

# Om avnotering enligt svensk rätt\*

ERIK LIDMAN

## 1. Inledning

Den svenska aktiemarknaden har vuxit kraftigt under de senaste tjugo åren, och antalet noterade bolag har ökat från drygt tre hundra till fler än ett tusen, vilket gör den till EU:s största aktiemarknad. Som en följd av marknadens tillväxt har också antalet avnoteringar ökat. Det är en naturlig del av marknadsdynamiken med bland annat ett stort antal offentliga uppköpserbjudanden<sup>1</sup> och företagssammanslagningar. Historiskt har avnoteringar förknippats med framgångsrika offentliga uppköpserbjudanden, eller undantagsvis varit en följd av att marknadsplatsen beslutat att avnotera ett bolag på grund av obestånd eller allvarliga överträdelser av noteringsreglerna.<sup>2</sup> I dag förekommer också avnoteringar på bolagets eget initiativ.

Ett ordnat avnoteringsförfarande är en viktig del i investerarskyddet på marknaden, eftersom konsekvenserna av att en aktie avnoteras på flera sätt är betydande: mycket av det investerarskydd som finns på en aktiemarknad faller bort efter en avnotering,<sup>3</sup> tillgången till en ordnad och effektiv handel och prisbildning försvinner som utgångspunkt, och för vissa investerare

\* Har tidigare publicerats i Nordisk Tidsskrift for Selskabsret 2024 nr 4. Författaren vill tacka Tore Bråthen, Guillaume Jan, Jesper Lau Hansen, Mårten Knuts, Jimmy Kvarnström, Alain Pietrancosta, Andrés Recalde, Anna Sahrakorpi, Rolf Skog, och Evelina Strippoli för insiktsfulla kommentarer på manus samt vägledning i fråga om utländsk rätt.

<sup>1</sup> Under 2024 har hittills fler än 30 offentliga uppköpserbjudanden lämnats på den svenska aktiemarknaden, se vidare figur 3 nedan.

<sup>2</sup> Se Kristiansson (2006), *Avnotering efter ansökan av bolaget*, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret nr 3, s. 41, som 2006 konstaterade att "[e]n avnotering aktualiseras dock [...] i de flesta fall av ett framgångsrikt takeovererbjudande."

<sup>3</sup> Inklusive bl.a. informationsgivningsregler och regler om insiderhandel och marknadsmissbruk, takeover-regler, marknadsplatsernas regelverk och marknadsplatsernas och Finansinspektionens övervakning, god sed på aktiemarknaden, regler om riktade kontantemissioner, regler om ersättningar till ledande befattningshavare, Svensk kod för bolags-

finns därtill rättsliga hinder mot att behålla värdepapper när de går från att vara noterade till att vara onoterade. Det måste vidare antas att den som förvärvar aktier i ett noterat bolag gör det utifrån förutsättningen att det finns en fungerande marknad för bolagets aktier och att bolaget kommer vara underkastat de särskilda krav som gäller på aktiemarknaden till dess att noteringskraven inte längre uppfylls.<sup>4</sup> En ordning som inte skyddar detta befogade intresse är ägnad att skada förtroendet för marknaden och höja bolagens kapitalanskaffningskostnader.<sup>5</sup>

Något samlat grepp om den svenska regleringen beträffande avnotering har tidigare varken tagits av reglerna eller inom rättsvetenskapen.<sup>6</sup> Det har vidare i den praktiska diskussionen ifrågasatts om regleringen är anpassad till marknadens utveckling, särskilt med hänsyn till det stora antal mindre bolag som numera är noterade i Sverige med särskilda utmaningar i fråga om bland annat handelsdjup och likviditet. Denna artikel syftar till att ge en strukturerad beskrivning av den svenska regleringen beträffande avnotering, samt, genom att jämföra denna med regleringen i våra nordiska grannländer och några andra europeiska rättsordningar, säga något om eventuella tillämpningsproblem och peka på möjliga lösningsalternativ.

Inledningsvis beskrivs som bakgrund den svenska marknadens empiriska utveckling i fråga om avnoteringar kort i avsnitt 2. I avsnitt 3 behandlas rättsläget beträffande avnotering enligt svenska aktiebolags- och aktiemarknadsrättsliga regler, och några tillämpningsproblem uppmärksammas. En utblick presenteras därefter avseende kraven för avnotering i dansk, finsk, fransk, italiensk, nederländsk, norsk, spansk, brittisk och tysk rätt (avsnitt 4). Slutligen presenteras ett par reflektioner om olikheterna mellan rättsordningarna, och hur de hanterar de problem som uppstår i samband med avnotering i avsnitt 5.

styrning (på reglerad marknad), och möjlighet att erhålla Aktiemarknadsnämndens uttalanden i det enskilda fallet.

<sup>4</sup> Se vidare avsnitt 3.4 nedan.

<sup>5</sup> "Förtroende" är ett nebulöst begrepp men framstår som lämpligt i sammanhanget, se härom Lidman (2024), *Innebörden av "allmänhetens förtroende för aktiemarknaden" som lagstiftningsändamål*, i Adestam, Arvidsson, Dryselius & Utterström (red.), *Festskrift till Per Samuelsson*, Juristförlaget, s. 363.

<sup>6</sup> Se dock tidigare i NTS Kristiansson (2006), *Avnotering efter ansökan av bolaget*, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret nr 3, s. 32.

## 2. Utvecklingen

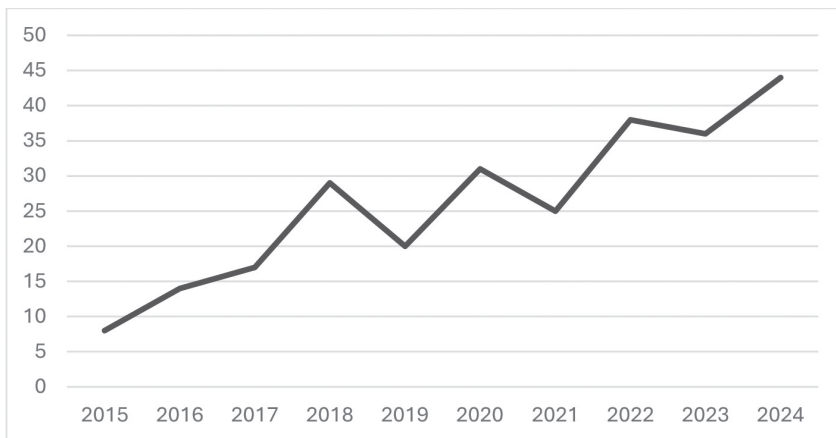
Antalet noterade aktiebolag i Sverige har ökat på ett iögonfallande vis under de senaste decennierna: från drygt tre hundra år 2000 till fler än ett tusen vid ingången av 2024.<sup>7</sup> Spridningen har också blivit större i fråga om bolagens storlek och var de är noterade. Av 456 noterade bolag vid utgången av 2006 var 60 procent (274) noterade på Nasdaqs huvudlista, och övriga på handelsplattformar. Vid utgången av 2023 var knappt 36 procent noterade på huvudlistan (361), och övriga på handelsplattformar.<sup>8</sup>

Under samma tid, säkert delvis på grund av tillväxten, har utflödet av bolag från börsen ökat i form av avnoteringar. Detta har blivit särskilt tydligt under senare år. Sedan 2015 har antalet avnoteringar gått från färre än tio per år, till fler än 40 innan det fjärde kvartalet inletts 2024. Trenden har nästan varit linjärt uppåtgående (figur 1). Ser vi till marknadsvärdet av de avnoterade bolagen är trenden något mindre tydlig (figur 2). 2015 avnoterades sju bolag med ett genomsnittligt inflationsjusterat marknadsvärde om cirka 140 miljoner kronor. Det genomsnittliga marknadsvärdet på de 44 bolag som avnoterats till och med september 2024 är knappt hälften (65 miljoner kronor). Sammantaget är trenden att de största bolagen stannar på börsen (om de inte blir föremål för offentliga uppköpserbjudanden), medan de mindre bolagen avnoteras oftare och av andra skäl. Detta återspeglas möjligen även i att antalet uppköpserbjudanden per år inte ökat i samma takt som avnoteringarna (figur 3).

<sup>7</sup> Data från SCB:s Företagsregister, Modular Finance och Riksbanken. 1004 bolag var noterade vid årsskiftet 2023/24, att jämföra med 311 bolag i slutet av 2000.

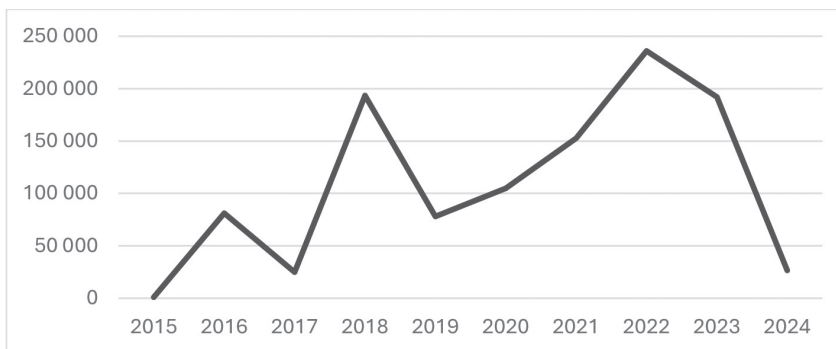
<sup>8</sup> Data från SCB:s Företagsregister och Modular Finance.

Figur 1: Antal avnoteringar 2015–2024



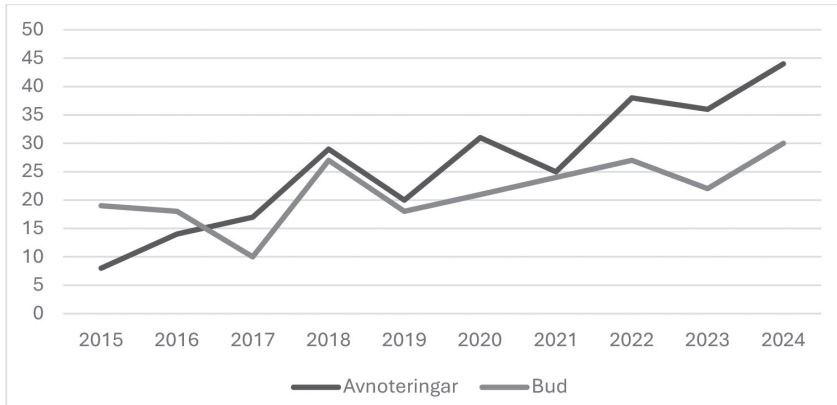
Data hämtade från Modular Finance. Siffrorna för 2024 avser läget fram till och med den 1 oktober. Det kan noteras att trots avnoteringstrenden har antalet noterade bolag ökat från 609 i juni 2015 till 998 i juni 2024 (samtliga år har inneburit en nettoökning förutom perioden juni 2023–juni 2024).

Figur 2: Genomsnittligt marknadsvärde per avnotering på de svenska marknadsplatserna 2015–2024



Data hämtade från Modular Finance. Y-axeln i tusental kronor. Siffrorna för 2024 avser läget fram till och med den 1 oktober. Värdena är inflationsjusterade per augusti 2024. Att värdena har varit högre under vissa år förklaras till stor del av avnoteringar i samband med offentliga uppköpserbjudanden på mycket stora bolag såsom Meda (2016), ComHem (2018), Ica Gruppen (2022) och Swedish Match (2022).

Figur 3: Offentliga uppköpserbjudanden och avnoteringar 2015–2024



Data avseende avnoteringar hämtade från Modular Finance och uppköpsdata från Aktiemarknadsnämnden. Siffrorna för 2024 avser läget till och med den 1 oktober.

### 3. Regleringen avseende avnotering i svensk rätt

Den svenska regleringen avseende avnotering består av ett lapptäcke av regler och krav som återfinns i aktiebolagslagen (2005:551), värdepappersmarknadslagen (2007:528) (som genomför Mifid II<sup>9</sup>), marknadsplatsernas regelverk, samt ett tjugotal uttalanden från Aktiemarknadsnämnden. I det följande redogörs för dessa regler och krav.

