighet som följer av att vara noterad kan då bli en belastning: svag kursutveckling, återkommande nyemissioner och annan negativ information är synlig i realtid och kan göra det svårt att vinna kunder och affärspartners förtroende.

Aktiemarknadsnämndens grundsats – att den som investerar i ett noterat bolag normalt har en berättigad förväntan på en fortsatt organiserad handel så länge noteringskraven är uppfyllda – gör ingen åtskillnad mellan större och mindre bolag. Den som investerar i ett mindre bolag av mer förhoppningspräglad karaktär borde samtidigt räkna med en betydande risk för att bolaget misslyckas med att nå lönsamhet – det ligger i farans riktning. När kommersiella framgångar uteblir, kapitalanskaffning försvåras och aktiens likviditet gradvis tunnas ut, framstår en fortsatt notering ofta inte som ett realistiskt långsiktigt alternativ utan som ett steg på vägen mot någon form av avveckling.

Aktiemarknadsnämnden har i ett par fall medgett avnotering trots att noteringskraven formellt varit uppfyllda, när bolagen i praktiken befunnit sig nära obestånd.<sup>181</sup> Samtidigt har nämnden understrukit att det rör sig om speciella omständigheter, vilket kan ses som en markering att uttalandena inte bör tolkas som uttryck för en generell praxis. Detta aktualiserar frågor om var gränsen går för styrelsens omsorgsplikt med avseende på bolagets vinstsyfte. En styrelse för ett noterat bolag måste både agera för att undvika obestånd när det finns realistiska handlingsalternativ och samtidigt beakta samtliga aktieägares intresse av en fungerande handel i aktien. I mindre, olönsamma bolag kan dessa plikter hamna i konflikt, särskilt när bolaget under lång tid befunnit sig på gränsen till obestånd.

Ur ett minoritetsskyddsperspektiv innebär de utträdesvägar som mindre bolag typiskt använder ett svagare praktiskt skydd. När utträdet sker genom konkurs eller likvidation har aktien i praktiken ofta redan förlorat sitt värde. Frågan om rätten till en fortsatt likvid aktie blir då snarast teoretisk. I många fall drivs avnoteringsprocessen inom ramen för marknadsplatsens disciplinära befogenheter, med utgångspunkt i att bolaget inte längre uppfyller emittentregelverkets noteringskrav. Det är vanligt att såväl marknadsplatsen som bolaget självt

---

<sup>181</sup> Se AMN 2015:34 (PA Resources) och AMN 2018:54 (Sensori).

initierar en avnotering med hänvisning till bristande noteringskrav, och i vissa fall synes bolaget snarast eftersträva en noteringsbrist för att kunna lämna marknaden.

Under perioden januari 2017–augusti 2025 har den äldre stämmoregeln knappt använts. Förklaringen torde vara att det stränga majoritetskravet innebar en betydande risk för att förslaget röstas ned, samtidigt som kursen redan fallit efter att avnoteringsplanerna offentliggjorts. Detta illustrerar hur reglerna om frivilliga avnoteringar kan få en handlingsdirigerande effekt. När utrymmet som reglerna medger är alltför snävt söker sig bolagen till andra vägar ut från marknaden. Det underliggande behovet hos vissa mindre bolag att lämna den noterade miljön styrs i första hand av bolagens livscykel på marknaden, inte av den exakta utformningen av regelverket. De utträdesvägar som då används – i första hand konkurs, likvidation eller noteringsbrist – ligger ofta i en gråzon där minoritetsskyddet i praktiken är svagt.

Sammantaget framstår det som att stämmoregeln har störst betydelse för mindre bolag på handelsplattformarna. Här fyller den ett behov som väg till frivillig avnotering när dessa bolag befinner sig i ett skede där en fortsatt notering inte längre kan motiveras, men där verksamheten ännu har ett visst kvarvarande värde. Stämmobeslutet innebär i sådana fall i första hand ett inflytande över om avnoteringen ska genomföras, snarare än en garanti för exit på vissa villkor.

## 5.5 Samlad bedömning och svar på den första underfrågan

Den första underfrågan är: för vilka bolag och under vilka omständigheter fyller stämmoregeln ett behov som väg för frivillig avnotering.

För större och mer etablerade bolag på de reglerade marknaderna visar det empiriska materialet att avnoteringar under perioden januari 2017 till och med augusti 2025 i huvudsak har skett i anslutning till offentliga uppköpserbudanden med efterföljande tvångsinlösen. I dessa fall finns ett etablerat regelverk med bland annat budplikt, krav på lika villkor till alla aktieägare, regler om vederlagets form och storlek samt krav på erbjudandehandling. Avnoteringen blir då en naturlig följd av utköpsprocessen.

Större bolag har dessutom i regel resurser och organisatorisk kapacitet att bära de krav som följer av noteringen. Sammantaget talar detta för att aktieägarnas berättigade förväntan på en fortsatt organiserad handel väger tungt, och att det i dessa bolag mer sällan finns skäl som motiverar en frivillig avnotering med stöd av stämmoregeln i ASK 2025 II.1 B.

För mindre bolag på handelsplattformarna är bilden en annan. Här dominerar utträden som hänger samman med svag lönsamhet, återkommande kapitalbehov och svårigheter att leva upp till regelverkens krav. Utträden sker ofta genom konkurs, likvidation eller avnotering på grund av bristande noteringskrav. I dessa situationer är minoritetsskyddet i praktiken redan svagt och

aktieägarna saknar normalt möjlighet att ta ställning till ett samlat förslag om avnotering på bestämda villkor. När verksamheten fortfarande har ett visst värde, men en fortsatt notering inte längre framstår som ett långsiktigt realistiskt alternativ, kan stämmoregeln i II.1 B ge bolaget en möjlighet till omstart utanför aktiemarknaden. Genom ett beslut på bolagsstämman kan noteringen då avslutas i mer ordnade former, samtidigt som aktieägarna får ta ställning till ett konkret avnoteringsförslag med konkreta villkor.

Svaret på den första underfrågan är att stämmoregeln i ASK 2025 II.1 B fyller ett behov som väg för frivillig avnotering för mindre bolag på handelsplattformarna som är inne i ett sent skede som noterat bolag – innan obestånd inträtt, men efter en längre period av svag utveckling.

## 6 Stämmoregeln och minoritetens inflytande

### 6.1 Den svenska stämmoregeln i ASK 2025 II.1 B

#### 6.1.1 Inledning

En viktig del av uppsatsens analys är att beskriva hur stämmoregelns konstruktion – särskilt dess röstkrav – inverkar på minoritetens möjligheter att påverka utfallet vid olika nivåer av kontrolläggande. Detta är uppsatsens andra underfråga och besvaras i detta kapitel.

Framställningen i detta kapitel är avsiktligt förenklad och illustrativ för att tydliggöra hur röstkraven slår vid olika kontrollnivåer.

Utformningen av stämmoregeln i ASK 2025 II.1 B är av stor betydelse för balansen mellan bolagets intresse av avnotering och övriga aktieägares intresse av en fortsatt organiserad handel. Den nya stämmoregeln innebär en förskjutning av beslutsmakten över avnoteringsbeslutet från marknadsplatsen och Aktiemarknadsnämnden till bolagets aktieägare.<sup>182</sup> Konstruktionen av stämmoregeln – vilka majoritetskrav som ställs och hur minoritetens röster räknas – avgör därmed vilken skyddsnivå aktieägarna faktiskt har vid ett förslag om frivillig avnotering.

I kapitel 4 har den rättsliga regleringen av frivilliga avnoteringar behandlats. I kapitel 5 har det visats att stämmoregeln i praktiken träffar mindre bolag på handelsplattformarna, typiskt sett när bolaget befinner sig sent i sin tid som noterat bolag – men ännu innan obestånd inträtt. Mot denna bakgrund blir det särskilt viktigt att förstå hur regeln slår i vanliga ägarstrukturer. En regel kan se mycket minoritetsvänlig ut i teorin, men ändå ge ett svagare skydd i praktiken om den är svagt felkalibrerad i just de situationer där minoriteten behöver den som mest.

En närliggande fråga är dessutom om minoriteten överhuvudtaget deltar på stämman. En hög skyddsnivå handlar inte bara om var trösklarna är dragna i en regel, utan också om att aktieägare faktiskt utnyttjar sin rösträtt. I litteraturen beskrivs detta ibland som ”*rational apathy*”: en aktieägare som avstår från att rösta när den förväntade nyttan av att rösta inte upplevs motivera kostnaden i tid och ansträngning.<sup>183</sup> Fenomenet är särskilt vanligt bland mindre aktieägare. I bolag med en tydlig kontrollägare får detta stor betydelse, eftersom kontrollägaren vid ett förslag om avnotering kan antas utnyttja sin rösträtt fullt ut medan småsparare ofta förblir passiva. Konsekvensen kan bli att minoriteten får svårt att mobilisera

---

<sup>182</sup> I AMN 2025:55 (Rolling Optics) förklarade Aktiemarknadsnämnden att utgångspunkten numera är att avnoteringsbeslut som fattas med stöd av stämmoregeln är förenligt med god sed, förutsatt att styrelsen i övrigt beaktar sina aktiebolagsrättsliga skyldigheter gentemot samtliga aktieägare.

<sup>183</sup> Jfr Nili, Y. & Kastiel, K., *In Search of "Absent" Shareholders: A New Solution to Retail Investors' Apathy*, Delaware Journal of Corporate Law, vol. 41, no. 1, 2016, s. 60 ff.

motstånd även när ett avnoteringsförslag uppfattas som kontroversiellt – och minoritetens tystnad bör då inte misstas för tyst accept.

Syftet med kapitel 6 är att analysera hur stämmoregeln i II.1 B är konstruerad och vilken möjlighet den ger minoritetsaktieägare att rösta ned ett förslag om avnotering vid olika nivåer av kontrolläggande. Analysen genomförs stegvis. Först presenteras regelns uppbyggnad med utgångspunkt i de två led som måste vara uppfyllda för att stämmobeslutet ska vara giltigt. Därefter modelleras tröskelvärdena matematiskt och illustreras genom några förenklade exempel. I ett tredje steg jämförs den svenska modellen översiktligt med den brittiska stämmoregeln, som utgjort en viktig referenspunkt vid utformningen av ASK 2025, i syfte att belysa likheter och skillnader i den skydds nivå som följer av respektive konstruktion.

I det följande utgår jag från en idealiserad situation med ett aktieslag och att varje aktieägare som deltar på stämman röstar för hela sitt aktieinnehav. Frågor om differentierade röstvärden, avstående från att rösta och andra mer komplexa strukturer lämnas utanför den modellanalys som genomförs i detta kapitel.

### 6.1.2 Stämmoregelns konstruktion i två led

Stämmoregeln i II.1 B är uppbyggd i två led. I det första ledet uppställs ett generellt krav på mycket hög majoritet på stämman. I det andra ledet tillkommer, under vissa förutsättningar, ett särskilt villkor, som knyter an till hur övriga aktieägare har röstat.

Det första ledet gäller i alla situationer. Beslutet om avnotering ska biträdas av aktieägare med minst nio tiondelar av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna. Kravet omfattar alltså både röstetal och kapital. Förenklat kan det uttryckas så, att om 100 procent av aktierna är representerade på stämman måste minst 90 procent av de avgivna rösterna vara röster för avnotering, och dessa röster måste representera minst 90 procent av det närvarande aktiekapitalet.

Avstående från att rösta innebär att aktierna fortfarande är företrädde vid stämman, men att ingen röst avgivits. Avstående räknas alltså inte som röster för eller emot avnotering när 90-procentskravet avseende de avgivna rösterna beräknas, men aktierna ingår i underlaget för kravet på nio tiondelar av de vid stämman företrädde aktierna.

Det andra ledet blir aktuellt endast när det finns en kontrollägare, det vill säga en aktieägare – eller en krets närstående aktieägare – som tillsammans innehar minst tre tiondelar av röstetalet i bolaget. Det extra villkoret tar uttryckligen sikte på hur de övriga aktieägarna i bolaget har röstat. Kontrolläggarens röster bortses från, och prövningen görs mot samtliga återstående röster i bolaget, inte bara de röster som faktiskt avges av övriga ägare som är företrädde på stämman.

Villkoret innebär att en majoritet av dessa röster inte får ha röstat emot förslaget.<sup>184</sup> Om mer än hälften av de övriga rösterna är röster emot avnotering faller förslaget, även om 90-procentskravet i det första ledet är uppfyllt.

I kommentaren till II.1 B anges att ”skälet för denna ordning är att förhindra att beslutet om avnotering helt domineras av en kontrollerande aktieägare”. Uttalandet kan förstås som en motivering av stämmoregeln som helhet, men ligger särskilt nära det andra ledet – majority-of-the-minority-villkoret (MoM-villkoret) – som uttryckligen tar sikte på hur övriga aktieägare har röstat när någon innehar en kontrollerande ställning i bolaget. Villkoret innebär inte att en kontrollägare aldrig kan få igenom en avnotering, utan att beslutet inte ska kunna drivas igenom utan ett visst stöd bland övriga aktieägare. I det följande utgår jag därför från att det framför allt är detta led som är avsett att stärka minoritetens inflytande i bolag med starka kontrollägare.<sup>185</sup>

### 6.1.3 Tröskelvärden för minoritetens mobilisering

Syftet med detta avsnitt är att klargöra vilka mobiliseringskrav stämmoregeln ställer på minoritetsaktieägarna vid olika nivåer av kontrolläggande. Frågan kan formuleras som: hur stor andel av rösterna i bolaget måste övriga aktieägare samla för att rösta ned ett förslag om avnotering?

För att renodla analysen utgår framställningen från en idealiserad situation där varje aktie ger en röst, kontrollägaren röstar för avnotering, och den del av övriga aktieägare som mobiliseras och närvarar på stämman röstar emot avnoteringen, ingen avstår från att rösta och samtliga närvarande ägare deltar på stämman med hela sina aktieinnehav. Procenttalen i det följande ska därför läsas som andel av hela bolagets röstetal.

Baserat på dessa förutsättningar innebär stämmoregelns första led (90-procentskravet) att ett förslag faller om kontrollägarens röstandel understiger 90 procent av såväl avgivna röster som på stämman företrädde aktier – om utfallet i stället blir exakt 90 procent vinner förslaget bifall.

---

<sup>184</sup> I ASK 2025, punkten II.1 B med tillhörande kommentarstext används formuleringen att aktieägarna ”röstat emot beslutet”. I denna uppsats används i stället termen ”förslag” när röstningen beskrivs, eftersom omröstningen formellt avser styrelsens förslag medan utfallet av omröstningen utgör beslutet. Terminologin ändras av språkliga skäl; det materiella innehållet är detsamma.

<sup>185</sup> Jfr budpliktsreglerna, där en aktieägare som uppnår 30 procent av röstetalet i ett bolag åläggs att lämna ett offentligt uppköpserbjudande till övriga aktieägare, se 3 kap. 1 § första stycket LUA. Tröskeln markerar där en kontrollnivå som motiverar ett förstärkt minoritetsskydd. Min tolkning är att stämmoregelns MoM-villkor fyller en liknande funktion, genom att motverka att en kontrollerande ägare driver igenom en avnotering utan ett visst stöd bland övriga aktieägare. I kommentaren till II.1 B hänvisas visserligen till LUA:s närståendebegrepp, men det sägs ingenting om att stämmoregelns tröskelvärden skulle spegla budpliktsreglernas skyddsmodell. Jämförelsen i texten bygger därför på en systematisk tolkning och inte på någon uttryckligen angiven koppling i ASK 2025.

