

Löpande informationsgivning från onoterade aktiebolag

– *Med sikte på gräsrotsfinansierade aktiebolag*

Ad hoc information from non-publicly traded companies

– *Specifically concerning crowdfunded companies*

Nicholas Ahonen

Handledare: Elif Härkönen
Examinator: Anders Holm

Förord

Jag vill ta tillfället i akt att rikta ett särskilt varmt tack till Elif Härkönen för hennes utomordentliga handledning under arbetets gång. Utan hennes engagemang, stöttning och diskussioner tvivlar jag på att den här uppsatsen hade varit i närheten av så bra som den blev. Det har varit en oerhörd tillgång och glädje att få tillfälle att handledas av dig.

Stockholm, juni 2016
Nicholas Ahonen

Sammanfattning

Gräsrotsfinansiering har under 2010-talet vuxit till att bli ett betydelsefullt finansieringsalternativ för små och medelstora företag, vilket även möjliggjort för privatpersoner (icke-professionella investerare) att investera i denna typ av bolag genom att teckna aktier i dem. Investeringar i bolag av mindre storlek kan potentiellt ge mycket god avkastning, men är även förenade med stor risk. Dessa investeringar kan fungera som ett komplement till sedvanliga investeringar på vad som i dagligt tal kallas för "börsen", men investeringar i småbolag skiljer mot aktiemarknadsbolag. Värdepappersmarknaden är föremål för rigorös reglering, i syfte att värna om ett starkt investerarskydd och upprätthålla förtroendet för marknaden. Mot bakgrund härav, föreligger högt ställda krav på aktiemarknadsbolagens löpande informationsgivning. Alla inträffade händelser och uppkomna förhållanden, vilka kan tänkas ha en påverkande effekt på aktiens pris ska, i regel, så snart som möjligt delges marknaden. På så vis ges alla befintliga och potentiella aktieägare en rättvis tillgång till information om bolaget, för att ha möjlighet att fatta välavvägda investeringsbeslut.

Något motsvarande investerarskydd finns inte implementerat för investeringar i onoterade aktiebolag, utan investerare har få rättsliga medel för att tillskansa sig ytterligare information som kompletterar vad som utges under och i samband med bolagsstämman. Möjligheter till detta finns, men är praktiskt komplicerade att genomdriva.

Detta ger upphov till frågan om balans råder mellan ett intresse att värna om investerare, å ena sidan, och ett intresse att underlätta företagande, å andra sidan. Gällande rätt är knappast ändamålsenlig, utan ändringar krävs för att råda bot på obalansen. Investerare bör ges utvidgad rätt till informationsgivning från onoterade aktiebolag när gräsrotsfinansiering tillämpats, eller om investerarkretsen annars är spridd. Krav på löpande informationsgivning av samma brådskande karaktär som råder på aktiemarknaden är emellertid inte önskvärt, utan vore alltför betungande för företagen. Därför föreslås istället kvartalsvis regelbunden informationsgivning från onoterade aktiebolag till investerarna, med komplettering av omedelbar informationsgivning av väsentliga händelser och förhållanden. Sådan reglering skulle tillförsäkra investerare en bättre ställning och hålla dem informerade om bolagets förhållanden, samtidigt som efterlevnaden inte vore oproportionerligt betungande för bolaget och dess befattningshavare.

Abstract

Crowdfunding has, during the 2010s, grown rapidly to become a meaningful alternative financing solution for small and medium-sized businesses, which has also made it possible for individuals (non-professional investors) to invest in these types of companies, by subscribing for shares. Investments in smaller sized businesses are, however, associated with greater risk. Such investments could work as a complement to more traditional investments on the stock market, but investments in small companies differ from publicly traded companies. The securities markets are subject to rigorous regulation, in order to ensure strong investor protection, as well as maintaining a high level of trust in the market. Therefore, extensive demands on the companies are in place regarding their distribution of ad hoc information. All occurring events and circumstances that might have an impact on the shares' value, shall, subject to some exceptions, immediately be made public to the market. This will ensure that both existing and potential shareholders are given a fair access to information regarding the company, to have the possibility to make sound investment decisions.

Any corresponding investor protection scheme is not implemented for investments in non-publicly traded companies. Investors have access to very few legal tools for obtaining other information than what is given during, and in connection to, the shareholders' meeting. There are however, a handful of such possibilities, but they are practically complicated to use.

This raises the question whether there is a balance at all between an interest of protecting investors on the one hand, and an interest of facilitating for entrepreneurs on the other hand. Today's regulation is hardly appropriate, and changes are needed, in order to solve the imbalance. Investors should be given a wider right to enforce issuing of information from non-publicly traded companies that have raised capital through crowdfunding, or for other reasons have a diverse group of investors. However, similar urgency for such information, as is demanded on the stock market, is hardly necessary, as it would be far too burdensome for the companies. Therefore, quarterly information distribution is suggested, complemented with immediate information for essential occurring events and circumstances. Such regulation, would ensure investors a better position and keep them informed regarding the business' operation, while the actions required for ensuring compliance would not be disproportionately burdensome for the company or its executives.

Innehåll

Sammanfattning	II
Abstract	IV
Innehåll.....	V
1 Inledning	1
1.1 Bakgrund och syfte.....	1
1.2 Problemformulering	3
1.3 Metod.....	3
1.4 Avgränsningar	5
1.5 Tidigare publicerat material på området.....	6
1.6 Disposition.....	6
2 Något om investeringsbaserad gräsrotsfinansiering	8
2.1 Om gräsrotsfinansiering	8
2.2 Särskilt om investeringsbaserad gräsrotsfinansiering.....	9
2.3 Investeringsbaserad gräsrotsfinansiering i praktiken	10
2.3.1 Direktägarstrukturen – FundedByMe, Tessin och Innovestor	10
2.3.2 Ägarbolagsstrukturen – Pepins	10
2.3.3 Mellanmansstrukturen – Seedrs	11
2.4 Sekundärmarknad för aktier tecknade genom investeringsbaserad gräsrotsfinansiering	12
2.4.1 Allmänt om sekundärmarknader	12
2.4.2 Särskilt om Alternativa.....	13
2.4.3 Alternativans regelverk för löpande informationsgivning	14
3 Ett EU-perspektiv om eftersträvansvärda intressen.....	16
3.1 Allmänt om intressen och reglernas ändamål.....	16
3.2 Intresset att skydda icke-professionella investerare	16
3.3 Intresset att underlätta för små och medelstora företag	18
3.3.1 Om intresset att underlätta för små och medelstora företag.....	18
3.3.2 Underlättandet för andra företag än aktiemarknadsbolag	18
3.3.3 Underlättandet för aktiemarknadsbolag	19
4 Informationsgivning – de lege lata.....	21
4.1 Disposition av kapitlet.....	21
4.2 Informationsgivning från noterade bolag	21
4.2.1 Löpande informationsgivning – ”insiderinformation”	21
4.2.2 Hur informationen ska offentliggöras	22
4.3 Regler för löpande informationsgivning från onoterade bolag.....	23
4.3.1 Avsaknaden av svensk reglering	23
4.3.2 Informationsgivning om onoterat företags verksamhet i Finland.....	24

