



Europeiska
unionens råd

Bryssel den 16 december 2022
(OR. en)

16168/22

**Interinstitutionellt ärende:
2022/0406(COD)**

**DRS 66
COMPET 1050
ECOFIN 1350
IA 228
CODEC 2052**

FÖRSLAG

från:	Europeiska kommissionens generalsekreterare, undertecknat av Martine DEPREZ, direktör
inkom den:	8 december 2022
till:	Thérèse BLANCHET, generalsekreterare för Europeiska unionens råd
Komm. dok. nr:	COM(2022) 761 final
Ärende:	Förslag till EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS DIREKTIV om strukturer med aktier med utvidgad rösträtt i företag som ansöker om att få sina aktier upptagna till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag

För delegationerna bifogas dokument – COM(2022) 761 final.

Bilaga: COM(2022) 761 final



EUROPEISKA
KOMMISSIONEN

Bryssel den 7.12.2022
COM(2022) 761 final

2022/0406 (COD)

Förslag till

EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS DIREKTIV

om strukturer med aktier med utvidgad rösträtt i företag som ansöker om att få sina aktier upptagna till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag

(Text av betydelse för EES)

MOTIVERING

1. BAKGRUND TILL FÖRSLAGET

• Motiv och syfte med förslaget

Detta förslag ingår i noteringslagpaketet, som är ett antal åtgärder som ska göra de offentliga kapitalmarknaderna attraktivare för företag i EU och göra det enklare för små och medelstora företag att få tillgång till kapital. Det går i linje med kapitalmarknadsunionens huvudsyfte att ge företag i EU, även små företag, bättre tillgång till marknadsbaserade finansieringskällor i varje fas i deras utveckling. De årliga intäkterna växer fortare i noterade företag än i privatägda företag, och de noterade företagen skapar fler arbetstillfällen. Genom notering på offentliga marknader kan företag diversifiera sin investerarbas, minska sitt beroende av bankfinansiering, lättare få tillgång till ytterligare aktiekapital och lånefinansiering (genom sekundäremissioner), liksom skapa en tydligare offentlig profil och ett mer känt varumärke.

Sedan den första handlingsplanen för kapitalmarknadsunionen 2015 har det blivit enklare och billigare för företag, särskilt små och medelstora företag, att få tillgång till offentliga marknader. I och med det andra direktivet om marknader för finansiella instrument (*Mifid II*)¹ infördes i januari 2018 en ny kategori multilaterala handelsplattformar (*MTF-plattformar*), som kallades tillväxtmarknader för små och medelstora företag, som skulle ge små och medelstora företag incitament att söka finansiering på kapitalmarknaderna². År 2019 infördes nya EU-regler som skulle göra byråkratin och regelverket mindre betungande för företag som noterade sig på tillväxtmarknader för små och medelstora företag samtidigt som en hög nivå av investerarskydd och marknadsintegritet upprätthålls³. Trots förändringarna har berörda parter fortsatt att hävda att det behövs ytterligare lagstiftningsåtgärder för att förenkla förfarandena för notering och göra dem mer flexibla för emittenterna. Enligt handlingsplanen för kapitalmarknadsunionen, som antogs i september 2020, ska kommissionen ”för att främja och diversifiera små och innovativa företags tillgång till finansiering [...] sträva efter att förenkla noteringsreglerna för offentliga marknader”. Som uppföljning av detta och för att bygga vidare på förordning (EU) 2019/2115 inrättade kommissionen en teknisk expertgrupp med berörda parter för små och medelstora företag som har bekräftat att det behövs ytterligare lagstiftningsåtgärder för att underlätta notering för företag, särskilt små och medelstora företag. I sin slutrapport som lades fram i maj 2021 kom den tekniska expertgruppen med

¹ 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 (omarbetning) (EUT L 173, 12.6.2014, s. 349).

² För att en MTF-plattform ska få registreras som en tillväxtmarknad för små och medelstora företag måste minst 50 % av emittenterna vars finansiella instrument handlas på MTF-plattformen vara små och medelstora företag enligt definitionen i Mifid II. Det måste alltså vara företag med ett genomsnittligt börsvärde som understiger 200 miljoner euro (se skäl 132 i Mifid II). För att investerarna ska vara tillräckligt skyddade måste bestämmelserna för notering på tillväxtmarknader för små och medelstora företag även innehålla kvalitetskrav, bland annat måste tillämpligt upptagandedokument (i de fall då prospekt inte behövs) utarbetas och regler om regelbunden finansiell rapportering följas. Ramarna för tillväxtmarknader för små och medelstora företag togs fram för att i ännu högre utsträckning tillgodose behoven hos små och medelstora företag som kommer in på aktie- och obligationsmarknaderna för första gången.

³ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2019/2115 av den 27 november 2019 om ändring av direktiv 2014/65/EU och förordningarna (EU) nr 596/2014 och (EU) 2017/1129 vad gäller främjande av användning av tillväxtmarknader för små och medelstora företag (EUT L 320, 11.12.2019, s. 1).

berörda parter med tolv rekommendationer för hur reglerna bör ändras både för notering på reglerade marknader och på tillväxtmarknader för små och medelstora företag⁴.

Den 15 september 2021 tillkännagav kommissionens ordförande Ursula von der Leyen i sin avsiktsförklaring⁵ till parlamentet och ordförandelandet i rådet ett lagstiftningsförslag som ska underlätta små och medelstora företags tillgång till kapital, som sedan lades in i kommissionens årliga arbetsprogram för 2022⁶.

Om ett företag ska notera sig eller inte är ett komplicerat beslut som beror på många olika faktorer, varav många ligger utanför lagstiftarnas kontroll och därmed inte kan påverkas direkt av lagstiftningsåtgärder. Faktorer i ekosystemet som avgör kostnaderna för notering, geopolitisk instabilitet, brexit, covid-19, centralbankernas penningpolitik och inflation har till exempel alla haft (och kommer att fortsätta att ha) betydelse för företagens beslut om huruvida de ska notera sig, om när och hur de ska notera sig, liksom om huruvida de ska fortsätta att vara noterade i EU. Regelkrav, och därmed förknippade kostnader och arbetsbelastning, är dock också viktiga faktorer när företag ska bestämma om de ska notera sig eller fortsätta att vara noterade. Noteringslagpaketet innehåller ett antal riktade åtgärder som ska i) lätta på regelbördan där den anses vara större än den behöver vara (det vill säga i de fall då regelverket kan ge investerarskydd/marknadsintegritet på ett sätt som är mer kostnadseffektivt för de berörda parterna) och ii) ge företagsgrundare/kontrollerande aktieägare fler möjligheter att enligt bolagsrätten välja hur de vill fördela rösträtterna efter upptagande av aktier till handel.

Regelverket kring notering är mångfacetterat. Företagen måste uppfylla regelkrav före, under och efter börsintroduktionen. Detta förslag handlar främst om regelverksrelaterade hinder som uppstår före börsintroduktionen och om att företagen i EU:s olika medlemsstater inte har samma möjligheter att välja lämplig styrningsstruktur när de vill notera sig. Förslaget till direktiv åtföljs av två andra lagstiftningsförslag: i) ett förslag till förordning om ändring av prospektförordningen⁷, marknadsmissbruksförordningen⁸, ii) förordningen om marknader för finansiella instrument (Mifir)⁹ och iii) ett förslag till direktiv om upphävande av börsnoteringsdirektivet¹⁰ och ändring av Mifid II. Syftet med båda förslagen är att förenkla och förtydliga informationskraven för primär- och andrahandsmarknaderna och samtidigt upprätthålla lämplig nivå av investerarskydd och marknadsintegritet. Syftet med förslaget till direktiv om upphävande av börsnoteringsdirektivet och om ändring av Mifid II är även att små och medelstora företag i större utsträckning ska vara föremål för investeringsanalyser.

⁴ Slutrapport om små och medelstora företag från den tekniska expertgruppen med berörda parter: *Empowering EU capital markets – Making listing cool again* (europa.eu).

⁵ Se s. 4: *state_of_the_union_2021_letter_of_intent_sv.pdf* (europa.eu).

⁶ Meddelande från kommissionen till Europaparlamentet, rådet, Europeiska ekonomiska och sociala kommittén samt Regionkommittén, *Kommissionens arbetsprogram 2022 – Göra Europa starkare tillsammans*, COM(2021) 645 final, https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9fb5131e-30e9-11ec-bd8e-01aa75ed71a1.0017.02/DOC_1&format=PDF.

⁷ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 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 (EUT L 168, 30.6.2017, s. 12).

⁸ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk och om upphävande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG och kommissionens direktiv 2003/124/EG, 2003/125/EG och 2004/72/EG (EUT L 173, 12.6.2014, s. 1).

⁹ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 600/2014 av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av förordning (EU) nr 648/2012.

¹⁰ Europaparlamentets och rådets direktiv 2001/34/EG av den 28 maj 2001 om upptagande av värdepapper till officiell notering och om uppgifter som skall offentliggöras beträffande sådana värdepapper (EGT L 184, 6.7.2001, s. 1).

Ett av de främsta problemen som hindrar grundare och familjer från att notera sina företag (i fasen för börsintroduktion) är att de är rädda att förlora kontrollen över sitt företag. En börsnotering innebär utspädning av ägandet, vilket minskar grundarnas och familjernas kontroll över viktiga beslut om företagets investeringar och drift. Det kan tänkas att företag, särskilt små och medelstora, skulle vara mer villiga att notera sig på offentliga marknader om de kontrollerande aktieägarna fick behålla bestämmanderätten i företaget efter noteringen. Om det gick skulle de kunna fortsätta att forma företaget efter sin strategiska vision samtidigt som de kan dra nytta av fördelarna med att vara ett noterat företag och få in tillräckligt med finansiering för att det ska vara värt att gå igenom förfarandena för notering. Det gäller främst mindre familjeägda företag, nystartade företag och företag med långsiktiga projekt med betydande startkostnader. Alla dessa typer av företag riskerar att bli alltför utsatta för fluktuationer på offentliga marknader och hot om fientligt övertagande. Det är även dessa typer av företag som skulle ha mest nytta av att notera sig på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag, som är en kategori MTF-plattformar som är särskilt utformade för små och medelstora företag med mindre strikta regelkrav. Mindre företag kan ha större behov av diversifierad finansiering än större företag eftersom en investering i dem oftast är mer riskfylld och de är mindre synliga för potentiella investerare och eftersom de inte har råd att notera sig utomlands samt i vissa fall har större behov av att utöka sin verksamhet. Eftersom tillgång till offentliga marknader är särskilt viktig för mindre och snabbväxande företag handlar detta förslag främst om företag som noterar sig på tillväxtmarknader för små och medelstora företag.