Uttryckt som minoritetens mobiliseringsnivå innebär detta att minoriteten stoppar förslaget när deras mobiliserade röster emot överstiger  $C/9$  procent av röstetalet, där  $C$  är kontrollägarrens röstandel.<sup>186</sup>

Det andra ledet – MoM-villkoret – blir aktuellt när kontrollägaren, ensam eller tillsammans med närstående, kontrollerar minst 30 procent av bolagets röster. I dessa fall ska en majoritet av samtliga övriga röster i bolaget inte ha röstat emot förslaget för att det ska vinna bifall. För minoriteten innebär det att förslaget faller om de röster som är emot uppgår till mer än hälften av den återstående röstandelen i bolaget, det vill säga  $(100-C)/2$  procent.

#### 6.1.4 Exempel på mobiliseringskrav vid olika kontrollnivåer

För att konkretisera tröskelvärdena ovan följer här några enkla räkneexempel. Exempelen bygger på samma idealiserade antaganden som i föregående avsnitt. I slutet av avsnittet illustreras exemplen i en graf.

##### 6.1.4.1 Exempel 1 – kontrollägarande med 20 procent

Anta först att en aktieägare kontrollerar 20 procent av rösterna och röstar för avnotering. Övriga 80 procent av rösterna i bolaget finns hos spridda aktieägare. Eftersom kontrollägaren ligger under 30 procent av rösterna aktualiseras inte MoM-villkoret: det är enbart 90-procentskravet som avgör om beslutet går igenom.

90-procentskravet innebär att minoritetens röster emot förslaget måste överstiga  $C/9$  procent av bolagets röstetal för att beslutet ska falla, där  $C$  är kontrollägarrens röstandel. Vid ett kontrollägarande om 20 procent innebär detta att minoriteten behöver mobilisera drygt 2,2 procent av bolagets röstetal i röster emot avnotering.<sup>187</sup>

I ett bolag med spritt ägande innebär det formellt sett ett relativt lågt krav. Aktieägare som representerar en mindre andel av bolagets röster kan under dessa förutsättningar blockera en avnotering om de samlar drygt två procent av bolagets röster emot förslaget. En sådan begränsad mobilisering framstår som fullt möjligt eftersom minoritetsbasen i bolaget är stor – 80 procent. I takt med att kontrollägarandet ökar förändras dock bilden, vilket illustreras i nästa exempel.

---

<sup>186</sup> Denna tröskel följer av att  $C/(C+M) < 0,9$ , där  $C$  är kontrollägarrens röster och  $M$  minoritetens mobiliserande röster emot avnotering. När man löser ut  $M$  får man att  $M > C/9$ .

<sup>187</sup>  $20/9 \approx 2,2$  procent.

#### 6.1.4.2 Exempel 2 – kontrolläggande med 30 procent

Anta nu i stället att en aktieägare kontrollerar 30 procent av rösterna och röstar för avnotering. Övriga 70 procent av rösterna i bolaget finns hos spridda ägare. Denna situation aktiverar nu både 90-procentskravet och MoM-villkoret.

Först prövas 90-procentskravet: förslaget faller om minoritetens röster emot uppgår till drygt 3,3 procent av bolagets röstetal.<sup>188</sup>

Om 90-procentskravet uppfylls återstår för minoriteten att försöka fälla förslaget med stöd av MoM-villkoret. Det krävs då att mer än hälften av de återstående 70 procenten av bolagets röster – alltså drygt 35 procent av röstetalet – mobiliseras emot förslaget.<sup>189</sup>

Minoriteten behöver bara mobilisera drygt 3,3 procent av bolagets röster för att fälla förslaget med stöd av 90-procentskravet, medan det skulle krävas drygt 35 procent av rösterna för att fälla förslaget med stöd av MoM-villkoret. 90-procentskravet blir därmed styrande.

#### 6.1.4.3 Exempel 3 – kontrolläggande med 65 procent

I detta exempel kontrollerar en aktieägare 65 procent av rösterna och röstar för avnotering. Övriga 35 procent av rösterna i bolaget finns hos spridda ägare.

Först prövas 90-procentskravet: förslaget faller om minoritetens röster emot överstiger drygt 7,2 procent av röstetalet.<sup>190</sup>

Därefter prövas MoM-villkoret: minoriteten fäller förslaget om mer än hälften av de återstående 35 procenten av bolagets röster – det vill säga drygt 17,5 procent av röstetalet – röstar emot förslaget.<sup>191</sup>

Även i denna situation är det 90-procentskravet som avgör utgången. Minoriteten behöver bara mobilisera lite mer än 7,2 procent av röstetalet för att bryta 90-procentskravet, medan det skulle krävas drygt 17,5 procent av röstetalet för att fälla förslaget med stöd av MoM-villkoret. Även på denna kontrollnivå är det alltså 90-procentskravet som i praktiken avgör hur många röster som minoriteten behöver mobilisera för att kunna fälla förslaget.

#### 6.1.4.4 Exempel 4 – kontrolläggande med 82 procent

Anta nu slutligen att en aktieägare kontrollerar 82 procent av rösterna och röstar för avnotering. Övriga 18 procent av rösterna i bolaget finns utspridda hos övriga ägare. Både 90-procentskravet och MoM-villkoret aktualiseras.

---

<sup>188</sup>  $30/9 \approx 3,3$  procent.

<sup>189</sup>  $(100-30)/2 = 35$  procent.

<sup>190</sup>  $65/9 \approx 7,2$  procent.

<sup>191</sup>  $(100-65)/2 = 17,5$  procent.

Först prövas 90-procentskravet: förslaget faller om minoritetens röster emot avnotering överstiger drygt 9,1 procent av bolagets röstetal.<sup>192</sup>

Därefter prövas MoM-villkoret: minoriteten faller förslaget om mer än hälften av de återstående 18 procenten av bolagets röster – motsvarande drygt 9 procent – röstar emot förslaget.<sup>193</sup>

Denna situation skiljer sig från tidigare tre exempel. Nu är nämligen tröskelvärdet enligt MoM-villkoret för första gången något lägre än det tröskelvärde som följer av 90-procentskravet. Exemplet illustrerar brytpunkten där MoM-villkoret får ett eget genomslag.

Vid kontrollnivåer under 30 procent är MoM-villkoret aldrig tillämpligt. Vid kontrollnivåer över 30 procent, men under knappt 82 procent, är det visserligen tillämpligt i formell mening men får aldrig ett eget genomslag – 90-procentskravet ger alltid en lägre tröskel. Vid kontrollnivåer över cirka 82 procent fortsätter tröskeln enligt MoM-villkoret att sjunka, medan tröskeln enligt 90-procentskravet stiger.

### 6.1.5 Grafisk illustration av tröskelvärden

Tröskelvärdena kan illustreras i en graf (figur 6.1) där minoritetens mobiliseringskrav – andelen av bolagets röster som måste samlas emot avnotering – ritas ut som funktion av kontrollägarandelen av bolagets röstetal. Den ljusare linjen visar tröskeln enligt 90-procentskravet ( $C/9$ ), den mörkare linjen tröskeln enligt MoM-villkoret ( $(100-C)/2$ ). Exemplet ovan är markerade i grafen och visar hur punkterna 20, 30, 65 och 82 procent kontrollägarandel faller in på respektive kurva.

Av grafen framgår att 90-procentskravet ger den lägsta tröskeln – och därmed gör det lättast för minoriteten att fälla förslaget – upp till cirka 82 procent kontrollägarandel. Först därefter ger MoM-villkoret ett något lägre tröskelvärde. Vid kontrollnivåer under cirka 82 procent ändrar MoM-villkoret alltså inte den faktiska tröskeln minoriteten måste nå, även om det är formellt tillämpligt eftersom det finns en kontrollägare på minst 30 procent.

Vid kontrollnivåer över 90 procent förändras situationen. Enkel matematik säger nu att minoriteten aldrig kan fälla ett förslag – kontrollägaren har redan uppnått 90-procentskravet genom sitt innehav.<sup>194</sup>

Vid kontrollnivåer över 90 procent blir också stämmoregeln mindre relevant. En minoritetsaktieägare får då i stället en annan form av minoritetsskydd genom den inlösenrätt

---

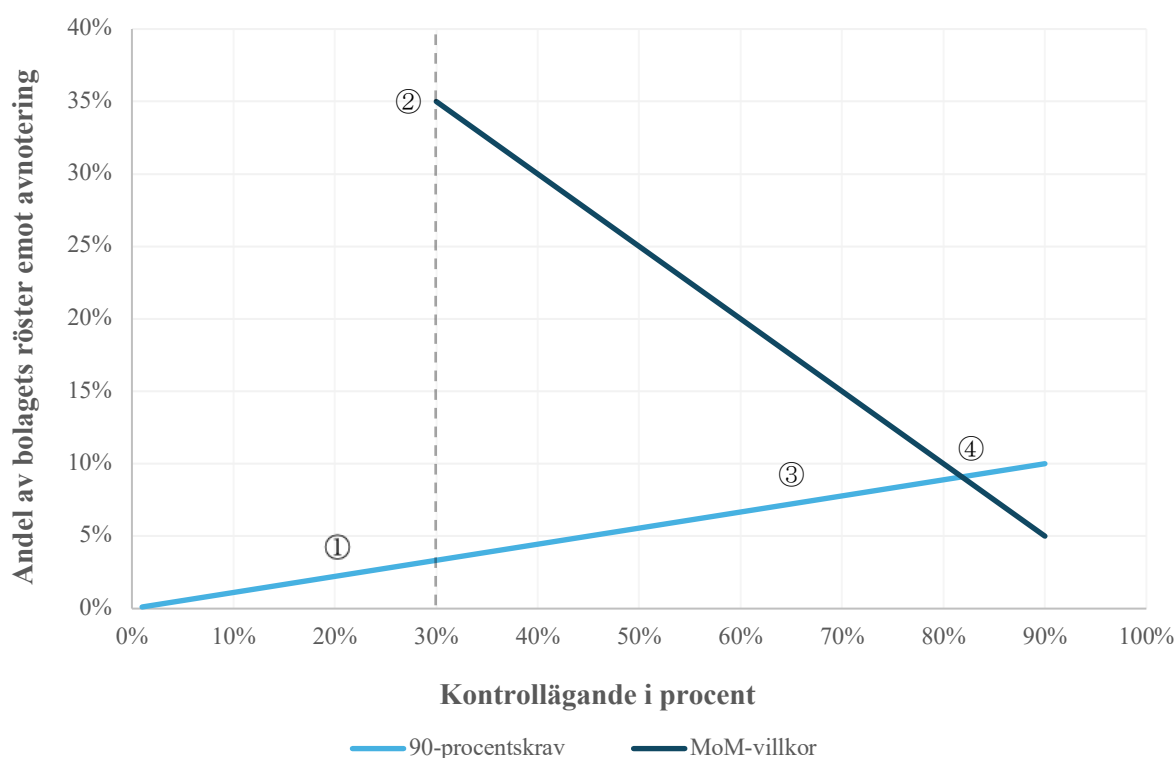
<sup>192</sup>  $82/9 \approx 9,1$  procent.

<sup>193</sup>  $(100-82)/2 = 9$  procent.

<sup>194</sup> Exemplet förutsätter att en aktie ger en röst: finns aktieslag med olika röstvärden förändras bilden.

som finns i 22 kap. ABL.<sup>195</sup> Det ger minoriteten ett reellt exit- och prisskydd genom inlösenförfarandet i stället. Den följande grafiska framställningen begränsas därför till kontrollnivåer upp till 90 procent.

**Fig. 6.1: Minoritetens mobiliseringskrav enligt 90-procentskravet respektive MoM-villkoret vid olika kontrollnivåer**



Den centrala lärdomen är att 90-procentskravet i praktiken sätter minoritetsskyddets tröskel vid låga och måttliga kontrollnivåer, medan MoM-villkoret i regel blir utslagsgivande först när kontrollägandet närmar sig tröskeln för tvångsinlösen – en dynamik som blir ännu tydligare i jämförelsen med den brittiska stämmoregeln i nästa avsnitt.

<sup>195</sup> Se 22 kap. 1 § ABL.

## 6.2 Den brittiska stämmoregeln

### 6.2.1 Den brittiska stämmoregelns huvuddrag

I Storbritannien regleras frivilliga avnoteringar bland annat av *Financial Conduct Authority's Listing Rules*. För bolag med aktier upptagna i kategorin *equity shares* krävs som utgångspunkt att beslutet om att ansöka om avnotering godkänns på bolagsstämma med minst 75 procent av de avgivna rösterna.<sup>196</sup> Denna kvalificerade majoritet utgör den grundläggande spärren mot att en enkel majoritet genomdriver en avnotering.

Om bolaget har en *controlling shareholder*<sup>197</sup> – i praktiken en aktieägare som kontrollerar minst 30 procent av rösterna i bolaget – skärps kraven genom ett särskilt MoM-villkor. Det innebär att beslutet dessutom måste godkännas av en majoritet av de röster som avges av så kallade *independent shareholders*<sup>198</sup>.

Den brittiska konstruktionen får några viktiga konsekvenser:

- Förslaget om avnotering faller om inga röster avges av oberoende ägare, eftersom MoM-villkoret då inte kan uppfyllas överhuvudtaget. 75-procentskravet och MoM-villkoret är kumulativa villkor när det finns en kontrollägare på 30 procent eller mer. En kontrollägare kan med andra ord inte på egen hand genomföra en frivillig avnotering.
- Om bara ett fåtal oberoende ägare närvarar på stämman får deras röster mycket stor betydelse för utfallet. I ett extremt illustrativt exempel har kontrollägaren 80 procent av rösterna och endast en oberoende ägare deltar. Röstar denne emot förslaget kommer det att falla – även om 75-procentskravet är uppfyllt med mycket bred marginal.

Motiven till konstruktionen framgår bland annat av FCA:s konsultationsdokument. Myndigheten betonar där att skyddet som följer av en premium-notering inte bör kunna urholkas av en kontrollerande aktieägare som ensam driver igenom åtgärder som kraftigt påverkar minoriteten. Samtidigt uttrycks en oro för att lägga alltför stor makt i händerna på en liten grupp aktieägare.<sup>199</sup> Den valda modellen kan i praktiken innebära att ett beslut om avnotering blockeras av en mycket begränsad krets oberoende aktieägare, vilket gör att det kvarstår en risk för ”minoritetsaktivism”.

---

<sup>196</sup> Se Financial Conduct Authority, *FCA Handbook: UK Listing Rules (UKLR)*, UKLR 21.2.8R(2).