4.3.3	<i>Informationsgivning om onoterat företags verksamhet i Storbritannien</i>	26
4.4	Investerares befintliga möjligheter till löpande informationsgivning	27
4.4.1	<i>Om avsnittet</i>	27
4.4.2	<i>Om bolagsstämman</i>	27
4.4.3	<i>Om insynsrätten</i>	29
4.4.4	<i>Likabehandlingsprincipen och selektiv informationsgivning</i>	29
4.4.5	<i>Representant i styrelsen</i>	32
4.4.6	<i>Aktieägaravtal</i>	34
4.5	Regelbunden informationsgivning	35
5	De lege ferenda – några normativa tankar	36
5.1	Disposition av kapitlet.....	36
5.2	Om gällande rätt är ändamålsenlig och vilket intresse som idag väger tyngst.....	36
5.2.1	<i>Direktägarstrukturen</i>	36
5.2.2	<i>Ägarbolags- och mellanmansstrukturen</i>	38
5.2.3	<i>Slutsats om gällande rätts ändamålsenlighet</i>	39
5.3	Utformning av ändamålsenlig lagstiftning	40
5.3.1	<i>Lärdomar från utländsk rätt</i>	40
5.3.2	<i>Aktiemarknadsrättsliga influenser</i>	41
5.3.3	<i>Aktiebolagsrättsliga influenser</i>	43
5.4	Förslag på ny reglering.....	44
5.4.1	<i>Hur gräsrotsfinansiering kan regleras</i>	44
5.4.2	<i>Hur reglering av löpande informationsgivning från onoterade bolag bör utformas</i>	45
5.4.3	<i>Vilka som kan omfattas av regleringen och hur efterlevnaden ska tillses</i>	48
5.4.4	<i>Sammanfattning av förslag till reglering</i>	49
	Källförteckning	50

1 Inledning

1.1 Bakgrund och syfte

Mikroföretag samt små och medelstora företag axlar en viktig roll i den europeiska ekonomin avseende tillväxt och arbetstillfällen.¹ Möjligheten för dessa företag av mindre storlek att erhålla finansiering påverkas i större utsträckning under kristider, såsom under den gångna Euro-krisen, än vad större företag påverkas.² Europaparlamentet uppmanar EU:s medlemsstater att främja dessa företags möjligheter till finansiering.³

Under 2010-talet har gräsrotsfinansiering växt som en alternativ finansieringsmetod för företag av mindre storlek att tillskansa kapital. Finansieringsförfarandet sker på så kallade gräsrotsfinansieringsplattformar,⁴ där företagen marknadsför sin produkt eller verksamhet i syfte att inbringa kapital från ett större antal enskilda individer⁵ istället för att på ”traditionellt” vis söka kapital från ett fåtal affärsänglar eller riskkapitalbolag. Gräsrotsfinansiering⁶ är emellertid fortfarande en förhållandevis liten företeelse – den totala transaktionsvolymen⁷ i Europa uppgick 2015 till 5,43 miljarder EUR.⁸ Siffran kan jämföras med att summan investerat riskkapital i Europa 2015 uppgick till 47,4 miljarder EUR.⁹ Den största marknaden för gräsrotsfinansiering i Europa är den brittiska, vars volym 2015 uppgick till 4,35 miljarder EUR.¹⁰ Gräsrotsfinansieringsmarknaden i Finland – ett land som behandlas i denna uppsats – uppgick volymmässigt till 64 miljoner EUR, vilket innebär att den var betydligt större än den svenska, vars volym samma år uppgick till 13,3 miljoner EUR.¹¹ Härtill kan emellertid nämnas

¹ Europaparlamentets resolution P8_TA-PROV(2016)0358 av den 15 september 2016, s. 3. Dessa företag av mindre storlek står för 67 procent av samtliga arbetstillfällen och 71,4 procent av alla nya arbetstillfällen.

² Id., s. 4 (p. I).

³ Id., s.11 (p. 33).

⁴ En gräsrotsfinansieringsplattform är ett företag som tillhandahåller en hemsida där företagare kan annonsera till investerare om att denne söker kapital.

⁵ I stor utsträckning utgörs finansiärerna av privatpersoner även om juridiska personer förekommer som finansiärer men då främst i samband med de investeringsbaserade typerna av gräsrotsfinansiering.

⁶ Med ”gräsrotsfinansiering” avses här, i samband med den statistiska skildringen, samlingsbegreppet för de olika subkategorierna som det kan delas in som: exempelvis belöningsbaserad, donationsbaserad, lånbaserad och investeringsbaserad för att nämna de största.

⁷ Med transaktionsvolym avses den mängd likvida medel som investerarkollektivet tillskjutit till entreprenörer.

⁸ Cambridge Centre for Alternative Finance (University of Cambridge) & Nesta, *Sustaining Momentum* (rapport), 2016, s. 24.

⁹ Invest Europe, *2015 European Private Equity Activity: Statistics on fundraising, investments and divestments* (rapport), 2016, s. 4 <<https://www.investeurope.eu/media/476271/2015-european-private-equity-activity.pdf>> hämtad d 20 mars 2017.

¹⁰ *Sustaining Momentum*, 2016, s. 24

¹¹ Id., s. 63 f.

att gräsrotsfinansiering sett till volym växer kraftigt i Europa med 92 procent mellan åren 2014 och 2015 och 151 procent mellan åren 2013 och 2014.¹²

Kapitalanskaffningen sker genom att företaget presenterar sin verksamhet på en gräsrotsfinansieringsplattform och eventuellt presenterar företagets affärsidé inför potentiella investerare på en, av plattformen anordnad, investerarräff. Detta innebär att företaget i stor utsträckning styr vilken information som ska utlämnas till potentiella investerare och en kampanj ackompanjeras inte sällan av marknadsförande inslag för att fånga investerarnas intresse, vilket innebär en ökad risk för selektiv informationsgivning från företagen.

Investerarna som deltar i denna form av kapitalanskaffning är i stor utsträckning icke-professionella investerare, vilka saknar erfarenhet av att bedöma ett uppstarts företags utsikter. Dessutom kan denna grupp av konsumentinvesterar ha sämre möjligheter att tillskansa sig tillgång till vederbörlig löpande informationsgivning efter att emissionen slutförts än röst- och kapitalstarka professionella investerare. Därför är det svårare för en icke-professionell investerare att följa upp investeringen än för professionella investerare eller jämfört med vad den icke-professionella investeraren kan förvänta sig när denne investerar i noterade aktiebolag. En eventuell frånvaro av löpande information kan potentiellt försätta den icke-professionella investeraren i sämre ställning i samband med en försäljning av en aktiepost, oavsett om aktieförsäljningen initieras av investeraren själv eller av en majoritetsägare som ger minoritetsägare möjlighet att även sälja sina aktier.

För gräsrotsfinansieringsmarknaden finns inga riktlinjer, varken i Sverige eller från EU, för vilken löpande information som ska delges investeraren efter att en emission genom investeringsbaserad gräsrotsfinansiering har genomförts.¹³ Både i fullbordandet av ett åtagande om utgivning av löpande informationsgivning och i valet av vilken information som ska utges samt i samband med eventuell reglering av en informationsplikt, riskerar två av EU ansedda viktiga intressen att kollidera: konsumentskyddsintresset¹⁴ och förenklandet för företag av mindre storlek.¹⁵ Detta beror på att ju mer information som ett aktiebolag väljer eller åläggs delge investerarna, desto större arbetsbelastning uppkommer och mer tid tas i anspråk för grundare av och anställda i små verksamheter med begränsade resurser, varför mängden fordrad

¹² *Sustaining Momentum*, 2016, s. 24.

¹³ Med undantag för kraven på information i samband med kallelse till bolagsstämma. Befintlig specialreglering avseende löpande informationsgivning utgörs av börsens regelverk för emittenter och träffar enbart noterade aktiebolag.

¹⁴ Se artikel 12, Fördraget om Europeiska Unionens funktionssätt.