#### 3.1 Aktiebolagsrättsliga utgångspunkter

Ett beslut om avnotering är inte ett sådant beslut som enligt aktiebolagslagen (2005:551) omfattas av bolagsstämmans exklusiva kompetens, och faller därmed under styrelsens behörighet. Det har visserligen i litteraturen ibland hävdats att ett beslut om avnotering skulle falla inom en oskriven exklusiv stämmokompetens,<sup>10</sup> ofta med hänvisning till avnoteringens stora betydelse

<sup>9</sup> 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.

<sup>10</sup> Se t.ex. Krook (2006), *Avnotering av aktier registrerade på en börs eller annan marknadsplats – bolagsstämmo- eller styrelsefråga?* Juridisk Tidskrift 06/07, s. 854 ff. Frågan om huruvida stämman har en oskriven exklusiv kompetens brukar hänföras till uttalanden från Nial och Rodhe, se t.ex. Nial (1976), *Till frågan om kompetensfördelningen mellan stämman och styrelse i aktiebolag*, i Festskrift till Knut Rodhe, Norstedts, s. 329, men bl.a. Bävestam, Nerep och Åhman har starkt ifrågasatt om någon sådan existerar. Se bl.a. Lindblad &

för aktieägarna, samt att ett beslut om avnotering i vissa hänseenden liknar byte av bolagskategori från publikt till privat bolag, vilket är ett beslut som är förbehållet stämman.<sup>11</sup> Det råder emellertid i dag knappast någon oklarhet kring att det ligger inom styrelsens kompetens att besluta om avnotering.<sup>12</sup> En annan sak är att styrelsen i vissa fall anser det vara lämpligt att underställa stämman ett beslut om avnotering, och att det i vissa fall också fordras enligt god sed på aktiemarknaden (jfr avsnitt 3.4 samt 5 nedan). En styrelse som överväger avnotering har därtill (som i alla frågor) en aktiebolagsrättslig plikt att agera i aktieägarkollektivets intresse.<sup>13</sup> I övrigt saknas specifika

Båvestam (2007), *Till frågan om bolagsstämman har en oskriven exklusiv kompetens – även som frågan om stämman i så fall har ensamrätt att besluta om avnotering*, Juridisk Tidskrift 07/08 nr 1, s. 224, Åhman (1997), *Behörighet och befogenhet i aktiebolagsrätten*, Iustus, s. 546 f., samt Adestam, Nerep & Samuelsson, *Aktiebolagslag (2005:551)*, Lexino 2024-04-01, kommentaren till 8 kap. 4 §.

<sup>11</sup> Se 26 kap. 6 § aktiebolagslagen.

<sup>12</sup> Se härvid Åhman (1997), *Behörighet och befogenhet i aktiebolagsrätten*, Iustus, s. 533–534 och 559–560, Kristiansson (2006), *Avnotering efter ansökan av bolaget*, Nordisk Tidsskrift för Selskabsret nr 3, s. 32 och Lindblad & Båvestam (2008), *Till frågan om bolagsstämman har en oskriven exklusiv kompetens – även som frågan om stämman i så fall har ensamrätt att besluta om avnotering*, Juridisk Tidsskrift 2007/08 nr 1, s. 224. I praktiken är det vidare givet att det är styrelsen som beslutar om avnotering (se nedan angående marknadsplatsernas regelverk), och även i Aktiemarknadsnämndens praxis har detta tagits som en given utgångspunkt. Se bland många uttalanden som behandlas nedan AMN 2010:15: ”Ett beslut att ansöka om notering kan fattas av bolagets styrelse inom ramen för styrelsens ansvar för bolagets angelägenheter. Detsamma gäller en ansökan om avnotering.” Nämnden behandlade även frågan tidigare, i AMN 1998:10, där nämnden uttalade: ”Vägleddande uttalanden om kompetensfördelningen mellan bolagsorganen saknas emellertid när det gäller frågor rörande notering av bolagets aktier. Beslut att ansöka om registrering eller notering av ett bolags aktier vid Stockholms Fondbörs brukar såvitt Aktiemarknadsnämnden känner till i allmänhet fattas av styrelsen. Detsamma gäller beslut om att ansöka om byte av noteringslista eller om sekundärnotering vid utländsk börs. Även beslut att begära avregistrering eller avnotering torde vanligen anses vara en styrelseangelägenhet. Självfallet kan situationer förekomma då åtgärder av det slag som nyss angetts är av sådan ingripande betydelse för aktieägarna att ärendet av det skälet bör behandlas av bolagsstämman.”

<sup>13</sup> Jfr AMN 2004:29, där nämnden konstaterar: ”Ett börsnoterat bolags styrelse har en plikt att agera i samtliga aktieägars intresse. Aktieägarna i VLT har förvärvat aktier i bolaget med den förutsättningen att det finns en fungerande marknad för bolagets aktier till dess att marknadsplatsens spridningskrav inte längre uppfylls. Ett börsnoterat bolags styrelse bör således inte verka för avnotering från marknadsplatsen på begäran av en huvudägare i strid med övriga ägares berättigade intressen av fungerande handel.” För en kommentar beträffande beslutet, se Schüssler (2006), *Fallet VLT – intressekonflikter vid hot om avnotering*, i Nord & Thorell (red.), *Intressekonflikter och finansiella marknader*, Stockholm Centre for Commercial Law, s. 315. Se även AMN 2010:15 (”En självklar utgångspunkt

aktiebolagsrättsliga regler, även om det inte är uteslutet att generalklausulerna i aktiebolagslagen i särskilda fall skulle kunna aktualiseras, exempelvis om avnoteringen används som ett utpressningsmedel för att en majoritetsaktieägare ska kunna förvärva minoritetens aktier.<sup>14</sup>

### 3.2 Värdepappersmarknadslagen och Mifid II

Avnotering regleras i fråga om reglerade marknader i 15 kap. 11 § i värdepappersmarknadslagen.<sup>15</sup> Av bestämmelsen framgår att en marknadsplats på eget initiativ ska besluta om avnotering om instrumentet i fråga inte uppfyller noteringskraven eller om emittenten allvarligt åsidosätter sina förpliktelser enligt värdepappersmarknadslagen (såsom vissa informationsgivningsregler).<sup>16</sup> Avnotering ska även ske på begäran av den efter vars begäran instrumentet har tagits upp till handel (normalt emittenten). Paragrafen föreskriver vidare att en marknadsplats får avnotera ett finansiellt instrument från handel även i andra fall, om det inte är sannolikt att avnoteringen orsakar väsentlig skada för investerarna eller marknadsens funktion, samt att avnotering inte får beslutas utan att emittenten har fått tillfälle att yttra sig.<sup>17</sup>

Bestämmelsen genomför artikel 52.1 i Mifid II.<sup>18</sup> I artikeln föreskrivs dock, till skillnad från vad som är fallet i värdepappersmarknadslagen, att en marknadsplats får (kursivering tillagd) ”avföra ett finansiellt instrument från handel, om detta inte längre motsvarar den reglerade marknads regler, såvida inte [...] avförande allvarligt skulle kunna skada investerarnas intressen eller hindra marknaden från att fungera korrekt”. Hur bedömningen enligt denna så kallade proportionalitetsregel ska göras utvecklas något i artikel 80 i den delegerade förordningen 2017/565. I den artikeln anges ett antal icke-uttömmande omständigheter som ska anses riskera att allvarligt skada

är att styrelsen även vid sådana beslut måste agera i bolagets och därmed samtliga aktieägares intresse”).

<sup>14</sup> Se vidare Kristiansson (2006), *Avnotering efter ansökan av bolaget*, Nordisk Tidskrift for Selskabsret nr 3, s. 35–36.

<sup>15</sup> Begreppet ”avnotering” används i lagen i fråga om reglerade marknader, medan ”avförande från handel” används för handelsplattformar (se 11 kap. 12 § värdepappersmarknadslagen). I förevarande framställning används dock endast termen avnotering.

<sup>16</sup> Av mindre intresse här är att avnotering även ska ske om emittenten är i resolution om Riksgäldskontoret begär det enligt 14 kap. 3 § första stycket 1 lagen (2015:1016) om resolution eller en utländsk resolutionsmyndighet begär det enligt nationell lagstiftning som genomför artikel 64.1 c i krishanteringsdirektivet.

<sup>17</sup> Om det inte är uppenbart obehövligt eller om beslutet inte kan skjutas upp.

<sup>18</sup> Tidigare artikel 41.1 i Mifid I, se prop. 2006/07:115 s. 618–619.

investerarnas intressen eller marknads korrekta funktion. Dessa inkluderar bland annat om emittentens ekonomiska bärkraft skulle äventyras genom avnoteringen. Vidare anges att marknadsplatsen i bedömningen av om avnoteringen skulle skada investerarnas intressen eller marknads korrekta funktion ska ta hänsyn till alla relevanta faktorer, däribland "[b]etydelsen av marknaden vad gäller likviditet, där åtgärdernas effekter sannolikt kommer att vara större på marknader som är viktigare för likviditeten än på andra marknader", "[t]ypen av planerad åtgärd, där åtgärder med permanenta eller varaktiga effekter på investerarnas förmåga att handla med ett finansiellt instrument på handelsplatser, såsom avförande, sannolikt kommer att ha en större inverkan på investerare än andra åtgärder", och följdverkningarna på relaterade derivat.

Det kan noteras att proportionalitetsregeln i Mifid II som anger att avnotering inte får ske om det skulle riskera att allvarligt skada investerarnas intressen eller hindra marknaden från att fungera korrekt inte implementerats direkt i svensk rätt.<sup>19</sup> I stället har proportionalitetsregeln implementerats genom att det i värdepappersmarknadslagen föreskrivs att en avnotering får skjutas upp om det är lämpligt från allmän synpunkt.<sup>20</sup> En börs får således inte neka avnotering med hänvisning till att det skulle vara skadligt för marknaden eller investerarna, utan endast fördröja sista dag för handel.

Det kan vidare noteras att reglerna för handelsplattformar i värdepappersmarknadslagen är något annorlunda formulerade. Medan en börs (reglerad marknad) *ska* fatta avnoteringsbeslut i vissa lägen i enlighet med vad som sagts ovan, anges i 11 kap. 12 § värdepappersmarknadslagen endast att den som driver en handelsplattform *får* fatta beslut om avnotering om instrumentet inte uppfyller de krav som gäller för att handlas på plattformen och det inte är sannolikt att avförandet allvarligt skulle skada investerarnas

<sup>19</sup> Jämför vidare hur implementeringen skett i de flesta andra rättsordningar som behandlas nedan.

<sup>20</sup> Härom skrivs i propositionen avseende genomförandet av Mifid I: "Ett beslut om avnotering kan dock skada investerarnas intressen – antagligen är det så i de allra flesta fall. I vissa fall kan dessutom ett sådant beslut komma att hindra att marknaden fungerar korrekt. Risken för att investerarnas intressen skadas allvarligt och för störningar i marknads funktion anges i artikel 41.1 i MiFID I [nuvarande artikel 52.1 i Mifid II] som två skäl då avslag på en ansökan om upptagande eller avnotering inte skall ske. Bestämmelsen bör inte tolkas som att t.ex. en avnotering över huvud taget inte skall ske utan att beslutet inte skall verkställas omedelbart om något av dessa skäl är för handen. Att avnotering skall ske om t.ex. ett finansiellt instrument inte längre uppfyller kraven för att vara upptaget till handel är dock klart. Verkställigheten bör dock skjutas upp så att investerarna och marknaden kan anpassa sig till den nya situationen." Se prop. 2006/07:115 s. 619.

intressen eller hindra marknaden från att fungera korrekt. Paragrafen reglerar inte avnotering på emittentens initiativ.<sup>21</sup>

### 3.3 Marknadsplatsernas regelverk

I marknadsplatsernas regelverk finns mer detaljerade föreskrifter om avnotering på såväl marknadsplatsens som emittentens initiativ.