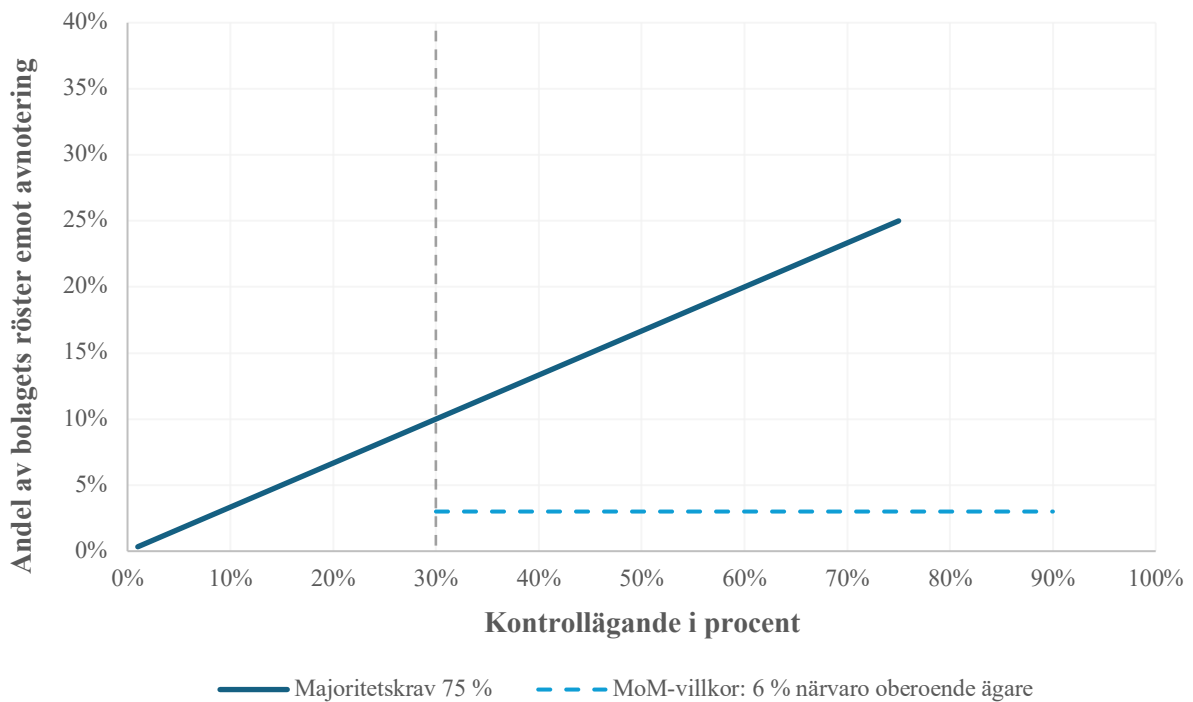
<sup>197</sup> Se UKLR 21.2.8R(2)(b). *Controlling shareholder* avser i huvudsak en aktieägare (ensam eller tillsammans med närstående ”*acting in concert*”) som kontrollerar 30 procent eller mer av de röster som kan avges på bolagsstämman i bolaget (på alla eller i allt väsentligt alla frågor).

<sup>198</sup> Se UKLR 21.2.8R(b). *Independent shareholder* avser aktieägare som är röstberättigade men inte är *controlling shareholder*, det vill säga aktieägare utanför kontrollägarkretsen.

<sup>199</sup> Jfr Financial Conduct Authority, CP13/15, *Feedback on CP12/15: Enhancing the effectiveness of the Listing Regime and further consultation* (Consultation Paper), November 2013, s. 72; Financial Conduct Authority, PS14/8, *Response to CP13/15 – Enhancing the effectiveness of the Listing Regime* (Policy Statement), May 2014, s. 7, 10.

## 6.2.2 Ett illustrativt exempel på den brittiska stämmoregeln

**Fig. 6.2: Minoritetens mobiliseringskrav enligt 75-procentskravet respektive MoM-villkoret vid närvaro av oberoende aktieägare som representerar sex procent av röstetalet (exempel med 65 procents kontrolläggande)**



Den brittiska stämmoregelns dynamik kan illustreras med ett enkelt exempel. Vi antar följande förenklade utgångspunkter: varje aktie ger en röst, ingen avstår från att rösta och samtliga aktieägare på stämman röstar med hela sina aktieinnehav.

Anta att en aktieägare kontrollerar 65 procent av rösterna och röstar för avnotering. Övriga 35 procent av rösterna i bolaget finns hos spridda ägare. I denna situation är både 75-procentskravet och MoM-villkoret tillämpliga. På stämman närvarar övriga aktieägare som tillsammans representerar sex procent av rösterna i bolaget. En tredjedel av dessa ägare stödjer förslaget medan de andra ägarna röstar emot.

Först prövas 75-procentskravet. Kontrollägaren (65 procent) och de oberoende ägare som röstar för förslaget (två procent) uppgår tillsammans till 67 procent av bolagets röster. Eftersom endast 71 procent av rösterna i bolaget deltar i omröstningen motsvarar detta drygt 94 procent<sup>200</sup> av de avgivna rösterna, vilket innebär att 75-procentskravet är uppfyllt.

<sup>200</sup>  $((65+2)/(65+2+4) \approx 94,4$  procent.

Därefter prövas MoM-villkoret. Bland de oberoende rösterna som är närvarande (sammanlagt sex procent av bolagets röster) stöder två procent förslaget och fyra procent motsätter sig det – det vill säga en tredjedel respektive två tredjedelar av de närvarande oberoende rösterna. Eftersom en majoritet av de oberoende rösterna har röstat emot uppfylls inte MoM-villkoret, och förslaget om avnotering faller trots att 75-procentskravet klarats med bred marginal.

Sammanfattningsvis visar exemplet att den brittiska modellen snabbt ger ett starkt inflytande åt de oberoende aktieägarna så snart någon innehar en kontrollpost om 30 procent av rösterna. Även vid relativt höga kontrollnivåer kan en liten grupp oberoende ägare, under förutsättning att de faktiskt deltar på stämman, fälla ett förslag om avnotering trots ett mycket brett stöd totalt sett. I nästa avsnitt ställs denna dynamik mot den svenska stämmoregeln, där skyddet i högre grad bestäms av 90-procentskravet och minoritetens faktiska mobiliseringsgrad, för att belysa likheter och skillnader i det skydd som ges åt minoritetsaktieägarna.

## 6.3 Jämförelse mellan svensk och brittisk stämmoregel

Den svenska och brittiska stämmoregeln bygger båda på en kombination av ett högt majoritetskrav på stämman och ett särskilt majority-of-the-minority-villkor. Konstruktionerna skiljer sig dock åt i två centrala avseenden: (i) vid vilka kontrollnivåer MoM-villkoret får ett reellt genomslag och (ii) vilken minoritetsbas som villkoret tar sikte på.

### 6.3.1 Kontrollnivåer under 30 procent – starkare skydd i Sverige

I situationer där det inte finns någon kontrollerande ägare – kontrollägandet understiger 30 procent – framstår den svenska modellen som materiellt strängare än den brittiska.

I Sverige gäller då enbart 90-procentskravet. Som modellen i avsnitt 6.1 visar faller ett förslag om avnotering när övriga aktieägares röster emot förslaget överstiger  $C/9$  procent av röstetalet, där  $C$  är den största ägarens röstandel. Vid spritt ägande och avsaknad av kontrollägare innebär 90-procentskravet att en mycket liten andel röster kan blockera en avnotering. I ett typfall där den största ägaren har omkring 20 procent av rösterna motsvarar tröskeln drygt två procent av bolagets röster.

I Storbritannien gäller i samma situation endast 75-procentskravet. Beslutet fattas då med stöd av minst tre fjärdedelar av de avgivna rösterna på stämman. För minoriteten innebär det att man behöver samla minst 25 procent av de närvarande rösterna emot förslaget. Givet samma antaganden om närvaro på stämman kräver den brittiska modellen därmed en avsevärt högre mobiliseringsgrad än den svenska.

Inom denna del av kontrollspektrat – innan någon aktieägare når 30 procent av rösterna – är den svenska stämmoregeln mer långtgående och minoritetsvänlig än den brittiska. I den brittiska konsultationsprocessen övervägdes visserligen en höjning av rösttröskeln till 90 procent. FCA avstod från en höjning, bland annat med hänvisning till risken att ett litet minoritetsblock skulle kunna få en oproportionerligt stor påverkan över bolagets styrning och verksamhet.<sup>201</sup>

### 6.3.2 Kontrollnivåer över 30 procent – MoM-villkorets genomslag

När en aktieägare når kontrollnivån 30 procent förändras bilden betydligt, och skillnaderna mellan modellerna blir tydliga.

I den brittiska modellen aktiveras MoM-villkoret direkt vid 30 procents kontroll. Från denna nivå krävs både att 75 procent av de avgivna rösterna stödjer förslaget och att en majoritet av de oberoende aktieägarnas röster på stämman är för avnoteringen. Som exemplet i avsnitt 6.2.2 illustrerar kan utfallet avgöras av en relativt liten grupp oberoende ägare som faktiskt närvarar på stämman. Vid 65 procents kontrolläggande och sex procent oberoende röster på stämman räcker det att fyra procent av bolagets röster – motsvarande två tredjedelar av de närvarande oberoende ägarna – röstar emot förslaget för att det ska falla, trots att 75-procentskravet uppfylls med mycket bred marginal. MoM-villkoret får alltså självständig och betydande verkan redan vid måttliga kontrollnivåer, förutsatt att det faktiskt finns några oberoende röster på stämman.

I den svenska modellen är dynamiken annorlunda. Även här finns ett MoM-villkor, men modelleringen i avsnitt 6.1.3–6.1.4 visar att 90-procentskravet alltid ger den lägsta tröskeln – och därmed det starkaste skyddet – upp till kontrollnivåer på drygt 80 procent. Först när kontrollägaren når över cirka 82 procent blir tröskeln enligt MoM-villkoret lägre än tröskeln enligt 90-procentskravet. I typiska situationer med ett koncentrerat ägande, till exempel när en ägare kontrollerar mellan 30 och 70 procent av rösterna, är MoM-villkoret därför formellt tillämpligt, men utan att förändra den tröskel som minoriteten måste uppnå.

Skillnaden hänger samman med hur minoritetsbaserna bestäms. I Sverige beräknas 90-procentskravet på stämmans röstunderlag, medan MoM-villkoret tar sikte på samtliga övriga röster i bolaget. I Storbritannien baseras både 75-procentskravet och MoM-villkoret på de röster som faktiskt avges på stämman. I den brittiska modellen ”snävar” således MoM-villkoret in det utrymme som 75-procentskravet lämnar – utfallet blir striktare när en ägare passerar 30 procent. I den svenska modellen sker ingen motsvarande skärpning vid 30 procent; 90-procentskravet förblir den avgörande tröskeln ända upp till mycket höga kontrollnivåer.

---

<sup>201</sup> Jfr FCA CP13/15, s. 72. FCA övervägde flera olika alternativ – bland annat ett 90-procentskrav – men avvisade detta eftersom det skulle ”go beyond the point at which minority protection becomes minority control” och kunna ge en liten minoritet ”disproportionate power over the running of the company”.

En ytterligare skillnad gäller hur MoM-villkoret är utformat. I den svenska modellen är villkoret konstruerat som ett negativt majoritetskrav: en majoritet av övriga aktieägares röster i bolaget får inte ha röstat *emot* förslaget. När 90-procentskravet är uppfyllt är beslutet alltså i princip giltigt, och MoM-villkoret fungerar endast som en broms som kan spräcka beslutet om tillräckligt många övriga röster mobiliseras emot avnoteringen. I den brittiska modellen är villkoret i stället ett positivt majoritetskrav: en majoritet av de oberoende aktieägarnas avgivna röster på stämman ska vara *för* avnoteringen. 75-procentskravet och MoM-villkoret är kumulativa. Beslutet blir inte giltigt förrän de oberoende ägarna aktivt har lämnat sitt stöd, och avstående räknas inte som stöd. I praktiken innebär detta att svensk rätt förutsätter en aktiv mobilisering emot förslaget från övriga aktieägare för att ett kontroversiellt avnoteringsförslag ska stoppas, medan brittisk rätt kräver ett aktivt, positivt stöd från de oberoende ägarna för att en avnotering överhuvudtaget ska kunna genomföras – en skillnad som, särskilt i mindre bolag med dominerande kontrollägare, får betydelse för den faktiska skyddsnivån och som återknyts i kapitel 7.

Vid kontrollnivåer över 90 procent förändras situationen på nytt. Då finns en möjlighet för kontrollägaren att påkalla tvångsinlösen enligt 22 kap. ABL, och övriga aktieägare har en motsvarande rättighet att få sina aktier inlösta. Detta ger övriga ägare ett faktiskt exit- och prisskydd genom inlösenförfarandet. Minoriteten kan då inte heller, av rent matematiska skäl, längre fälla ett förslag om avnotering. I detta intervall av kontrolläggande blir stämmoregelns kalibrering därför mindre central för minoritetsskyddet än reglerna om tvångsinlösen.

## 6.4 Samlad bedömning och svar på den andra underfrågan

Analysen i detta kapitel visar sammantaget hur konstruktionen av stämmoregeln i II.1 B – särskilt dess röstkrav – inverkar på minoritetens möjligheter att påverka utfallet vid olika nivåer av kontrolläggande. Därmed kan uppsatsens andra underfråga besvaras.

För det första ger stämmoregeln ett relativt starkt minoritetsskydd i bolag där ingen aktieägare når upp till kontrollnivån 30 procent. I dessa situationer är det enbart 90-procentskravet som styr utfallet. I ett bolag med spritt ägande kan minoriteten fälla ett förslag om avnotering redan vid låga nivåer av mobilisering: det räcker att en förhållandevis liten andel av bolagets röster organiseras emot förslaget för att 90-procentskravet inte ska vara uppfyllt.

För det andra förändras balansen när en aktieägare når kontrollnivåer mellan cirka 30 och 80 procent. Formellt aktiveras visserligen MoM-villkoret redan vid 30 procent, men modelleringen visar att 90-procentskravet även här ger det lägsta tröskelvärdet. MoM-villkoret är dessutom utformat som ett negativt majoritetskrav: så snart 90-procentskravet är uppfyllt är beslutet i princip giltigt och kan bara spräckas om en majoritet av övriga röster i bolaget mobiliseras emot förslaget.

Det är därmed fortfarande 90-procentskravet som avgör hur mycket minoriteten måste mobilisera för att fälla ett förslag. I bolag med koncentrerat ägande innebär detta att en relativt stor andel av den spridda minoriteten måste vara aktiv och närvarande på stämman för att utfallet ska kunna påverkas. Vilken faktisk skyddsnivå detta leder till beror därmed i hög grad på minoritetens mobiliseringsgrad, en fråga som analyseras närmare i kapitel 7. MoM-villkoret ger i dessa situationer inte det extra skydd vid kontrolläggande över 30 procent som dess ändamål enligt kommentarstexten till ASK 2025 II.1 B kan ge intryck av, utan lämnar ett betydande handlingsutrymme åt kontrollägaren.

För det tredje förskjuts fokus återigen när kontrollnivåerna närmar sig gränsen för tvångsinlösen. Vid cirka 82 procent blir MoM-villkoret för första gången mer gynnsamt för minoriteten än 90-procentskravet, men redan vid 90 procent upphör minoritetens möjlighet att fälla ett förslag om avnotering: kontrollägarens röstandel är då tillräckligt hög för att 90-procentskravet ska vara uppfyllt oavsett hur övriga ägare röstar.<sup>202</sup> I detta intervall får minoriteten i stället ett reellt exit- och prisskydd genom tvångsinlösenreglerna, och stämmoregelns exakta kalibrering är mindre central för skyddsnivån.

Därmed visar kapitel 6 hur stämmoregelns röstkrav slår vid olika kontrollnivåer och belyser hur minoriteten, rent formellt, har möjlighet att stoppa en avnotering. I kapitel 7 används dessa iakttagelser om stämmoregelns dynamik som utgångspunkt för den samlade bedömningen av regelns betydelse för den intresseavvägning som uppsatsens syfte tar sikte på.

---

<sup>202</sup> Tvångsinlösen enligt 22 kap. ABL knyter an till innehav av mer än nio tiondelar av aktierna i bolaget, medan 90-procentskravet i ASK 2025 punkten II.1 B tar sikte på att minst nio tiondelar av de på stämman avgivna rösterna och företrädna aktierna ska stödja beslutet. Om en aktieägare har mer än 90 procent av röstetalet finns det därför per definition mindre än tio procent röster kvar att fördela på övriga ägare. Minoriteten kan då aldrig nå upp till den lägsta tröskel – tio procent – som krävs för att bryta 90-procentskravet.