¹⁵ KOM (2011) 870 slutlig – En åtgärdsplan för att förbättra små och medelstora företags tillgång till finansiering.

ansträngning bör begränsas. Samtidigt föreligger ett intresse hos investeraren att kontinuerligt hållas informerad om händelser i dennes investeringsobjekt. Således måste en avvägning mellan dessa intressen göras i samband med upprättandet av riktlinjer. Det bör även noteras att EU:s förhållning till gräsrotsfinansiering är att det inte ska överregleras för att inte riskera att utvecklingen hämmas.¹⁶

Mot bakgrund av det ovanstående, är syftet med detta arbete att utreda och belysa rådande krav på information från företagen. Syftet är dessutom att föra ett normativt resonemang som underlag för förslag på reglering av löpande informationsgivning efter en nyemission som baserats på investeringsbaserad gräsrotsfinansiering.

1.2 Problemformulering

Med hänvisning till vad som nämnts i avsnitt 1.1, har i denna uppsats avsikten varit att behandla och ge svar på följande två frågeställningar:

- Vad är gällande rätt avseende löpande informationsgivning från sådana onoterade aktiebolag som genomfört nyemissioner med hjälp av investeringsbaserad gräsrotsfinansiering och vilka möjligheter finns idag för aktieägaren att tillskansa sig information?
- Hur bör regleringen av informationsgivningen från onoterade aktiebolag vara för att möta både investerarskyddsintresset och intresset att förenkla administrativa bördor för företag av mindre storlek?

1.3 Metod

Gräsrotsfinansiering i den digitala världen är, som fenomen, en ung företeelse. Investerarens tillskansande av löpande informationsgivning på juridisk väg har ännu inte anammats i någon vidare utsträckning och möjligheterna härom är måhända inte i tillräcklig utsträckning utforskade. I tidigare arbeten rörande informationsgivning, har nästan uteslutande prospektregelverket behandlats, se avsnitt 1.5 nedan. På grund av nämnda avsaknad av behandling, presenteras i denna uppsats en utredning om löpande informationsgivning, med den rättsdogmatiska metoden som huvudmetod, med utgångspunkt i den traditionella rättskälleläran.¹⁷ Syftet med valet av metod har varit att utrustas med verktyg för att besvara frågan om vad som är gällande rätt avseende löpande informationsgivning från onoterade

¹⁶ Europaparlamentets resolution P8_TA-PROV(2016)0358 av den 15 september 2016, s. 13 (p. 40).

¹⁷ Peczenik, Aleksander, *Vad är rätt?: om demokrati, rättssäkerhet, etik och juridisk argumentation*, 1. uppl., Fritze, Stockholm, 1995, s. 212 f.

aktiebolag. Den rättsdogmatiska metoden används främst för att svara på frågan ”vad är gällande rätt?”.¹⁸ Min framläggning i kapitel 4 om gällande rätt avseende informationsgivning samt i det inledande avsnittet i kapitel 5 bygger främst på denna metod.

Vissa normativa resonemang förs avseende rekommenderade handlingssätt utifrån *de lege lata* efter en värdering av gällande rätts ändamålsenlighet, med vilket en nyttoaspekt försöks uppfyllas med uppsatsarbetet.¹⁹

Rättsdogmatisk metod med normativa inslag räcker emellertid inte hela vägen i utformningen av rekommendationer för *de lege ferenda*. I syfte att nå en slutsats angående gällande respektive föreslagna rätts ändamålsenlighet, tillämpas även teleologisk metod i stor utsträckning som en alternativ metod, eftersom metoden medger tolkning av lagreglers tillämpning i ljuset av deras ändamål.²⁰ Jag tillämpar denna metod i kapitel 3, vari jag reciterar vilka förevarande intressen som EU-kommissionen anser vara eftersträvansvärda, och i kapitel 5 där jag till stor del bygger min *de lege ferenda*-argumentation utifrån dessa intressen.

Därutöver tillämpas i uppsatsens senare delar även komparativ, respektive EU-rättslig metod, i syfte att ytterligare underbygga förda normativa argument. Avseende den komparativa metoden, görs detta både externt med rätten i andra länder samt internt med andra rättsområden; båda två med tjänande syfte.²¹ Den externa komparationen tar sikte på de relevanta reglernas funktion i finsk och brittisk rätt som startpunkt, i syfte att finna en kvalitativ lösning.²² Den komparativa metoden används främst i normativt syfte i delavsnitt 5.3.1 men kan även skönjas i avsnitt 4.2 för att belysa olikheter mellan svensk och utvald utländsk rätt.

Vad gäller den EU-rättsliga metoden, grundas metodvalet på den svenska värdepappersmarknadens starka påverkan från EU-rätten. Denna metod tillämpar jag främst i beskrivningar av gällande rätt i kapitel 3 och avsnitt 4.1.

¹⁸ Lehrberg, Bert, *Praktisk juridisk metod*, 7. [uppdaterade och omarb.] uppl., Iusté, Uppsala, 2014, s. 32 samt Peczenik, Aleksander, *Vad är rätt?: om demokrati, rättssäkerhet, etik och juridisk argumentation*, s. 312 ff; se även Olsen, Lena, SvJT 2004 s. 105, *Rättsvetenskapliga perspektiv*, s. 116.

¹⁹ Kellgren, Jan, SvJT 2002 s. 514, *Något om normativa resonemang i rättsdogmatisk forskning*, s. 516–519; se även Peczenik, Aleksander, SvJT 2005 s. 249, *Juridikens allmänna läror*, s. 249 f.

²⁰ Peczenik, Aleksander, *Vad är rätt?: om demokrati, rättssäkerhet, etik och juridisk argumentation*, s. 362–375; se även Lehrberg, Bert, *Praktisk juridisk metod*, s. 246 f.

²¹ Olsen, Lena, SvJT 2004 s. 105, *Rättsvetenskapliga perspektiv*, s. 125 f.

²² Gunnerstad, Annelie & Ingvarsson, Torbjörn, SvJT 1997 s. 152, *Den komparativa rätten – värde en omväg?* s. 157 f.

1.4 Avgränsningar

I denna uppsats avgränsas den löpande informationsgivningen till ad hoc-information som delges till befintliga aktieägare. Regleringen av aktiemarknadsbolagens²³ informationsgivning avser information till allmänheten,²⁴ det vill säga till sekundärmarknaden genom pressmeddelande via en informationsdistributör. För onoterade bolag som genomfört en kapitalanskaffningsrunda genom investeringsbaserad gräsrotsfinansiering för annat syfte än att bredda ägarkretsen inför en omedelbart förestående börsnotering,²⁵ föreligger i dagsläget ingen effektiv eller reglerad andrahandsmarknad,²⁶ varför informationsgivning till andra än befintliga aktieägare inte behandlas i denna uppsats.

Löpande informationsgivning till finansiärer kan även vara relevant för andra typer av gräsrotsfinansiering, vilket kan exemplifieras av produktionsuppdateringar vid belöningsbaserad gräsrotsfinansiering (reward-based crowdfunding). Löpande informationsgivning kan även önskas i samband med lånbaserad gräsrotsfinansiering (P2P lending), vilken liknar investeringsbaserad gräsrotsfinansiering med avseende på utfärdande av värdepapper. Även andra former av gräsrotsfinansiering, utöver investeringsbaserad sådan, kan träffas av motsvarande konsumentsskyddsintressen som behandlas i denna uppsats. Jag vill här belysa att det skulle kunna vara lämpligt att även utreda behovet av riktlinjer avseende informationsgivningen även för annan gräsrotsfinansiering, men att jag i denna uppsats väljer att enbart fokusera på investeringsbaserad gräsrotsfinansiering, eftersom jag bedömer att behovet av riktlinjer för löpande informationsgivning i övriga fall inte är lika påträngande som i det fall när en finansiär mottar aktier i gengäld för sitt kapitaltillskott till den som genomför en gräsrotsfinansieringskampanj.