Strukturer med aktier med utvidgad rösträtt är ett bra sätt för företagsägare att behålla bestämmanderätten i sitt företag samtidigt som man kan få in kapital på offentliga marknader. Genom en sådan struktur kan en aktieägare (eller en grupp aktieägare) inneha en kontrollerande andel i ett företag utan att behöva göra den ekonomiska investering som står i proportion till andelens storlek som skulle ha behövts om alla andelar hade samma röstvärde. I strukturer med aktier med utvidgad rösträtt brukar det finnas minst två olika, separata klasser av aktier, där aktierna i de olika klasserna ger olika antal rösträtter.

Strukturer med aktier med utvidgad rösträtt är endast en av de kontrollhöjande mekanismer som finns att tillgå i dagsläget, alltså mekanismer där det skapas en avvikelse i relationen mellan ekonomiskt innehav och rösträtt, vilket innebär att en aktieägare kan öka sitt inflytande utan att behöva inneha motsvarande andel av kapitalet. I en studie om proportionaliteten mellan aktieinnehav och inflytande i medlemsstaterna¹¹ som kom 2007 framkom att det finns ett antal olika sätt att utöka/behålla kontrollen med hjälp av rösträtter, bland annat lojalitetsaktier¹², aktier utan rösträtt¹³, preferensaktier utan rösträtt¹⁴ och rösträttstak¹⁵.

De flesta av dessa alternativa aktiestrukturer är dock mindre flexibla, vilket begränsar mängden medel som kan uppbringas vid börsintroduktion och påföljande emissioner.

¹¹ https://ecgi.global/sites/default/files/study_report_en.pdf.

¹² Lojalitetsaktier är aktier som ger utökad rösträtt till aktieägare som har innehaft aktierna en viss tid. Det vanligaste är att innehavarna av lojalitetsaktier får två rösträtter per aktie i stället för en om de har innehaft sina aktier i två år eller längre.

¹³ Aktier utan rösträtt ger ingen rösträtt och ingen särskild rätt till utdelningar (som preferensutdelningar) som kompensation för frånvaron av rösträtt.

¹⁴ Preferensaktier utan rösträtt är aktier utan rösträtt men som ger särskild rätt till utdelningar som ska kompensera för frånvaron av rösträtter (som referensutdelningar, som kan vara högre eller fasta).

¹⁵ Ett rösträttstak innebär att aktieinnehavare inte kan ha mer än ett visst antal rösträtter oavsett hur många aktier de äger. Rösträttstak kan uttryckas som en andel av alla utestående rösträtter (till exempel att ingen aktieägare får rösta för mer än 3 % av företagets registrerade aktiekapital) eller som en andel av alla röster som avges på en bolagsstämma (vanligt i många medlemsstater).

Lojalitetsaktier är dessutom en mekanism för ökad kontroll som specifikt har utformats för att uppmuntra investerare att behålla sina aktier länge och främja ett stabilare, mer långsiktigt ägande och inte för att öka intresset för finansiering från allmänheten. Eftersom lojalitetsaktier oftast inte ger lika många extra rösträtter som aktier med utvidgad rösträtt för de kontrollerande aktieägarna, och eftersom dessa aktier måste innehas en viss tid innan innehavarna får de extra rösträtterna, är de inte lika intressanta för grundare och familjeägda företag. Det finns empiriska belägg för att införandet av lojalitetsaktier i vissa medlemsstater inte har lett till att fler företag söker sig till offentliga marknader. Med aktier med utvidgad rösträtt skulle grundarna däremot kunna behålla kontrollen när de säljer en större del av sin investering i företaget i och med att det inte finns en lika stark koppling mellan ekonomiskt intresse och rösträtter.

Om strukturer med aktier med utvidgad rösträtt införs i ett företag får andra aktieägare (investerare) mindre beslutanderätt i relation till sina ekonomiska investeringar. Denna minskade rösträtt kan leda till särskilda problem om inget görs för att motverka det. Det kan till exempel vara sådana problem som entrenchmenteffekter¹⁶, att företagets tillgångar styrs om och att de kontrollerande aktieägarna tillskansar sig privata fördelar från företaget, till exempel genom transaktioner med närstående parter. Den utspädningseffekt som aktier med utvidgad rösträtt ger kan även leda till att de kontrollerande aktieägarna blockerar vissa beslut, till exempel sådana som rör hållbarhetsmål, och på så sätt främjar sina egna intressen snarare än företagets långsiktiga hållbara utveckling. Sådana potentiella problem kan dock undvikas genom åtgärder som ska skydda minoritetsaktieägarna och företagets intressen, som gränser för röstgraderingskvot, bestämmelser om upphörande och begränsningar för hur aktier med utvidgad rösträtt kan användas i vissa fall, till exempel när det gäller hållbarhet.

Bestämmelserna för strukturer aktier med utvidgad rösträtt ser i dag olika ut i EU, vilket gör att företagen i EU inte har samma förutsättningar när de vill notera sig. I vissa medlemsstater, som Sverige och Danmark, har det varit tillåtet med aktier med utvidgad rösträtt nästan sedan kapitalmarknadernas början. I Sverige har andelen noterade företag med sådan aktiestruktur alltid legat över 40 %, och i Finland och Danmark utgör de majoriteten av de noterade företagen räknat i börsvärde. I andra medlemsstater är det inte tillåtet med aktier med utvidgad rösträtt. I vissa fall gäller detta förbud endast noterade aktiebolag, till exempel i Tyskland och Belgien, medan det i andra gäller för alla företag, till exempel i Österrike och Kroatien.

Nuvarande skillnader i de nationella ordningarna vad gäller aktier med utvidgad rösträtt skapar ojämlika villkor för företag i olika länder. Entreprenörer och företag från medlemsstater där det inte är tillåtet med strukturer med aktier med utvidgad rösträtt har en nackdel jämfört med företag från medlemsstater där sådana aktier är tillåtna. De entreprenörer och företag som vill införa strukturer aktier med utvidgad rösträtt och dra nytta av den flexibiliteten har att välja mellan att inte notera sig eller flytta till en annan medlemsstat (eller land utanför EU), vilket minskar deras möjligheter att välja finansieringsform och ökar deras kostnader för kapital. Detta påverkar särskilt små och medelstora företag och nystartade företag i etableringsskedet som inte klarar kostnaderna för att notera sig i en annan medlemsstat eller i ett land utanför EU.

Syftet med detta förslag är att åstadkomma en minsta nivå av harmonisering av de nationella lagarna om strukturer med aktier med utvidgad rösträtt i företag som är noterade på tillväxtmarknader för små och medelstora företag, samtidigt som medlemsstaterna får till-

¹⁶ Entrenchmenteffekter är när de kontrollerande aktieägarna har oinskränkt kontroll och därför kan fatta beslut som gynnar dem själva utan att behöva ta hänsyn till företagets eller andra aktieägares intressen och när de andra aktieägarna i princip inte har någon möjlighet att ifrågasätta dessa beslut.

räckligt med flexibilitet i genomförandet. Reglerade marknader är i allmänhet bättre lämpade för större och mognare företag medan tillväxtmarknader för små och medelstora företag främst är utformade för notering av mindre företag, och i lagarna som styr tillväxtmarknader för små och medelstora företag tas hänsyn till det som särskilt utmärker små och medelstora företag. Alla företag som har värdepapper noterade på tillväxtmarknader för små och medelstora företag är dock inte små och medelstora företag. Företag som inte är små eller medelstora har i allmänhet mer likvida värdepapper, vilket innebär att tillväxtmarknader för små och medelstora företag som även har större företag noterade kan få in mer i transaktionsavgifter och upprätthålla lönsamheten i sin affärsmodell. För att säkerställa tydlighet för investerarna måste dock alla emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag, oavsett storlek, följa samma regler. Därför ges alla företag som vill att deras aktier för första gången ska upptas till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag genom detta förslag möjlighet att införa strukturer med aktier med utvidgad rösträtt.

Detta förslag innehåller bestämmelser som ska skydda minoritetsaktieägare och företagets intressen. Enligt dessa skyddsbestämmelser ska alla medlemsstater se till att alla beslut om att införa aktier med utvidgad rösträtt, eller om att ändra en struktur med sådana aktier på ett sådant sätt att rösträtterna påverkas, måste fattas med kvalificerad majoritet vid bolagsstämman. Genom skyddsbestämmelserna i detta förslag införs även en begränsning av röstvärdet på aktier med utvidgad rösträtt antingen genom begränsningar för hur strukturen med aktier med utvidgad rösträtt får utformas eller för hur rösträtterna förknippade med aktierna med utvidgad rösträtt får användas vid vissa typer av beslut. Skyddsbestämmelserna är utformade så att de ska skydda minoritetsaktieägarnas och företagets intressen, samtidigt som de ger de kontrollerande aktieägarna tillräckligt med flexibilitet för att de ska vara intresserade av att införa strukturer med aktier med utvidgad rösträtt. Dessutom överensstämmer skyddsbestämmelserna i många avseenden med de rättssystem som redan finns i de medlemsstater som redan har väl fungerande ordningar för aktier med utvidgad rösträtt. De medlemsstaterna behöver därmed göra ytterst få justeringar i sina rättssystem.

- **Förenlighet med befintliga bestämmelser inom området**

Strukturer med aktier med utvidgad rösträtt regleras i dag endast på nationell nivå.

Detta förslag till direktiv är förenligt med målen i befintlig EU-lagstiftning med krav på noterade företag och i vilken de nationella bestämmelserna i bolagsrätten samordnas. Det är bland annat förenligt med bolagsrättsdirektivet¹⁷ som ska säkerställa att aktieägare och borgenärer garanteras ett minimum av likvärdigt skydd. Här harmoniseras nationella bestämmelser om vissa aspekter i bolagsrätten, som hur publika aktiebolag ska bildas, liksom om aktiekapitalkrav och utdelning till aktieägarna. Det föreslagna direktivets tillämpningsområde överlappar inte med bolagsrättsdirektivets tillämpningsområde, eftersom företagens aktiestruktur (eller strukturer med aktier med utvidgad rösträtt) inte regleras i det sistnämnda. Denna fråga tas i stället upp i detta förslag.

Genom att medlemsstaterna enligt detta förslag måste införa bestämmelser som ska skydda företags och minoritetsaktieägares intressen är det även förenligt med det politiska målet i direktiv (EU) 2017/828¹⁸, som bland annat är att främja långsiktig hållbar utveckling för företag och skydda företags och minoritetsaktieägares intressen vid transaktioner mellan närstående parter, trots att dessa båda akter har olika tillämpningsområden (direktivet gäller

¹⁷ Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2017/1132 av den 14 juni 2017 om vissa aspekter av bolagsrätt (kodifiering) (EUT L 169, 30.6.2017, s. 46).

¹⁸ Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2017/828 av den 17 maj 2017 om ändring av direktiv 2007/36/EG vad gäller uppmuntrande av aktieägares långsiktiga engagemang (EUT L 132, 20.5.2017, s. 1).

aktieägarnas rättigheter i företag som är upptagna till handel på reglerade marknader medan detta förslag gäller aktieägars rättigheter i företag som är upptagna till handel på tillväxtmarknader för små och medelstora företag).