#### *Nasdaq Stockholms reglerade marknad och handelsplattformen First North*

Enligt Nasdaq Stockholms regelverk för aktieemittenter på huvudmarknaden får en avnotering på marknadsplatsens initiativ ske om emittenten eller en tredje part ansökt om att försätta emittenten i konkurs eller likvidation, om emittenten inte betalat sina avgifter till marknadsplatsen i rätt tid, eller om emittenten på ett väsentligt sätt inte uppfyller noteringskraven och emittenten inte vidtagit rättelse enligt marknadsplatsens anvisning och det inte finns andra tillgängliga sätt att åtgärda eller återställa situationen.<sup>22</sup> Avnotering får även ske om emittentens verksamhet eller organisation bedöms skada förtroendet för värdepappersmarknaden eller marknadsplatsen.<sup>23</sup> Beträffande beslutsordningen för avnotering görs en åtskillnad mellan *administrativa beslut om avnotering*, med vilket avses avnotering när marknadsplatsen själv<sup>24</sup> fattar avnoteringsbeslutet vid rent ”mekaniska” överträdelser av regelverket (såsom konkurs), och avnotering som *sanktion* vid andra typer av överträdelser av regelverket, då avnoteringsbeslutet ska fattas av disciplinnämnden.<sup>25</sup> Disciplinnämnden får även fatta beslut om avnotering om emittenten på ett allvarligt sätt åsidosatt emittentreglerna, tillämplig lag eller författning, eller

<sup>21</sup> 11 kap. 12 § implementerar artikel 32.1 i Mifid II, som i nu relevanta hänseenden inte skiljer sig från artikel 52.1 beträffande avnotering på reglerad marknad.

<sup>22</sup> Se punkt 29 i Supplement G till Nasdaq Stockholms regelverk för aktieemittenter på huvudmarknaden (1 januari 2024). Motsvarande gäller vid väsentliga verksamhetsförändringar.

<sup>23</sup> Se punkt 2.2.1 i Supplement G till Nasdaq Stockholms regelverk för aktieemittenter på huvudmarknaden.

<sup>24</sup> Vanligen marknadsplatsens övervakningschef eller verkställande direktör.

<sup>25</sup> Se punkt 30 i Supplement G till Nasdaq Stockholms regelverk för aktieemittenter på huvudmarknaden. En reglerad marknad ska enligt lag ha en från marknadsplatsen oberoende disciplinnämnd med uppgift att handlägga ärenden om deltagares och emittenters överträdelser av de regler som gäller vid en reglerad marknad som drivs av marknadsplatsen, se 13 kap. 14–16 §§ i värdepappersmarknadslagen samt Finansinspektionens föreskrift FFFS 2007:17 kap. 4.

god sed på värdepappersmarknaden.<sup>26</sup> Disciplinnämnden har generellt varit återhållsam med att besluta om avnotering. Sedan 2005 har nämnden fattat 15 avnoteringsbeslut, samtliga i fall då emittenten vid ett upprepat antal tillfällen på allvarliga sätt överträtt regelverket.<sup>27</sup> Förutom i sådana fall torde avnotering på grund av att emittenten inte uppfyller regelverket i praktiken endast aktualiseras då kravet på likviditet inte uppfylls, och det därmed saknas förutsättningar för en fungerande handel och en fungerande prisbildningsmekanism.<sup>28</sup> Värt att notera är att marknadsplatsens krav på likviditet är uppställt för att möta det lagstadgade kravet att finansiella instrument får tas upp till handel på en reglerad marknad bara om det finns förutsättningar för en rättvis, välordnad och effektiv handel med de finansiella instrumenten.<sup>29</sup>

Om en emittent ansöker om avnotering ska marknadsplatsen enligt regelverket godkänna avnoteringen, men normalt med en fördröjning (jämför vad som ovan sagts beträffande värdepappersmarknadslagen). Som utgångspunkt kräver marknadsplatsen att det går fyra veckor från avnoteringsbeslutet till sista dag för handel. Om handeln i emittentens aktier är omfattande och det finns ett stort antal aktieägare kan marknadsplatsen besluta att fördröja avnoteringen upp till sex månader. Vid avnotering till följd av ett offentligt uppköpserbjudande får marknadsplatsen godkänna att avnoteringen sker två veckor efter att marknadsplatsens beslut har offentliggjorts under förutsättning att budgivaren äger mer än 90 procent av aktierna i emittenten, handeln i aktierna är sporadisk<sup>30</sup> och budgivaren har meddelat att den kommer att påkalla tvångsinlösen av resterande aktier.<sup>31</sup>

Enligt regelverket för handelsplattformen First North gäller, beträffande avnoteringsförfarandet, i huvudsak samma regler. Marknadsplatsen får besluta om avnotering som sanktion vid allvarliga överträdelser av regelverket eller om överträdelsen riskerar att skada förtroendet för värdepappersmarknaden eller marknadsplatsen.<sup>32</sup> Avnotering ska dock inte ske ”if such removal would

<sup>26</sup> Se punkt 34 i Supplement G till Nasdaq Stockholms regelverk för aktieemittenter på huvudmarknaden.

<sup>27</sup> Se disciplinnämndens beslut DN 2007:08, DN 2008:03, DN 2014:02, DN 2014:03, DN 2015:05, DN 2015:06, DN 2016:04, DN 2016:14, DN 2017:01, DN 2017:08, DN 2018:02, DN 2018:08, DN 2020:07, DN 2022:03 och DN 2023:06.

<sup>28</sup> Se punkt 2.13 i Nasdaq Stockholms regelverk för aktieemittenter på huvudmarknaden.

<sup>29</sup> Se 15 kap. 2 § värdepappersmarknadslagen.

<sup>30</sup> Vad som utgör en ”sporadisk” handel torde många gånger vara en svår bedömning, se vidare avsnitt 3.5 nedan.

<sup>31</sup> God sed uppställer ytterligare krav på fördröjning, se vidare avsnitt 3.4 nedan.

<sup>32</sup> Se punkt 8.2.1 (iii) i Nasdaq First North Growth Market Rulebook for Issuers of Shares (21 mars 2023).

be likely to cause significant damage to the investors' interests or the orderly functioning of the market".<sup>33</sup> Ett sådant beslut fattas antingen av marknadsplatsens disciplinnämnd,<sup>34</sup> eller av marknadsplatsen direkt vid vissa "mekaniska" överträdelser av regelverket, såsom insolvens.<sup>35</sup>

### *Nordic Growth Market NGM:s reglerade marknad och handelsplattformen Nordic MTF*

Av NGM:s regler för emittenter på den reglerade marknaden följer att NGM kan fatta ett administrativt beslut om avnotering om en ansökan om konkurs, avveckling eller motsvarande fattats av emittenten eller lämnats in av annan part till domstol eller myndighet, om emittentens verksamhet förändrats i sådan omfattning att emittenten bör betraktas som ett nytt företag och emittenten på NGM:s begäran inte fullföljer en ny noteringsprocess, om emittenten inte har betalat sin noteringsavgift, eller om emittenten tar tillbaka åtagandet att följa NGM:s regelverk för emittenter på huvudmarknaden.<sup>36</sup> Avnotering av andra skäl än dessa, såsom vid överträdelse av regelverket för emittenter, ska prövas av disciplinnämnden.<sup>37</sup> Härutöver gäller för NGM:s reglerade marknad (i likhet med andra reglerade marknader) enligt värdepappersmarknadslagen att det måste finnas förutsättningar för en rättvis, välordnad och effektiv handel med de finansiella instrumenten som tagits upp till handel.<sup>38</sup> Om detta inte skulle vara fallet aktualiseras frågan om avnotering. I sådana fall ska frågan bedömas av NGM:s disciplinnämnd.<sup>39</sup>

I fråga om avnotering på emittentens initiativ ska NGM som utgångspunkt godkänna en avnoteringsansökan och bestämma sista dag för handel. I likhet med Nasdaq Stockholm föreskriver NGM att det normalt ska gå fyra veckor från beslut om avnotering till sista dag för handel, men att avnoteringen får fördröjas upp till sex månader om handeln är omfattande och bolaget har ett stort antal aktieägare, samt att sista dag för handel får sättas

<sup>33</sup> Se punkt 8.2.3 i Nasdaq First North Growth Market Rulebook for Issuers of Shares.

<sup>34</sup> Se punkt 8.3 i Supplement B i Nasdaq First North Growth Market Rulebook for Issuers of Shares.

<sup>35</sup> Se punkt 8.2.6 i Nasdaq First North Growth Market Rulebook for Issuers of Shares.

<sup>36</sup> Se punkt 3.3.2 i NGM:s Regler för emittenter vars finansiella instrument är upptagna till handel på main regulated (4 maj 2020).

<sup>37</sup> Se punkt 3.3.3 i NGM:s Regler för emittenter vars finansiella instrument är upptagna till handel på main regulated.

<sup>38</sup> Se 15 kap. 2 § värdepappersmarknadslagen.

<sup>39</sup> Se punkt 3.3.3 i NGM:s Regler för emittenter vars finansiella instrument är upptagna till handel på main regulated.

tidigare vid avnotering till följd av ett offentligt uppköpserbjudande under samma förutsättningar som gäller på Nasdaq.<sup>40</sup> Det föreskrivs även direkt i NGM:s regelverk att NGM kan avslå en ansökan om avnotering om avnoteringen är oförenlig med god sed på värdepappersmarknaden.<sup>41</sup>

Regelverket för NGM:s handelsplattform Nordic SME är i nu relevanta hänseenden identiskt med regelverket för huvudmarknaden.<sup>42</sup>

### *Spotlight (handelsplattform)*

I Spotlights regelverk<sup>43</sup> föreskrivs att marknadsplatsen har möjlighet att fatta beslut om avnotering vid emittentens konkurs eller likvidation, avveckling av verksamheten eller motsvarande, om emittenten genomgått så omfattande förändringar att bolaget framstår som ett nytt bolag, om bolaget inte uppfyller noteringskraven och inte har kunnat åtgärda de aktuella problemen eller inte bedöms kunna uppfylla noteringskraven inom rimlig tid, eller inte har betalat noteringsavgiften i tid.<sup>44</sup> Avnotering får även ske om emittenten bedöms kunna skada förtroendet för aktiemarknaden.<sup>45</sup>

Om emittenten ansöker om avnotering anges i Spotlights regelverk att marknadsplatsen kommer att pröva om det finns förutsättningar att godkänna ansökan i varje enskilt fall, och i kommentartexten till bestämmelsen hänvisas primärt till att avnoteringen för att godkännas ska vara förenlig med god sed på aktiemarknaden (se vidare nedan).<sup>46</sup> I fråga om avnotering i sam-

<sup>40</sup> Se punkt 3.3.1 i NGM:s Regler för emittenter vars finansiella instrument är upptagna till handel på main regulated.

<sup>41</sup> Se punkt 3.3.1 i NGM:s Regler för emittenter vars finansiella instrument är upptagna till handel på main regulated, samt vidare om god sed nedan.

<sup>42</sup> Se punkt 3.3.2 och 3.3.3 i Regler Nordic SME, Regler för bolag vars aktier är noterade på Nordic SME (3 februari 2020).

<sup>43</sup> Spotlights regelverk (1 februari 2022).

<sup>44</sup> Se punkt 6.4 i Spotlights regelverk. Regelverket innehåller också vissa särskilda regler om avnotering av SPACs.

<sup>45</sup> Se punkt 2.21 i Spotlights regelverk.

<sup>46</sup> I kommentarstexten till 6.3 i Spotlights regelverk anges följande: ”Aktiemarknadsnämnden har i flera uttalanden berört frågor om avnotering av aktier i fall då noteringskraven är uppfyllda, se framförallt AMN 2014:33. Nämnden har i dessa uttalanden framhållit att styrelsen i ett noterat bolag har en plikt att agera i samtliga aktieägares intresse och att den som förvärvar aktier i ett noterat bolag torde göra det under förutsättningen att det finns en fungerande marknad för bolagets aktier till dess att noteringskraven inte längre uppfylls. Marknadsplatsen kan komma att begära att Bolaget inhämtar ett yttrande från Aktiemarknadsnämnden i fråga om avnoteringen är förenlig med god sed på värdepappersmarknaden.”

band med ett offentligt uppköpserbjudande är Spotlights regelverk identiskt med Nasdaq och NGM:s.