²³ Med ”Aktiemarknadsbolag” avses aktiebolag vars aktier handlas på en svensk eller utländsk reglerad marknad eller handelsplattform.

²⁴ Artikel 17, marknadsmissbruksförordningen. 15 kap. 6 § 3 p. lagen om värdepappersmarknaden (Vpml). Se även 10 kap. (i synnerhet 10 kap. 3 § om löpande informationsgivning) FFFS 2007:17, motsvarande regler finns även i Nasdaq OMX Stockholms regelverk för emittenter 3.1.1. Motsvarande regler finns även för MTF:erna AktieTorget (Bilaga 2 i Noteringsavtalet) och First North (4.1 i First North Rulebook).

²⁵ Se exempelvis FrontOffice Nordic AB (publ):s kampanj på FundedByMe inför bolagets listning på NGM Nordic MTF <<https://www.fundedbyme.com/en/campaign/7106/frontoffice-svensk-foretagsrekonstruktion>> hämtad d 20 mars 2017 eller Paradox Interactive AB (publ):s kampanj på Pepins inför bolagets listning på Nasdaq First North Premier <<http://www.pepins.com/companies/paradox-interactive/>> hämtad d 20 mars 2017.

²⁶ Undantag för detta utgörs av sådana onoterade aktiebolag som väljer att lista sig på exempelvis den inofficiella listan Alternativa som inte ställer krav på annan informationsgivning än som framställs i aktiebolagslagen, men som uppmantrar till ”mer börslik” informationsgivning genom ett betygssystem på de listade bolagen.

1.5 Tidigare publicerat material på området

Informationsgivning från företag som genomför en kapitalanskaffningsrunda genom investeringsbaserad gräsrotsfinansiering har endast sparsamt, om ens alls, behandlats i den juridiska doktrinen men har främst behandlats i examensarbeten, exempelvis av Oskar Nellström, men i hans uppsats berördes endast utgivandet av sådan information som föregår en emission, vilket utgörs av en jämförelse med regelverket om prospekt.²⁷ När informationsasymmetrin i samband med investeringsbaserad gräsrotsfinansiering har behandlats i andra juridiska uppsatser, har författarna, liksom Nellström, uteslutande behandlat informationsgivningen före och i samband med emissionen.²⁸ Däremot har Ludvig Berling avhandlat det fortsatta kommunikationsförhållandet mellan företag och finansiärer i samband med belöningsbaserad gräsrotsfinansiering²⁹ och därutöver har informations-givningen från onoterade aktiebolag som tagit in kapital genom investeringsbaserad gräsrotsfinansiering delvis behandlats i en samhällsvetenskaplig uppsats.³⁰ Det tål även nämnas att den löpande informationsgivningen från noterade aktiebolag (aktiemarknadsbolag) har behandlats ingående och i större omfattning i litteraturen.³¹

1.6 Disposition

I kapitel 2 ges först en beskrivning av gräsrotsfinansiering som sådan och särskilt om investeringsbaserad gräsrotsfinansiering samt om befintliga tillämpade strukturer avseende investerarens ägande av andel i bolaget. Fortsättningsvis behandlas i kapitlet sekundärmarknader för aktier i onoterade bolag och särskilt Alternativans verksamhet.

²⁷ Se Nellström, Oskar, *Equity Crowdfunding i förhållande till spridningsförbudet i 1 kap. 7 § ABL och prospektskyldigheten i 2 kap. 1 § LHF ur ett ny- och småföretagarperspektiv*, examensarbete, Uppsala universitet, 2015. Se dock Nellströms artikel i JT Nr. 3 2014/15, *Equity Crowdfunding i förhållande till spridningsförbudet i ABL*, vilken bygger på hans examensarbete.

²⁸ Se exempelvis Arnold, Anders & Lindgren, Alexander, *Finansiering via Crowdfunding: En kvantitativ studie om ägarbildningen i små företag*, uppsats, Högskolan i Halmstad, 2014; Karlsson, Emanuel & Modigh, Marcus, *Crowdfunding: Ett substitut till traditionell finansiering?*, kandidatuppsats, Södertörns högskola, 2014; Hunter Oja, Johan & Markgren, Rickard, *Crowdfunding och förtroende: En studie om förtroendeskapande aspekter hos en ny finansiell intermediär*, kandidatuppsats, Uppsala universitet, 2014.

²⁹ Se Bergling, Ludvig, *Keeping in Touch with the Crowd*, masteruppsats, Kungliga Tekniska Högskolan, 2014.

³⁰ Se Schultz, Elvira & Samuk, Patrik, *Informationssamhället: En studie av hur equity crowdfunding fungerar som kapitalkälla för småföretagare i Sverige*, kandidatuppsats, Södertörns högskola, 2016.

³¹ Se exempelvis Härkönen, Elif, *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning: särskilt om amerikansk och svensk reglering av selektiv information på sekundärmarknaden för värdepapper*, Jure, Diss. Göteborg: Göteborgs universitet, 2013 och Keisu, Jenny, *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning: om hantering av kurspåverkande information, informationsläckor, rykten och educated guesses*, Uppsala universitet i samarbete med Mannheimer Swartling advokatbyrå, Uppsala, 2009. Se även Einar, Gustav, *Informationsgivning – En del av konsumentskyddet på finansmarknaden*, uppsats, Uppsala universitet, 2016.

I kapitel 3 behandlas eftersträvansvärda intressen som bör tillgodoses i samband med lagstiftande som berör företaget och investerare. Intresset att värna om ett starkt investerarskydd beskrivs först, för att följas av ett avsnitt om intresset att underlätta för företagare. Dessa områden är starkt influerade av EU, varför jag har ansett det vara lämpligt att påvisa dessa intressen utifrån dokument från EU-kommissionen och rättsakter från Europaparlamentet och rådet.

Kapitel 4 är vikt åt beskrivning av *de lege lata* avseende informationsgivning. Först behandlas reglerna för löpande informationsgivning som gäller för bolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en multilateral handelsplattform. Detta åtföljs av ett avsnitt vari behandlas reglering av löpande informationsgivning från onoterade bolag och störst del i avsnittet ges finsk och brittisk rätt på området. Därefter behandlas investerares befintliga möjligheter att tillskansa sig löpande informationsgivning. I sista avsnittet i kapitlet beskrivs i korthet regleringen i ABL och ÅRL avseende regelbunden informationsgivning.

I kapitel 5 återges författarens reflektioner och slutsatser om gällande rätts ändamålsenlighet, åtföljt av en *de lege ferenda*-diskussion om hur reglering av informationsgivning från onoterade bolag bör utformas, samtidigt som sådan regleringen skulle vara likriktat med de intressen som behandlats i kapitel 3.

2 Något om investeringsbaserad gräsrotsfinansiering

2.1 Om gräsrotsfinansiering

Gräsrotsfinansiering – eller ”crowdfunding” som finansieringsformen även är känd som – är begreppet för det förfarande när en företagare eller entreprenör (hädanefter benämns kapitalansamlaren endast ”företagaren”)³² via en internetplattform³³ samlar kapital från ett större antal finansiärer, vanligtvis i utbyte mot en eller flera motprestation(-er), i syfte att finansiera ett ändamål eller en verksamhet.³⁴ Jag ämnar här endast översiktligt presentera huvuddragen för fenomenet, varför variationer av förfarandet kan förekomma beroende på typen av gräsrotsfinansiering och vilken plattform som erbjuder tjänsten.