## 7 Stämmoregeln i praktiken

### 7.1 Utgångspunkter, material och analysupplägg

Uppsatsens syfte är att analysera hur stämmoregeln i ASK 2025 II.1 B påverkar balansen mellan bolagens intresse av att avnotera sina aktier och aktieägarnas intresse av fortsatt organiserad handel. Syftet konkretiseras genom två underfrågor. Den första underfrågan gäller för vilka bolag och under vilka omständigheter stämmoregeln fyller ett behov som väg för frivillig avnotering. Den andra underfrågan gäller hur stämmoregelns konstruktion – särskilt dess röstkrav – inverkar på minoritetens möjligheter att påverka utfallet vid olika nivåer av kontrolläggande.

I kapitel 5 besvaras den första frågan. Underlaget är ett datamaterial över 280 svenska bolag som har lämnat de svenska marknadsplatserna under perioden januari 2017 till och med augusti 2025. Analysen fokuserar på bolagens storlek, marknadsplats och utträdesväg. Slutsatsen är att stämmoregeln främst fyller ett behov för mindre bolag på handelsplattformarna i ett relativt sent skede som noterade bolag, men före en obeståndssituation. Detta empiriska mönster är centralt för den fortsatta analysen, eftersom stämmoregelns betydelse ytterst bestäms av i vilka bolag och under vilka omständigheter regeln träffar, det vill säga vilken träffyta den får.

I kapitel 6 besvaras den andra frågan genom en modellering av stämmoregelns konstruktion. Analysen visar att regeln ger tre huvudsakliga kontrollzoner:

1. Under 30 procent – endast 90-procentskravet är tillämpligt. Minoriteten har ett relativt starkt formellt skydd.
2. 30 till drygt 80 procent<sup>203</sup> – MoM-villkoret är formellt tillämpligt, men 90-procentskravet ger i praktiken en lägre tröskel för minoritetens mobilisering.
3. 80 till knappt 90 procent – MoM-villkoret ger en lägre tröskel än 90-procentskravet. Vid kontrollnivåer över 90 procent ges minoritetsskyddet i huvudsak genom inlösenrätten i 22 kap. ABL.

I detta kapitel förs resultaten från kapitel 5 och 6 samman och sätts i relation till hur ägarstrukturerna faktiskt ser ut i de bolag där stämmoregeln typiskt kommer att användas. Underlaget är dels en sammanställning av huvudägarnas röstandelar i 546 bolag som var noterade på svenska handelsplattformar per 5 november 2025 med röstandelar per 30 september

---

<sup>203</sup> Brytpunkten för när MoM-villkoret får självständig betydelse i relation till 90-procentskravet är vid ~81,8 procent. I denna analys används av förenklingsskäl ett avrundat intervall om 30–80 procent. Avrundningen bedöms inte ha någon materiell påverkan på slutsatserna.

2025,<sup>204</sup> dels de första frivilliga avnoteringarna som genomförts med stöd av stämmoregeln i ASK 2025 II.1 B efter att regeln trädde i kraft i september 2025. Det första materialet ger därmed en ex ante-bild av var regeln typiskt sett kan komma att användas, medan de första avnoteringarna ger en ex post-bild av hur regeln hittills faktiskt har tillämpats i praktiken.

Analysen genomförs i fyra steg. Först analyseras hur huvudägarnas röstandelar i de noterade småbolagen fördelar sig över de kontrollzoner som identifierats i kapitel 6 (avsnitt 7.2). Därefter följer en genomgång av de första avnoteringarna enligt II.1 B och de mönster som kan iakttas i dessa fall (avsnitt 7.3). I avsnitt 7.4 presenteras ett förslag *de lege ferenda* på hur stämmoregeln kan justeras för att ge en bättre kalibrering av balansen mellan bolagens avnoteringsintresse och aktieägarnas intresse av fortsatt handel. Avslutningsvis görs i avsnitt 7.5 en samlad bedömning av hur stämmoregeln påverkar balansen mellan bolagens avnoteringsintresse och aktieägarnas intresse av fortsatt handel.

## 7.2 Stämmoregeln och vanliga ägarstrukturer

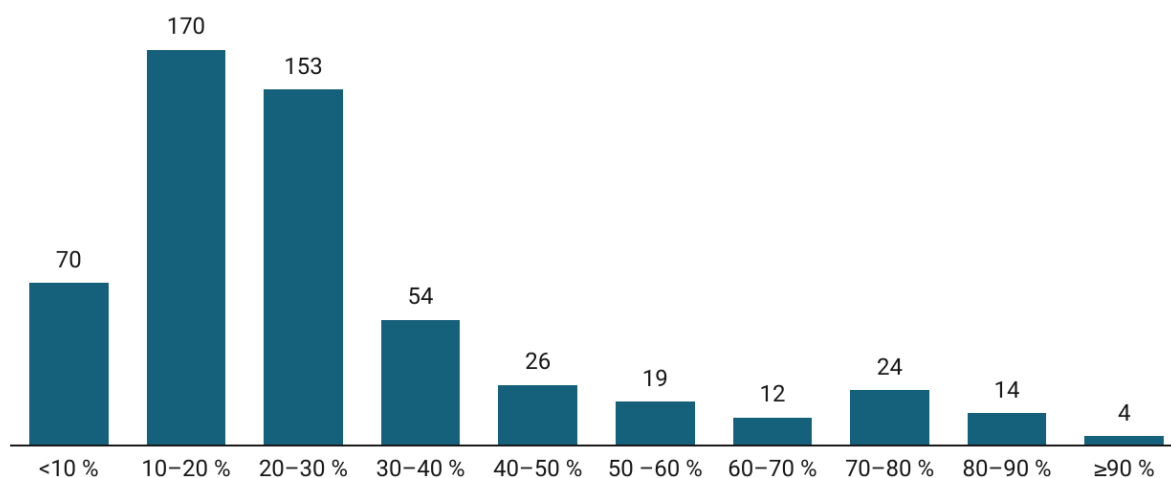
I figur 7.1 nedan visas fördelningen av huvudägarens röstandelar i de 546 bolag som i november 2025 är noterade på First North, Nordic SME och Spotlight.<sup>205</sup> Bolagen är indelade i intervall om tio procentenheter. Analysen nedan följer samma indelning av kontrollzoner som i kapitel 6. I fyra bolag har den största ägaren över 90 procent av röstetalet. Som utvecklats i kapitel 6 får stämmoregeln mer begränsad betydelse vid så hög ägarkoncentration och dessa bolag berörs därför inte vidare i den fortsatta analysen.

---

<sup>204</sup> Se avsnitt 1.5 (metod och material).

<sup>205</sup> Information från Holdings ägardatatjänst. Uppgifter om största ägarens röstandel per 30 september 2025. Urvalet av bolag baseras på bolag som var noterade per 5 november 2025.

**Fig. 7.1: Bolag noterade på svenska handelsplattformar i november 2025 – fördelat på huvudägarens röstandel**



Källa: Holdings, MFN

### 7.2.1 Bolag med huvudägare under 30 procent

I 393 bolag – cirka 72 procent – har huvudägaren mindre än 30 procent av rösterna.<sup>206</sup> Här behandlas bolagen därför som om det saknas kontrollägare och MoM-villkoret är inte tillämpligt. Beslutet om avnotering avgörs i dessa fall enbart av 90-procentskravet. Den högsta röstandel som minoriteten behöver mobilisera för att fälla ett förslag om avnotering är 3,3 procent.<sup>207</sup>

Stämmoregeln ger här ett relativt starkt formellt skydd för minoriteten. Det finns en stor minoritetsbas att hämta röster ur, och det torde ofta vara möjligt att samla tillräckligt många röster mot ett förslag för att fälla det. En huvudägare som vill genomföra en avnotering kan samtidigt öka sannolikheten för bifall genom att söka stöd hos övriga större aktieägare. Låga kontrollnivåer ger därmed incitament att involvera andra aktieägare i planerna på avnotering. Balansen mellan bolagets avnoteringsintresse och aktieägarnas intresse av fortsatt handel framstår i denna kontrollzon som förhållandevis jämn.

<sup>206</sup> Utifrån det tillgängliga ägarunderlaget behandlas dessa bolag som om de saknar kontrollägare i den mening som förutsätts i ASK 2025, punkten II.1 B, med tröskeln om tre tiondelar av rösterna och hänvisningen till närstående definitionen till 3 kap. 5 § LUA. I enskilda fall kan det finnas andra ägare i ägarlistan som, enligt 3 kap. 5 § LUA, skulle ingå i kontrollägarkretsen och medföra ett kontrolläggande över 30 procent. Ägardatan, som hämtas från Holdings ägardatatjänst, inkluderar normalt indirekta innehav genom bolag och familjemedlemmar, vilket talar för att den materiella påverkan på de slutsatser som dras på aggregerad nivå är begränsad.

<sup>207</sup>  $30/9 \approx 3,33$  procent. I kontrollzonen är det högsta värdet på huvudägarens röstandel strax under 30 procent vilket ger att 3,33 procent räcker för att fälla förslaget.

## 7.2.2 Bolag med huvudägare mellan 30 och 80 procent

I 135 bolag – knappt 25 procent – har huvudägaren mellan 30 och 80 procent av rösterna. I dessa bolag finns en tydlig kontrollägare. MoM-villkoret är formellt tillämpligt, men beslutet avgörs i praktiken av 90-procentskravet, som ger en lägre tröskel för den andel röster som minoriteten behöver mobilisera för att fälla förslaget. När kontrollnivån stiger från 30 till 80 procent ökar minoritetens mobiliseringskrav från drygt 3,3 till 8,9 procent av bolagets röster.<sup>208</sup> Minoriteten får därmed allt svårare att mobilisera tillräckligt många röster.

En enkel jämförelse illustrerar skillnaden. I ett bolag där en aktieägare kontrollerar 30 procent av bolagets röster behöver minoriteten samla drygt 3,3 procent av bolagets röster ur en minoritetsbas på 70 procent. Motsvarande mobilisering i ett bolag där en aktieägare kontrollerar 80 procent av bolagets röster kräver 8,9 procent av bolagets röster ur en minoritetsbas på 20 procent. Det senare framstår som väsentligt svårare.

Denna skillnad blir särskilt tydlig när den ställs mot hur aktieägare faktiskt agerar i praktiken. I mindre bolag är stämmodeltagandet ofta lågt, vilket kan förstås mot bakgrund av att ägarbasen i mindre bolag ofta till stor del utgörs av privata investerare. För många mindre aktieägare framstår det som rationellt att avstå från att engagera sig när den förväntade nyttan av att rösta inte upplevs motsvara kostnaden i tid, uppmärksamhet och ansträngning. I praktiken kan dessa kostnader dessutom vara påtagliga – att uppmärksamma kallelser, ta del av underlag och utöva sin rösträtt.<sup>209</sup> Det betyder att aktieägarpassivitet kan få en asymmetrisk effekt i bolag med kontrollägare eftersom denne i regel utnyttjar sin rösträtt fullt ut medan minoritetens faktiska röststyrka urholkas av lågt deltagande.

En betydande del av bolagen på handelsplattformarna har huvudägare i denna kontrollzon. I dessa bolag är minoritetens faktiska möjligheter att mobilisera röster mot ett avnoteringsförslag i hög grad beroende av att övriga aktieägare faktiskt utnyttjar sin rösträtt. I mindre bolag på handelsplattformarna, särskilt efter en längre period av svag utveckling, kan aktieägarpassivitet göra det svårt att uppnå den mobilisering som modellen förutsätter. I den mån passiviteten är utbredd innebär det att regeln i praktiken kan ge kontrollägaren ett större handlingsutrymme än vad enbart tröskelvärdena antyder. Balansen i denna kontrollzon framstår därför som mer förskjuten mot bolagets och huvudägarens intresse av avnotering än i bolag utan kontrollägare.

---

<sup>208</sup>  $30/9 \approx 3,33$  procent och  $80/9 \approx 8,89$  procent.

<sup>209</sup> Jfr Brav, A., Cain, M. & Zytneck, J., *Retail shareholder participation in the proxy process: Monitoring, Engagement, and voting*, ECGI Working Paper Series in Finance, European corporate governance institute, Working Paper, no. 637/2019, 2021, s. 21 f; Nili & Kastiel 2016, s. 59f, 102 f.

### 7.2.3 Bolag med huvudägare mellan 80 och 90 procent

I 14 bolag – knappt 3 procent – har huvudägaren mellan 80 och 90 procent av rösterna. I denna kontrollzon är MoM-villkoret formellt tillämpligt, men får först självständig betydelse när kontrollägandet överstiger cirka 82 procent. Från denna brytpunkt ger MoM-villkoret en lägre tröskel för minoriteten än 90-procentskravet, vilket innebär ett förstärkt formellt skydd i förhållande till en ordning med enbart 90-procentskrav.

Ett kontrolläggande i intervallet 80–90 procent innebär samtidigt en förhöjd risk för svag likviditet och bristfällig ägarspridning. En stor andel av aktierna hålls av kontrollägaren medan ett begränsat antal övriga aktieägare står för resterande innehav. I sådana situationer kan det saknas en fungerande prisbildning, vilket strider mot handelsplattformarnas noteringskrav. Ett högt kontrolläggande kan uppstå som ett resultat av ett tidigare offentligt uppköpserbjudande där budgivaren inte uppställt ett fullföljandevillkor om en 90-procents anslutning, eller där ett sådant villkor har frånfallits. De av bolagets aktieägare som varit intresserade av att sälja sina aktier har då sannolikt redan accepterat budet. Övriga aktieägare kan antingen ha valt att inte acceptera erbjudandet eller ha förhållit sig passiva till det. Den efterföljande handeln kan därmed bli mycket tunn.

I dessa fall uppkommer en risk att utträdet från handelsplattformen i stället sker genom bristspåret. Det kan antingen ske genom att marknadsplatsen inleder en avnoteringsprocess som en del av emittentregelverkets sanktionssystem, men kan även ske genom att bolaget tillämpar ASK 2025 II.2 om avnotering när noteringskraven avseende likviditet, spridning eller prisbildning inte är uppfyllda. I sådana situationer saknar stämmoregelns konstruktion praktisk betydelse, även om MoM-villkoret på papperet ger minoriteten ett förstärkt formellt skydd i kontrollzonen 80–90 procent.

## 7.3 Tidiga tillämpningsfall av stämmoregeln

Sedan stämmoregeln i ASK 2025 II.1 B trädde i kraft den 1 september 2025 har sex bolag avnoterats från de svenska handelsplattformarna med stöd av regeln. I detta avsnitt ges en översiktlig bild av dessa avnoteringar. Syftet är inte att genomföra en fullständig empirisk studie, utan att illustrera hur stämmoregeln hittills har tillämpats i praktiken och att pröva om utfallet ligger i linje med de mönster som identifierats i kapitel 5 och avsnitt 7.2.

Genomgången omfattar bolagens marknadsplats, noteringsår, börsvärde, ägarspridning och huvudägarens röstandel. Därutöver redovisas vissa översiktliga iakttagelser om bolagens ekonomiska situation vid tidpunkten för avnoteringen, med utgångspunkt i bolagens pressmeddelanden och finansiella rapportering. På så sätt kan de första bolagsbesluten om frivillig avnotering enligt II.1 B sättas in i den modell av kontrollzoner och utträdesvägar som utvecklats tidigare i uppsatsen.