### 3.4 God sed på värdepappersmarknaden

Aktiemarknadsnämnden har i en rad uttalanden behandlat frågor om god sed beträffande avnotering av aktier, där utgångspunkten är att ”den som förvärvar aktier i ett noterat bolag torde göra det under förutsättningen att det finns en fungerande marknad för bolagets aktier till dess att noteringskraven inte längre uppfylls”.<sup>47</sup> Nämndens praxis har därför generellt varit restriktiv, och primärt gällt tre typfall: ansökan avnotering från emittentens sida då marknadsplatserna anser att noteringskraven *inte* är uppfyllda, ansökan om avnotering från emittentens sida då marknadsplatsen anser att noteringskraven *är* uppfyllda, och ansökan om avnotering efter ett offentligt uppköpserbjudande. Dessa behandlas nedan.<sup>48</sup> Det bör anmärkas att praxis gäller *svenska* bolag noterade på en svensk marknadsplats.<sup>49</sup>

#### *Avnotering efter ansökan från emittenten då noteringskraven inte bedöms vara uppfyllda*

Om noteringskraven enligt den marknadsplats där emittentens aktier är noterade av marknadsplatsen inte bedöms vara uppfyllda har Aktiemarknadsnämnden uttalat att god sed inte kräver att emittenten vidtar åtgärder för att uppfylla noteringskraven (i praxis har det varit fråga om att anlita en likviditetsgarant för att uppfylla likviditetskrav).<sup>50</sup> Denna bedömning får

<sup>47</sup> En i nämndens praxis återkommande formulering, se t.ex. AMN 2022:23. Därtill kan noteras att det finns legala hinder för såväl privatpersoner som institutionella investerare att inneha onoterade värdepapper (i olika omfattningar). Onoterade värdepapper får exempelvis inte förvaras på investeringssparkonton (se 6 § i lag (2011:1268) om investeringssparkonto).

<sup>48</sup> Nämndens praxis beträffande avnotering gäller, *mutatis mutandis*, även vid avknoppning av en väsentlig del av verksamheten utan åtföljande notering, se AMN 2012:17 (ej offentliggjort men refererat i senare uttalanden), AMN 2014:33 och AMN 2019:03.

<sup>49</sup> Se AMN 2020:27, där nämnden inte hade några synpunkter på en avnotering från Nasdaq Stockholm beträffande aktierna i en utländsk (nordisk) emittent, annat än att ”aktieägarna informeras om den planerade åtgärden på ett sätt som så nära som möjligt ansluter till hur informationen skulle ha lämnats om motsvarande åtgärd planerades i ett svenskt bolag, nämligen minst tre månader före ansökan om avnotering”.

<sup>50</sup> Se bl.a. AMN 2016:12 (”God sed på aktiemarknaden kan därvid inte anses kräva att IFS vidtar aktiespridningsåtgärder för att uppfylla de noteringskrav som dessa marknadsplatser uppställer”), samt AMN 2019:30, AMN 2020:16 och AMN 2020:19.

inte göras schablonmässigt i de fall noteringskraven uppställer kvantitativa gränser i fråga om likviditet, spridning och *free float*, utan en bedömning ska göras i det enskilda fallet där frågan är om handeln kan fungera tillfredsställande.<sup>51</sup> Om en inte obetydlig andel aktier är i allmän ägo och om det finns skäl att tro att aktierna efter avnoteringen kan tas upp till handel på en annan marknadsplats med lägre noteringskrav, ska dock en alternativ notering sökas av emittenten.<sup>52</sup>

Nämnden har därtill uttalat att ansökan om avnotering får ske först efter det att marknaden informerats om avnoteringsplanerna och aktieägarna haft en rimlig tid på sig att avyttra sina aktier eller på annat sätt agera på informationen. Denna tid ska vara minst tre månader, om inte särskilda skäl föreligger som förtar meningen med en sådan frist.<sup>53</sup> God sed kräver också att nämndens kansli inför en ansökan om avnotering på emittentens initiativ på grund av att noteringskraven inte bedöms vara uppfyllda tillhandahålls skriftligt underlag av vilket det framgår att marknadsplatsen anser att noteringskraven inte är uppfyllda innan avnoteringsplanerna offentliggörs (exempelvis att fortsatt notering kräver att en likviditetsgarant anlitas<sup>54</sup>). Kravet uppställs både i syfte att nämnden ska kunna kontrollera att avnoteringen är förenlig med god sed och för att vid behov kunna uttala sig om en lämplig frist för att till marknadsplatsen ge in en ansökan om avnotering.

#### *Avnotering på emittentens initiativ om noteringskraven är uppfyllda*

Vid emittentens ansökan om avnotering av bolagets aktier när noteringskraven är uppfyllda har nämnden intagit en mycket restriktiv hållning. Grundläggande har nämnden uttalat att bolagets styrelse vid övervägande om en

<sup>51</sup> Se AMN 2014:33.

<sup>52</sup> Se AMN 2019:30, samt även AMN 2016:12, där spridningskraven enligt marknadsplatsen inte var uppfyllda på Nasdaq Stockholms huvudmarknad, men där nämnden uttalade att god sed krävde att emittenten undersökte om bolagets aktier efter avnoteringen kunde tas upp till handel på någon annan svensk reglerad marknad, eftersom emittenten hade "ett relativt stort antal aktieägare med icke obetydliga innehav var för sig och ett sammanlagt innehav som till nuvarande börskurs har ett marknadsvärde på flera hundra miljoner kronor".

<sup>53</sup> Se t.ex. AMN 2019:15 (tre månader), AMN 2019:30 (tre månader), AMN 2020:02 (ingen fördröjning ansågs påkallad på grund av bl.a. permanent handelsstopp), AMN 2020:16 (ingen fördröjning ansågs påkallad på grund av att bolagsstämman beslutat att sälja hela verksamheten och avveckla bolaget och förfarandet var känt), AMN 2020:19 (tre månader) och AMN 2020:27 (tre månader).

<sup>54</sup> Se AMN 2019:30.

avnoteringsansökan har en plikt att agera i samtliga aktieägares intresse, och att det strider mot god sed att verka för avnotering för att tillgodose endast vissa aktieägares intressen eller på begäran av en huvudägare i strid med övriga ägares berättigade intressen av fungerande handel.<sup>55</sup> Vidare har nämnden uttalat att motiven för en avnotering måste vara av sådan styrka att det kan anses berättigat att utsätta de övriga aktieägarna för nackdelen av noteringens upphörande.<sup>56</sup> Möjligheten att genom avnotering undgå de extra kostnader som är förknippade med notering är inte godtagbara skäl för avnotering.<sup>57</sup>

Om styrelsen finner att en avnoteringsansökan är förenlig med de grundläggande kraven ovan tillåter god sed två tillvägagångssätt för avnotering. Det ena är att värdepappren som omfattas av avnoteringen noteras på en annan marknadsplats med ett jämförbart investerarskydd och jämförbara förutsättningar för handel – det vill säga ett listbyte till annan svensk<sup>58</sup> reglerad marknad eller annan handelsplattform.<sup>59</sup> I samband med ett sådant listbyte torde emittenten även vara skyldig att upplysa marknaden om skillnader beträffande de aktiemarknadsrättsliga regler som kommer att gälla.<sup>60</sup> Det andra är att avnoteringsbeslutet underkastas bolagsstämman, och att beslutet där fattas med aktiebolagslagens strängaste majoritetskrav – att beslutet bifalles av samtliga närvarande aktieägare och att dessa tillsammans företräder minst

<sup>55</sup> Se t.ex. AMN 2004:29. I uttalandet AMN 2006:02 framhöll nämnden även att det inte är förenligt med god sed på aktiemarknaden att ett bolag verkar för avnotering eller byte av noteringsplats uteslutande i syfte att en eller ett par av bolagets aktieägare skall slippa ifrån förpliktelser vis-à-vis övriga ägare i bolaget. Se även AMN 2010:15, AMN 2006:02 och AMN 2018:54.

<sup>56</sup> Se bl.a. AMN 2004:29, AMN 2010:15 och AMN 2014:33.

<sup>57</sup> Se AMN 2019:03. Jfr AMN 2015:34, där avnotering av ekonomiska skäl som ett nödvändigt led i emittentens rekonstruktion bedömdes vara förenlig med god sed, samt AMN 2018:54, där omständigheterna var likartade och där marknadsplatsen med hänvisning till emittentens ekonomiska situation yttrat att noteringen var skadlig för förtroendet för marknadsplatsen.

<sup>58</sup> Om listbytet ska ske till en utländsk marknadsplats ställs högre krav, se AMN 2022:23.

<sup>59</sup> Se bl.a. AMN 2004:29, AMN 2013:44, AMN 2014:33 (där nämnden resonerar relativt utförligt i frågan), AMN 2019:03 och AMN 2021:50. Beträffande jämförbarhet i handel och aktieägarskydd, se även AMN 2015:10. Frågan behandlas även kort i Aktiemarknadsnämndens verksamhetsberättelse 2016 s. 6 ("Nämnden har under årens lopp gjort flera uttalanden om saken, bl.a. AMN 2014:33, och då intagit ståndpunkten att styrelsen bör tillse att bolagets aktier efter sista noteringsdagen på exempelvis Nasdaq Stockholm kan tas upp till handel på någon annan jämförbar marknadsplats (reglerad marknad eller handelsplattform)").

<sup>60</sup> Se AMN 2016:12.

nio tiondelar av samtliga aktier i bolaget. Vidare ska aktieägarna i kallelsen till stämman där ett sådant beslut ska behandlas tydligt upplysas om majoritetskravet.<sup>61</sup> Innan en formell begäran om avnotering ges in ska bolaget redovisa för marknadsplatsen hur dessa frågor avses att hanteras.<sup>62</sup>

### *Avnotering i anslutning till ett offentligt uppköpserbjudande*

Som berörts ovan godkänner marknadsplatserna enligt respektive regelverk ansökningar om avnotering i anslutning till ett offentligt uppköpserbjudande under förutsättning att budgivaren kommit att äga mer än 90 procent av aktierna i emittenten, att handeln är sporadisk samt att budgivaren har meddelat att denne kommer att påkalla tvångsinlösen av resterande aktier i emittenten.<sup>63</sup> Aktiemarknadsnämnden har därtill uttalat att en sådan avnotering inte abrupt och fullständigt får beröva aktieägarna möjlighet till handel i aktierna på en marknadsplats,<sup>64</sup> samt att budgivaren – i samband med budet – inte får använda uttalanden om planerad avnotering som ett påtryckningsmedel för att förmå aktieägarna i målbolaget att acceptera budet.<sup>65</sup>

## 3.5 Sammanfattning och tillämpningsproblem

Som framgått av avsnittet kan vi skilja på fyra typfall av avnotering, med delvis olika krav, och med vissa mindre variationer mellan marknadsplatserna:

1. Samtliga marknadsplatser har enligt värdepappersmarknadslagen och sina egna regelverk möjlighet, och i vissa fall en skyldighet, att besluta om avnotering av en emittents finansiella instrument, om emittenten bryter mot värdepappersmarknadslagen eller marknadsplatsernas regelverk, eller vid vissa särskilt väsentliga händelser såsom obestånd. Avnoteringen ska då ske under ordnade former, så att den inte allvarligt skadar investerarnas intressen eller hindrar marknaden från att fungera korrekt.

<sup>61</sup> Detta med parallell till aktiebolagslagens bestämmelser om sådan ändring av bolagsordningen som innebär att redan utgivna aktiers överlåtbarhet begränsas (7 kap. 43 § aktiebolagslagen) samt det majoritetskrav som gäller för byte av bolagskategori från publikt till privat aktiebolag (26 kap. 6 § aktiebolagslagen). Se främst AMN 2019:03 och AMN 2021:50, samt Aktiemarknadsnämndens verksamhetsberättelse 2016.