Företagaren annonserar om kapitalanskaffningen på plattformen och presenterar ändamålet för finansieringsrundan, tillsammans med relevant information, för potentiella finansiärer. Kapitalanskaffningsrundan benämns vanligtvis som en ”kampanj” och den löper en viss förutbestämd tid. När presentationen är upplagd på plattformens hemsida, kan finansiärer välja att erlægga ett valt belopp, för att efter kampanjens slut erhålla en motprestation från företagaren eller dennes näringsverksamhet.

Fyra huvudtyper av gräsrotsfinansiering kan urskiljas, vilka frånskiljs varandra baserat på vad företagarens motprestation utgörs utav, men gemensamt för dem är att ”många bäckar små-principen” tillämpas. Huvudtyperna, respektive förknippad motprestation, utgörs utav:

- Gåvbaserad gräsrotsfinansiering – ingen motprestation erbjuds
- Belöningsbaserad gräsrotsfinansiering – handelsvara eller tjänst
- Lånbaserad gräsrotsfinansiering – ränta (och amortering)
- Investeringsbaserad gräsrotsfinansiering – aktier i aktiebolaget

Av dessa är endast investeringsbaserad gräsrotsfinansiering relevant för den fortsatta framställningen.

³² ”Företagaren” kan vara en fysisk eller juridisk person men i den fortsatta framställningen avses den eller de fysiska person(-er) som grundat och/eller driver verksamheten innan externt kapital har anskaffats.

³³ Hädanefter ”plattform”. Användandet av en plattform är emellertid inte alltid nödvändigt, se exempelvis Plantagon eller VidAngel som använt sina egna respektive hemsidor för att ackumulera externt kapital.

³⁴ Ahonen, Nicholas & Mathisen, Rasmus, *Gräsrotsfinansiering/crowdfunding: en alternativ finansmarknad*, Jure, Stockholm, 2016, s. 14. För vidare läsning om gräsrotsfinansiering hänvisas även till Dresner, Steven, *Crowdfunding: a guide to raising capital on the Internet*, John Wiley & Sons, Hoboken, 2014; EU-kommissionens rapport om gräsrotsfinansiering: *Crowdfunding innovative ventures in Europe: The financial ecosystem and regulatory landscape*, ISBN 978-92-79-43849-3, 2013 samt *Sustaining Momentum*, 2016.

2.2 Särskilt om investeringsbaserad gräsrotsfinansiering

Genom investeringsbaserad gräsrotsfinansiering erhåller finansiären (hädanefter i samband med denna typ av gräsrotsfinansiering: ”investeraren”) aktier i företagarens aktiebolag³⁵ i gengäld för kapitaltillskottet. För företagets verksamhet utgör kapitaltillskottet eget kapital och i samband med gräsrotsfinansieringskampanjen inträder nya aktieägare i aktiebolaget.³⁶ Det är inte ovanligt att dessa investerare i stor utsträckning utgörs av icke-professionella investerare, vilka utgör huvudmålgruppen för denna investeringsform som ska *demokratisera* småbolagsinvesteringar, varför dessa icke-professionella investerare särskilt utgör en kärna till denna framställning. Som jämförelse ska nämnas att ofta har professionella investerare, det vill säga affärsänglar och riskkapitalister, privata nätverk, genom vilka denna grupp investerare exponeras mot möjligheter att investera i onoterade aktiebolag.

Det är vanligt förekommande att det aktiebolag som ska finansieras utgör ett privat aktiebolag, vilket har gett upphov till frågor om huruvida tillämpandet av finansieringsformen är legal. Härom ska nämnas annonserings- och spridningsförbudet i 1 kap. 7–8 §§ ABL,³⁷ vilket begränsar ägarspridning i privata aktiebolag. Någon sådan begränsning föreligger inte för publika aktiebolag. Därutöver ska prospektkravet i 2 kap. 1 § lag (1991:980) om handel med finansiella instrument nämnas som en oklarhetsfråga, eftersom prospekt krävs när ”överlåtbara värdepapper” erbjuds till allmänheten, såvida inte undantag i 2 kap 4 § är tillämpligt. Frågan har sin grund i att aktier i privata aktiebolag per definition inte anses vara överlåtbara, varför detta skulle innebära att ett prospekt aldrig kan behöva upprättas av dessa aktiebolag, oavsett erbjudandets storlek.³⁸ Dessa frågor behandlas emellertid inte närmare i denna uppsats. Oaktat dessa frågor förekommer dessutom för närvarande denna typ av finansieringsform.

Det råder skillnader mellan plattformar avseende hur investeraren *de jure* och *de facto* erkänns fördelarna förknippade med aktieägandet. Det finns tre huvudsakliga strukturer för ägande: direktägande i verksamhetsbolaget, via ägarbolag och med plattformen som mellanman. Strukturerna presenteras mer ingående nedan tillsammans med en illustration över dem.

³⁵ Här ska nämnas att det med aktiebolag i gräsrotsfinansieringssammanhang i den fortsatta framställningen avses sådant ägarlett bolag med överlappning mellan aktieägare med röstmajoritet och bolagets ledning. Se även Almlöf, Hanna, *Bolagsorganens reglering och dess ändamålsenlighet: en aktiebolagsrättslig studie om ägarledda bolag*, Jure, Diss. Jönköping: Högskolan i Jönköping, 2014, Stockholm, 2014, s. 46 f. Definitionen som torde ligga närmast ägarstrukturen som påträffas i verkligheten, är snarare ”fämansföretag” så som termen används i prop. 1975:103, s. 73.

³⁶ Notera emellertid att det i vissa fall, beroende på plattform, kan förekomma skillnader i hanteringen av de nya aktieägarna, exempelvis i form av att särskilda ägarbolag upprättas (se vidare härom i avsnitt 2.3).

³⁷ Aktiebolagslag (2005:551).

³⁸ Prop. 2006/07:115 s. 282. Se även Prop. 2004/05:85 s. 513 f om införandet av ny aktiebolagslag.

2.3 Investeringsbaserad gräsrotsfinansiering i praktiken

2.3.1 Direktägarstrukturen – FundedByMe, Tessin och Innovestor

Det värde på den tjänst som en gräsrotsfinansieringsplattform främst anbringar dess kunder är att föra samman människor med kapital med människor i behov av kapital. Plattformen fungerar främst som en anslagstavla där företag annonserar om en investeringsmöjlighet, varpå investeraren blir aktieägare direkt i bolaget där verksamheten bedrivs genom emissionen. De svenska plattformarna skiljer sig emellertid åt i förfarandet. Både FundedByMe³⁹ och Tessin⁴⁰, å ena sidan, förmedlar inte betalningar eller teckningsuppdrag, utan förser endast emittenten med kontaktuppgifter till de investerare som tecknat intresse att investera, varpå parterna själva får handlägga betalning och aktieallokering. Tessin tillhandahåller emellertid en särskild, för bolaget tillägnad, sida för löpande informationsgivning från bolaget till investerarna. Innovestor,⁴¹ å andra sidan, mottar och förmedlar teckningsuppdrag samt tar emot teckningslikvid från investerarna för de finansiella instrument (hädanefter används begreppet ”aktier”) som emitteras och tar således en mer aktiv roll i emissionen än FundedByMe och Tessin. Den faktiska och juridiska aktieägaren är ändå fortfarande investeraren.

2.3.2 Ägarbolagsstrukturen – Pepins

Plattformen Pepins,⁴² som har tagit avstånd från att kalla sig för enbart en gräsrotsfinansieringsplattform, utan istället benämner sig själva som ett ”Venture Powerhouse”,⁴³ tillhandahåller företaget en tjänst som erbjuder investerare att bli aktieägare i aktiebolag som söker finansiering via plattformen, varför de i min mening bör behandlas i denna uppsats.⁴⁴ Pepins kombinerar emellertid gräsrotsfinansiering med institutionell investering, det vill säga att endast ett visst belopp erbjuds allmänheten, vanligtvis ett belopp uppgående till mindre än

³⁹ FundedByMe AB (publ) är en gräsrotsfinansieringsplattform som tillhandahåller både investerings- och lånbaserad gräsrotsfinansiering.