**Tabell 7.1: Avnoteringar med stöd av II.1 B ASK 2025 under perioden september – december 2025**

Bolag	Marknadsplats	Noteringsår	Börsvärde (MSEK)	Antal ägare	Huvudägarens röstandel
Amnode	Nordic SME	2007	14	1 433	28,27 %
Samtrygg Group	Nordic SME	2017	21	283	63,33 %
Northbaze Group	First North	2010	38	1 319	26,01 %
Carbiotix	Spotlight	2019	59	1 282	25,82 %
ProstaLund	First North	2013	25	3 295	64,42 %
Sozap	First North	2021	12	772	28,33 %

Källa: Holdings, MFN

*Sozap* är ett bolag inom spelutveckling som noterades på First North 2021. Bolaget har varit olönsamt under hela sin tid som noterat och har huvudsakligen finansierats genom nyemissioner. Den senaste företrädesemissionen under maj–juni 2024 fulltecknades inte, men bolaget framstod inte som akut finansiellt hotat när planerna på avnotering enligt ASK 2025 II.1 B offentliggjordes i juli 2025. Vid den tidpunkten var börsvärdet mycket lågt – omkring 12 MSEK – men bolaget föreföll fortfarande uppfylla First Norths krav på en fungerande prisbildning. Som motiv för avnotering angavs bland annat att handeln i aktien under en längre tid varit begränsad, att noteringen medförde höga krav och kostnader samt att klimatet för kapitalanskaffningar försämrats. Huvudägaren hade strax under 30 procent av rösterna, vilket innebär att MoM-villkoret inte var tillämpligt och att beslutet i stället vilade enbart på 90-procentskravet. Av kommunikén från den extra bolagsstämman framgår att aktieägare som representerade knappt 43 procent av bolagets röster deltog och att beslutet om avnotering fattades enhälligt.<sup>210</sup>

*ProstaLund* är ett medicintekniskt bolag som noterades på Spotlight 2013 och senare flyttade till First North. Bolaget är olönsamt och har under lång tid varit i behov av externt kapital för att finansiera sin verksamhet. Under våren 2025 befann sig bolaget på obestånd och var nära att lämna in en konkursansökan. När bolaget i juli 2025 annonserade sin avsikt att avnoteras var börsvärdet lågt – omkring 25 MSEK. Under den tid som bolaget varit noterat har aktien spridits på nästan 3 300 aktieägare. Bolaget förefaller därför ha uppfyllt First Norths krav på en fungerande prisbildning. Som motiv för avnotering angavs att handeln i aktien varit begränsad under en längre tid, att noteringen medförde höga kostnader och krav samt att det blivit svårare

<sup>210</sup> Sozap, pressmeddelanden 16/5, 2/7 och 19/8 2025, MFN.

att anskaffa externt kapital. Bolaget angav även att en avnotering skulle underlätta för bolaget att uppnå sitt aktiebolagsrättsliga syfte att bereda aktieägarna vinst. Huvudägaren hade drygt 64 procent av rösterna, vilket innebär att MoM-villkoret var tillämpligt. Bolaget har inte lämnat information om hur deltagandet såg ut på bolagsstämman.<sup>211</sup>

*Carbiotix* är ett bioteknikföretag som noterades på Spotlight 2019. Bolaget är fortfarande ett utvecklingsbolag och har under hela sin tid som noterat bolag finansierats genom nyemissioner. Bolaget tycks dock inte ha befunnit sig nära obestånd när avnoteringsplanerna offentliggjordes. Vid den tidpunkten uppgick bolagets börsvärde till omkring 59 MSEK. Bolagets aktie är spridd på nästan 1 300 aktieägare och det förefaller därför som att bolaget uppfyllde Spotlights krav på en fungerande prisbildning. Som motiv till avnotering angavs bland annat allvarliga svårigheter att anskaffa kapital, vilket tagit resurser från ledningen, att en onoterad miljö bedömdes vara mer lämplig med avseende på bolagets utvecklingsstadium samt att dialoger med investerare indikerade att det skulle kunna bli lättare att ta in kapital som onoterat bolag. Bolagets huvudägare hade knappt 26 procent av rösterna. Mot denna bakgrund framstår MoM-villkoret inte som tillämpligt, utan beslutet bör ha vilat enbart på 90-procentskravet, under förutsättning att det inte funnits en större kontrollägarkrets genom närstående. I bolagets kommuniké från bolagsstämman anges kort att beslut om avnotering ”fattats med erforderlig majoritet”.<sup>212</sup>

*Northbaze Group* är ett teknikbolag som noterades på Spotlight 2010 och senare bytte marknadsplats till First North. Bolaget har varit olönsamt under flera år och drabbades under 2025 av akuta finansiella problem. Ett dotterbolag genomgick företagsrekonstruktion samma år. När bolaget i september 2025 annonserade sin avsikt att avnoteras uppgick börsvärdet till cirka 38 MSEK. Bolagets aktie är spridd på drygt 1 300 ägare, vilket talar för att First Norths krav på en fungerande prisbildning varit uppfyllda. Som motiv för avnotering angavs att den noterade miljön ställde stora krav på informationsgivning och regelefterlevnad samt höga kostnader till marknadsplats och rådgivare, vilka inte ansågs stå i rimlig proportion till nyttan för bolaget eller aktieägarna. En avnotering bedömdes också kunna bidra till att bolaget snabbare når lönsamhet, och det aktiebolagsrättsliga vinstsyftet betonades. Bolagets huvudägare hade 26 procent av rösterna, vilket innebär att MoM-villkoret inte torde ha varit tillämpligt, förutsatt att det inte fanns en större kontrollägarkrets genom närstående. I bolagets kommuniké från bolagsstämman anges inte deltagandegrad, men att beslutet var enhälligt.<sup>213</sup>

*Samtrygg Group* är ett bolag inom bostadsuthyrning som noterades på Nordic SME 2017. Bolaget är olönsamt men tycks inte ha varit nära obestånd vid den tidpunkt då planerna på avnotering offentliggjordes i september 2025. Vid samma tidpunkt uppgick börsvärdet till 21

---

<sup>211</sup> ProstaLund, pressmeddelanden 12/5, 21/5, 23/5, 11/7, 14/7, 21/8 och 22/8, MFN.

<sup>212</sup> Carbiotix AB, pressmeddelanden 5/8, 12/8, 1/9 och 19/9 2025, MFN.

<sup>213</sup> Northbaze Group, pressmeddelanden 21/8, 8/9, 15/10 och 18/11 2025, MFN.

MSEK och aktien var spridd hos knappt 300 aktieägare. Antalet aktieägare understiger Nordic SME:s hjälpnorm om 300 aktieägare, och avnoteringen torde därför utgöra ett gränsfall mot bristande noteringskrav. Som motiv till avnotering angavs begränsad handel i aktien, svårigheter att anskaffa kapital, låg värdering samt höga kostnader och krav kopplade till informationsgivning och regelefterlevnad. Bolagets huvudägare hade över 60 procent av rösterna, och MoM-villkoret var därmed tillämpligt. I bolagets kommuniké från bolagsstämman anges att cirka 73 procent av röstetalet och nästan 40 procent av kapitalet var representerade på stämman samt att beslutet fattades enhälligt.<sup>214</sup>

*Amnode* är en industrikoncern som noterades på Nordic SME 2007. Bolaget har varit olönsamt under flera år men tycks inte ha varit i akut finansiell kris när planerna på avnotering offentliggjordes i oktober 2025. Vid den tidpunkten uppgick börsvärdet till cirka 14 MSEK. Aktien är spridd på drygt 1 400 aktieägare och bolaget tycks därför uppfylla kraven på fungerande prisbildning. Som motiv till avnotering angav bolaget att handeln i aktien varit begränsad och att det varit svårt att anskaffa kapital. Det angavs även att noteringen innebär höga krav på informationsgivning och regelefterlevnad, vilket är både tids- och kostnadskrävande i förhållande till en onoterad miljö. Bolaget uppgav vidare att man avser utreda möjligheterna till fortsatt handel i aktien även efter avnoteringen, vilket torde avse någon form av informell handel. Huvudägaren hade strax under 30 procent av rösterna, varvid MoM-villkoret inte tycks varit aktiverat. I kommunikén från bolagsstämman anges att 14 aktieägare deltog och representerade drygt 75 procent av aktier och röster. Beslutet om avnotering fattades enhälligt.<sup>215</sup>

### *Sammantagna iakttagelser*

Sammantaget visar genomgången att de första avnoteringarna enligt ASK 2025 II.1 B rör mindre bolag på handelsplattformarna med låga börsvärden och svag lönsamhet. Detta ligger i linje med de slutsatser som dras i kapitel 5: behovet av frivilliga avnoteringar, som inte är en följd av tvångsinlösen efter offentligt uppköpserbjudande, uppkommer främst hos mindre bolag efter en längre tid av svag utveckling. Samtliga bolag har under längre tid varit beroende av externt kapital och flera har befunnit sig i, eller nära, finansiella svårigheter. Samtidigt förefaller de, med ett gränsfall, ha uppfyllt marknadsplatsernas krav på fungerande prisbildning genom en relativt god ägarspridning.

Denna kombination – ett varaktigt kapitalbehov, återkommande finansiella svårigheter och samtidigt formellt uppfyllda noteringskrav – illustrerar ett strukturellt glapp mellan de formella noteringskraven och bolagens faktiska möjligheter att använda marknadsplatsen som

---

<sup>214</sup> Samtrygg Group, pressmeddelanden 14/8, 23/9 och 20/10 2025, MFN.

<sup>215</sup> Amnode, pressmeddelanden 15/8, 27/10 och 27/11 2025, MFN.

finansieringskälla. Flera av bolagen i materialet har långt över tusen aktieägare och uppfyller, mätt mot emittentregelverkens hjälpnormer, kraven på spridning. Samtidigt beskriver bolagen återkommande svårigheter att anskaffa kapital på rimliga villkor. I praktiken kan alltså ett bolag befinna sig i en zon där aktien är tillräckligt spridd, och handeln är tillräckligt likvid, för att anses ge en fungerande prisbildning, men där bolaget ändå har svårt att ta in kapital. Före införandet av ASK 2025 II.1 B fanns för dessa bolag ingen tydlig ordnad väg ut: den äldre stämmoregeln med enhällighetskrav var i det närmaste oanvändbar, samtidigt som bristspåret inte stod öppet förrän likviditeten försämrats till en nivå där noteringskraven inte längre ansågs uppfylla.

Motivbilden i bolagens pressmeddelanden är likartad. De hänvisar återkommande till begränsad handel, svårigheter att skaffa kapital, låg värdering samt höga kostnader och krav kopplade till informationsgivning och regelefterlevnad. I två fall betonas särskilt att en avnotering bedöms underlätta för bolaget att nå lönsamhet och därigenom bättre uppfylla det aktiebolagsrättsliga vinstsyftet. Flera bolag ger också uttryck för att nyttan av noteringen inte längre står i rimlig proportion till de kostnader och krav som följer av den, vare sig för bolaget eller aktieägarna.

De pressmeddelanden som offentliggör planerna på avnotering är till sin utformning i stort sett identiska, och de skäl som anges får många gånger anses vara generiska fördelar med en avnotering. Det kan samtidigt tala för en gemensam problembild som möter många mindre bolag på handelsplattformarna efter en längre tid av svag utveckling. De motiv som anges ligger väl i linje med vad tidigare forskning pekar på som typiska skäl till avnotering.

Ägarstrukturerna bekräftar i stort sett den bild som tecknats i avsnitt 7.2. Fyra av bolagen hade huvudägare med röstandelar strax under 30 procent, vilket innebar att besluten om avnotering vilade enbart på 90-procentskravet, förutsatt att det inte fanns en större kontrollägarkrets genom närstående. I två bolag låg huvudägarens innehav över 60 procent och MoM-villkoret var därmed tillämpligt. I de fall där uppgifter om stämmodeltagande redovisats framgår att även andra aktieägare än huvudägaren deltog och röstade för avnoteringen. Det visar att besluten inte enbart dominerats av huvudägaren, utan att förslagen fick stöd bland de aktieägare som faktiskt närvarade på stämman.

En reflektion är att merparten av bolagen förmodligen inte hade kunnat avnoteras med stöd av tidigare praxis från Aktiemarknadsnämnden, på grund av den relativt stora ägarspridningen. De situationer som bolagen befann sig i var inte heller av lika akut karaktär som i nämndens uttalanden där avnotering medgetts trots uppfyllda noteringskrav. Mycket talar därför för att stämmoregeln i II.1 B fyller ett reellt behov: under de första månaderna har den redan tillämpats sex gånger, jämfört med den äldre stämmoregeln som aldrig användes som ett helt fristående instrument för avnotering.

## 7.4 Ett förslag de lege ferenda

Analysen i det föregående visar att problemet inte ligger i att beslut om frivillig avnotering fattas på bolagsstämman. Frågan är i stället hur stämmoregeln i ASK 2025 II.1 B bör utformas för att ge en bra balans mellan bolagets legitima intresse av att kunna lämna marknaden, när en notering inte längre på goda grunder kan motiveras, och aktieägarnas intresse av en fortsatt organiserad handel i aktien. Den balansen behöver dessutom vara någorlunda jämn oavsett kontrollnivå – inte bara i delar av kontrollspektrat.

Denna avvägning har tidigare främst hanterats genom Aktiemarknadsnämndens praxis och en stämmoregel med krav på enhällighet på stämman, som i praktiken inte kom att användas. Det visar hur viktigt det är att utforma en stämmoregel som uppfattas som praktiskt gångbar av marknaden.

En central utmaning för Aktiemarknadsnämnden har varit att utveckla god sed kring frivilliga avnoteringar utifrån ett underlag av mycket skiftande karaktär. Varje situation präglas av egna omständigheter och mindre skillnader i de faktiska förhållandena kan leda till olika bedömningar. Det har bidragit till att nämnden intagit en försiktig hållning i frågor om frivilliga avnoteringar. Den försiktigheten är begriplig, men kan samtidigt ha gjort det svårare för mindre bolag med ett legitimt behov av att kunna lämna marknaden att göra det genom en ordnad avnoteringsprocess. I många fall har utträdet i stället skett genom konkurs, likvidation eller avnotering till följd av brister i förhållande till regelverkens noteringskrav, situationer som ofta präglas av komplexa transaktioner, bristfällig kommunikation och tvära kast i bolagets strategiska inriktning. I dessa lägen framstår minoritetsskyddet som svagt.

En utmaning för bolagen har varit att aktien ofta haft en alltför stor spridning och en sådan likvid handel att marknadsplatsen alltför bedömt att det föreligger en fungerande prisbildning, och att avnotering därför inte kunnat ske genom bristspåret. Samtidigt har investerarintresset ofta varit otillräckligt för att bolaget ska kunna anskaffa kapital på ett effektivt sätt. Det är här ett glapp kan uppstå: mellan det engagemang från investerare som bolaget *behöver* för att säkra sin kapitalförsörjning och det engagemang som marknadsplatsen *kräver* för att kunna konstatera att en fungerande prisbildning inte längre föreligger – och att bristspåret därmed öppnas.

Den nya stämmoregeln kan därför ses som efterlängtd, i första hand ur bolagets perspektiv. De första avnoteringarna med stöd av den nya regeln ger inte stöd för att investerarkollektivet nödvändigtvis misstycer, så länge regeln används i rätt bolag och i rätt skeden. En utmaning för styrelsen, som inte är ny men som nu har fått ökad betydelse, är att bedöma när situationen kräver att styrelsen handlar inom ramen för sin omsorgsplikt om bolagets vinstsyfte och samtidigt beaktar aktieägarnas intresse av en likvid aktie. Denna balansgång återkommer i de pressmeddelanden om frivilliga avnoteringar som offentliggjorts sedan regeln trädde i kraft, där bolagen återkommande hänvisar till kostnader, svag handel och begränsad nytta av noteringen.

En fördel med stämmoregeln är att den beaktar omständigheterna i det enskilda fallet genom att aktieägarna själva får besluta i frågan. Dessa känner bolaget, dess historik och utmaningar bäst och är också de som bär konsekvenserna av en avnotering.