<sup>62</sup> Se AMN 2014:33.

<sup>63</sup> Betydelsen av att budgivaren faktiskt har påkallat tvångsinlösen kan möjligen ifrågasättas eftersom, när lösenställning väl uppstått, minoriteten själv kan begära att få sina aktier inlösta enligt 22 kap. aktiebolagslagen.

<sup>64</sup> Se t.ex. AMN 2014:33 samt AMN 2015:07.

<sup>65</sup> Se t.ex. AMN 2004:29, AMN 2010:15 samt AMN 2019:02.

2. En emittent får själv ansöka om avnotering när noteringskraven enligt marknadsplatsens bedömning *inte* är uppfyllda och marknadsplatsen är skyldig att godkänna en sådan ansökan (med fördröjning av sista handelsdag upp till sex månader, och som utgångspunkt enligt god sed minst tre månader). Om en inte obetydlig andel aktier är i allmän ägo och om det finns skäl att tro att aktierna efter avnoteringen kan noteras på en annan marknadsplats med lägre noteringskrav ska dock en alternativ notering enligt god sed sökas. Inför en sådan ansökan om avnotering ska kontakt tas med Aktiemarknadsnämndens kansli.
3. En emittent får även själv ansöka om avnotering när noteringskraven *är* uppfyllda, och även då har marknadsplatsen en skyldighet att godkänna ansökan. Aktiebolagslagen och god sed på aktiemarknaden uppställer emellertid strikta krav på styrelsens överväganden inför en sådan ansökan. Avnotering får enligt god sed vidare endast ske om avnoteringen godkänts av bolagsstämman med iakttagande av aktiebolagslagens strängaste majoritetskrav, eller om värdepappren som omfattas av avnoteringen noteras på en annan marknadsplats med jämförbart investerarskydd och förutsättningar för handel (listbyte).
4. Avnotering får slutligen ske efter ett offentligt uppköpserbjudande under förutsättning att budgivaren äger mer än 90 procent av aktierna i emittenten, att handeln är sporadisk samt att budgivaren har meddelat att denne kommer att påkalla tvångsinlösen av resterande aktier i emittenten.

I de renodlade fallen vållar det knappast problem att avgöra huruvida avnotering eller ansökan om avnotering är förenlig med vad som nu konstaterats då noteringskraven inte är uppfyllda (fall 1 och 2 ovan). Så kan exempelvis vara fallet om ett beslut om likvidation fattats eller om bolaget försatts i konkurs. Men svåra bedömningsfrågor uppstår snabbt även i närliggande fall. Att marknadsplatsen får fatta beslut och att emittenten får ansöka om avnotering om emittenten *har försatts* i konkurs enligt domstolsbeslut står exempelvis klart, men man kan även i detta relativt enkla fall ställa sig frågan om det bör krävas ett lagkraftvunnet domstolsbeslut, hur situationen ska hanteras om det är oklart huruvida emittenten faktiskt bör försättas i konkurs, samt om det skulle räcka med att emittenten visar på ekonomiska svårigheter som gör att avnotering framstår som lämplig eller rentav nödvändig för bolagets överlevnad (och i så fall hur allvarlig ska krisen vara).

Det i praktiken vanligaste scenariot då avnotering aktualiseras till följd av att noteringskraven inte är uppfyllda är då likviditetskraven inte uppfylls.<sup>66</sup> Likviditet är emellertid ett notoriskt problematiskt begrepp,<sup>67</sup> och även om marknadsplatsernas regelverk innehåller vissa hjälpregler för bedömningen av kravet<sup>68</sup> är det i praktiken många gånger svårt att avgöra om en aktie bör betraktas som likvid eller inte, särskilt i den relativt stora andel bolag som under en lång tid haft ett fåtal aktieägare och en generellt begränsad handel. Till detta kommer att likviditeten i mindre bolag lätt kan påverkas genom att bolaget säger upp sitt avtal med en anlitad likviditetsgarant eller genom att en större aktieägare över tid förvärvar mindre aktieposter, för att på så vis framtvinga en avnotering i fall (1) och (2) ovan, varigenom emittenten kan undvika de krav som uppställs i fall (3). Även andra åtgärder kan tänkas vidtas av en emittent för att åstadkomma en avnotering utifrån vad som krävs i fall (1) och (2), om en avnotering i enlighet med fall (3) och (4) inte är praktiskt möjlig.

Även vid ansökan om avnotering då noteringskraven är uppfyllda eller då ansökan föregåtts av ett offentligt uppköpserbjudande (fall 3 och 4 ovan) uppstår vissa svåra bedömningsfrågor. I fall 3 uppstår frågan om vad som ska anses göra en ”annan marknadsplats med jämförbart investerarskydd och förutsättningar för handel”. I fall 4 uppkommer frågan om när handeln ska anses vara sporadisk, och hur detta krav förhåller sig till det allmänna likviditetskravet.

<sup>66</sup> I Nasdaq Stockholms regelverk föreskrivs att det ”ska finnas förutsättningar för tillräcklig tillgång och efterfrågan [...] på Aktierna för att uppnå en fungerande prisbildningsmekanism”, i NGM:s att det ”ska finnas förutsättningar för en rättvis, välordnad och effektiv handel med Aktierna”, och i Spotlights att det ”ska finnas förutsättningar för tillräcklig tillgång och efterfrågan på Bolagets Aktier i syfte att uppnå en rättvis, välordnad och effektiv handel samt en fungerande prisbildning”. Se t.ex. AMN 2019:15, AMN 2019:30, AMN 2019:36, AMN 2020:02 och AMN 2020:19.

<sup>67</sup> Se t.ex. Sarr & Lybek (2002), *Measuring Liquidity in Financial Markets*, IMF Working Paper 02/232. En allmänt vedertagen definition av likviditet saknas. Angående svårigheterna med att kvantifiera likviditet, se vidare Lidman (2024), *Företagsobligationsmarknadsrätt*, Norstedts Juridik, s. 340 ff.

<sup>68</sup> Se t.ex. punkt 2.13.2–3 i Nasdaqs Stockholms regelverk för aktieemittenter på huvudmarknaden, punkt 2.2.9 i NGM:s Regler för emittenter vars finansiella instrument är upptagna till handel på main regulated, och punkt 2.6 med kommentartext i Spotlights regelverk.

## 4. Utblick

I det följande presenteras huvuddragen avseende vilka krav som ställs för att avnotera ett bolag på några av de största europeiska marknaderna (Frankrike, Italien, Nederländerna, Storbritannien, Spanien och Tyskland) och i våra nordiska grannländer.<sup>69,70</sup> Någon distinktion görs inte i fråga om var regleringen om avnotering återfinns (i lag, föreskrifter från behörig myndighet, marknadsplatsernas regelverk eller en kombination), men där regleringen i huvudsak följer av marknadsplatsens regelverk markeras detta i respektive rubrik. Det bör anmärkas att regelverken primärt avser reglerade marknader, och inte MTF:er, och det bör också noteras att det stora antalet bolag noterade på MTF primärt är en svensk företeelse.<sup>71</sup>

Sammanfattningsvis kan sägas att tre olika modeller för att tillförsäkra minoritetsaktieägare skydd i samband med avnotering på emittentens initiativ förekommer i de aktuella länderna. Den första består i att kräva att beslut om avnotering fattas eller godkänns av bolagsstämman med särskilda majoritetskrav, en modell som används i Storbritannien och (som utgångspunkt) Norge. Den andra modellen består i att kräva att aktieägarna erbjuder möjlighet att sälja sina aktier innan avnotering inom ramen för ett ”avnoteringsbud” för vilket vissa särskilda krav uppställs, särskilt gällande pris, vilket är den modell som används i Tyskland. Den tredje och vanligaste modellen består i en kombination, där en avnoteringsansökan godkänns endast om avnoteringen beslutats eller godkänts av bolagsstämman *och* aktieägarna erbjudits möjlighet att sälja sina aktier innan avnoteringen. Denna modell används i Danmark, Italien, Nederländerna och Spanien. Finsk rätt låter sig inte placeras i någon av kategorierna, eftersom kraven för att marknadsplatsen ska tillåta avnotering där i högre utsträckning är normativt öppna, och gör det möjligt för börsen att ta hänsyn till samtliga omständigheter i det enskilda fallet. I samtliga länder gäller att sista dag för handel sätts en viss

<sup>69</sup> Många nyanser har i överskådighetssyfte här utelämnats, bland annat detaljer om avnoteringsprocesserna som sådana, bolagsrättsliga krav vid inlösen (*squeeze-outs*), specifika krav på avnoteringsbud, m.m.

<sup>70</sup> I överblickar som förevarande behandlas ofta även amerikansk rätt. Amerikansk rätt i fråga om avnoteringar skiljer sig dock på många fundamentala sätt från både svensk och europeisk rätt, och behandlas därför inte i framställningen. För en aktuell genomgång av amerikansk rätt, se Gelter & Thel (2024), *Delisting in the United States*, ECGI Law Working Paper nr 806/2024.

<sup>71</sup> Se t.ex. Isaksson & Lidman (2023), *Den europeiska gröna given och en hållbar aktiemarknad*, i Något om hur den svenska värdepappersmarknaden europeiserades, Svensk Värdepappersmarknad, figur 2 på s. 148.

tid efter att avnoteringen godkänts, och i de flesta fall ges marknadsplatsen eller den myndighet som prövar avnoteringsansökan även möjlighet att avslå ansökan trots att de generella avnoteringskraven är uppfyllda om det kan antas vara särskilt ägnat att skada marknaden eller minoritetsaktieägare.

### *Danmark – Nasdaq Copenhagen*

Avnotering regleras i dansk rätt i *Kapitalmarkedsloven* samt i emittentreglerna för Nasdaq Copenhagen. Avnotering på emittentens initiativ regleras inte längre i den danska lagstiftningen, men har tidigare varit reglerat i 25 § *Værdipapirhandelsloven*. Paragrafen kom att ersättas av 78 § *Kapitalmarkedsloven* vilken numera enbart reglerar avnotering på marknadsplatsens initiativ.<sup>72</sup> I *Kapitalmarkedsloven* föreskrivs att marknadsplatsen får fatta beslut om avnotering om emittenten inte uppfyller noteringskraven, men att marknadsplatsen inte får besluta om avnotering om det sannolikt skulle vara till väsentlig skada för investerarnas intressen eller marknadens korrekta funktionssätt.<sup>73</sup>

Avnotering på emittentens initiativ regleras i emittentreglerna. Häri föreskrivs att marknadsplatsen får besluta om avnotering efter ansökan från emittenten (vilket bolagsrättsligt är ett styrelsebeslut<sup>74</sup>), och att ansökan ska godkännas om beslut om avnotering har fattats av bolagsstämman utifrån ett reglerat informationsunderlag (bl.a. inklusive en konsekvensanalys) med 9/10 majoritet (med beaktande av röster och aktier) *samt* förutsatt att emittenten tillser att aktieägarna har möjlighet att avyttra sina aktier under en period om minst fyra veckor och till en ”reasonable level of compensation” på lika villkor.<sup>75</sup> Marknadsplatsen får meddela dispens från ett eller flera av dessa krav om emittenten är i finansiella svårigheter.<sup>76</sup> Avnotering på ansökan från

<sup>72</sup> Enligt lagmotiven för att endast implementera reglerna om avnotering i Mifid II, se vidare ForslagL 155 (2016–17) til lov om kapitalmarkeder. Ändringen följde Erhvervsankenævnets beslut beträffande avnoteringen av Molslinjen A/S, Kendelse af 15. august 2016 (J.nr. 2016-2340), och har varit omdiskuterad. Se bl.a. Moalem, Hedegaard Thomsen & Svendsen (2019), *Afnotering og minoritetsbeskyttelse*, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret nr 4, s. 41–58, Lau Hansen (2020), *Nye regler fra Nasdaq Copenhagen om frivillig sletning – Et svar*, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret nr 1, s. 1–14, och Krüger Andersen & Clausen (2019), *Børsretten*, utgåva 6, Djøf, s. 329 f.