Det föreslagna direktivet överlappar inte heller tillämpningsområdet för direktivet om uppköpserbudanden som innehåller regler för vad publika aktiebolag måste göra för att skydda aktieägarnas intressen när de är föremål för uppköpserbudanden. Framför allt gäller direktivet om uppköpserbudanden¹⁹ endast företag som är upptagna till handel på reglerade marknader och inte företag som är upptagna till handel på tillväxtmarknader för små och medelstora företag, vilket är tillämpningsområdet för detta förslag. Syftena med öppenhetsbestämmelserna i detta direktiv liknar dock de i direktivet om uppköpserbudanden med fokus på företags aktiekapitalsstruktur, aktieägarstruktur liksom de rättigheter och skyldigheter som företagets värdepapper ger.

Till sist är det föreslagna direktivet förenligt med de bestämmelser i Mifid II som reglerar tillväxtmarknader för små och medelstora företag.

- **Förenlighet med unionens politik inom andra områden**

Förslaget är helt förenligt med kapitalmarknadsunionens huvudsyfte att ge företag i EU, särskilt små och medelstora företag, bättre tillgång till finansiering. Det är förenligt med ett antal lagstiftningsåtgärder och andra åtgärder som kommissionen vidtagit inom ramen för handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion från 2015²⁰, halvtidsöversynen av handlingsplanen för kapitalmarknadsunionen från 2017²¹ och 2020 års handlingsplan för kapitalmarknadsunionen.

Ett viktigt syfte med kapitalmarknadsunionen har från början varit att underlätta för företag, särskilt små och medelstora företag, att få tillgång till finansiering eftersom det främjar sysselsättning och tillväxt i EU. Sedan handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion offentliggjordes 2015 har vissa riktade åtgärder vidtagits för att få fram lämpliga finansieringskällor för små och medelstora företag i alla faser i deras utveckling. I halvtidsöversynen av handlingsplanen för kapitalmarknadsunionen som offentliggjordes i juni 2017 valde kommissionen att höja sin ambitionsnivå och stärka sitt fokus på små och medelstora företags tillgång till offentliga marknader. I maj 2018 lade kommissionen fram ett förslag om hur användning av tillväxtmarknader för små och medelstora företag skulle främjas²². Tanken var att förslaget skulle minska den administrativa bördan och de höga kostnaderna för regelefterlevnad för emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag, samtidigt som man bibehöll en hög grad av marknadsintegritet och investerarskydd. Det skulle även främja likviditeten i noterade aktier i små och medelstora företag och på så sätt göra dem attraktivare för investerare, emittenter och mellanhänder samt göra det lättare för MTF-plattformar att registreras som tillväxtmarknader för små och medelstora företag. Förslaget om att främja användning av tillväxtmarknader för små och medelstora företag antogs i november 2019.

¹⁹ Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbudanden (EUT L 142, 30.4.2004, s. 12).

²⁰ , Meddelande från kommissionen till Europaparlamentet, rådet, Europeiska ekonomiska och sociala kommittén samt Regionkommittén: *Handlingsplan för en kapitalmarknadsunion*, COM(2015) 468 final.

²¹ Meddelande från kommissionen om halvtidsöversynen av handlingsplanen för kapitalmarknadsunionen (SWD(2017) 224 final och SWD(2017) 225 final, 8.6.2017), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017DC0292&qid=1674072542505&from=EN>.

²² Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om ändring av förordningarna (EU) nr 596/2014 och (EU) 2017/1129 vad gäller främjande av användning av tillväxtmarknader för små och medelstora företag (COM(2018) 331 final).

Efter covid-19-krisen offentliggjorde kommissionen även ett återhämtningspaket för kapitalmarknaderna, som bestod av riktade ändringar i regelverket för kapitalmarknader och banker och där det övergripande syftet var att göra det enklare för kapitalmarknaderna att hjälpa företag i EU att återhämta sig från covid-19-krisen. Syftet med de föreslagna ändringarna av kapitalmarknadsreglerna var främst att minska regelbördan och komplexiteten för värdepappersföretag och emittenter.

Detta förslag är en uppföljning till 2020 års handlingsplan för kapitalmarknadsunionen och syftet är att göra det enklare för företag i EU att få tillgång till finansiering (åtgärd 2: ”stöd för tillgång till offentliga marknader”). Förslaget handlar främst om att lätta på regelkraven som kan avskräcka företag från att notera sig eller fortsätta att vara noterade. Andra faktorer som kan avskräcka emittenter från att notera sig, som en begränsad investerarbas och gynnsammare skattemässig behandling av lån än av eget kapital, tas upp i andra pågående och kommande initiativ rörande kapitalmarknadsunionen, som kompletterar de ändringar som föreslås i detta förslag och som bör analyseras tillsammans med detta initiativ. Dessa initiativ handlar bland annat om i) inrättande av en europeisk gemensam kontaktpunkt²³ som ska åtgärda bristen på tillgänglig och jämförbar information för investerare och göra företag mer synliga för investerare, ii) centralisering av handelsinformation i en databas²⁴ för ett effektivare landskap för handel på offentliga marknader och effektivare prisbildning och iii) införande av ett avdrag i syfte att minska skattefördelen för finansiering med lån jämfört med finansiering med eget kapital²⁵, som ska göra finansiering med eget kapital mer lockande (och mindre kostsamt) för företag.

Dessutom kommer kommissionen med en rad initiativ som ska stärka investerarbasen för noterade aktier ytterligare. EU:s fond för börsintroduktion av små och medelstora företag ska samarbeta med institutionella investerare och investera i fonder med fokus på emittenter som är små och medelstora företag och på sätt fungera som ankarinvesterar för att locka till mer privata investeringar i små och medelstora företags noterade aktier. I och med översynen av kapitalkravsförordningen och Solvens II kommer investerarbasen att utökas genom att det blir lättare för banker och försäkringsbolag att (långsiktigt) investera i noterade aktier.

Detta förslag är även förenligt med den nya europeiska agendan för innovation²⁶ som kom 2022, eftersom kapitalmarknaderna skulle bli mer lockande för företagsgrundare om dessa grundare inte behöver ge upp sin kontroll av företaget när de noterar sig på offentliga marknader.

I förslaget beaktas de rön som ligger till grund för yttrandet från Fit for Future-plattformen om att göra det lättare för små och medelstora företag att få tillgång till kapital, i synnerhet vad gäller att förenkla förfarandena för små och medelstora företag att få sina värdepapper upptagna till handel liksom andra krav i samband med notering.

²³ Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om inrättande av en europeisk gemensam kontaktpunkt som ger centraliserad tillgång till offentlig information som rör finansiella tjänster, kapitalmarknader och hållbarhet (COM(2021) 723 final).

²⁴ Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om ändring av förordning (EU) nr 600/2014 vad gäller att öka transparensen för marknadsdata, undanröja hinder för framkomsten av konsoliderad handelsinformation, optimera handelsskyldigheterna och förbjuda mottagande av betalningar för vidarebefordran av kundorder (COM(2021) 727 final).

²⁵ Förslag till rådets direktiv om fastställande av regler om ett avdrag i syfte att minska skattefördelen för finansiering med lån jämfört med finansiering med eget kapital och om begränsning av ränteavdragen i samband med bolagsbeskattning (COM(2022) 216 final).

²⁶ Meddelande från kommissionen till Europaparlamentet, rådet, Europeiska ekonomiska och sociala kommittén samt Regionkommittén, *En ny europeisk agenda för innovation* (COM(2022) 332 final).

Genom att detta förslag ger fler små och medelstora företag tillgång till mer finansiering och mer diversifierad finansiering genom notering på tillväxtmarknader för små och medelstora företag, utifrån den lämpligaste strukturen för företagsstyrning, är förslaget även förenligt med målen för det stödpaket för små och medelstora företag som ordförande Ursula von der Leyen tillkännagav i sitt tal om tillståndet i unionen i september 2022.

Till sist medför skyddsbestämmelserna i förslaget att företags intressen skyddas mot beslut som medför risk för, eller som förorsakar, negativa konsekvenser för mänskliga rättigheter, klimat eller miljö. Därmed är förslaget förenligt med kommissionens politiska mål för företagsstyrning som är att främja hållbart och ansvarsfullt agerande från företagens sida och därmed även med kommissionens förslag till direktiv om tillbörlig aktsamhet för företag i fråga om hållbarhet²⁷, som har som syfte att se till att mänskliga rättigheter och miljöhänsyn blir en permanent del i företagens bolagsstyrningssystem.

2. RÄTTSLIG GRUND, SUBSIDIARITETSPRINCIPEN OCH PROPORTIONALITETSPRINCIPEN

• Rättslig grund

Förslaget grundas på artiklarna 114 och 50 i fördraget om Europeiska unionens funktionssätt (*EUF-fördraget*).

Enligt artikel 114 ska åtgärder vidtas för tillnärmning av sådana bestämmelser i lagar och andra författningar i medlemsstaterna som syftar till att upprätta den inre marknaden och få den att fungera. Artikel 114 får återopas om skillnaderna mellan de nationella bestämmelserna hindrar de grundläggande rättigheterna eller skapar snedvridningar av konkurrensen och därmed har en direkt inverkan på den inre marknadens funktion. Syftet med det föreslagna direktivet är att undanröja hinder för utövandet av de grundläggande friheterna, som den fria rörligheten för kapital och etableringsfriheten. Dessa hinder har uppstått på grund av skillnader mellan de nationella bolagsrättslagstiftningarna i EU, där vissa medlemsstater inte ger sina företag tillgång till offentliga marknader genom strukturer med aktier med utvidgad rösträtt. Det begränsar deras tillgång till kapital och skapar hinder för upprättandet av en inre marknad för kapital i EU.

Enligt artikel 50.1 i EUF-fördraget, och i synnerhet artikel 50.2 g har EU behörighet att agera för att förverkliga etableringsfriheten på ett visst verksamhetsområde, framför allt genom att ”i den utsträckning som det är nödvändigt samordna de skyddsåtgärder som krävs i medlemsstaterna av de i artikel 54 andra stycket avsedda bolagen i bolagsmännens och tredje mans intressen, i syfte att göra skyddsåtgärderna likvärdiga inom unionen”. Genom det föreslagna direktivet ska skillnaderna mellan olika nationella regler, liksom hindren för etableringsfriheten, minskas genom åtgärder som ska samordna skyddet för aktieägarnas och andra berörda parter intressen i företag.