Så hur bör då stämmoregeln utformas? Ett sätt att se på saken är att regeln bör göra det möjligt att med begränsad friktion genomföra en frivillig avnotering när omständigheterna är okontroversiella – när behovet av avnotering är stort och bolaget bedöms ha en påtaglig risk att annars drivas mot obestånd eller disciplinär avnotering. Samtidigt bör regeln ge minoriteten en effektiv broms när omständigheterna är mer kontroversiella, som när bolaget inte har tillräckligt starka motiv som talar för avnotering – när aktieägarna har ett starkt berättigat intresse av fortsatt organiserad handel.

Den minst ingripande ändringen av nuvarande stämmoregel framstår, mot bakgrund av analysen, också som den mest ändamålsenliga – att ändra MoM-villkorets utformning så att det baseras på en minoritetsbas av de aktieägare som närvarar på bolagsstämman. Stämmoregelns lydelse skulle då bli:

*”En ansökan om avnotering får göras i följande fall.*

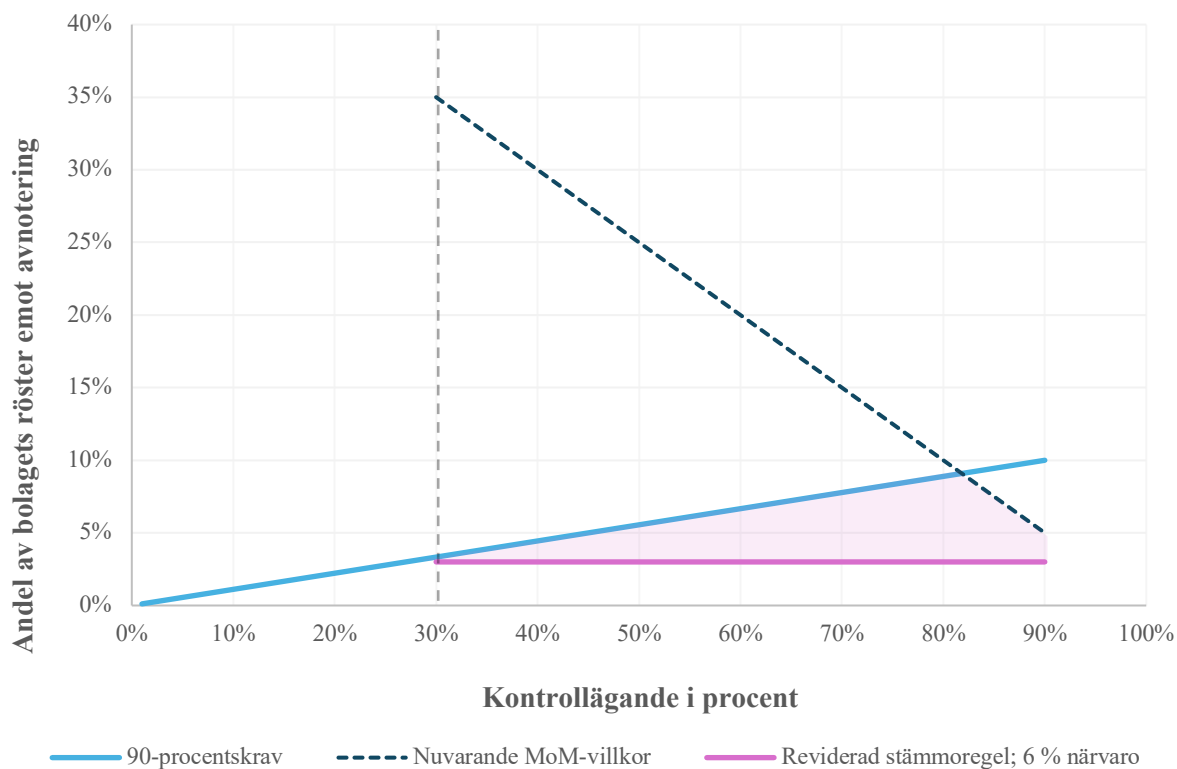
*B) Om ett beslut av bolagsstämman i bolaget att godkänna att ansökan om avnotering görs har biträts av aktieägare med minst nio tiondelar av såväl de avgivna rösterna som de aktier som var företrädare vid bolagsstämman. Om det i bolaget finns en aktieägare, som tillsammans med närstående, kontrollerar tre tiondelar eller mer av röstetalet i bolaget förutsätts dessutom att aktieägare med en majoritet av samtliga övriga avgivna röster på bolagsstämman inte har röstat mot beslutet.”*

#### *Illustrationer över reviderad stämmoregel*

Nedan illustreras den reviderade stämmoregelns effekter i två grafer. Den första grafen utgår från fig. 6.1 från avsnitt 6.1.5 som beskriver de tröskelvärden av röster som minoriteten måste mobilisera för att fälla ett förslag om avnotering enligt nuvarande svenska stämmoregels konstruktion. I grafen används ett exempel där övriga aktieägare med en röstandel på sex procent av bolagets röstetal närvarar på bolagsstämman.

I den andra grafen illustreras effekterna på nämnda tröskelvärden enligt nuvarande svenska stämmoregel, den brittiska stämmoregeln och mitt reviderade förslag till stämmoregel, med samma förutsättning om en närvaro av övriga aktieägare med sex procent av röstetalet.

**Fig. 7.2: Minoritetens mobiliseringskrav enligt 90-procentskravet, nuvarande MoM-villkor och reviderat MoM-villkor vid olika kontrollnivåer och 6 % närvaro av övriga aktieägare**



Grafen visar att det reviderade MoM-villkoret ger en betydande sänkning av tröskelvärdena när kontrollägandet ligger i den övre delen av kontrollzonen 30–80 procent – den del av kontrollspektrat där nuvarande stämmoregel lämnar minoriteten som mest sårbar. I intervallet under 30 procent och över 90 procent förändras däremot inte skyddsnivån i någon större utsträckning jämfört med nuvarande konstruktion.

**Fig. 7.3: Minoritetens mobiliseringskrav enligt stämmoregeln i II.1 B, brittiska stämmoregel och reviderad stämmoregel – vid olika kontrollnivåer och 6 % närvaro av övriga aktieägare**

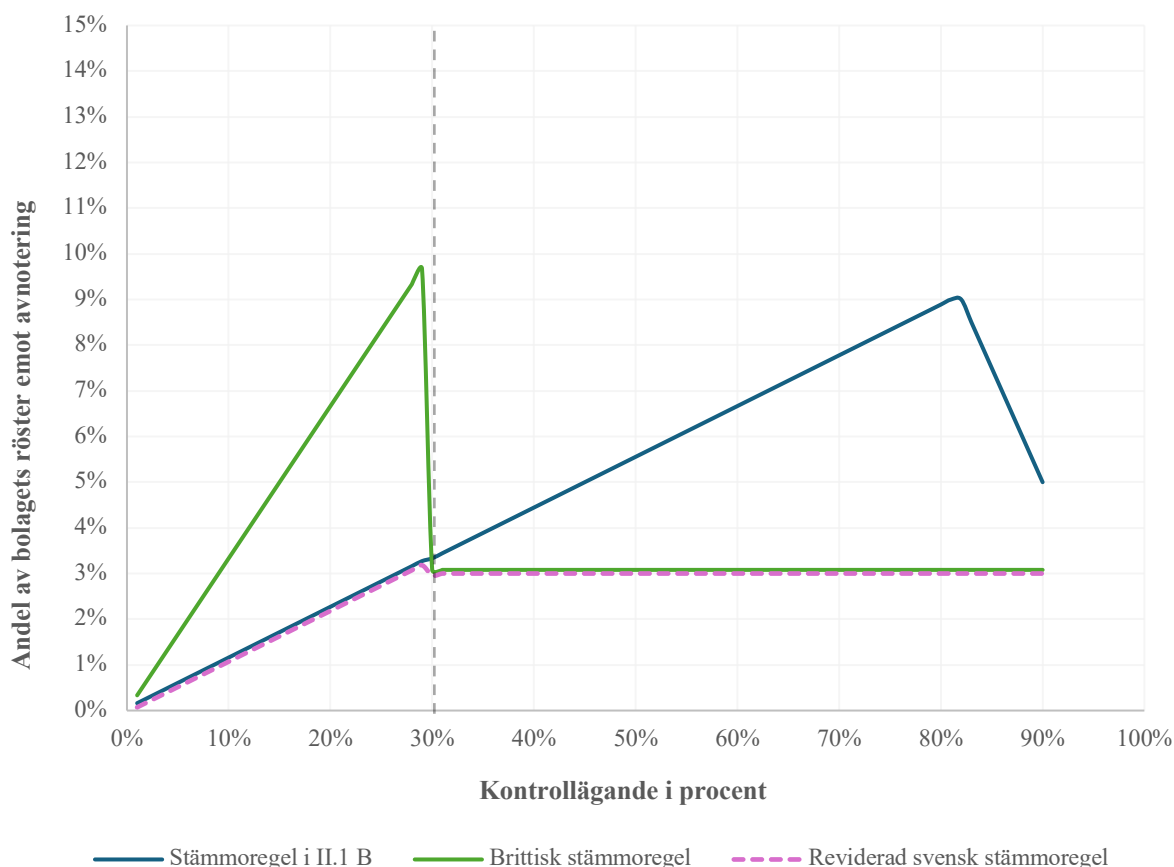


Fig. 7.3 illustrerar skillnaderna mellan tre konstruktioner: den svenska stämmoregeln i II.1 B, den brittiska stämmoregeln<sup>216</sup> och mitt förslag till reviderad svensk stämmoregel. Som framgår i kapitel 6 innebär den brittiska regeln ett relativt svagt skydd vid låga kontrollnivåer men ett kraftigt förstärkt skydd när kontrolläggandet överstiger 30 procent, medan den nuvarande svenska regeln ger ett starkt skydd vid låga kontrollnivåer men ett svagare skydd när kontrolläggandet ligger runt 30–80 procent. Mitt förslag kombinerar dessa egenskaper genom att behålla den svenska stämmoregelns starka skydd vid låga kontrollnivåer och samtidigt förstärka skyddet i mellanzonen, så att minoritetens mobiliseringskrav blir mer jämnt fördelat över kontrollspektrat.

<sup>216</sup> Den gröna linjen som visar den brittiska stämmoregeln kan ge intryck av att tröskelvärdet sänks redan före 30 procentskontrolläggande. I dataunderlaget sker sänkningen först vid 30 procent, från 9,67 till tre procent. För tydlighet har kontrollnivåerna avrundats till helhetssteg och mindre justeringar gjorts för att separera linjerna visuellt. Dessa justeringar saknar betydelse för de materiella slutsatser som dras.

En fråga är om mitt förslag gör stämmoregeln alltför minoritetsvänlig och därmed försvårar frivilliga avnoteringar. I avsnitt 7.3 beskrivs iakttagelser från de avnoteringar som hittills genomförts med stöd av stämmoregeln i II.1 B. Där framgår att besluten ofta fattas av kluster av större ägare, snarare än ensamt av en kontrollägare. Mot den bakgrunden framstår det som mindre sannolikt att ett bolag inte skulle kunna genomföra en frivillig avnotering.

Genom att även den reviderade stämmoregeln bygger på ett negativt majoritetskrav underlättas avnoteringar när apatin hos övriga aktieägare är hög. Beslutet är giltigt redan när 90-procentskravet är uppfyllt, vilket är en fördel jämfört med den brittiska konstruktionen.

I föregående kapitel har de handlingsdirigerande effekterna av avnoteringsregler och praxis beskrivits. Marknadens aktörer anpassar sitt beteende efter de incitament som följer av regler och praxis. Min bedömning är att en reviderad stämmoregel kan få följande huvudeffekter.

När omständigheterna är tydligt kontroversiella bör en huvudägare avstå från att föreslå en avnotering, eftersom risken för att minoriteten mobiliseras är hög. Kursfallet som kan följa av ett sådant förslag drabbar huvudägaren hårt. Detta mönster ligger i linje med de handlingsmönster som den äldre stämmoregeln och en restriktiv praxis kring frivilliga avnoteringar historiskt har gett upphov till, där bolag i stället sökt andra vägar än att tillämpa den strängare regeln.

När omständigheterna är mer blandade – varken klart kontroversiella eller helt okontroversiella – ligger det i huvudägarens intresse att först sondera terrängen. Det kan röra sig om situationer där det finns tydliga skäl för avnotering, men där vissa faktorer talar för fortsatt handel, exempelvis att bolaget varit noterat under kort tid eller att de kostnadsbesparingar som en avnotering ger är begränsade i förhållande till bolagets storlek. I sådana fall blir balansen mellan bolagets vinstsyfte och aktieägarnas berättigade intresse av organiserad handel särskilt central. Genom att huvudägaren får incitament att söka stöd hos andra aktieägare skapas en dialog och en mer transparent beslutsprocess. Detta ligger nära kommentaren till ASK 2025 II.1 B, där målet är att förhindra att ett beslut om avnotering helt domineras av en kontrollerande aktieägare.

När omständigheterna är okontroversiella, till exempel när ett bolag under lång tid haft svag utveckling, höga kostnader kopplade till noteringen och omfattande krav på informationsgivning och regelefterlevnad, möjliggör stämmoregeln en frivillig avnotering med begränsad friktion. Det negativa majoritetskravet gör beslutet giltigt så snart 90-procentskravet är uppfyllt. Huvudägaren kan fortfarande, av försiktighetsskäl, söka stöd hos en mindre grupp övriga aktieägare för att öka sannolikheten för att förslaget går igenom. Det finns mycket som talar för att det är relativt ovanligt att en betydande minoritet skulle mobiliseras mot ett avnoteringsförslag under sådana omständigheter, vilket också stöds av de mönster som de senaste avnoteringarna visar.

Sammantaget kan den föreslagna justeringen av MoM-villkoret bidra till en mer jämnt kalibrerad stämmoregel, där både bolagets avnoteringsintresse och minoritetens intresse av fortsatt handel får genomslag i de situationer där det har störst betydelse.

## 7.5 Samlad bedömning och svar på uppsatsens syfte

Syftet har varit att analysera hur stämmoregeln i II.1 B i Aktiemarknadens självregleringskommittés regler om avnotering på emittentens initiativ (ASK 2025) påverkar balansen mellan bolagets intresse av att avnotera sina aktier och aktieägarnas intresse av fortsatt organiserad handel.

Den första underfrågan har visat att regeln i praktiken träffar en relativt snäv men viktig grupp: mindre bolag på handelsplattformarna som befinner sig sent i sin tid som noterade bolag. Ofta har bolagen haft en svag utveckling under en längre period, men de har ännu inte hamnat i ett tydligt obeståndsläge. Det är i den miljön som behovet av en fungerande, ordnad väg till frivillig avnotering faktiskt uppstår.

Den andra underfrågan visar att minoritetsskyddet ser mycket olika ut beroende på ägarstruktur. I bolag utan tydlig kontrollägare ger 90-procentskravet ett starkt formellt skydd. Tröskeln för att stoppa ett avnoteringsförslag är låg, samtidigt som minoritetsbasen är stor. Det räcker i praktiken att en liten andel av bolagets röster organiseras emot förslaget för att det ska falla.

I bolag med kontrollägare mellan 30 och 80 procent förskjuts balansen däremot tydligt till förmån för kontrollägaren och bolagets intresse av avnotering. Även här är det i praktiken 90-procentskravet som avgör utfallet. När kontrollnivån stiger ökar minoritetens mobiliseringskrav från drygt 3,3 procent till knappt 8,9 procent av bolagets röster. Samtidigt blir minoritetsbasen mindre. Minoriteten måste alltså samla fler röster ur en allt snävare krets aktieägare.