<sup>73</sup> Jfr artikel 52.1 i Mifid II.

<sup>74</sup> Se Schaumburg-Müller (2013), *Kompetenceforholdet mellem bestyrelse og direktion*, Erhvervsjuridisk Tidsskrift, s. 199.

<sup>75</sup> Se punkt 20 i–iii i appendix A (Nasdaq Copenhagen) i Nasdaqs Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares.

<sup>76</sup> Se punkt 21 i appendix A (Nasdaq Copenhagen) i Nasdaqs Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares (1 januari 2024).

emittenten får även ske om förutsättningar för inlösen av minoritetsaktier föreligger,<sup>77</sup> om aktierna är noterade på en annan reglerad marknad eller motsvarande marknad utanför EU, om emittenten likvideras enligt dansk bolagsrätt, om emittenten upphör att existera på grund av en fusion, eller om emittenten går i konkurs eller motsvarande.<sup>78</sup>

En särskild tillämpningsfråga som varit föremål för omfattande diskussion i Danmark är vad som ska anses utgöra en ”reasonable level of compensation” när aktieägarna erbjuds att avyttra sina aktier i samband med en förestående avnotering. Av regelverket följer att det, som utgångspunkt, inte är marknadsplatsen som avgör den saken, men att om ”the quotation is obviously unreasonable, the Exchange may reject the Issuer’s request for removal from trading and request the Issuer to revise the terms for the disposal of the Shares”.<sup>79</sup> Om tvist uppstår avseende kompensationsnivån får frågan ytterst prövas av domstol på kontraktsrättslig grund.

### *Finland – Nasdaq Helsinki*

Enligt noteringsreglerna för Nasdaq Helsingfors, som har sin bakgrund i den finska lagen om handel med finansiella instrument, kan marknadsplatsen fatta beslut om avnotering om emittenten inte längre uppfyller noteringskraven eller som sanktion vid överträdelse av regelverket.<sup>80</sup> Marknadsplatsen kan även fatta beslut om avnotering efter ansökan från bolaget. Marknadsplatsen är emellertid enligt lag förhindrad från att fatta ett avnoteringsbeslut i båda fallen om det skulle medföra avsevärd olägenhet för investerarna eller för finansmarknadens funktion.<sup>81</sup> Denna begränsning har tolkats strängt. Om emittenten ansöker om att handeln ska avslutas, ska emittenten redovisa för börsen varför en sådan åtgärd inte kommer att medföra betydande olägenheter för investerarna eller finansmarknadens funktion, och avnoteringen ska

<sup>77</sup> I princip motsvarande vad som gäller enligt svensk rätt, se 70–73 §§ Selskabsloven (LBK nr 1451 af 09/11/2022), som bl.a. föreskriver att minoriteten kan kräva att bli inlöst om en aktieägare innehar mer än 90 procent av aktierna i bolaget.

<sup>78</sup> Se punkt 23 i appendix A (Nasdaq Copenhagen) i Nasdaqs Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares.

<sup>79</sup> Se kommentaren till punkt 20 i appendix A (Nasdaq Copenhagen) i Nasdaqs Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares.

<sup>80</sup> Se punkt 25 i Supplement B i Nasdaq Main Market Rulebook for Issuers of Shares samt finska lagen om handel med finansiella instrument 2017/1070 3 kap. 11 och 14 § (reglerad marknad) och 5 kap. 11 § (MTF).

<sup>81</sup> Se 3 kap. 11 § tredje stycket i finska lagen om handel med finansiella instrument 2017/1070, jfr föreskrifterna om avnotering i Mifid II som behandlats ovan.

bara godkännas om den kan ges en sådan ”utformning att den enligt [marknadsplatsen] [...] skäligen tryggar investerarnas ställning och också i övrigt tryggar de krav som börsreglerna ställer.”<sup>82</sup> Bedömningen av om en avnotering kommer att orsaka betydande skada ska enligt förarbetsuttalanden göras i det enskilda fallet, med hänsyn till bl.a. om handeln kommer återupptas på en annan reglerad marknad eller MTF inom EU med motsvarande investerarskydd och förutsättningar för handel, om aktieägarna ges möjlighet att sälja sina aktier innan avnoteringen,<sup>83</sup> samt om och under vilka former bolagsstämman tagit ställning till avnoteringsbeslutet.<sup>84</sup> Om avnotering ska ske efter ett offentligt uppköpserbjudande kräver Nasdaq Helsingfors enligt uppgift att budgivaren erhållit inlösenställning (äger mer än 90 procent av aktierna i bolaget i fråga), påkallat inlösen samt deponerat säkerhet för lösenbeloppet.

#### *Frankrike – Euronext Paris*

I fransk rätt regleras avnoteringar i övervakningsmyndigheten *Autorité Des Marchés Financiers* (AMF) regler, i *Code monétaire et financier* (som implementerar artikel 52 i Mifid II), samt i marknadsplatsernas regelverk.<sup>85</sup> Efter ett offentligt uppköpserbjudande varigenom budgivaren erhållit mer än 90 procent av aktierna i målbolaget får budgivaren lösa in utestående aktier genom det reglerade förfarandet *Retrait obligatoire*, i princip motsvarande inlösen av minoritetsaktier enligt 22 kap. aktiebolagslagen (2005:551), där inlösenpriset ska bestämmas till ett skäligt pris av en oberoende värderingsman bl.a. med hänsyn till aktiepris, relevanta jämförelseobjekt, nyligen genomförda transaktioner och diskonterat kassaflöde.<sup>86</sup> Efter att *Retrait obligatoire* offentliggjorts avnoteras aktierna i målbolaget av marknadsplatsen.<sup>87</sup>

Enligt Euronext Paris regler får marknadsplatsen fatta beslut om avnotering om emittenten inte uppfyller noteringskraven (exv. bristande likviditet)

<sup>82</sup> Se Finlands proposition RP 32/2012 rd, s. 223.

<sup>83</sup> Se Finlands proposition RP 32/2012 rd, s. 223.

<sup>84</sup> Se Finlands proposition RP 43/2007 rd, s. 80.

<sup>85</sup> Enligt AMF:s regler ska marknadsplatsernas regelverk föreskriva vad som gäller i fråga om avnotering, se artikel 531-7 3(c) i Règlement général de l'AMF en vigueur du 01/01/2024 au 28/03/2024.

<sup>86</sup> Se artikel 237-1 i Règlement général de l'AMF en vigueur du 01/01/2024 au 28/03/2024. Jfr artikel 16 i takeover-direktivet (direktiv 2004/25/EC om uppköpserbjudanden).

<sup>87</sup> Se artikel 237-6 andra stycket i Règlement général de l'AMF en vigueur du 01/01/2024 au 28/03/2024 samt artikel P1.4.2 i Euronext Rule Book II (Specific rules applicable to the French regulated markets) (31 januari 2022).

eller om emittenten är i ekonomisk kris eller i konkurs.<sup>88</sup> Därutöver får en ansökan om avnotering från emittenten godkännas om mer än 90 procent av aktierna ägs av en aktieägare eller en grupp närstående aktieägare och en rad andra tekniska krav är uppfyllda, främst om handeln varit mycket begränsad,<sup>89</sup> och övriga aktieägare erbjudits att sälja sina aktier mot kontant vederlag ("delisting offer", att skilja från *Retrait obligatoire*).<sup>90</sup> Om aktierna som ska avnoteras är upptagna till handel på en annan reglerad marknad inom EU är reglerna ytterligare något förenklade.<sup>91, 92</sup>

### *Italien – Borsa Italia*

Efter ett offentligt uppköpserbjudande som resulterat i att budgivaren äger över 95 procent av aktierna i målbolaget avnoteras ett italienskt bolag direkt av marknadsplatsen, utan att något beslut från bolagsstämman eller bolaget krävs, om inte åtgärder vidtas för att säkerställa normal handel efter budet.<sup>93</sup> Budgivaren har i samband därmed en skyldighet att lösa in övriga aktier i

<sup>88</sup> Se 6905/1 i Euronext Rule Book I (17 maj 2019), samt *Code monétaire et financier* Artikel L. 420-10, som, baserat på artikel 52 i Mifid II, föreskriver att avnotering inte får ske om det sannolikt kommer att allvarligt skada investerarnas intressen eller äventyra en korrekt drift av handelsplatsen ("Le gestionnaire d'une plate-forme de négociation [...] radier de la négociation un instrument financier, lorsque cet instrument ou les conditions de sa négociation n'obéissent plus aux règles de la plate-forme, sauf si une telle mesure est susceptible de léser d'une manière significative les intérêts des investisseurs ou de compromettre le fonctionnement ordonné de la plate-forme.").

<sup>89</sup> Se P1.4.2 (b) i Euronext Rule Book II (Specific rules applicable to the French regulated markets).

<sup>90</sup> Se P1.4.2 (b) i Euronext Rule Book II (Specific rules applicable to the French regulated markets).

<sup>91</sup> Se P1.4.4 i Euronext Rule Book II (Specific rules applicable to the French regulated markets). Se även P1.4.5 beträffande listbyte till en MTF.

<sup>92</sup> T. com. Paris, 14 Dec. 2012, SA Radiall c/ Euronext. Emittenten kan även ansöka om avnotering i andra fall. Marknadsplatsen ska dock bedöma konsekvenserna av avnoteringen, särskilt med beaktande av effekter på marknaden i de aktuella instrumentet samt investerarnas intresse, och har ingen skyldighet och förväntas inte heller godkänna avnoteringen. Efter en ändring av marknadsplatsens regelverk (Euronext Rule Book II (Specific rules applicable to the French regulated markets) 2019 krävs i praktiken att något av de ovan beskrivna avnoteringsförfarandena används för att en ansökan om avnotering ska godkännas.

<sup>93</sup> Se artikel 2.5.1 (6) i Borsa Italias Rules of the Markets organised and managed (8 april 2024) i kombination med artikel 108 i Legislative Decree 58 of 24 February 1998 Consolidated Law on Finance pursuant to Articles 8 and 21 of Law 52 of 6 February 1996.

målbolaget.<sup>94</sup> Sista dag för handel ska förläggas med beaktande av tiden som inlösenförfarandet kan förväntas ta.<sup>95</sup>

Utanför budsituationen kan ett italienskt noterat bolag ansöka om avnotering hos marknadsplatsen efter beslut av bolagsstämman. Beslutet att ansöka om avnotering ska fattas med två tredjedelars majoritet.<sup>96</sup> *För att marknadsplatsen ska godkänna avnoteringen krävs dock att bolaget är noterat eller ska noteras på en annan reglerad marknad i Italien eller i en annan medlemsstat inom EU,* ”provided investors are ensured equivalent protection, according to standards established by Consob in a regulation”.<sup>97</sup> Sista handelsdag får inte förläggas tidigare än en månad efter att stämman har beslutat om avnoteringsansökan.<sup>98</sup> Marknadsplatsen får även självständigt fatta beslut om avnotering om handeln under en längre tid varit synnerligen bristfällig eller om marknadsplatsen bedömer att det på grund av särskilda omständigheter inte är möjligt att upprätthålla en normal och regelbunden marknad (exempelvis vid inlett insolvensförfarande, likvidation, m.m.).<sup>99</sup>

#### *Nederländerna – Euronext Amsterdam*

Euronext Amsterdam kan fatta beslut om avnotering på eget initiativ vid uppenbara överträdelser av marknadsplatsens regelverk och om emittenten bl.a. träder i likvidation, upplöses genom fusion eller går i konkurs. Vidare kan ett avnoteringsbeslut fattas om rättvis, ordnad och effektiv handel inte kan upprätthållas eller om en notering ”är skadlig för Euronexts anseende som helhet”.<sup>100</sup>

En ansökan om avnotering ska enligt marknadsplatsens föreskrifter som utgångspunkt godkännas av marknadsplatsen om avnoteringen föregåtts av ett offentligt uppköpserbudande varigenom budgivaren erhållit 95 procent

<sup>94</sup> Se artikel 108 första och andra stycket i Legislative Decree 58 of 24 February 1998 Consolidated Law on Finance pursuant to Articles 8 and 21 of Law 52 of 6 February 1996.