• Subsidiaritetsprincipen (för icke-exklusiv befogenhet)

Enligt artikel 4 i EUF-fördraget måste EU:s åtgärder för att fullborda den inre marknaden bedömas mot bakgrund av subsidiaritetsprincipen i artikel 5.3 i fördraget om Europeiska unionen (*EU-fördraget*). Enligt subsidiaritetsprincipen ska åtgärder på EU-nivå endast vidtas när målen för de föreslagna åtgärderna inte kan uppnås i tillräcklig grad av medlemsstaterna själva och åtgärder på EU-nivå därför måste vidtas. När det gäller aktier med utvidgad rösträtt är det osannolikt att de medlemsstater som i dag inte tillåter denna typ av aktier på egen hand, och utan några incitament utifrån, skulle ändra sina regler inom den närmaste framtiden om

²⁷ Förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om tillbörlig aktsamhet för företag i fråga om hållbarhet och om ändring av direktiv (EU) 2019/1937, (COM(2022) 71 final).

inte åtgärder vidtas på EU-nivå. Det har främst historiska orsaker; motstånd från berörda parter i de länderna och att det ofta är svårt att ändra bolagsrätten, som har vuxit fram under århundraden. Om införandet av denna typ av aktie i EU skulle försenas finns det risk för att mindre företag i de medlemsstater som inte tillåter aktier med utvidgad rösträtt fortsätter att gå miste om finansieringsmöjligheter. Om medlemsstaterna ändå skulle vidta åtgärder kan det hända att de skulle göra det på väldigt olika sätt, vilket skulle kunna leda till ännu mer fragmentering.

- **Proportionalitetsprincipen**

Syftet med det föreslagna direktivet är att få den inre marknaden att fungera bättre och undanröja hinder för utövandet av de grundläggande friheterna, som den fria rörligheten för kapital och etableringsfriheten. Hindren beror på att det finns skillnader i bestämmelserna om aktiestrukturer i de nationella bolagsrättslagstiftningarna, särskilt vad gäller företags möjligheter att införa aktier med utvidgad rösträtt. För att detta syfte ska uppnås anges i förslaget endast minimikrav på harmonisering och endast rörande den huvudsakliga rättsprincipen att tillåta strukturer med aktier med utvidgad rösträtt, kompletterat endast med de skyddsbestämmelser som behövs för att skydda minoritetsaktieägares och företagens intressen. Dessutom är tillämpningsområdet begränsat till tillväxtmarknader för små och medelstora företag, i första hand för att endast små och medelstora företag ska omfattas, som är de som skulle gynnas mest av en sådan åtgärd.

Det föreslagna direktivet ger medlemsstaterna tillräckligt med utrymme att passa in bestämmelserna i förslaget i sina nationella rättsordningar genom att reglerna kan kompletteras med ytterligare åtgärder, till exempel för att skydda aktieägare och företagens intressen, förutsatt att dessa åtgärder är förenliga med detta direktivs syften, samt genom att strukturer med aktier med utvidgad rösträtt kan tillåtas även i sammanhang som inte omfattas av detta förslag. I enlighet med subsidiaritetsprincipen i artikel 5 i EU-fördraget går det föreslagna direktivet alltså inte utöver vad som är nödvändigt för att uppnå målen i fördragen.

- **Val av instrument**

Det bästa sättet att införliva EU:s inre marknad i bolagsrätten, i synnerhet aktiestrukturer, är genom att tillnärma lagarna genom harmonisering genom ett direktiv. Med ett direktiv respekteras medlemsstaternas olika rättstraditioner och bolagsrättsliga system och de får tillräckligt med utrymme i införlivandet för att de ska kunna införa gemensamma miniminormer på ett sätt som är förenligt med deras olika system.

Med en rekommendation skulle tillnärmning inte kunna uppnås på detta politikområde, där det har konstaterats finnas stora skillnader i medlemsstaternas bindande lagstiftning. Tillnärmning genom en förordning skulle inte ge medlemsstaterna tillräckligt med utrymme att anpassa EU-reglerna till de lokala förutsättningarna så att de är förenliga med deras nationella bolagsrätt i övrigt.

3. RESULTAT AV EFTERHANDSUTVÄRDERINGAR, SAMRÅD MED BERÖRDA PARTER OCH KONSEKVENSBEDÖMNINGAR

- **Efterhandsutvärderingar/kontroller av ändamålsenligheten med befintlig lagstiftning**

Ej tillämpligt.

- **Samråd med berörda parter**

Under de senaste åren har kommissionens fortlöpande utvärderingar främst handlat om företags, särskilt små och medelstora företags, tillgång till offentliga marknader. Frågor om

den regelbörda som läggs på företag som vill notera sig på offentliga marknader har tagits upp i högnivåforumet om kapitalmarknadsunionen, den tekniska expertgruppen med berörda parter och i 2020 års handlingsplan för kapitalmarknadsunionen. Kommissionen har även beaktat omfattande forskning på området som bedrivits inom ramen för Oxeras studie²⁸. För att få in mer underlag i frågan utgick en uppmaning om att inkomma med synpunkter, och ett offentligt och ett riktat samråd om noteringslagen inleddes i november 2021. Samråden pågick i 14 veckor (mellan den 19 november 2021 och den 25 februari 2022).

Kommissionen anordnade även två tekniska möten/workshoppar med berörda branschparter i april 2022 för att ytterligare förfinna de olika politiska alternativ som övervägdes.

Dessutom redogjorde kommissionen för förslagets syften inför europeiska värdepapperskommitténs expertgrupp den 15 oktober 2021, den 17 maj 2022 och den 30 maj 2022.

Ett möte anordnades även med samordnarna i Europaparlamentets utskott för ekonomi och valutafrågor den 17 maj 2022 där man redogjorde för förslagets syften.

Till sist anordnades även ett möte med expertgruppen för bolagsrätt den 12 september 2022.

Offentliga och riktade samråd

I de offentliga och riktade samråden uppgav de som svarade att en av de främsta anledningarna till att snabbt växande, högteknologiska emittenter väljer att notera sig i länder utanför EU (som Förenta staterna eller Förenade kungariket) är den flexibilitet som ges till emittenterna när det gäller aktier med utvidgad rösträtt i dessa jurisdiktioner²⁹. Vissa samrådsdeltagare³⁰ uppgav även att ett antal företag i EU nyligen har flyttat sitt säte från länder med begränsade möjligheter att emittera aktier med utvidgad rösträtt (till exempel Italien, Tyskland och Spanien) till Nederländerna, som har en tillåtande och flexibel inställning till strukturer med aktier med utvidgad rösträtt³¹. Till sist var det 64 % som uppgav att de såg fördelar med EU-lagstiftning som ska tillåta emittenter som har aktier med utvidgad rösträtt från alla medlemsstater i EU att notera sig på en handelsplats i EU.

Majoriteten av deltagarna i samrådet (83 %) ³² ansåg att aktier med utvidgad rösträtt hade fått fler företag att notera sig på offentliga marknader i de länder där sådana aktier är tillåtna. På frågan om vilken inverkan aktier med utvidgad rösträtt har haft på investerares intresse för företag ansåg de flesta som svarade på denna fråga (huvudsakligen emittenter och börser) att det haft antingen positiv eller varken positiv eller negativ inverkan³³. De flesta av dessa samrådsdeltagare ansåg att aktier med utvidgad rösträtt inte minskade investerares intresse, så länge det fanns vissa skyddsåtgärder, och påpekade att öppenhet har avgörande betydelser för att investerare ska kunna fatta välinformerade investeringsbeslut.

De som ansåg att sådana aktier har negativ inverkan på intresset (två nationella behöriga myndigheter och ett antal investerarorganisationer) uttryckte oro för vad som skulle hända om principen om en aktie en röst skulle försvinna. En deltagare noterade särskilt att strukturer

²⁸ Oxera Consulting LPP, *Primary and secondary equity markets in EU, Final report*, november 2020, Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf.

²⁹ Denna åsikt uppgavs av investeringsbanker, värdepappersmarknadsbolag, företrädare för finansministerier och riskkapitalbolag.

³⁰ Det var två berörda parter från Nederländerna som uppgav detta.

³¹ Än så länge är det få företag som har flyttat till Nederländerna för att notera sig där på grund av deras system för aktier med utvidgad rösträtt. Det finns dock inga uppgifter som kan bekräfta detta.

³² Det vill säga 34 av 41 samrådsdeltagare.

³³ 22 % (nio deltagare) valde positiv eller något positiv inverkan, 29 % (tolv deltagare) valde varken positiv eller negativ inverkan och 36 % (femton deltagare, främst investerare och nationella behöriga myndigheter) valde negativ eller något negativ inverkan.

med aktier med utvidgad rösträtt skulle kunna underminera de mekanismer för ansvarsutkrävande som finns i dagens lagstiftning om bolagsstyrning, som aktieägarnas möjlighet att välja direktörer, och leda till att ledningen handlar i eget intresse snarare än i aktieägarnas. Även bland de som ansåg att inverkan var negativ eller något negativ noterade vissa att aktier med utvidgad rösträtt kunde vara bra i vissa fall (främst för snabbt växande, innovativa grundarledda företag som vill notera sig). De ansåg att de eventuella ändringar som skulle föreslås borde leda till att lämplig balans uppnås. De borde ge lämpligt skydd för styrningen, till exempel genom att de beslut som kan fattas av dem med utvidgad rösträtt begränsas, men ändå ge grundarledda företag möjlighet att få finansiering på offentliga marknader och behålla grundarens långsiktiga vision för företaget.

Deltagarna menade därmed att flexibiliteten vad gäller strukturer med aktier med utvidgad rösträtt bör införas på sådant sätt att god sed inom bolagsstyrning skyddas (eventuellt genom bestämmelser om upphörande, bestämmelser om att aktier inte får överlåtas, automatisk indragning/konvertering vid avgång eller liknande).

Rekommendationer från expertgruppen

Högnivåforumet om kapitalmarknadsunionen rekommenderar att företag bör få välja om de vill ha aktier med utvidgad rösträtt när de noteras. Expertgruppen menade att sådana aktier skulle skydda företag från att tas över av större företag, ge ägarna incitament att upprätthålla tillväxt och bidra till ett långsiktigt perspektiv för företaget och ändå göra börsnotering till ett intressant finansieringsalternativ. Man betonade dock att detta måste vägas mot det faktum att det hindrar andra aktieägare från utöva sitt förvaltnings- och ledningsansvar.

Den tekniska expertgruppen med berörda parter har ställt sig bakom denna rekommendation och hävdar att det bör vara upp till emittenten att välja om man vill ha bestämmelser om upphörande eller en gräns för röstgraderingskvoten.

Möten med berörda parter

Vid de två tekniska workshoppar med berörda parter som kommissionen anordnade framkom ingenting väsentligt vad gäller aktier med utvidgad rösträtt. Vissa berörda parter (börser) visade tydligt stöd för harmonisering i EU eftersom det skulle göra börsnotering mer lockande. Andra berörda parter (investorare) menade däremot att det inte finns något behov av sådan harmonisering, samtidigt som man påpekade att om harmonisering skulle övervägas är det viktigt att det finns lämpliga skyddsåtgärder.