MoM-villkoret förändrar inte den tröskel som minoriteten måste nå i denna kontrollzon. Villkoret är dessutom konstruerat som ett negativt majoritetskrav. Det fungerar som en broms – inte som ett krav på aktivt stöd från minoriteten. När 90-procentskravet är uppfyllt är beslutet i princip giltigt och kan bara stoppas om en majoritet av de övriga rösterna mobiliseras emot. I småbolag på handelsplattformarna, särskilt efter en längre tid av svag utveckling, är det ofta svårt att få många aktieägare att engagera sig. Ägarpassivitet kan därför få stor betydelse. I praktiken riskerar minoritetens faktiska inflytande att bli svagare än vad regelns höga majoritetskrav kan ge intryck av.

Först i intervallet 80–90 procent får MoM-villkoret ett tydligare eget genomslag, eftersom tröskeln enligt villkoret då blir lägre än tröskeln enligt 90-procentskravet. Samtidigt är detta ett läge som ofta sammanfaller med svag likviditet och bristande ägarspridning. Då finns en ökad

risk att utträdet i stället drivs genom bristspåret i emittentregelverken eller, vid ännu högre kontrollnivåer, genom tvångsinlösen. I dessa situationer får stämmoregelns konstruktion mindre praktisk betydelse. När kontrollnivån passerar 90 procent kan minoriteten dessutom inte längre stoppa en avnotering genom röstning. Då ligger minoritetsskyddet i stället främst i inlösenrätten i 22 kap. ABL.

Den teoretiska bilden bekräftas av hur ägarstrukturerna faktiskt ser ut i småbolagssegmentet. I materialet med 546 bolag på First North, Nordic SME och Spotlight har 393 bolag, cirka 72 procent, en huvudägare under 30 procent. För dessa bolag hamnar frågan om avnotering i den zon där stämmoregeln ger ett starkt formellt skydd och där balansen mellan intressena framstår som relativt jämn.

Samtidigt har 135 bolag, knappt 25 procent, en huvudägare mellan 30 och 80 procent. Det innebär att en betydande del av bolagen på handelsplattformarna befinner sig i just den kontrollzon där MoM-villkoret formellt gäller men inte förändrar minoritetens faktiska mobiliseringströskel. I dessa bolag blir skyddet i hög grad beroende av att en spridd minoritet faktiskt deltar och röstar på stämman.

Endast 14 bolag, knappt 3 procent, har en huvudägare mellan 80 och 90 procent. Den zon där MoM-villkoret i modellen ger ett tydligt extra skydd är alltså inte bara smal i teorin. Den omfattar också få bolag i praktiken. Sammantaget talar detta för att stämmoregeln i II.1 B ger ett starkt skydd i bolag utan kontrollägare, men att den är svagare kalibrerad i den kontrollzon där många småbolag faktiskt befinner sig.

Ur bolagens perspektiv innebär stämmoregeln samtidigt en tydlig förbättring jämfört med tidigare ordning. Den äldre stämmoregeln med enhällighetskrav kom i praktiken inte till användning. Under samma tid lämnade många mindre bolag marknaden genom konkurs, likvidation eller avnotering på grund av bristande noteringskrav. Den nya regeln skapar i stället en realistisk möjlighet att, genom en stämmoprocess och med brett ägarstöd, lämna marknaden på ett mer ordnat sätt när noteringen inte längre framstår som motiverad.

På papperet kan förändringen se ut som ett svagare minoritetsskydd, eftersom den nya ordningen i praktiken sänker trösklarna för att genomföra en frivillig avnotering. Men analysen i uppsatsen talar för att den tidigare ordningen inte gav ett bättre praktiskt skydd, särskilt inte i de bolag där alternativen i realiteten var olika bristspår eller obeståndssituationer. I den meningen kan den nya stämmoregeln förbättra balansen genom att fler avnoteringar kan ske under ordnade former – samtidigt som minoritetens faktiska inflytande i kontrollzonen 30–80 procent i stor utsträckning blir en fråga om minoritetens mobilisering.

# Käll- och litteraturförteckning

## *Offentligt tryck*

### **Propositioner**

Proposition 1991/92:113, om ny borslagstiftning m.m.

Proposition 2016/17:162, Nya regler om marknader för finansiella instrument (MiFID II och MiFIR).

### **Statens offentliga utredningar**

SOU 2006:50, *En ny lag om värdepappersmarknaden*.

### **Rättsfall**

NJA 1985 s. 343

## *Offentligt tryck från Europeiska Unionen*

### **Förordningar**

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 (cit. marknadsmissbruksförordningen eller MAR).

Kommissionens delegerade förordning (EU) 2017/565 av den 25 april 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU vad gäller organisatoriska krav och villkor för verksamheten i värdepappersföretag, och definitioner för tillämpning av det direktivet (cit. Kommissionens delegerade förordning (EU) 2017/565).

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 (cit. Prospektförordningen).

## **Direktiv**

Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden (cit. Takeover-direktivet).

Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument och om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG och 93/6/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG samt upphävande av rådets direktiv 93/22/EEG (cit. MiFID I).

Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG av den 15 december 2004 om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad och om ändring av direktiv 2001/34/EG (cit. Öppenhetsdirektivet).

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 (cit. MiFID II).

## *Självreglering och branschregler*

### **Svensk självreglering**

Aktiemarknadens självregleringskommitté, Regler om avnotering av aktier på emittentens initiativ, gällande från den 1 september 2025, ändringsmarkerad version 11 november 2025, [https://regelkommitten.se/Userfiles/PDFer/Avnoteringsregler/Avnoteringsregler\\_andringsmarkerad\\_version\\_2025-11-11.pdf](https://regelkommitten.se/Userfiles/PDFer/Avnoteringsregler/Avnoteringsregler_andringsmarkerad_version_2025-11-11.pdf) (hämtad den 12 december 2025) (cit. ASK 2025).

Aktiemarknadens självregleringskommitté, Takeover-regler för Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM 2025-07-01, [https://regelkommitten.se/Userfiles/PDFer/Regler\\_Svenska/Takeover-regler/Takeover-reglerna\\_2025-07-01.pdf](https://regelkommitten.se/Userfiles/PDFer/Regler_Svenska/Takeover-regler/Takeover-reglerna_2025-07-01.pdf) (hämtad den 12 december 2025) (cit. Takeover-reglerna).

Aktiemarknadens självregleringskommitté, Takeover-regler för vissa handelsplattformar 2025-07-01, [https://regelkommitten.se/Userfiles/PDFer/Regler\\_Svenska/Takeover-regler\\_for\\_vissa\\_handelsplattformar/Takeover-regler\\_for\\_vissa\\_handelsplattformar\\_2025-07-01.pdf](https://regelkommitten.se/Userfiles/PDFer/Regler_Svenska/Takeover-regler_for_vissa_handelsplattformar/Takeover-regler_for_vissa_handelsplattformar_2025-07-01.pdf) (hämtad den 12 december 2025) (cit. ASK-reglerna).

Aktiemarknadens självregleringskommitté, *Om självreglering på värdepappersmarknaden*, [https://regelkommitten.se/om-ask/om-sjalfvreglering-pa-vardepappersmarknad\\_\\_20](https://regelkommitten.se/om-ask/om-sjalfvreglering-pa-vardepappersmarknad__20) (hämtad den 13 december 2025).

Aktiemarknadens självregleringskommitté, *Vårt uppdrag*, [https://regelkommitten.se/om-ask/vart-uppdrag\\_\\_15](https://regelkommitten.se/om-ask/vart-uppdrag__15) (hämtad den 13 december 2025).

Aktiemarknadsnämnden, *Verksamhetsberättelse 2016*, [https://aktiemarknadsnamnden.se/Userfiles/Verksamhetsberattelser/AMN\\_Verksamhetsberattelse\\_2016.pdf](https://aktiemarknadsnamnden.se/Userfiles/Verksamhetsberattelser/AMN_Verksamhetsberattelse_2016.pdf) (hämtad den 12 december 2025) (cit. AMN 2016).

Aktiemarknadsnämnden, *Vårt uppdrag*, [https://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden-/vart-uppdrag\\_\\_3598](https://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden-/vart-uppdrag__3598) (hämtad den 13 december 2025).

Kollegiet för svensk bolagsstyrning, *Svensk kod för bolagsstyrning (konsoliderad version gällande från den 1 januari 2020)*, [https://bolagsstyrning.se/Userfiles/Koden/Dokument/svensk\\_kod\\_bolagsstyrning\\_justerad\\_SVE\\_211220.pdf](https://bolagsstyrning.se/Userfiles/Koden/Dokument/svensk_kod_bolagsstyrning_justerad_SVE_211220.pdf) (hämtad den 12 december 2025) (cit. Koden).

## **Emittentregelverk**

Nasdaq Stockholm, *Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares – Regelverk för aktieemittenter på huvudmarknaden, harmoniserade delen giltig från och med 7 juli 2025*, Nasdaq Stockholm. – Supplement D giltigt från och med 7 juli 2025, [https://www.nasdaq.com/docs/2025/07/07/Nasdaq\\_Nordic\\_Main\\_Market%20\\_-\\_Shares\\_-\\_Rulebook\\_%28SWE%29\\_7\\_Jul\\_2025.pdf](https://www.nasdaq.com/docs/2025/07/07/Nasdaq_Nordic_Main_Market%20_-_Shares_-_Rulebook_%28SWE%29_7_Jul_2025.pdf) (hämtad den 12 december 2025) (cit. Nasdaq MM-regelverket).

Nasdaq Stockholm, *Nasdaq First North Growth Market Rulebook for Issuers of Shares, gällande från och med 1 juli 2025*, [https://www.nasdaq.com/docs/2025/07/01/Nasdaq\\_First\\_North\\_Growth\\_Market\\_Rulebook\\_1\\_July\\_2025.pdf](https://www.nasdaq.com/docs/2025/07/01/Nasdaq_First_North_Growth_Market_Rulebook_1_July_2025.pdf) (hämtad den 12 december 2025) (cit. First North-regelverket).

Nordic Growth Market, *Börsregler – Regler för NGM Main Market, gällande från och med den 1 oktober 2025*, [https://www.ngm.se/hubfs/Börsregler\\_NGM%20Main%20Market%20-%20REN%20\(SWE\)-1.pdf](https://www.ngm.se/hubfs/Borsregler_NGM%20Main%20Market%20-%20REN%20(SWE)-1.pdf) (hämtad den 12 december 2025) (cit. NGM MM-regelverket).

Nordic Growth Market, *Regler Nordic SME – Regler för bolag vars aktier är noterade på Nordic SME, gällande från och med den 16 oktober 2024*, [https://www.ngm.se/hubfs/Regler%20-%20Nordic%20SME\\_ren-4.pdf](https://www.ngm.se/hubfs/Regler%20-%20Nordic%20SME_ren-4.pdf) (hämtad den 12 december 2025) (cit. Nordic SME-regelverket).

Spotlight Stock Market, *Spotlights regelverk, giltigt från och med 4 december 2024*, <https://spotlightstockmarket.com/media/x50korld/spotlights-regelverk-2024-12-04.pdf> (hämtad den 12 december 2025) (cit. Spotlight-regelverket).

## **Praxis från AMN**

AMN 2004:29 (VLT)

AMN 2010:15 (Ledstiernan)

AMN 2014:33 (Cision)

AMN 2015:34 (PA Resources)

AMN 2016:12 (IFS)

AMN 2018:54 (Sensori)

AMN 2019:03 (Scope/Indentive)

AMN 2019:15 (Skånska Energi)

AMN 2019:30 (SBC)

AMN 2019:36 (MoxieTech)

AMN 2020:02 (Hufvudstaden)

AMN 2020:16 (Saltängen Property)

AMN 2020:19 (Electrolux Professional)

AMN 2021:50 (Newton Nordic)

AMN 2025:55 (Rolling Optics)

## **Utländsk branschreglering**

Financial Conduct Authority, FCA Handbook: UK Listing Rules (UKLR),  
<https://handbook.fca.org.uk/handbook?entityId=uklr&timeline=true> (hämtad den 13 december 2025) (cit. UKLR).

Financial Conduct Authority, CP13/15, Feedback on CP12/15: Enhancing the effectiveness of the Listing Regime and further consultation (Consultation Paper), November 2013,  
<https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp13-15.pdf> (hämtad den 13 december 2025) (cit. FCA CP13/15).

Financial Conduct Authority, PS14/8, Response to CP13/15 – Enhancing the effectiveness of the Listing Regime (Policy Statement), May 2014,  
<https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-08.pdf> (hämtad den 13 december 2025) (cit. FCA PS14/8).

## Litteratur

- Akerlof, G., *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, The Quarterly Journal of Economics, vol. 84, no. 3, 1970, pp. 488–500 (cit. Akerlof 1970).
- Bancel, Franck & Mittoo, Usha R., *Why do European Firms Go Public?*, European Financial Management, vol. 15, no. 4, 2009, pp. 844–884 (cit. Bancel & Mittoo 2009).
- Bharath, S. & Dittmar, A., *To be or not to be (public)*, University of Michigan Ross School of Business Research Paper, 2006 (cit. Bharath & Dittmar 2006).
- Brav, A., Cain, M. & Zytznick, J., *Retail shareholder participation in the proxy process: Monitoring, Engagement, and voting*, ECGI Working Paper Series in Finance, European corporate governance institute, Working Paper N° 637/2019, June 2021 (cit. Brav m.fl. 2021).
- Båvestam, U. & Lindblad, A., *Till frågan om bolagsstämman har en oskriven exklusiv kompetens – ävensom frågan om stämman i så fall har ensamrätt att besluta om avnotering*, JT nr 1 2007/08, s. 224–231 (cit. Båvestam & Lindblad 2008).
- Croci, E. & Del Giudice, A., *Delistings, Controlling Shareholders and Firm Performance in Europe*, European Financial Management, vol. 20, no. 2, 2014, pp. 374–405 (cit. Croci & Del Giudice 2014).
- Fidanza, B., Morresi, O. & Pezzi, A., *The Decision to Delist from the Stock Market - Theory and Empirical Evidence of Going Private*, Palgrave Macmillan, 2018 (cit. Fidanza m.fl. 2018).
- Hydén, H., Normvetenskap, 2002, Sociology of Law, Lund University (cit. Hydén 2002).
- Ibbotson, R. & Jaffe, J., *"Hot Issue" Markets*, The Journal of Finance, vol. 30, no. 4, 1975, pp. 1027–1042 (cit. Ibbotson & Jaffe 1975).
- Kashefi Pour, E. & Lasfer, M., *Why do companies delist voluntarily from the stock market?*, Journal of Banking & Finance, vol. 37, 2013, pp. 4850–4860 (cit. Kashefi Pour & Lasfer 2013).
- Kleineman, J., Rättsdogmatisk metod, i *Juridisk metodlära*, Nääv, M. & Zamboni, M. (red.), 2 uppl., 2018, Studentlitteratur, Lund (cit. Kleineman 2018).
- Kraakman, R., Armour, J., Davies, P., Enriques, L., Hansmann, H., Hertig, G., Hopt, K., Kanda, H., Pargendler, M., Ringe, W-G & Rock, E., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3 uppl., 2017, Oxford University Press, Oxford (cit. Kraakman m.fl. 2017).
- Kristiansson, B., *Avnotering efter ansökan av bolaget*, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, 2006, Vol. 3, s. 32–44 (cit. Kristiansson 2006).
- Krook, S., *Avnotering av aktier registrerade på en börs eller annan marknadsplats – bolagsstämmo- eller styrelsefråga?*, JT nr. 3 2006/07, s. 854–861 (cit. Krook 2007).