<sup>95</sup> Se artikel 2.5.1 (6) i Borsa Italias Rules of the Markets organised and managed.

<sup>96</sup> Se artikel 133 första stycket i Legislative Decree 58 of 24 February 1998 Consolidated Law on Finance pursuant to Articles.

<sup>97</sup> Se artikel 2.5.5 (1–2) i Borsa Italias Rules of the Markets organised and managed samt artikel 133 artikel i Legislative Decree 58 of 24 February 1998 Consolidated Law on Finance pursuant to Articles 8 and 21 of Law 52 of 6 February 1996.

<sup>98</sup> Se artikel 2.5.5 (3) i Borsa Italias Rules of the Markets organised and managed samt CONSOB:s Regulation implementing Italian Legislative Decree no. 58 of 24 February 1998, concerning the discipline of issuers artikel 144.

<sup>99</sup> Se artikel 2.5.1 (5) i Borsa Italias Rules of the Markets organised and managed.

<sup>100</sup> Se Euronext Harmonised Rulebook p. 6905/1 andra stycket.

av aktierna i målbolaget eller om en eller flera närstående aktieägare innehar mer än 95 procent av aktierna i emittenten som ansökan avser och övriga aktieägare erbjuds att avyttra sina aktier genom vissa reglerade förfaranden. Dessa omfattar bland annat ett offentligt uppköpserbud enligt tillämplig lagstiftning, ett inlösenförfarande enligt 2:92a i den nederländska civilkoden (*Burgerlijk Wetboek*) som påminner om tvångsinlösen enligt svensk rätt där inlösenpriset bestäms av domstol med stöd av oberoende värdering, eller ett annat inlösenförfarande/bud som marknadsplatsen finner likvärdigt, som ska avse samtliga aktier, och som ska vara öppet i minst 20 dagar och vara baserat på börskursen eller det ”intrinsikala värdet” av aktierna innan informationen om avnoteringen offentliggjordes. Avnotering får även ske om aktierna i bolaget i fråga varit noterade i minst 12 månader på en annan reglerad marknad som enligt Euronexts bedömning är tillräckligt likvid och erbjuder ett tillräckligt investerarskydd.<sup>101</sup> Slutligen kan behörig myndighet (*Autoriteit Financiële Markten*) instruera Euronext Amsterdam att fatta beslut om avnotering.<sup>102</sup>

#### *Norge – Euronext Oslo*

Avnotering regleras i norsk rätt i *Verdipapirhandelloven* (12 kap. 3 §) och marknadsplatsens egna regelverk. Oslo börs får fatta beslut om avnotering om emittenten inte längre uppfyller marknadsplatsens villkor eller regler, under förutsättning att detta inte kan förväntas orsaka väsentlig nackdel för ägarna av instrumenten eller för marknadsens uppgifter och funktion (jfr artikel 32 i Mifid II).<sup>103</sup> Finansinspektionen (*Finanstilsynet*) kan även instruera marknadsplatsen att avnotera ett bolag som inte uppfyller noteringskraven.<sup>104</sup> Emittenten får hos marknadsplatsen ansöka om avnotering av sina aktier efter beslut från bolagsstämman med *minst* två tredjedelars majoritet (se dock nästa stycke), men även i detta fall prövar marknadsplatsen om avnoteringen är förenlig med minoritetsaktieägarnas intressen.<sup>105</sup> Marknadsplatsen får vidare uppställa villkor för avnoteringen.<sup>106</sup>

<sup>101</sup> Se Euronext Announcement 2004-041.

<sup>102</sup> Se Euronext Harmonised Rulebook (9 november 2020) p. 6905/1 första stycket (iii).

<sup>103</sup> Se punkt 2.11.2 (1) i Oslo Børs Oslo Rule Book II – Issuer Rules (mars 2022) samt 12-3 (1) i *Verdipapirhandelloven*.

<sup>104</sup> Se punkt 2.11.2 (2) i Oslo Børs Oslo Rule Book II – Issuer Rules samt 12-3 (5) i *Verdipapirhandelloven*.

<sup>105</sup> Se punkt 2.11.2 (3) i Oslo Børs Oslo Rule Book II – Issuer Rules samt den efterföljande kommentaren.

<sup>106</sup> Se punkt 2.11.2 (7) i Oslo Børs Oslo Rule Book II – Issuer Rules.

Beslut om avnotering fattas av börsstyrelsen,<sup>107</sup> och relativt utförlig praxis beträffande avnoteringsbeslut finns offentliggjord.<sup>108</sup> Faktorer som vägts in i beslutspraxis är om aktierna efter avnotering fortsättningsvis kommer vara upptagna till handel på en motsvarande marknad, likviditet och omsättning i aktierna, andelen aktieägare som röstat för avnoteringsförslaget (utöver det majoritetskrav som krävs enligt regelverket, där majoritet om 8–9/10 normalt krävs, beroende på övriga omständigheter), vilka aktieägare som röstat emot respektive för avnotering, och om aktieägare som opponerar sig mot avnoteringen har givits en exit-möjlighet till marknadspris. Bedömningen beskrivs ytterst som en avvägning mellan bolagets och dess huvudägars intresse av avnotering (primärt kostnadsaspekter av att vara noterat) kontra minoritetsägarintressen,<sup>109</sup> och det kan noteras att marknadsplatsen ofta gör en utförlig bedömning av omständigheterna i det enskilda fallet.

### Spanien

I Spanien regleras avnoteringar på begäran av emittenten i den (sedan 2023 nya) spanska värdepappersmarknadslagen,<sup>110</sup> och övervakas och beslutas av *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (CNMV). För att CNMV ska godkänna en ansökan om avnotering krävs dels att beslutet fattats av bolagsstämman (enligt lagens huvudregel med enkel majoritet), dels att aktieägarna i bolaget erbjudits att avyttra sina aktier inom ramen för ett reglerat avnoteringsbud lämnat av bolaget eller annan (såsom en aktieägare) för bolagets räkning.<sup>111</sup>

Villkoren i budet, bland annat budpriset, ska beslutas av bolagsstämman och styrelsen ska tillhandahålla aktieägarna en motivering till avnoteringen

<sup>107</sup> Beslutet kan överprövas av *Börsklagenemnden* (Stock Exchange Appeals Committee).

<sup>108</sup> Se avnoteringsbesluten gällande EVERY ASA 2015 (SAK 1 och 2 2015), Royal Caribbean Cruises Ltd. 2015, Siem Shipping 2016 (SAK 2/2016), EMAS Offshore Limited (SAK 1/2018) samt Resolution to delist the shares (in the form of registered beneficial interests (deposit rights)) in Wentworth Resources Plc from the Oslo Stock Exchange 2018.

<sup>109</sup> Se beslutet Resolution to delist the shares (in the form of registered beneficial interests (deposit rights)) in Wentworth Resources Plc from the Oslo Stock Exchange 2018, där avnoteringspraxis och relevanta bedömningskriterier sammanfattas.

<sup>110</sup> Se Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión. Lagen ersatte 2023 Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. I nu relevanta hänseenden har dock inga väsentliga ändringar ägt rum (i princip har den gamla artikeln 82 flyttats till den nya artikeln 65).

<sup>111</sup> Artikel 65 Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión.

och priset i avnoteringsbudet som underlag för stämmobeslutet. Budets närmare utformning regleras relativt utförligt i Real Decreto 1066/2007 om offentliga uppköpserbjudanden<sup>112</sup>, vari det bland annat föreskrivs att budet ska vara kontant, ovillkorat och riktat till samtliga aktieägare som inte röstat för avnoteringen och godkänt att bli exkluderade. Priset i avnoteringsbudet får inte vara lägre än det högsta av det pris som skulle behöva erläggas vid ett budpliktsbud (i huvudsak motsvarande vad som gäller enligt svenska take-over-regler<sup>113</sup>) eller ett teoretiskt värde baserat på följande värderingsmetoder (egen översättning):<sup>114</sup>

- a) Företagets och, i förekommande fall, koncernens teoretiska bokföringsvärde, beräknat på grundval av de senaste reviderade årsredovisningarna och, om de är daterade senare, på grundval av de senaste finansiella rapporterna.
- b) Substansvärdet för bolaget och, i förekommande fall, för koncernen. Om tillämpningen av denna metod skulle leda till värden som är väsentligt lägre än de som erhålls med de andra metoderna, behöver de inte beräknas, förutsatt att detta anges i rapporten.
- c) Värdepapprens vägda genomsnittskurs under den sexmånadersperiod som omedelbart föregår offentliggörandet av förslaget om avnotering genom publicering, oavsett antalet handelstillfällen.
- d) Värdet av tidigare erbjudet vederlag, för det fall ett offentligt uppköpserbjudande lämnats under året före dagen för beslutet att begära avnotering.
- e) Andra värderingsmetoder som är tillämpliga i det specifika fallet och som är allmänt accepterade av det internationella finanssamfundet, såsom diskonterat kassaflöde, multiplar av jämförbara företag och transaktioner eller andra.

Dekretet innehåller ett antal undantag från kravet på ett avnoteringsbud. Dessa gäller primärt om förutsättningarna för minoriteten att få sina aktier

<sup>112</sup> Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

<sup>113</sup> Artikel 9 i Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

<sup>114</sup> Artikel 10 i Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

inlösta är uppfyllda,<sup>115</sup> om samtliga aktieägares samtycke inhämtats, om bolaget upphört genom fusion med ett annat noterat bolag, eller om aktieägarna erbjudits att avyttra sina aktier genom ett annat förfarande än det reglerade avnoteringsbudsförfarandet.<sup>116</sup>

### *Storbritannien – London Stock Exchange*

Avnotering i Storbritannien regleras i *Financial Conduct Authority's* (FCA) *UK Listing Rules* (UKLR). UKLR innehåller relativt detaljerade föreskrifter beträffande vad som gäller i relation till *interest in shares*, *schemes of arrangement*, och avnotering med anledning av att noteringskraven inte är uppfyllda.<sup>117</sup>

Övergripande gäller följande. Avnotering får ske efter ett offentligt uppköpserbjudande<sup>118</sup> varigenom budgivaren<sup>119</sup> förvärvat mer än 75 procent av aktierna i målbolaget, dock tidigast 20 affärsdagar därefter och under förutsättning att budgivaren i budet aviserat att avnotering kommer ske om budet blir framgångsrikt.<sup>120</sup>

För att FCA ska godkänna en avnotering på ansökan av emittenten, om avnoteringen inte föregåtts av ett offentligt uppköpserbjudande, måste avnoteringen ha godkänts av bolagsstämman med tre fjärdedels majoritet, och

<sup>115</sup> Artikel 47 i Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, som ger en inlösenrätt om en aktieägare innehar mer än 90 procent av aktierna som ett resultat av ett offentligt uppköpserbjudande.

<sup>116</sup> Se artikel 11 i Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

<sup>117</sup> Om den sista frågan, se UKLR 21.2.2R (observera att reglerna reviderades i juli 2024).

<sup>118</sup> Eller *schemes of arrangement*, *mutatis mutandis*, se UKLR 21.2.19R.

<sup>119</sup> Förutsatt att budgivaren innehavt (*interested in*) 50 procent eller mindre av aktierna i målbolaget innan budet offentliggjorts. Om budgivaren innehavt (*interested in*) mer än 50 procent av aktierna innan budet, gäller i stället UKLR 21.2.14R, som kräver att budgivaren ska ha förvärvat över 75 procent av aktierna i målbolaget och en majoritet av aktierna som budgivaren inte hade ett "interest in" före budet.