Möten med den europeiska värdepapperskommitténs expertgrupp Kommissionen redogjorde för de olika alternativen för noteringslagen som en del i kapitalmarknadsunionsprojektet. Bland de delegationer som deltog i diskussionen fanns ett brett stöd för kommissionens mål att göra EU:s offentliga marknader mer attraktiva samtidigt som investerarskydd och marknadsintegritet säkerställs. Tretton medlemsstater som uttalade sig var öppna för att överväga en minimiharmonisering av bestämmelserna om aktier med utvidgad rösträtt i EU-rätten.

Möten med samordnarna för Europaparlamentets utskott för ekonomi och valutafrågor

De samordnare för parlamentsledamöterna som deltog i diskussionen välkomnade kommissionens förslag på vad som bör göras med noteringslagen och höll med om att det finns problem med de offentliga marknaderna i EU. De betonade att kommissionen måste hitta rätt balans så att alla företag, särskilt små och medelstora, får tillgång till offentliga marknader för finansiering samtidigt som man säkerställer tillräckligt skydd för investerarna.

Möten med expertgruppen för bolagsrätt

Ett möte med expertgruppen för bolagsrätt anordnades för att man ville höra åsikter om de strukturer med aktier med utvidgad rösträtt som finns i vissa medlemsstater i dag. Flera medlemsstater begärde ordet för att ytterligare förklara sina svar på kommissionens enkät (juli–augusti 2022).

- **Insamling och användning av sakkunnigutlåtanden**

Kommissionen samlade in en väsentlig mängd uppgifter direkt från börser, emittenter och organisationer för små och medelstora företag. Den tekniska expertgruppen med berörda parter (som arbetade från oktober 2020 till maj 2021) gav visst underlag, liksom åsikter från marknaden. Därutöver beställde kommissionen en studie om marknaderna för första- och andrahandshandel med aktier i EU (*Study on Primary and Secondary Equity Markets in the EU*) av Oxera i november 2020, som gav en väldigt utförlig översikt över marknaden³⁴, som även underbyggdes av data.

Tidigare hade kommissionen beställt en studie om proportionaliteten mellan ägande och kontroll i noterade företag i EU som mynnade ut i rapporten *Report on the Proportionality Principle in the EU* (offentliggjord 2007)³⁵. Slutsatserna från den rapporten bekräftades nyligen i en annan studie om skydd för minoritetsaktieägare, som kommissionen beställt och som offentliggjordes 2018.

En konsekvensbedömning genomfördes utifrån de omfattande kvalitativa och kvantitativa underlagen från de offentliga och riktade samråden om noteringslagen för attraktivare offentliga kapitalmarknader för företagen i EU och enklare tillgång till kapital för små och medelstora företag.

Dessutom användes omfattande vetenskaplig litteratur och forskning. Särskilt undersöktes jurisdiktioner som redan har aktier med utvidgad rösträtt eller som nyligen antagit lagstiftning som tillåter sådana aktier. Till sist inhämtades även ytterligare synpunkter från olika branschorganisationer.

- **Konsekvensbedömning**

Detta förslag åtföljs av en konsekvensbedömning, som lämnades in till nämnden för lagstiftningskontroll den 10 juni 2022. Den godkändes av nämnden med reservationer den 8 juli 2022.

Nämnden begärde en ändring av utkastet till konsekvensbedömning för att klargöra i) hur initiativet till en noteringslag förhåller sig till, och är förenligt med, andra initiativ kopplade till kapitalmarknaden, ii) analysens risker och begränsningar och bekräftelse på oavsiktliga konsekvenser och iii) de olika åsikter som uttryckts av olika kategorier av berörda parter om problemformuleringen, alternativen och deras konsekvenser. Nämndens åsikter beaktades och integrerades i den slutliga versionen av konsekvensbedömningen.

I konsekvensbedömningen analyseras flera olika politiska alternativ för hur notering på EU:s kapitalmarknader kan göras attraktivare genom enkla, tydliga och flexibla regelkrav som

³⁴ I denna studie rekommenderas lagstiftare att lätta på restriktionerna mot kontrollhöjande mekanismer (som aktier med utvidgad rösträtt) för att på så sätt uppmuntra företag att notera sig utan att ägarna behöver ge upp kontrollen över sina företag.

³⁵ I denna studie konstaterades att ingen av de jurisdiktioner i EU som ingick i studien hade valt en princip där en aktie alltid är lika med en röst. Även de medlemsstater som till viss del formellt följde principen om en aktie, en röst tillät ett antal olika kontrollhöjande mekanismer, som rösträttstak eller preferensaktier utan rösträtt. Dessa slutsatser bekräftades sedan 2018 i en studie om skydd för minoritetsaktieägare. I denna studie ingick ett avsnitt om hur principen om en aktie, en röst användes i medlemsstaterna, där det konstaterades att denna princip inte är en grundprincip i medlemsstaternas nationella lagstiftningar.

minskar kostnaderna för att uppbåda kapital på offentliga marknader för företag i alla storlekar.

Den innehåller en beskrivning av tre faktorer som förklarar problemen i de tre faserna i en börsnotering: fasen före börsintroduktion, själva börsintroduktionen och fasen efter börsintroduktionen. Den faktor som sågs som relevant för det föreslagna direktivet gällde att företagen i EU inte har samma möjligheter när det gäller styrningsstruktur vid börsnotering eftersom reglerna för aktier med utvidgad rösträtt ser olika ut i de olika medlemsstaterna.

Regeländringarna i de olika alternativen kan inte på egen hand lösa alla problem med EU:s offentliga marknader. Syftet med ändringarna är dock att de tillsammans med andra åtgärder som ingår i en mer omfattande plan för hur företag kan få bättre tillgång till offentliga kapitalmarknader ska kunna vända den nuvarande negativa trenden på EU:s offentliga marknader. Utan dessa regelförbättringar skulle EU:s offentliga marknader fortsätta att styras av ett regelverk som inte är optimalt för notering, vilket skulle minska offentliga marknadernas attraktionskraft. Det skulle innebära en ekonomisk kostnad för emittenter och investerare i EU och för hela EU:s ekonomi. I det utgångsscenarioet ingår inga ändringar av de rättsliga ramarna som styr reglerna för företag som vill notera sig eller som redan är noterade.

Det rekommenderade alternativet för fasen före börsintroduktion innebär en miniminivå av harmonisering av de nationella lagarna som styr strukturer med aktier med utvidgad rösträtt, samtidigt som medlemsstaterna får utrymme att själva bestämma hur de vill utforma lagarna. Med detta alternativ skulle de medlemsstater som i dag inte tillåter strukturer med aktier med utvidgad rösträtt behöva ändra sina lagar så att sådana aktier blir tillåtna. Alternativet skulle inte innebära några ytterligare, långtgående begränsningar för de medlemsstater som redan har en flexibel och väl fungerande ordning på området.

Detta alternativ skulle ge företag (i medlemsstater där strukturer med aktier med utvidgad rösträtt i dag inte är tillåtna) ett incitament att notera sig. Genom att det rekommenderade alternativet skulle skapa möjlighet för alla företag att få sina aktier upptagna till handel i alla medlemsstater som har strukturer med aktier med utvidgad rösträtt, behöver grundare och företagsägare inte vara rädda för att förlora kontrollen, vilket annars hade varit fallet vid notering. Det skulle i sin tur ge nya finansieringsmöjligheter för de företagen som annars inte skulle ha övervägt notering. Det skulle även innebära betydande kostnadsbesparingar för de företag som i dag måste notera sig på börser utomlands för att få denna möjlighet. Genom aktier med utvidgad rösträtt skulle grundare dessutom (när de är noterade) kunna undvika kortsiktiga marknadskrafter och fokusera på sin långsiktiga vision för sitt företag.

Med det rekommenderade alternativet får medlemsstaterna utrymme att själva utforma skyddsåtgärder och villkor för aktierna med utvidgad rösträtt. De skulle dock vara tvungna att följa ett antal övergripande principer och uppfylla minimikrav på skyddsåtgärder som bestäms på EU-nivå. Bland annat måste de se till att det finns en lämplig balans mellan grundarnas intressen och skyddet för minoritetsinvesterarna, såväl som skydd för företagets intressen. Eftersom medlemsstaterna skulle vara tvungna att beakta investerares och företagets intressen när de inför dessa aktiestrukturer i sina nationella system ger detta alternativ skydd för investerare. Samtidigt kan skyddsåtgärderna och villkoren anpassas efter förutsättningarna på de lokala marknaderna, och de marknader där det redan finns strukturer med aktier med utvidgad rösträtt skulle behålla sin flexibilitet.

Ett annat alternativ (inte det rekommenderade) är att helt och hållet harmonisera reglerna kring aktier med utvidgad rösträtt genom detaljerade regler om bland annat skydd för minoritetsinvesterare och företaget, som rösträttsbegränsningar, bestämmelser om upphörande, begränsningar för hur stort röstvärde en enskild aktie kan ha, som alla skulle syfta till att skydda minoritetsinvesterare och företaget från att påverkas menligt av dessa

typer av aktiestrukturer. Med detta alternativ skulle EU-rätten även föreskriva vilka som får inneha aktier med utvidgad rösträtt, i vilka beslut den utvidgade rösträtten ska gälla och på vilka villkor dessa aktier kan överlåtas (och om de kan det) till en tredje part. Detta alternativ skulle vara relativt normativt, eftersom alla medlemsstater skulle vara tvungna att införa samma strikta regelverk med samma skyddsåtgärder, vilket inte skulle ge någon flexibilitet till de medlemsstater som redan har ett väl fungerande system.

Det rekommenderade alternativet skulle därför, förutom att vara ändamålsenligt, även vara kostnadseffektivt för berörda parter, särskilt emittenterna. Medlemsstater som redan har en ordning med aktier med utvidgad rösträtt behöver inte ändra sina regler, och företagen i de medlemsstaterna behöver inte anpassa sig till en ny ordning och dra på sig de kostnader som det skulle innebära. Ett ännu mer normativt alternativ (inte det rekommenderade) skulle sannolikt leda till mycket högre kostnader (för anpassning) för både medlemsstater och emittenter i EU. Även om investerares och företagens intressen i allmänhet skulle vara bättre skyddade på EU-nivå med det andra alternativet skulle det vara olämpligt för vissa medlemsstater, där investerare inte verkar påverkas negativt med den (flexibla) ordning med aktier med utvidgad rösträtt som redan finns där.

Förslaget förväntas få direkta ekonomiska effekter i och med att företagen i EU får större tillgång till alternativa finansieringskällor. Det kommer sannolikt att ge emittenter större incitament att notera sig på offentliga marknader i de medlemsstater där denna typ av aktier inte är tillåten i dag. Tillsammans med andra förstärkande åtgärder kan det således generellt leda till fler publika emissioner i EU, vilket allmänt skulle bidra till att EU:s kapitalmarknader växer.