⁴⁰ Tessin Nordic AB är en gräsrotsfinansieringsplattform som tillhandahåller en hemsida där fastighetsutvecklare kan söka finansiering. Gräsrotsfinansiering med detta ändamål har blivit så pass utbredd att det gett upphov till en egen benämning: ”Real Estate Equity Crowdfunding”.

⁴¹ Innovestor kan snarare beskrivas som en ”syndikerare” som samlar emissionslikvid från investerarnätverk och deltar även själva aktivt i varje investeringsrunda.

⁴² Pepins Group AB. Bolaget bedriver även andrahandsmarknaden Alternativa listan, se delavsnitt 2.4.2.

⁴³ Pepins tar främst sikte på att hjälpa till att bygga framgångsrika bolag, på ett sätt att småinvestorer får möjlighet att investera på samma villkor som professionella riskkapitalister.

⁴⁴ Anders Sjunnesson, koncernchef och grundare på Pepins Group AB, under Internetdagarna d 22 november 2016, <<https://internetdagarna.se/program/two-is-company-but-how-many-is-a-crowd/>>, tiden 1:09:00, hämtad d 20 mars 2017.

2,5 miljoner EUR,⁴⁵ varefter de institutionella investerarna går in med resterande kapital. Pepins tillämpar, i större utsträckning än andra svenska plattformar, en ägandestruktur med ägarbolag (holdingbolag) och skapar på så vis ett koncernförhållande, även om direktinvestering också förekommer på plattformen. Genom förfarandet med ägarbolag samlas de nya minoritetsaktieägarna i ett ägarbolag skiljt från det bolag som verksamheten bedrivs genom. Investerarna får sedan utöva ett kollektivt inflytande på verksamhetsbolaget genom att på en årsstämma i ägarbolaget rösta för hur ägarbolaget ska rösta på verksamhetsbolagets årsstämma.⁴⁶ Med ägarbolagsstrukturen avses här det fall när de nya kapitaltillskjutande investerarna samlas som aktieägare i ett ägarbolag, medan grundare och eventuella institutionella och professionella investerare äger aktier direkt i verksamhetsbolaget. En ytterligare variant som kan tänkas tillämpas vore att grundare samt institutionella och professionella investerare äger aktier i ett ägarbolag, och att investerarna äger aktier i ett annat ägarbolag som äger aktier i det förstnämnda ägarbolaget. Ägarbolag tillämpas huvudsakligen i syfte att hålla verksamhetsbolagets aktiebok lättöver-skådlig för framtida emissioner samt att begränsa nya aktieägares inflytande. På så vis kan grundare behålla kontrollen över bolaget.⁴⁷ Detta uppnås genom att grundaren eller annan representant för verksamhetsbolaget äger mer än hälften av rösterna i ägarbolaget.

2.3.3 Mellanmansstrukturen – Seedrs

Till skillnad från tidigare nämnda plattformar, är Seedrs inte en svensk aktör eller aktivt verksamma i Sverige,⁴⁸ utan en brittisk sådan. Jag tar upp plattformen här, dess utländska härkomst till trots, eftersom den mellanmansstruktur som plattformen tillämpar inte har en motsvarighet i Sverige.⁴⁹ Genom den ”mellanmansstruktur” som tillämpas av plattformen, är det plattformen som är ensam ny ”*de jure*-aktieägare” i det aktiebolag som söker kapital.

⁴⁵ Syftet med detta specifika belopp torde vara att säkerställa att erbjudandet till allmänheten träffas av undantaget till kravet på upprättandet av prospekt som återfinns i 2 kap. 4 § 5 p. lag (1991:980) om handel med finansiella instrument.

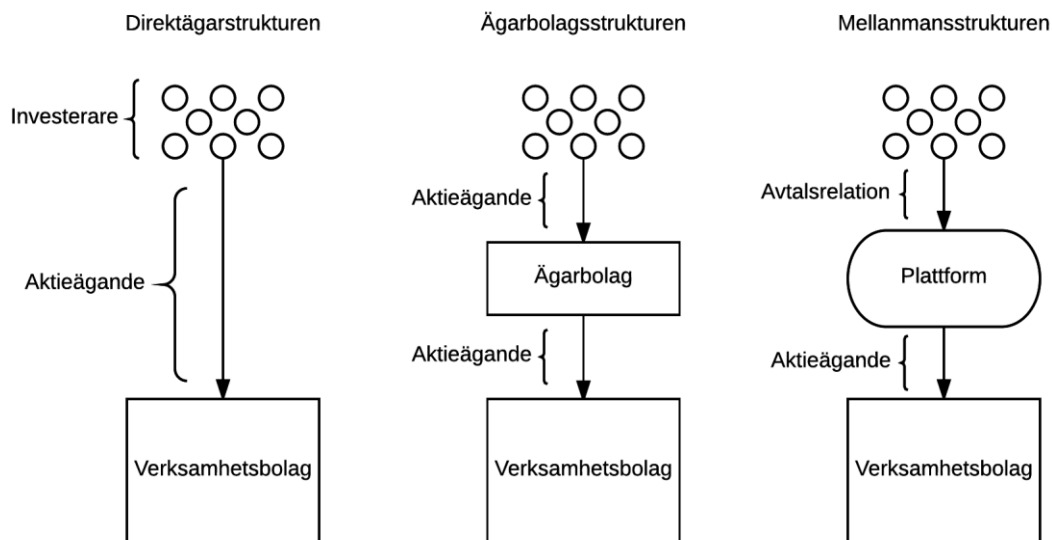
⁴⁶ Med hjälp av ägarbolag kan de aktieägarna som finns före en gräsrotsfinansieringskampanj potentiellt säkerställa en bibehållen kontroll över bolaget genom att äga femtio procent eller mer av det upprättade ägarbolaget. Möjligheten för detta sätt att skära av investerarnas inflytande finns men i vilken utsträckning det faktiskt tillämpas på kampanjer på Pepins låter jag vara osagt.

⁴⁷ Se mer om dessa ämnen i Roger Axelssons (partner på affärsjuristbyrån Jansson & Norin) sponsrade artikel på nyhets sidan Breakit <<http://www.breakit.se/artikel/2063/sa-tar-du-in-en-crowdfunding-runda-utan-att-tappa-kontrollen-i-bolaget>> samt Robert Sevenius blogginlägg om ämnet från 2016-05-23 och 2015-12-09 <<http://sevenius.se/2016/05/23/real-equity-crowdfunding/>> respektive <<http://sevenius.se/2015/12/09/739/>> (samtliga sidor senast hämtade 2017-03-20).

⁴⁸ Innovestor är å andra sidan en finsk aktör (under namnet Innovestor Ltd) men har en svensk filial benämnt Innovationsinvesteringar i Sverige Filial.

⁴⁹ Närmast jämförbara är Arantus som närmast kan beskrivas som en fond som investerar i uppstarts företag, genom vilken investeraren exponeras mot småföretag och som har ett ”Entreprenörsråd” som beslutar om hur investerarens pengar investeras i de aktiebolag som söker finansiering.

Investeraren tillskansas sedan på avtalsrättslig väg de rättigheter som förknippas med ett aktieäggande av plattformen, varmed investeraren på så vis blir en ”de facto-aktieägare”. Denna ägarstruktur kan jämföras med den som tillämpas mellan investerare och värdepappersbolag eller bank avseende tillhandahållandet av värdepappersdepå.