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Schleifer, A. & Vishny, R., *Investor protection and corporate governance*, Journal of Financial Economics, vol. 58, 2000, pp. 3–27 (cit. La Porta m.fl. 2000).
- Lidman, E., *Om avnotering enligt svensk rätt*, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, 2024, Vol. 4, s. 240–263 (cit. Lidman 2024).
- Martinez, I. & Serve, S., *Reasons for Delisting and Consequences: A Literature Review and Research Agenda*, Journal of Economic Surveys, vol. 31, no. 3, 2017, pp. 733–770 (cit. Martinez & Serve 2017).
- Marosi, A. & Massoud, N., *Why Do Firms Go Dark?*, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 42, nor. 2, 2007, pp. 421–442 (cit. Marosi & Massoud 2007).
- Mehran, H. & Peristiani, S., *Financial Visibility and the Decision to Go Private*, The Review of Financial Studies, vol. 23, no. 2, 2010 pp. 519–547, Oxford University Press, Oxford (cit. Mehran & Peristiani 2010).
- Milberg, L. & Sevenius, R., Minoritetsskydd på aktiemarknaden, i: *Börsrätt*, Sevenius, R. & Örtengren, T. (red.), 3 uppl., 2012, Studentlitteratur, Lund (Milberg & Sevenius 2012).
- Munck, J., Aktiemarknadsnämnden 25 år, i: *Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi*, 2011, Munck, J. & Skog, R. (red.), Aktiemarknadsnämnden, Stockholm (cit. Munck 2011).
- Munck, J., *Självregleringen på värdepappersmarknaden*, JT nr 3 2006/07, s. 553–565 (cit. Munck 2007).
- Nili, Y. & Kastiel, K., *In Search of "Absent" Shareholders: A New Solution to Retail Investors' Apathy*, Delaware Journal of Corporate Law, vol. 41, no. 1, 2016, pp. 55–104 (cit. Nili & Kastiel 2016).
- Renneboog, L., Simons, T. & Wright, M., *Why do public firms go private in the UK? The impact of private equity investors, incentive realignment and undervaluation*, Journal of Corporate Finance, no. 13, 2007, pp. 591–628 (cit. Renneboog m.fl. 2007).
- Rock, E., *Securities Regulation as Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure*, Cardozo Law Review, vol. 23, 2002, pp. 675–704 (cit. Rock 2002).
- Ritter, J. & Welch, I., *A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations*, The Journal of Finance, vol. LVII, no. 4, 2002, pp. 1795–1828 (cit. Ritter & Welch 2002).
- Sandgren, C., *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare*, uppl. 6, 2025, Norstedts Juridik, Stockholm (cit. Sandgren 2025).
- Sevenius, R. & Örtengren, T., Introduktion, i: *Börsrätt*, Sevenius, R. & Örtengren, T. (red.), 3 uppl., 2012, Studentlitteratur, Lund [cit. Sevenius & Örtengren 2012].

Sjöman, E., *Förtroende och effektivitet i kapitalmarknadsrätten*, SvJT, 2023, s. 765–775 (cit. Sjöman 2023).

Sjöman, E. & Skog, R., *Takeover-reglerna – en kommentar*, 7 uppl., 2024, Norstedts Juridik, Stockholm (cit. Sjöman & Skog 2024).

Skog, R., *Aktiemarknadsnämndens verksamhet – en tillbakablick*, i: *Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi*, Munck, J. & Skog, R. (red.), 2011, Aktiemarknadsnämnden, Stockholm (cit. Skog 2011).

Yung, C., Çolak, G. & Wang, W., *Cycles in the IPO market*, *Journal of Financial Economics*, vol. 89, 2008, pp. 192–208 (cit. Yung m.fl. 2008).

Zmysłowska, M., *Protection of interests of minority shareholders in the case of the delisting of a company in the light of regulations binding in Europe*, *Capital Markets Law Journal*, vol. 18, no. 3, 2023, Oxford University Press (cit. Zmysłowska 2023).

Örtengren, T., *Börsintroduktion på Stockholmsbörsen*, i: *Börsrätt*, Sevenius, R. & Örtengren, T. (red.), 3 uppl., 2012, Studentlitteratur, Lund (cit. Örtengren 2012).

#### *Databaser och elektroniska källor*

Affärsvärlden, *IPO-guiden* (databas), <https://www.affarsvarlden.se/ipo-guiden>. Uppgifter om noteringar och noteringsdatum under perioden januari 2017–31 augusti 2025, hämtade 5–15 november 2025 (cit. IPO-guiden).

Amnode AB, *Delårsrapport Januari–juni 2025* (pressmeddelande den 15 augusti 2025), <https://mf.n.se/cis/a/amnode/amnode-delarsrapport-januari-juni-2025-a9aa403f> (hämtad den 8 december 2025).

Amnode AB, *Beslut, förutsatt bolagsstämmas efterföljande godkännande, att ansöka om avnotering från NGM Nordic SME* (pressmeddelande den 27 oktober 2025), <https://mf.n.se/cis/a/amnode/amnode-ab-publ-beslut-forutsatt-bolagsstammas-efterfoljande-godkannande-att-ansoka-om-avnotering-fran-ngm-nordic-sme-b828c342> (hämtad den 8 december 2025).

Amnode AB, *Pressmeddelande från extra bolagsstämma i Amnode den 27 november 2025* (pressmeddelande den 27 november 2025), <https://mf.n.se/cis/a/amnode/pressmeddelande-fran-extra-bolagsstamma-i-amnode-ab-den-27-november-2025-70bbe0e6> (hämtad den 8 december 2025).

Carbiotix AB (publ), *Offentliggör delårsrapport för Q2, 2025* (pressmeddelande den 5 augusti 2025), <https://mf.n.se/cis/a/carbiotix/carbiotix-ab-offentliggor-delarsrapport-for-q2-2025-0ea66700> (hämtad den 8 december 2025).

Carbiotix AB (publ), Genomför en riktad emission av aktier om cirka 2,99 MSEK (pressmeddelande den 12 augusti 2025), <https://mfn.se/cis/a/carbiotix/carbiotix-ab-publ-genomfor-en-riktad-emission-av-aktier-om-cirka-2-99-msek-70999369> (hämtad den 8 december 2025).

Carbiotix AB (publ), Beslutar, villkorat av extra bolagsstämmas efterföljande godkännande, att ansöka om avnotering från Spotlight Stock Market (pressmeddelande den 1 september 2025), <https://mfn.se/cis/a/carbiotix/carbiotix-ab-publ-beslutar-villkorat-av-extra-bolagsstammas-efterfoljande-godkannande-att-ansoka-om-avnotering-fran-spotlight-stock-market-238ae220> (hämtad den 8 december 2025).

Carbiotix AB (publ), Kommuniqué från extra bolagsstämma i Carbiotix AB (publ) (pressmeddelande den 19 september 2025), <https://mfn.se/cis/a/carbiotix/kommunike-fran-extra-bolagsstamma-i-carbiotix-ab-publ-9b867b06> (hämtad den 8 december 2025).

Holdings (ägardatatjänst), [www.holdings.se](http://www.holdings.se), Uppgifter om avnoterade bolag och metadata (inklusive avnoteringsdatum, marknadsplats och börsvärde) för perioden januari 2017–31 augusti 2025. Databasinsamling 20 september–13 december 2025. Ägaruppgifter per 30 september 2025, inhämtade 5–15 november 2025 (urval: bolag noterade per 5 november 2025) (cit. Holdings).

Nasdaq Stockholm, Market notices (databas), <https://www.nasdaq.com/sv/european-market-activity/news/market-notices>, sammanställning av marknadsmeddelanden kopplade till bolag som avnoterats under perioden januari 2017–31 augusti 2025. Underlaget inhämtades löpande inom ramen för databasinsamlingen 20 september–13 december 2025 (cit. Nasdaq market notices).

MFN (Modular Finance Newsroom), [www.mfn.se](http://www.mfn.se) (pressmeddelanden från emittenter). Databasinsamling 20 september–13 december 2025 (cit. MFN).

Nasdaq Stockholm, Decisions and Sanctions, <https://www.nasdaq.com/market-regulation/nordic/stockholm/disciplinary/decisions-sanctions> (hämtad den 11 december 2025).

Nasdaq Stockholm, Guidance on Disclosure of Inside Information for Issuers of Shares, 11 november 2022, <https://www.nasdaq.com/docs/2022/11/11/Nasdaq-Stockholm-Guidance-Disclosure-of-inside-information-for-issuers-of-shares.pdf> (hämtad den 11 december 2025) (cit. Nasdaq insiderguidance).

Nerep, Adestam & Samuelsson, Aktiebolagslag (2005:551) 4 kap. 7 §, Lexino 2019-07-01 (JUNO) (hämtad den 11 december 2025).

Nordic Growth Market (NGM), Marknadsmeddelanden (databas), <https://www.ngm.se/marknadsmeddelanden>, sammanställning av marknadsmeddelanden kopplade till bolag som avnoterats under perioden januari 2017–31 augusti 2025. Underlaget inhämtades löpande inom ramen för databasinsamlingen 20 september–13 december 2025 (cit. NGM market notices).

Northbaze Group AB (publ), Kvartalsrapport 30 juni 2025 (pressmeddelande den 21 augusti 2025), <https://mfn.se/a/northbaze-group/kvartalsrapport-30-juni-2025> (hämtad den 8 december 2025).

Northbaze Group AB (publ), Styrelsen för Northbaze Group AB (publ) beslutar, villkorat av bolagsstämans godkännande, att ansöka om avnotering från Nasdaq First North Growth Market (pressmeddelande den 8 september 2025), <https://mfn.se/a/northbaze-group/styrelsen-for-northbaze-group-ab-publ-beslutar-villkorat-av-bolagsstammans-godkannande-att-ansoka-om-avnotering-fran-nasdaq-first-north-growth-market> (hämtad den 8 december 2025).

Northbaze Group AB (publ), Kommuniké från extra bolagsstämma i Northbaze Group (publ) (pressmeddelande den 15 oktober 2025), <https://mfn.se/a/northbaze-group/kommunike-fran-extra-bolagsstamma-i-northbaze-group-ab-publ> (hämtad den 8 december 2025).

Northbaze Group AB (publ), Lowwi AB:s rekonstruktionsplan vinner laga kraft (pressmeddelande den 18 november 2025), <https://mfn.se/a/northbaze-group/lowwi-ab-s-rekonstruktionsplan-vinner-laga-kraft> (hämtad den 8 december 2025).

ProstaLund AB (publ), Inleder strategisk översyn med anledning av försvagad likviditet och upptar lån om 2,5 MSEK (pressmeddelande den 12 maj 2025), <https://mfn.se/a/prostalund/prostalund-ab-publ-inleder-strategisk-oversyn-med-anledning-av-forsvagad-likviditet-och-upptar-lan-om-2-5-msek> (hämtad den 8 december 2025).

ProstaLund AB (publ), Kommenterar handelsstopp och planerar att besluta om en riktad emission (pressmeddelande den 21 maj 2025), <https://mfn.se/a/prostalund/prostalund-ab-publ-kommenterar-handelsstopp-och-planerar-att-besluta-om-en-riktad-emission> (hämtad den 8 december 2025).

ProstaLund AB (publ), Har beslutat att genomföra en riktad nyemission om 5,5 MSEK till flera befintliga aktieägare villkorat av årsstämans efterföljande godkännande (pressmeddelande den 23 maj 2025), <https://mfn.se/a/prostalund/prostalund-ab-publ-har-beslutat-att-genomfora-en-riktad-nyemission-om-5-5-msek-till-flera-befintliga-aktieagare-villkorat-av-arsstammans-efterfoljande-godkannande> (hämtad den 8 december 2025).

ProstaLund AB (publ), Beslutar, villkorat av bolagsstämans efterföljande godkännande, att ansöka om avnotering från Nasdaq First North Growth Market (pressmeddelande den 11 juli 2025), <https://mfn.se/a/prostalund/prostalund-ab-publ-beslutar-villkorat-av-bolagsstammans-efterfoljande-godkannande-att-ansoka-om-avnotering-fran-nasdaq-first-north-growth-market> (hämtad den 8 december 2025).

ProstaLund AB (publ), Lider av akut likviditetsbrist och söker ny finansiering (pressmeddelande den 14 juli 2025), <https://mfn.se/a/prostalund/prostalund-ab-publ-lider-av-akut-likviditetsbrist-och-soker-ny-finansiering> (hämtad den 8 december 2025).

ProstaLund AB (publ), Delårsrapport januari–juni 2025 (pressmeddelande den 21 augusti 2025), <https://mfn.se/a/prostalund/prostalund-ab-delarsrapport-januari-juni-2025> (hämtad den 8 december 2025).

ProstaLund AB (publ), Kommuniké från extra bolagsstämma i ProstaLund AB (publ) (pressmeddelande den 22 augusti 2025), <https://mfn.se/a/prostalund/kommunike-fran-extra-bolagsstamma-i-prostalund-ab-publ-1> (hämtad den 8 december 2025).

Samtrygg Group AB (publ), Kvartalsrapport Q2 2025 (pressmeddelande den 14 augusti 2025), <https://mfn.se/a/samtrygg/samtrygg-group-ab-publ-kvartalsrapport-q2-2025> (hämtad den 8 december 2025).

Samtrygg Group AB (publ), Beslut, förutsatt bolagsstämmas efterföljande godkännande, att ansöka om avnotering från NGM Nordic SME (pressmeddelande den 23 september 2025), <https://mfn.se/a/samtrygg/samtrygg-group-ab-publ-beslut-forutsatt-bolagsstammars-efterfoljande-godkannande-att-ansoka-om-avnotering-fran-ngm-nordic-sme> (hämtad den 8 december 2025).

Samtrygg Group AB (publ), Kommuniké från extra bolagsstämma 2025 – Samtrygg Group AB (publ) (pressmeddelande den 20 oktober 2025), <https://mfn.se/a/samtrygg/kommunike-fran-extra-bolagsstamma-2025-samtrygg-group-ab-publ> (hämtad den 8 december 2025).

Shortcut Media AB, Avser att ansöka om avnotering från Spotlight Stock Market (pressmeddelande den 11 juni 2024), <https://mfn.se/cis/a/shortcut-media/shortcut-media-ab-avser-att-ansoka-om-avnotering-fran-spotlight-stock-market-bbe0ebdc> (hämtad den 8 december 2025).

Sozap AB (publ), Delårsrapport för första kvartalet 2025 (pressmeddelande den 16 maj 2025), <https://mfn.se/a/sozap/sozap-ab-publ-delarsrapport-for-forsta-kvartalet-2025> (hämtad den 8 december 2025).

Sozap AB (publ), Beslut, villkorat av bolagsstämmans godkännande, att ansöka om avnotering från Nasdaq First North Growth Market (pressmeddelande den 2 juli 2025), <https://mfn.se/a/sozap/sozap-ab-publ-beslut-villkorat-av-bolagsstammars-godkannande-att-ansoka-om-avnotering-fran-nasdaq-first-north-growth-market> (hämtad den 8 december 2025).

Sozap AB (publ), Kommuniké från extra bolagsstämma i Sozap AB (publ) den 19 augusti 2025 (pressmeddelande den 19 augusti 2025), <https://mfn.se/a/sozap/kommunike-fran-extra-bolagsstamma-i-sozap-ab-publ-den-19-augusti-2025> (hämtad den 8 december 2025).

Spotlight Stock Market, Nyheter (databas), <https://spotlightstockmarket.com/sv/market-overview/nyheter/>, sammanställning av marknadsmeddelanden kopplade till bolag som avnoterats under perioden januari 2017–31 augusti 2025. Underlaget inhämtades löpande inom ramen för datainsamlingen 20 september–13 december 2025 (cit. Spotlight market notices).