<sup>120</sup> Den fullständiga regeln lyder enligt följande (UKLR 21.2.11R):

(1) the offeror or any controlling shareholder who is an offeror is interested in 50% or less of the voting rights of an issuer before announcing its firm intention to make its takeover offer;

(2) the offeror has, by virtue of its shareholdings and acceptances of its takeover offer, acquired or agreed to acquire issued share capital carrying 75% of the voting rights of the issuer; and

(3) the offeror has stated, in the offer document or any subsequent circular sent to the holders of the shares, that a notice period of not less than 20 business days prior to cancellation will commence either on the offeror obtaining the required 75% as described in paragraph (2) or on the first date of issue of compulsory acquisition notices under section 979 of the Companies Act 2006 (Right of offeror to buy out minority shareholder).

emittenten måste även ha skickat ut ett av FCA godkänt cirkulär<sup>121</sup> till aktieägarna med information om avnoteringsförslaget.<sup>122</sup> Om emittenten har en aktieägare som tillsammans med närstående innehar (*interested in*) mer än 30 procent av rösterna i bolaget ska förslaget också godkännas av en majoritet av de övriga aktieägarna i bolaget (*majority among the minority*). En avnotering kan även godkännas utan att beslut därom fattats av bolagsstämman vid ekonomisk kris. Detta gäller övergripande om ”the financial position of the issuer or its group is so precarious that [...] there is no reasonable prospect that the issuer will avoid going into formal insolvency proceedings” och ”there is a proposal for a transaction, arrangement or other form of reconstruction of the issuer or its group which is necessary to ensure the survival of the issuer or its group and the continued listing would jeopardise the successful completion of the proposal”.<sup>123</sup>

### Tyskland

I tysk rätt regleras avnoteringar i § 39 *Börsengesetz*, vilken föreskriver att en marknadsplats får besluta om att avnotera en emittents aktier från en reglerad marknad om noteringskraven inte längre bedöms vara uppfyllda.<sup>124</sup> Ansökan om avnotering (som ligger inom *Vorstands* kompetens<sup>125</sup>) när noteringskraven är uppfyllda ska godkännas antingen om ett ovillkorat kontant avnoteringsbud offentliggjorts i samband med ansökan, innebärande ett erbjudande att förvärva samtliga aktier som omfattas av avnoteringen,<sup>126</sup> eller om aktierna efter avnoteringen kommer att fortsätta vara noterade på en annan reglerad marknad inom EU eller motsvarande marknadsplats. Ett avnoteringsbud

<sup>121</sup> Utformat i enlighet med UKLR 10.3.1R och UKLR 10.3.3R (de allmänna cirkulärsreglerna).

<sup>122</sup> Se UKLR 21.2.8R (1). Emittenten ska även informera sin RIS (Regulatory Information Service, numera Primary Information Provider, en person godkänd av FCA i vissa hänseenden påminnandes om en svensk Certified Adviser).

<sup>123</sup> Se UKLR 21.2.9R som också uppställer ytterligare procedurkrav.

<sup>124</sup> Se § 39 (1) i *Börsengesetz* (BGBl. I S. 1330, 1351): ”Die Geschäftsführung kann die Zulassung von Wertpapieren zum Handel im regulierten Markt außer nach den Vorschriften des Verwaltungsverfahrensgesetzes widerrufen, wenn ein ordnungsgemäßer Börsenhandel auf Dauer nicht mehr gewährleistet ist und die Geschäftsführung die Notierung im regulierten Markt eingestellt hat oder der Emittent seine Pflichten aus der Zulassung auch nach einer angemessenen Frist nicht erfüllt.”

<sup>125</sup> Enligt § 77 i *Aktiengesetz* (BGBl. I S. 1089). Det kan noteras att denna kompetens kan föras över till *Aufsichtsrat* enligt artikel § 111(4) *Aktiengesetz*, men däremot inte till bolagsstämman, § 23 (5) *Aktiengesetz*.

<sup>126</sup> Se § 39 (3) i *Börsengesetz*.

ska vara utformat i enlighet med *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz* (BGBI. I S. 3822), och ska som utgångspunkt minst motsvara den vägda genomsnittliga börskursen för värdepappren under de senaste sex månaderna före offentliggörandet av avnoteringen.<sup>127</sup> Något stämmobeslut krävs inte (vilket dock förutsattes enligt äldre rätt).<sup>128</sup>

De kan noteras att i skrivande stund har ett förslag om regellättnader beträffande avnotering presenterats.<sup>129</sup> Förslaget innebär bl.a. att ett avnoteringsbud inte ska krävas i samband med insolvensförfaranden eller om handeln ska fortsätta på en annan marknadsplats, inklusive MTF:er, att alternativa (för aktieägarna mer förmånliga) värderingsmetoder för att avgöra prisgolvet i avnoteringsbudet lättare ska kunna användas, samt att en mekanism för aktieägare att begära överprövning av budpriset utan att stoppa avnoteringsprocessen också ska införas. Om förslaget antas förväntas det träda i kraft under 2025.

## 5. Diskussion

Utifrån utblicken i föregående avsnitt konstaterades att tre regleringsmodeller för avnotering på emittentens initiativ kan skisseras: att avnoteringsbeslutet ska fattas av bolagsstämman med olika krav på majoritet och procedur, att aktieägarna erbjuder möjlighet att sälja sina aktier inom ramen för ett ”avnoteringsbud” eller motsvarande inlösenförfarande med olika krav på processen, eller en kombinerad modell, där det antingen uppställs krav på *både* stämmobeslut och avnoteringsbud/inlösen, eller där båda alternativen kan accepteras. Därtill har den som har att pröva avnoteringen (marknadsplatsen eller tillsynsmyndighet) i varierande utsträckning möjlighet att ta hänsyn till omständigheterna i det enskilda fallet samt meddela dispens. Huruvida avnoteringen sker som ett led i ett listbyte har normalt relevans. Marknadsplatserna kan (och ska) också på eget initiativ fatta beslut om avnotering om avnoteringskraven inte uppfylls i ett antal situationer som är, i huvudsak, desamma i de olika rättsordningarna.

Övergripande passar svensk rätt väl in i det internationella mönstret. Liksom i Italien och Storbritannien (och, med vissa nyanser, även Norge och

<sup>127</sup> Se § 39 (2) i *Börsengesetz*.

<sup>128</sup> Se härvid Macrotron-domen (Bundesgerichtshof dom den 25 november 2002, II ZR 133/01) samt den efterföljande domen Bundesgerichtshof dom den 8 oktober 2013, II ZB 26/12.

<sup>129</sup> Se förslag till *Zweites Zukunftsfinanzierungsgesetz* (ZuFinG II).

Finland) tillåts avnotering när noteringskraven är uppfyllda efter stämmobeslut, som i de flesta länder tillåts avnotering i samband med ett listbyte till en annan motsvarande marknadsplats, samt, som i alla länder, efter ett bud. I vart och ett av dessa scenarion skiljer sig dock svensk rätt något från de rättsordningar som nu behandlats, och avslutningsvis presenteras här några reflektioner kring olikheterna.

#### *Avnotering efter stämmogodkännande*

För att en avnotering ska vara förenlig med god sed med hänvisning till att beslutet fattats av bolagsstämman krävs att beslutet bifallits av samtliga närvarande aktieägare och att dessa tillsammans företräder minst nio tiondelar av samtliga aktier i bolaget. Inget annat land som behandlats har ett så strängt majoritetskrav: Danmark kräver t.ex. 9/10 majoritet, Italien 2/3, Storbritannien 3/4, och Norge 2/3–9/10 beroende på omständigheterna i övrigt. Det bör i samband härmed dock noteras att de flesta av dessa länder inte tillåter avnotering *enbart* med stöd av ett stämmobeslut utifrån sådan kvalificerad majoritet, utan kompletterar beslutet med andra skyddsmekanismer. I Danmark krävs att en exit-möjlighet tillhandahålls aktieägare som motsätter sig avnoteringen, Italien kräver att aktierna noteras på annan motsvarande marknad inom EU, och i Norge görs en helhetsbedömning i det enskilda fallet. I Storbritannien, där ordningen är mest liberal, krävs att beslutet om avnotering också godkänts av en majoritet av minoriteten vid vissa ägarkoncentrationer, samt att vissa formella beslutsregler följs.

Det synnerligen stränga majoritetskravet i svensk rätt gör det normalt i praktiken omöjligt att avnotera bolagets aktier med stöd av ett stämmogodkännande, och det kan som behandlats i avsnitt 3.5 skapa incitament för ett bolag att verka för en avnotering genom att medvetet inte uppfylla marknadsplatsens noteringskrav. Samtidigt innebär ordningen onekligen ett starkt investerarskydd. En mellanväg skulle möjligen kunna vara att reducera majoritetskravet till exempelvis 9/10 under vissa förutsättningar, exempelvis att aktieägare som motsätter sig avnoteringen ges möjlighet att avyttra sina aktier till ett skäligt pris. Som diskuterats bl.a. i Danmark är det emellertid behäftat med betydande praktiska svårigheter att avgöra vad som är ett skäligt pris. I Danmark har frågan i praktiken lämnats till domstol att avgöra i det enskilda fallet, medan bl.a. Spanien och Frankrike anvisar värderingsmetoder påminnandes om den prövning som ofta görs enligt 22 kap. 2 § aktiebolagslagen och som ofta är både tidsödande och kostsam. Den praktiskt mer

lätthanterade metoden för att fastställa lägsta skäligen pris som används i Tyskland, där utgångspunkten för priset är den vägda genomsnittliga börskursen för värdepappren under de senaste sex månaderna före offentliggörandet av avnoteringen, har samtidigt kritiserats och är som berörts föremål för översyn. En sådan metod erbjuder föga skydd för aktieägare som motsätter sig avnoteringen i lägen då likviditeten (och därigenom prisbildningen) under en längre tid varit bristfällig.

#### *Avnotering i samband med listbyte*

Om noteringskraven är uppfyllda är en avnotering förenlig med god sed om värdepappren som omfattas av avnoteringen noteras på en annan svensk marknadsplats med jämförbart investerarskydd och förutsättningar för handel. Om marknadsplatsen i fråga är utländsk uppställs högre krav. Här synes den svenska hållningen vara något mer tillåtande än vad som föreskrivs i andra länder. De flesta länder som här behandlats tillåter avnotering som ett led i ett listbyte inom EU med någon ytterligare reservation, exempelvis om listbytet tillåts av bolagsstämman (Italien), om investerarskyddet på den nya marknadsplatsen befunnits vara likvärdigt med den befintliga marknadsplatsens (Nederländerna), eller utifrån en helhetsbedömning (bl.a. Italien, Norge och Finland).

#### *Avnotering i samband med ett offentligt uppköpserbjudande*

Avnotering får på samtliga svenska marknadsplatser ske efter ett offentligt uppköpserbjudande under förutsättning att budgivaren äger mer än 90 procent av aktierna i emittenten, *samt* att handeln är sporadisk och att budgivaren har meddelat att den kommer att begära tvångsinlösen av resterande aktier i emittenten. Motsvarande gäller som här behandlats med vissa variationer, inklusive vilken anslutningsgrad som krävs (normalt 90–95 procent), samt särskilt i fråga om priset som ska erbjudas. Generellt krävs dock *antingen* en viss anslutningsgrad och att budet följer tillämpliga takeover-regler (t.ex. Italien), att ett lägsta pris sätts utifrån vissa parametrar (se särskilt de detaljerade krav för värdering som uppställs i Spanien), eller en kombination. I Norge och Finland görs en helhetsbedömning.

Svensk rätt avviker således inte på något iögonfallande vis från vad som gäller på annat håll, annat än i att marknadsplatserna, förutom en viss anslutningsgrad och att tvångsinlösen påkallats eller avses påkallas, även kräver att ”handeln ska vara sporadisk”. Givet det skydd som reglerna avseende inlösen-

processen erbjuder minoriteten, bland annat avseende inlösenpris, framstår möjligen ett sådant krav som överflödigt. Det kan sannolikt också ifrågasättas om prisbildningen i aktien blir rättvisande i ett läge då såväl majoritet som minoritet när som helst kan påkalla inlösen till ett pris som beräknas enligt aktiebolagslagen.