Grafisk förklaring av de olika strukturerna; min illustration

2.4 Sekundärmarknad för aktier tecknade genom investeringsbaserad gräsrotsfinansiering

2.4.1 Allmänt om sekundärmarknader

Vid tiden för när denna uppsats skrivs, finns ingen oberoende⁵⁰ strukturerad sekundärmarknadsplattform för aktier, vilka tecknats i vare sig privata eller publika aktiebolag genom investeringsbaserad gräsrotsfinansiering, och vilka samtidigt är öppna för handel i aktier oavsett vilken gräsrotsfinansieringsplattform som användes vid emissionen. För att en investerare ska kunna avyttra sina aktier i det finansierade bolaget, är det upp till denne att på egen hand finna en köpare av aktierna. Däremot förekommer handel med aktier i onoterade bolag på Alternativa listan⁵¹ som är en del av Pepins Group. På Alternativa listan erbjuds handel med aktier i sådana bolag som har valt att listas och handel erbjuds mer sällan än för noterade bolag, vanligtvis en gång i månaden.⁵² Därutöver anordnar FundedByMe, från och med i slutet av mars 2017,

⁵⁰ Med oberoende avses här sådan sekundärmarknad som inte är knuten till en ”primärplattform”, det vill säga sådan plattform genom vilken emissionen marknadsförs.

⁵¹ Se Alternativans hemsida <www.alternativa.se> hämtad d 20 mars 2017.

⁵² Alternativans affärsidé <<http://alternativa.se/om-oss/om-pepins-group-ab-publ/affarside.aspx>> hämtad d 20 mars 2017.

handelsdagar på vilka aktieägare bereds möjlighet att försöka finna köpare till sina aktier.⁵³ Mycket tyder, om än obekräftat, på att en andrahandsmarknad sannolikt kommer att utvecklas i framtiden för aktier förvärvade genom gräsrotsfinansiering.⁵⁴

Vad gäller en aktieägars möjligheter till att på egen hand sondera efter köpare, tål det nämnas att det i 1 kap. 7–8 §§ ABL förbjuds att annonsera om försäljning eller spridning av aktier i privata aktiebolag till en krets på fler än 200 personer. Detta inskränker aktieägens möjligheter till avyttring av sina aktier på egen hand. En sådan inskränkning föreligger emellertid inte i det fall det rör sig om aktier i publika aktiebolag, men möjligheten att försälja aktier får även för denna kategori av aktiebolag anses vara begränsad som följd av avsaknaden av en effektiv sekundärmarknad.

2.4.2 Särskilt om Alternativa

Pepins tillhandahåller genom Alternativa en sekundärmarknad för aktier i onoterade publika aktiebolag. Pepins bedriver emellertid även Pepins Market, en mindre handelsplats, specifikt avsedd för på plattformen gräsrotsfinansierade bolag, men i detta avsnitt ska endast Alternativa behandlas. Notera dock att proceduren för handel är på båda plattformar desamma.⁵⁵ Pepins har inte tillstånd av Finansinspektionen att bedriva en reglerad marknad eller handelsplattform, men har tillstånd som värdepappersbolag under Finansinspektionens tillsyn.⁵⁶ Alternativa är inte en sådan strukturerad andrahandsmarknad som träffas av de reglerna för löpande informationsgivning, men får anses vara intressant att belysa avseende dess lösning för löpande informationsgivning från onoterade bolag. Vad som är av intresse för denna framställning är att Alternativa och Pepins Market för närvarande är de enda befintliga strukturerade sekundärmarknaderna i Sverige för handel med aktier i onoterade bolag. Således bör den tillämpade lösningen för onoterade aktiebolags informationsgivning beaktas i normativt syfte.

Handel sker regelbundet, men inte dagligen, utan möjliggörs vanligtvis en gång i månaden. Syftet är att underlätta för bolagen listade på Alternativa, vilka oftast är av mindre storlek. Det listade företaget kan erbjuda investerarna likviditet i aktien, samtidigt som kraven ställda på

⁵³ Jämför ölbryggeriet Brewdogs "Trading Day" som en gång årligen möjliggör handel i aktien för de runt 50 000 aktieägarna <<https://www.brewdog.com/lowdown/blog/buy-shares-trading-day-2016>> hämtad den 20 mars 2017.

⁵⁴ Detta förutspås av brittiska aktörer, enligt FCA:s Feedback Statement FS16/13 avsnitt 4.5, s. 27 (se mer om detta dokument i avsnitt 4.3.3).

⁵⁵ Vid årsskiftet 2016–2017 handlades enbart aktier i bolaget Alvestaglass Partners Sweden AB på denna sekundärmarknad. Tanken synes vara att aktierna i samtliga bolag som finansieras genom plattformen Pepins, ska kunna handlas med på antingen Pepins Market eller på Alternativa.

⁵⁶ Se Finansinspektionens bolagsregister. Tillstånden som innehas utgörs, för att nämna ett par, av tillstånd att motta och vidarebefordra ordrar avseende finansiella instrument, ta emot medel med redovisningsskyldighet samt utförande av ordrar avseende finansiella instrument på kunders uppdrag.

bolaget och dess organisation är mildare än på aktiemarknaden. Exempelvis minskar behovet av att löpande informationsgivning sker så snart som möjligt, om handel sker en gång i månaden; det räcker att informationen delges strax före eller i samband med handelsdagen.

Även om Alternativa för bolagen är mindre bemödande alternativ till en traditionell sekundärmarknad ur ett administrativt perspektiv, ställs vissa krav på de bolag vars aktier upptas till handel.⁵⁷ Ett urval av kraven består av att bolaget ska vara ett avstämningsbolag, ha minst 100 ägare, varav huvudägare ska inneha högst 90 procent av aktierna och rösterna samt inte ha hembudsförbehåll intaget i bolagsordningen.

2.4.3 Alternativas regelverk för löpande informationsgivning

Mot bakgrund av att handeln på Alternativa sker högst en gång i månaden, ställs andra krav på den löpande informationsgivningen än av börser och värdepappersinstitut som bedriver reglerade marknader och/eller handelsplattformar. Alternativa har en ”mjukare” linje för hur transparens ska uppnås beträffande bolagens verksamhet. Istället för ett egentligt regelverk, ställs enbart krav på bolagen att senast sex månader efter verksamhetsårets utgång, publicera årsredovisning i enlighet med aktiebolagslagen och årsredovisningslagen och dessutom ska denna finansiella information finnas tillgänglig på en hemsida.⁵⁸ Ytterligare krav förekommer inte, men handelsplatsen har inrättat ett betygssystem med tre steg för bolagens informationsgivning, i syfte att uppmuntra till mer omfattande informationsgivning.

Det ovan nämnda grundkravet om årsredovisning motsvarar betyget ”G”, medan det för att bolaget ska erhålla ett ”VG” därutöver, till exempel, krävs mer innehåll i årsredovisningen än vad lagen kräver, vilket utgörs av beskrivning av företaget, verksamheten och marknaden, kassaflödesanalys, aktiedata (t.ex. antal utestående aktier), kassaflödesanalys, förteckning över större aktieägare samt redogörelse för styrelsens medlemmar. Därutöver krävs att bolaget publicerar väsentliga händelser och beslut samt senaste årets pressmeddelanden.

För ”MVG” – högsta betyget – krävs, därutöver, att bolaget tillhandahåller en uppdaterad lista över insynspersoner, information om kontaktperson för finansiell information, kvartalsrapporter samt högre krav på bolagets redovisning, vilken ska innehålla finansiell information i samma nivå som bokslutskommunikén och innehålla jämförelsesiffror för motsvarande kvartal under föregående år. Av de 24 bolag som var listade på Alternativa kring

⁵⁷ Alternativas listningskrav <<http://alternativa.se/for-bolag/tre-olika-listor/listningskrav.aspx>> hämtad d 20 mars 2017.