När det gäller miljöpåverkan, till exempel principen om att inte orsaka betydande skada och klimatkonsekvenskontroll, förväntas detta förslag ha indirekt positiv inverkan på miljön i och med att företag som får finansiering från offentliga marknader kan lägga pengarna de får in på utveckling och innovation av ny miljövänlig teknik. I och med att särskilda skyddsåtgärder införs bör även inverkan på företagen bli liten vad gäller beslut som kan leda till negativa konsekvenser för mänskliga rättigheter, klimat och miljö. Detta förslag bör även leda till mer öppna kapitalmarknader med mer konkurrens, vilket särskilt skulle gynna snabbt växande företag i innovations- och forskningsintensiva branscher som i allmänhet har större kapitalbehov. Med bättre tillgång till finansiering kan sådana företag växa snabbare och avsätta mer finansiella resurser till FoU-program som kan bidra till målen för den europeiska gröna given.

Förslaget kan även få en indirekt, positiv inverkan på samhället förutsatt att det rekommenderade alternativet faktiskt gör det enklare för företag att få tillgång till offentliga marknader så som det är tänkt eftersom företagen då skulle få tillgång till ett större utbud av mer diversifierade finansieringskällor, vilket skulle göra att de kan ägna sig åt social innovation och anställa fler. Eftersom initiativet främst är riktat mot små och medelstora företag (vissa åtgärder är direkt riktade mot dem) lär den (indirekta) inverkan på sysselsättningen vara särskilt relevant. I dag har små och medelstora företag i EU runt 100 miljoner anställda, de står för mer än hälften av EU:s BNP och spelar en viktig roll när det gäller att skapa mervärde inom alla ekonomiska sektorer³⁶. Inte minst utgör de 99,8 % av alla företag i EU³⁷. Om dessa företag får större tillgång till finansiering som är bättre anpassad för dem kan de växa snabbare, vilket ger positiva effekter för sysselsättningen i EU. Åtgärderna,

³⁶ Meddelande från kommissionen till Europaparlamentet, rådet, Europeiska ekonomiska och sociala kommittén samt Regionkommittén, (COM(2020) 103 final), *En SMF-strategi för ett hållbart och digitalt EU*, s. 1.

³⁷ Eurostat, siffror för 2018 (europa.eu).

tillsammans med resten av paketet som ska göra det lättare för små och medelstora företag att få tillgång till finansiering på kapitalmarknaderna, förväntas därför ha positiv inverkan på EU:s arbetsmarknad och öka den ekonomiska sammanhållningen.

Detta förslag lär ha en indirekt positiv inverkan på digitaliseringen, i och med att kapitalintensiva projekt och företag, till exempel sådana som har att göra med digitalisering och innovation, får tillgång till fler och mer diversifierade finansieringskällor.

Slutsatsen från konsekvensbedömningen är att det föreslagna paketet med åtgärder kommer att bidra till det övergripande målet för kapitalmarknadsunionen att göra det lättare för företag att få tillgång till kapitalmarknader. Detta paket av åtgärder kommer att hjälpa företag noterade på EU:s handelsplatser genom att minska deras administrativa börda och genom att möjliggöra förbättrad likviditet. I konsekvensbedömningen understryks dock att det är möjligt att de lagstiftningsåtgärder som ingår i initiativet inte på egen hand kommer att leda till fler börsnoteringar i EU, eftersom det beror på en mängd olika faktorer.

- **Lagstiftningens ändamålsenlighet och förenkling**

Ingen inverkan på administrativa kostnader enligt principen ”en in och en ut” kan ses, även om detta initiativ förväntas ge upphov till vissa anpassningskostnader. Företagen kan få mindre, direkta anpassningskostnader för att säkerställa att deras börsnotering överensstämmer med de nya reglerna, och då i synnerhet med åtgärderna för investerarskydd.

- **Grundläggande rättigheter**

Detta förslag är förenligt med de grundläggande rättigheterna och friheterna i Europeiska unionens stadga om de grundläggande rättigheterna. Den fria rörligheten för personer och tjänster och etableringsfriheten, som tillhör de grundläggande rättigheterna och friheterna som skyddas genom fördraget om Europeiska unionens och fördraget om Europeiska unionens funktionssätt, är relevanta för detta initiativ.

Förslaget berör rätten till integritet och skyddet för personuppgifter med avseende på vissa aktieägare och personer som har rösträtt i ett företag, liksom innehavare av värdepapper med särskilt inflytande. Syftet med bestämmelsen om att dessa aktieägarens och personers identitet ska offentliggöras är att stärka investerarnas förtroende och underlätta för dem att fatta välinformerade investeringsbeslut, vilket både ökar investerarskyddet och marknadseffektiviteten. Eftersom investerarna kan vara vem som helst bör denna information vara offentlig. Bestämmelsen går inte utöver vad som är nödvändigt för att skydda investerarens intressen så att de kan fatta välinformerade beslut och för att investerarnas förtroende ska upprätthållas. Enligt förslaget är det endast personuppgifterna för de aktieägare och personer som har betydande bestämmanderätt, eller som på andra sätt utövar kontroll över företaget, som måste offentliggöras. Om dessa uppgifter inte offentliggörs kan investerare inte fatta välinformerade beslut.

4. BUDGETKONSEKVENSER

Detta initiativ förväntas inte ha någon anmärkningsvärd inverkan på EU:s budget.

5. ÖVRIGA INSLAG

- **Genomförandeplaner samt åtgärder för övervakning, utvärdering och rapportering**

En utvärdering planeras fem år efter åtgärdens genomförande och enligt kommissionens riktlinjer för bättre lagstiftning. Syftet med utvärderingen kommer bland annat att vara att bedöma hur effektiv och ändamålsenlig direktivet har varit när det gäller att uppnå målen

samt att besluta om eventuella nya åtgärder eller ändringar. Medlemsstaterna ska förse kommissionen med den information som behövs för denna utvärdering.

- **Ingående redogörelse för de specifika bestämmelserna i förslaget**

I artikel 1 fastställs syftet. I artikel 1 fastställs att direktivet endast gäller införande av strukturer med aktier med utvidgad rösträtt i företag som vill notera sig för första gången på tillväxtmarknader för små och medelstora företag i en eller flera medlemsstater.

I artikel 2 återfinns definitioner av begrepp som används i direktivet, som *företag*, *strukturer med aktier med utvidgad rösträtt*, *aktier med utvidgad rösträtt* och *tillväxtmarknad för små och medelstora företag*.

I artikel 3 förklaras att direktivet är ett direktiv för minimiharmonisering och att medlemsstaterna får anta eller behålla nationella bestämmelser som tillåter att företag inför strukturer med aktier med utvidgad rösträtt även i andra fall som inte omfattas av detta direktiv.

I artikel 4 fastslås principen att medlemsstaterna måste se till att företag kan införa strukturer med aktier med utvidgad rösträtt när de vill få sina aktier upptagna till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag för första gången. Enligt artikel 4 ska medlemsstaterna ge företag möjlighet att införa strukturer med aktier med utvidgad rösträtt innan de ansöker om att få sina aktier upptagna till handel. I sådana fall har medlemsstaterna möjlighet att bestämma att de utvidgade rösträtterna förknippade med dessa aktier endast ska få börja användas efter att aktierna har blivit upptagna till handel.

I artikel 5 anges att medlemsstaterna måste säkerställa att alla aktieägare behandlas rättvist och lika samt, genom att införa lämpliga skyddsåtgärder, se till att det finns lämpligt skydd för företagets intressen och för intressena tillhörande de aktieägare som inte har aktier med utvidgad rösträtt. För att detta ska uppnås innehåller artikel 5 en miniminivå av harmonisering vad gäller skyddsåtgärder i form av en förteckning över ett antal skyddsåtgärder som medlemsstaterna måste införa. I artikel 5 återfinns även ytterligare skyddsåtgärder som medlemsstaterna kan överväga att införa för att detta ska uppnås.

Artikel 6 innehåller krav på att företag som inför strukturer med aktier med utvidgad rösträtt ska offentliggöra information både vid den tidpunkt då företagets aktier upptas till handel och därefter återkommande varje år. Företaget ska offentliggöra information om aktiekapitalstrukturen, vad aktierna med utvidgad rösträtt innebär samt om huruvida det finns några andra kontrollhöjande mekanismer i företaget.

Artikel 7 innehåller en bestämmelse om översyn av direktivet.

Artikel 8 innehåller bestämmelser om införlivandet av direktivet.

I artikel 9 anges det datum då detta direktiv träder i kraft.

I artikel 10 anges de parter som direktivet riktar sig till.

Förslag till

EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS DIREKTIV

om strukturer med aktier med utvidgad rösträtt i företag som ansöker om att få sina aktier upptagna till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag

(Text av betydelse för EES)

EUROPAPARLAMENTET OCH EUROPEISKA UNIONENS RÅD HAR ANTAGIT
DETTA DIREKTIV

med beaktande av fördraget om Europeiska unionens funktionssätt, särskilt artikel 50.1 och 50.2 g och artikel 114,

med beaktande av Europeiska kommissionens förslag,

efter översändande av utkastet till lagstiftningsakt till de nationella parlamenten,

med beaktande av Europeiska ekonomiska och sociala kommitténs yttrande³⁸,

i enlighet med det ordinarie lagstiftningsförfarandet, och

av följande skäl:

- (1) För att göra tillväxtmarknader för små och medelstora företag mer attraktiva och minska ojämlikheten för företag som vill bli upptagna till handel på den inre marknaden måste de hinder för tillgång till sådana marknader som beror på det gällande regelverket åtgärdas. Företag bör kunna välja den styrningsstruktur som passar bäst för den utvecklingsfas de befinner sig i. Till exempel bör de kontrollerande aktieägarna i företag kunna få behålla kontrollen över verksamheten efter att deras företags aktier har blivit upptagna på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag, samtidigt som de får åtnjuta fördelarna med att handlas på sådana marknader, förutsatt att minoritetsaktieägarnas rättigheter förblir skyddade.
- (2) Rädsla för att förlora kontrollen över sitt företag är det som främst hindrar kontrollerande aktieägare från att gå in på tillväxtmarknader för små och medelstora företag. Upptagande till handel innebär vanligtvis att ägandet sprids ut, vilket ger de kontrollerande aktieägarna mindre inflytande över viktiga beslut om företagets investeringar och drift. Att få behålla kontrollen kan vara särskilt viktigt för nystartade företag och företag med långsiktiga projekt med höga initialkostnader eftersom de kan vilja följa sin vision utan att behöva bli utsatta för marknadsfluktuationer.
- (3) Strukturer med aktier med utvidgad rösträtt är ett bra sätt för kontrollerande aktieägare att behålla bestämmanderätten i företag samtidigt som man får in kapital från allmänheten. Strukturer med aktier med utvidgad rösträtt är en typ av kontrollhöjande mekanism med minst två olika slag av aktier med olika röstvärde. I sådana strukturer har minst ett av aktieslagen ett lägre röstvärde än ett eller flera andra slag av aktier med rösträtt. De andelar som har högst röstvärde är aktier med utvidgad rösträtt.

³⁸ EUT C [...], [...], s. [...].

- (4) Förutom strukturer med aktier med utvidgad rösträtt finns det andra kontrollhøjande mekanismer som bygger på olika rösträtter. Det kan till exempel vara aktier utan rösträtt, preferensaktier utan rösträtt och rösträttstak. Dessa alternativa kontrollhøjande mekanismer är dock mindre flexibla och kan begränsa den mängd kapital som ett företag kan uppbåda vid upptagande till handel på tillväxtmarknader för små och medelstora företag eftersom kopplingen mellan det ekonomiska värdet och röstvärdet fortfarande är starkare.
- (5) Lojalitetsaktier ger, liksom aktier med utvidgad rösträtt, innehavaren större rösträtt. Aktieägare kan få de extra rösträtter som är kopplade till lojalitetsaktierna efter att ha innehaft aktierna en viss angiven tid och om de uppfyller vissa villkor. Lojalitetsaktier är en kontrollhøjande mekanism som är utformad för att främja ett stabilare och mer långsiktigt ägande bland aktieägare snarare än för att öka intresset för att anskaffa kapital från allmänheten. Det är därför inte lämpligt att detta direktiv omfattar lojalitetsaktier.
- (6) Det råder stora skillnader mellan de nationella bestämmelserna om aktier med utvidgad rösträtt i de olika medlemsstaterna. I vissa medlemsstater är strukturer med aktier med utvidgad rösträtt tillåtna, i andra inte. I vissa medlemsstater är det endast i noterade aktiebolag som aktier med utvidgad rösträtt inte är tillåtna, medan sådana aktier inte är tillåtna för några företag alls i andra medlemsstater. Skillnaderna mellan de nationella ordningarna utgör hinder för den fria rörligheten för kapital på den inre marknaden. Den splittrade lagstiftningen innebär dessutom att företag i olika medlemsstater inte har likvärdiga förutsättningar. Företag i medlemsstater där strukturer med aktier med utvidgad rösträtt inte är tillåtna måste flytta till en annan medlemsstat eller till och med ett land utanför EU om de vill bli upptagna till handel med aktier med utvidgad rösträtt, vilket innebär högre kostnader för dem. I vissa fall kan dessa högre kostnader göra att företag beslutar sig för att inte anskaffa kapital från allmänheten, vilket kan begränsa deras finansieringsmöjligheter. Sådana överväganden är främst aktuella för små och medelstora företag och nystartade företag som inte har de ekonomiska resurserna att klara sådana kostnader.
- (7) Medlemsstaterna bör ge företag möjlighet att införa strukturer med aktier med utvidgad rösträtt så att de kan upptas till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag utan att de kontrollerande aktieägarna behöver ge upp kontrollen över sitt företag. Upptagande till handel på reglerade marknader passar bättre för större och mognare företag medan tillväxtmarknader för små och medelstora företag i allmänhet passar bättre för små och medelstora företag. Tillväxtmarknaderna för små och medelstora företag utformades från början som särskilda handelsplatser för små och medelstora företag och fick ett regelverk där hänsyn tas till det som särskilt utmärker små och medelstora företag. Alla företag som har värdepapper noterade på tillväxtmarknader för små och medelstora företag är dock inte små och medelstora företag. Enligt Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU³⁹ måste minst 50 % av emittenterna av de finansiella instrument som är upptagna till handel på tillväxtmarknader för små och medelstora företag vara just små och medelstora företag. Företag som inte är små eller medelstora har i allmänhet mer likvida värdepapper, vilket innebär att tillväxtmarknaderna för små och medelstora företag kan få in mer i transaktionsavgifter och upprätthålla lönsamheten i sin affärsmodell om även sådana företags värdepapper upptas till handel. För att säkerställa tydlighet för

³⁹ 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 (EUT L 173, 12.6.2014, s. 349).

investerarna måste dock alla emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag, oavsett storlek, följa samma regler. Det är därför lämpligt att alla företag som vill att deras strukturer med aktier för första gången ska upptas till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag får rätt att införa aktier med utvidgad rösträtt.

- (8) Medlemsstaterna bör kunna införa eller behålla nationella bestämmelser som tillåter att företag inför denna typ av aktier även vid andra tillfällen än när deras aktier ska upptas till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag för första gången. De bör till exempel kunna tillåta företag att införa aktier med utvidgad rösträtt även när de redan är noterade, när de ansöker om att bli upptagna till handel på multilaterala handelsplattformar (MTF-plattformar) som inte är registrerade som tillväxtmarknader för små och medelstora företag eller på reglerade marknader eller se till att privata aktiebolag kan införa aktier med utvidgad rösträtt oavsett om de planerar att ansöka om att få sina aktier upptagna till handel eller inte. Medlemsstaterna bör även kunna tillåta att företag som går från en tillväxtmarknad för små och medelstora företag till en reglerad marknad får behålla aktier med utvidgad rösträtt.
- (9) Företagen kan införa strukturer med aktier med utvidgad rösträtt genom nyemission av aktier eller någon annan typ av företagstransaktion som konvertering av redan emitterade aktier. Företag bör ha möjlighet att välja den lämpligaste typen av företagstransaktion för att införa aktier med utvidgad rösträtt i enlighet med nationell rätt. Företagen bör även ha möjlighet att välja när de ska införa strukturer med aktier med utvidgad rösträtt förutsatt att de gör det för att kunna ansöka om få sina aktier upptagna till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag. Medlemsstaterna bör inte hindra företag att införa strukturer med aktier med utvidgad rösträtt innan deras aktier upptas till handel. Medlemsstaterna bör dock ha möjlighet att bestämma att den utvidgade rösträtten, som är kopplad till aktierna med utvidgad rösträtt och som är större än den rösträtt som är kopplad till andra slag av aktier, inte får utövas innan aktierna har upptagits till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag i en eller flera medlemsstater. I sådant fall har aktierna med utvidgad rösträtt samma röstvärde som andra slag av aktier fram till att aktierna upptas till handel. På så sätt säkerställs det att aktierna med utvidgad rösträtt främjar just förstagångsupptagande till handel på tillväxtmarknader för små och medelstora företag.
- (10) Eftersom de aktieägare som inte är kontrollerande aktieägare genom aktier med utvidgad rösträtt får mindre rösträtt i företaget i proportion till sin investering kan strukturer med sådana aktier ge de kontrollerande aktieägarna i företaget oinskränkt kontroll, vilket kan leda till att de kontrollerande aktieägarna handlar i eget intresse snarare än i företagets eller de övriga aktieägarnas. Det kan öka risken för att de kontrollerande aktieägarna drar personlig nytta av den kontroll de utövar. För att motverka den risken bör skyddsåtgärder vidtas för att skydda minoritetsaktieägare när strukturer med aktier med utvidgad rösträtt införs.
- (11) I de medlemsstater där aktier med utvidgad rösträtt är tillåtna finns det bestämmelser som skyddar minoritetsaktieägare och företagets intressen. Nuvarande skyddsbestämmelser skiljer sig dock åt mellan medlemsstaterna beroende på särskilda nationella förutsättningar och olika bolagsrättssystem. Med tanke på målen för den inre marknaden, enligt i synnerhet artikel 50.2 g i fördraget om Europeiska unionens funktionssätt, bör medlemsstaterna följa en samordnad strategi i sina nationella lagstiftningar om strukturer med aktier med utvidgad rösträtt vad gäller skyddet för minoritetsaktieägarnas och företagets intressen. Bland annat bör det finnas skydd mot

beslut som ger upphov till risker, eller som medför negativa konsekvenser, för mänskliga rättigheter, klimat och miljö. Enligt denna samordnade strategi bör alla medlemsstater se till att alla beslut om att införa aktier med utvidgad rösträtt, eller om att ändra en struktur med sådana aktier på ett sådant sätt att rösträtterna påverkas, fattas med kvalificerad majoritet vid bolagsstämman. Medlemsstaterna bör begränsa röstvärdet på aktier med utvidgad rösträtt antingen genom begränsningar för hur strukturen med aktier med utvidgad rösträtt får utformas eller för hur rösträtterna förknippade med aktierna med utvidgad rösträtt får användas vid vissa typer av beslut. För att begränsa hur rösträtter får användas kan man till exempel kräva att det för godkännande med kvalificerad majoritet ska krävas kvalificerad majoritet både av de röster som läggs vid bolagsstämman och av det aktiekapital som finns representerat på bolagsstämman.

- (12) Medlemsstaterna bör få utrymme att själva bestämma om de vill införa ytterligare skyddsbestämmelser där så behövs för att i tillräcklig grad skydda minoritetsaktieägarnas och företagets intressen. Medlemsstaterna bör utvärdera lämpligheten i de ytterligare skyddsbestämmelserna så att de är ändamålsenliga när det gäller att skydda minoritetsaktieägarnas och företagets intressen utan att motverka det syfte som strukturer med aktier med utvidgad rösträtt har, vilket är att ge de kontrollerande aktieägarna i företag möjlighet att påverka viktiga beslut, till exempel avseende tillsättning av direktörer.
- (13) Offentliggörande av korrekt, omfattande och aktuell information om emittenterna stärker investerarnas förtroende och gör att de kan fatta välinformerade beslut. Om investerare på detta sätt kan fatta välinformerade beslut gynnar det både investerarskyddet och marknadseffektiviteten. Medlemsstaterna bör därför kräva att de företag som har strukturer med aktier med utvidgad rösträtt offentliggör detaljerad information om sina aktiestrukturer och företagsstyrningssystem vid den tidpunkt då deras aktier tas upp till handel, samt därefter regelbundet i sin årsredovisning. Bland annat bör det anges om det finns några begränsningar för innehavet av värdepapper, till exempel om det för överlåtelse av värdepapper krävs godkännande antingen från företaget eller andra innehavare av värdepapper. Det bör även anges om det finns några begränsningar av rösträtten, till exempel begränsningar av rösträtten till en viss andel eller ett visst antal röster, föreskrivna tidsfrister för utövandet av rösträtten eller system där rätten till utdelning kopplad till värdepapper är skild från innehavet av värdepapper. De aktuella företagen bör även offentliggöra identiteten på de som innehar aktier med utvidgad rösträtt, liksom på de fysiska personer som har rätt att utöva rösträtten för deras räkning och på de personer som har särskilda kontrollrättigheter så att investerare, som del av allmänheten, får insyn i det faktiska ägarskapet och vilka som har det faktiska inflytandet i företaget. På detta sätt kan investerare fatta välinformerade beslut, och deras förtroende för en väl fungerande kapitalmarknad stärks.
- (14) Eftersom målen med detta direktiv, nämligen att öka finansieringsmöjligheterna för företag och göra tillväxtmarknader för små och medelstora företag mer attraktiva, inte i tillräcklig utsträckning och inte tillräckligt snabbt kan uppnås av medlemsstaterna utan snarare, på grund av åtgärdernas omfattning eller verkningar, kan uppnås mer verkningsfullt och snabbare på unionsnivå, kan unionen vidta åtgärder i enlighet med subsidiaritetsprincipen i artikel 5 i fördraget om Europeiska unionen. I enlighet med proportionalitetsprincipen i samma artikel går detta direktiv inte utöver vad som är nödvändigt för att uppnå dessa mål.

- (15) Utvecklingen på marknaderna, och inom andra områden i unionsrätten, och medlemsstaternas åsikter om hur det har gått med genomförandet av detta direktiv bör beaktas genom att kommissionen gör en översyn av detta direktiv fem år efter att det har införlivats.
- (16) I enlighet med den gemensamma politiska förklaringen från medlemsstaterna och kommissionen om förklarande dokument⁴⁰ av den 28 september 2011 har medlemsstaterna åtagit sig att, när så är motiverat, låta anmälan av införlivandeåtgärder åtföljas av ett eller flera dokument som förklarar förhållandet mellan de olika delarna i direktivet och motsvarande delar i de nationella instrumenten för införlivande. Lagstiftaren anser att det är motiverat att sådana dokument översänds avseende detta direktiv.
- (17) Europeiska datatillsynsmannen har hörts i enlighet med artikel 42.1 i Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2018/1725⁴¹ och avgav ett yttrande den [XX XX 2022/2023]⁴².

HÄRIGENOM FÖRESKRIVS FÖLJANDE.

Artikel 1

Syfte

I detta direktiv fastställs gemensamma regler för strukturer med aktier med utvidgad rösträtt i företag som ansöker om att få sina aktier upptagna till handel på tillväxtmarknader för små och medelstora företag i en eller flera medlemsstater och vars aktier inte redan är upptagna till handel på någon handelsplats.

Artikel 2

Definitioner

I detta direktiv gäller följande definitioner:

- a) *företag*: en juridisk person som är organiserad i någon av de bolagsformer som är angivna i bilaga I till direktiv (EU) 2017/1132,
- b) *aktier med utvidgad rösträtt*: aktier som ingår i ett aktieslag som är åtskilt från andra slag av aktier och som har högre röstvärde än aktier i andra aktieslag med rösträtt i frågor som avgörs på bolagsstämman,
- c) *struktur med aktier med utvidgad rösträtt*: en aktiestruktur i ett företag med minst ett slag av aktier med utvidgad rösträtt,
- d) *handelsplats*: handelsplats enligt definitionen i artikel 4.1.24 i direktiv 2014/65/EU,
- e) *tillväxtmarknad för små och medelstora företag*: en tillväxtmarknad för små och medelstora företag enligt definitionen i artikel 4.1.12 i direktiv 2014/65/EU,

⁴⁰ EUT C 369, 17.12.2011, s. 14.

⁴¹ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2018/1725 av den 23 oktober 2018 om skydd för fysiska personer med avseende på behandling av personuppgifter som utförs av unionens institutioner, organ och byråer och om det fria flödet av sådana uppgifter samt om upphävande av förordning (EG) nr 45/2001 och beslut nr 1247/2002/EG (text av betydelse för EES), EUT L 295, 21.11.2018, s. 39.

⁴² [Publikationsbyrån: fotnot när yttrandet har publicerats].

- f) *röstgraderingskvot*: förhållandet mellan antalet röster kopplade till aktier med utvidgad rösträtt och antalet röster kopplade till aktierna med lägst röstvärde.

Artikel 3

Införande eller behållande av nationella bestämmelser om aktier med utvidgad rösträtt

Medlemsstaterna får införa eller behålla nationella bestämmelser som tillåter företag att införa strukturer med aktier med utvidgad rösträtt i andra fall som inte omfattas av detta direktiv.

Artikel 4

Införande av strukturer med aktier med utvidgad rösträtt

1. Medlemsstaterna ska se till att företag som inte har aktier upptagna till handel på någon handelsplats har rätt att införa strukturer med aktier med utvidgad rösträtt när deras aktier ska upptas till handel på tillväxtmarknader för små och medelstora företag i en eller flera medlemsstater. Medlemsstaterna får inte hindra företag från att få sina aktier upptagna till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag på grund av att företaget har infört aktier med utvidgad rösträtt.
2. I den rätt som avses i punkt 1 ingår rätten att införa strukturer med aktier med utvidgad rösträtt innan företaget ansöker om att få sina aktier upptagna till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag.
3. Medlemsstaterna får bestämma att de utvidgade rösträtterna kopplade till aktierna med utvidgad rösträtt inte får utövas förrän företags aktier har upptagits till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag i en eller flera medlemsstater.

Artikel 5

Säkerhetsåtgärder för rättvis och icke-diskriminerande behandling av aktieägare i företag

1. Medlemsstaterna ska se till att aktieägare behandlas rättvist och icke-diskriminerande, samt att de aktieägare som inte innehar aktier med utvidgad rösträtt, liksom företaget, får sina intressen skyddade genom lämpliga skyddsåtgärder. För att uppnå detta ska medlemsstaterna göra följande:
 - a) Se till att ett företags beslut om att införa aktier med utvidgad rösträtt, eller om att därefter ändra en struktur med sådana aktier på ett sådant sätt att rösträtterna påverkas, fattas av företags bolagsstämma och godkänns av en kvalificerad majoritet enligt nationell rätt.

I de fall då det finns flera slag av aktier måste sådana beslut även godkännas i separata omröstningar för varje slag av aktieägare vars rösträtter påverkas.
 - b) Begränsa den röststyrka som aktierna med utvidgad rösträtt har jämfört med de andra aktieägarnas röster, särskilt vid bolagsstämmor, genom att införa något av följande:
 - i) En högsta gräns för röstgraderingskvoten och krav på att aktierna med utvidgad rösträtt sammanlagt endast får uppgå till en viss andel av det utestående aktiekapitalet.
 - ii) En begränsning av utövandet av den utvidgade rösträtt som är kopplad till aktier med utvidgad rösträtt i frågor som ska beslutas på

bolagsstämman och där det krävs godkännande med kvalificerad majoritet.

2. Medlemsstater kan införa ytterligare skyddsåtgärder för att säkerställa lämpligt skydd för aktieägares och företagets intressen. Det kan till exempel vara skyddsåtgärder i form av
- a) en bestämmelse som innebär att den utvidgade rösträtt som är kopplad till aktier med utvidgad rösträtt inte kan överlåtas till tredje part eller fortsatta bestå när den ursprungliga innehavaren avlider, förklaras oförmögen att utföra sina uppgifter eller avgår (upphörande vid överlåtelse),
 - b) en bestämmelse för att undvika att den utvidgade rösträtt som är kopplad till aktier med utvidgad rösträtt fortsatt består efter en viss tid (upphörande efter viss tid),
 - c) bestämmelse som innebär att den utvidgade rösträtt som är kopplad till aktier med utvidgad rösträtt upphör om en viss händelse inträffar (upphörande efter viss händelse),
 - d) krav på att den utvidgade rösträtten inte får användas för att stoppa beslut av bolagsstämman som fattas för att förhindra eller helt eller delvis minska negativa effekter på mänskliga rättigheter och miljö som företagets verksamhet förorsakar.

Artikel 6

Öppenhet

1. Medlemsstaterna ska se till att företag med strukturer med aktier med utvidgad rösträtt vars aktier är upptagna, eller kommer att upptas, till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag, i ett sådant [EU-tillväxtprospekt som avses artikel 15 a i Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129⁴³ eller sådant upptagandedokument som avses i artikel 33.3 c i direktiv (EU) 2014/65/EU samt i företagets finansiella årsrapport enligt artikel 78.2 g i kommissionens delegerade förordning (EU) 2017/565⁴⁴, offentliggör detaljerad information om följande:
- a) Kapitalstrukturen, inklusive de värdepapper som inte är upptagna till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag i en medlemsstat med uppgift om förekommande aktieslag och, för varje aktieslag, uppgifter om de rättigheter och skyldigheter som är kopplade till aktieslaget och om vilken andel av aktiekapitalet och det sammanlagda antalet röster som aktieslaget utgör.
 - b) Eventuella begränsningar vad gäller överlåtande av värdepapper, till exempel överenskommelser mellan aktieägare, som företaget känner till, som kan medföra begränsningar av överlåtande av värdepapper.

⁴³ 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 (EUT L 168, 30.6.2017, s. 12).

⁴⁴ 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 (EUT L 87, 31.3.2017, s. 1).

- c) Identiteten på de innehavare av värdepapper som medför särskilda kontrollrättigheter samt en beskrivning av dessa rättigheter.
 - d) Eventuella begränsningar vad gäller rösträtt, till exempel överenskommelser mellan aktieägare, som företaget känner till, som kan medföra begränsningar av rösträtten.
 - e) Identiteten på innehavarna av aktier med utvidgad rösträtt och i tillämpliga fall på de fysiska eller juridiska personer som har rätt att utöva rösträtten för dessa aktieägars räkning.
2. I de fall då innehavarna av aktier med utvidgad rösträtt eller de personer som har rätt att utöva rösträtten för deras räkning eller innehavarna av särskilda kontrollrättigheter är fysiska personer är det endast deras namn som behöver offentliggöras för att kravet på offentliggörande av deras identitet ska anses vara uppfyllt.

Artikel 7

Översyn

Senast [fem år efter ikraftträdandet] ska kommissionen överlämna en rapport till Europaparlamentet och rådet om detta direktivs genomförande och effekter. Inför denna rapport ska medlemsstaterna senast [fyra år efter ikraftträdandet] förse kommissionen med information om följande:

- a) Antalet företag vars aktier tagits upp till handel med aktier med utvidgad rösträtt.
- b) De sektorer som företagen som avses i led a är verksamma i och företagens börsvärde vid emissionstidpunkten.
- c) Den skyddsbestämmelse som gäller för de företag som avses i led a med avseende på strukturer med aktier med utvidgad rösträtt.

Artikel 8

Införlivande

- 1. Medlemsstaterna ska sätta i kraft de bestämmelser i lagar och andra författningar som är nödvändiga för att följa detta direktiv inom två år från dagen för detta direktivs ikraftträdande. De ska genast underrätta kommissionen om detta. När en medlemsstat antar dessa bestämmelser ska de innehålla en hänvisning till detta direktiv eller åtföljas av en sådan hänvisning när de offentliggörs. Närmare föreskrifter om hur hänvisningen ska göras ska varje medlemsstat själv utfärda.
- 2. Medlemsstaterna ska till kommissionen överlämna texten till de centrala bestämmelser i nationell rätt som de antar inom det område som omfattas av detta direktiv.

Artikel 9

Ikraftträdande

Detta direktiv träder i kraft den tjugonde dagen efter det att det har offentliggjorts i *Europeiska unionens officiella tidning*.

Artikel 10

Adressater

Detta direktiv riktar sig till medlemsstaterna.

Utfärdat i Bryssel den

På Europaparlamentets vägnar
Ordförande
[...]

På rådets vägnar
Ordförande
[...]