⁵⁸ Alternativas informationsgivning <<http://alternativa.se/for-bolag/tre-olika-listor/informationsgivning.aspx>> hämtad d 20 mars 2017.

årsskiftet 2016–2017, hade två bolag mött kraven för ”MVG” och 13 av bolagen hade informationsgivning som levde upp till ”VG”-kraven.

Som synes är riktlinjerna på löpande informationsgivning från bolagen listade på Alternativa, jämfört med handelsplattformarna med tillstånd från Finansinspektion, tämligen skönsmässiga. Här åsyftas riktlinjernas icke-bindande karaktär och avsaknaden av repressalier. En grundpelare för handelsplatsen Alternativa har varit att förenkla förfarandet för bolagen avseende att erbjuda aktieägarna likviditet i aktiehandeln. På reglerade marknader och handelsplattformar ligger istället störst fokus på investerarskyddet, vilket syns på handelsplatsernas ställda krav, vilka även är sanktionerade vid överträdelse, med risk för vite eller uteslutning från marknadsplatsen.⁵⁹

⁵⁹ Se exempelvis Nasdaq Stockholm, Regelverk för emittenter, aktier, 5 (med kommentar) (8 december 2016) resp. NGM Equity, Börsregler, 5 (med kommentarer) (3 juli 2016).

3 Ett EU-perspektiv om eftersträvansvärda intressen

3.1 Allmänt om intressen och reglernas ändamål

I detta kapitel beskrivs två intressen som av EU anses eftersträvansvärda, vilka kan vara motstående varandra vid bedömningen av vilken, hur mycket samt hur ofta information ska delges investerare från små och medelstora företag. Det rör sig om intresset att underlätta för små och medelstora företag å ena sidan och intresset att skydda icke-professionella investerare å andra sidan.

Det tåls uppmärksammas att ett *interesse* inte har rättslig verkan i sig, utan betraktas som ett uppställt högre mål, vars uppfyllande ska uppnås genom lagstiftning. Ett intresse kan komma till uttryck i lagstiftningsakter eller, i större utsträckning, i dokument som föregår sådana akter och det har snarare en politisk eller ställningstagande karaktär. Intressen framgår i EU-rätten i preambeln till rättsakter eller i arbetsdokument som föregår rättsakter. Nedan beskrivs ett urval av handlingar i syfte att materiellt påvisa nämnda intressen.

Ett ytterligare intresse utöver de två som särskilt behandlas, vilket här nämns som en parentes men som likväl ligger inom uppsatsens omfång, utgörs av att EU-parlamentets ställningstagande avseende gräsrotsfinansiering. Detta intresse utgörs av att överreglering på området bör undvikas av kommissionen, i syfte att inte riskera att utvecklingen försämras.⁶⁰ Detta intresse, tillsammans med resterande delar av kapitlet, bör beaktas i samband med ett normativt resonemang om reglering av löpande informationsgivning.

3.2 Intresset att skydda icke-professionella investerare

Med intresset att skydda icke-professionella investerare kan en jämförelse göras med konsumentskyddsintresset, även om dessa två beteckningar inte nödvändigtvis är synonyma med tanke på att de används i olika sammanhang. Båda avser emellertid ett allmänhetsskydd. Här tåls nämnas att ett konsumentskydd tillföres unionsmedborgare genom artikel 38 Europeiska unionens stadga om de grundläggande rättigheterna,⁶¹ vilken genom artikel 6.1 i fördraget om Europeiska unionen införlivats i unionens primärrätt. Nedan ska emellertid det specifika intresset för investerarskydd behandlas.

⁶⁰ Europaparlamentets resolution P8_TA-PROV(2016)0358 av den 15 september 2016 om tillgång till finansiering för små och medelstora företag och mer diversifierad finansiering till små och medelstora företag i en kapitalmarknadsunion (2016/2032(INI)), punkt 40.

⁶¹ Europeiska unionens officiella tidning, 2010/C 83/02.

Till att börja med ska här kort nämnas varför ”privatsparare”⁶² över huvud taget bör tillåtas delta på kapitalmarknaden. Flera skäl härom framgår i kommissionens handlingsplan för en kapital-marknadsunion.⁶³ Det framgår i akten att det enligt kommissionen är ”allmänt känt” att ökad medellivslängd och demografiska förändringar medför ett ökat behov för icke-professionella investerare att spara pengar för pensionsändamål. Det kopplas även samman med europeiska företags kapitalbehov, vilket har ökat sedan finanskrisen 2008 samt med kommissionens mål att stärka Europas ekonomi.⁶⁴ Dessa behov ligger till grund för den gränsöverskridande kapitalmarknadsunion som kommissionen önskar inrätta.

I anslutning till kommissionens mål att förmå icke-professionella investerare att investera på kapitalmarknaden, krävs även ett skydd för denna grupp investerare förekommer samt att allmänhetens förtroende för kapitalmarknaden inom EU säkerställs. Detta synliggörs till exempel i artikel 1 MAR,⁶⁵ vari det beskrivs som förordningens syfte. Skyddet för icke-professionella investerare kommer därutöver även till uttryck i grönboken *att bygga en kapitalmarknadsunion*,⁶⁶ genom målet att icke-professionella investerares förtroende för kapitalmarknader ska stärkas. Målet med grönboken för icke-professionella investerare är emellertid att öka summan av investerarnas investeringar i små och medelstora företag, men samtidigt ska inte skyddet för EU-medborgarnas privatekonomi äventyras. Även i Europaparlamentets resolution P8_TA-PROV(2016)0358, kan det utläsas att förtroendet för kapitalmarknaden bör upprätthållas.⁶⁷

Intresset för ett investerarskydd fastställs dessutom i arbetsdokumentet från kommissionens avdelningar om gräsrotsfinansiering i EU:s kapitalmarknadsunion,⁶⁸ vari uttrycks att investerarskyddsåtgärder avseende gräsrotsfinansiering värdesätts.⁶⁹ Sådana åtgärder exemplifieras som kundkontrollregler, plattformars informationskrav och riskvarningar, krav på *due diligence*-undersökning, begränsning av maximalt belopp som får investeras samt informationskrav från emittent – alltså när prospektkrav föreligger.

⁶² ”Privatsparare” är det begrepp som används i kommissionens handlingsplan för en kapitalmarknadsunion. Här används istället ”icke-professionell investerare”.

⁶³ COM(2015) 468 final, s. 20 ff.

⁶⁴ Id., s. 3 f.

⁶⁵ EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS FÖRORDNING (EU) 596/2014/EU om marknadsmissbruk.

⁶⁶ COM(2015) 63 final, se exempelvis 2.2.

⁶⁷ P8_TA-PROV(2016)0358 punkt 35.

⁶⁸ SWD(2016) 154 final.

⁶⁹ Id., avsnitt 4.1.3.

En sista akt att nämna i syfte att påvisa likriktning avseende investerarskydd i unionens akter, är prospektdirektivet. Syftet med prospektdirektivet framgår av p. 10 i preambeln till direktivet, vari syftet stadgas vara att garantera skydd för investerarna samt marknadseffektivitet.

3.3 Intresset att underlätta för små och medelstora företag

3.3.1 Om intresset att underlätta för små och medelstora företag

Utöver intresset om investerarskydd, är ett EU-intresse att förenkla företagandet i unionen och därmed även att underlätta kapitalanskaffningen. Detta intresse kommer till uttryck genom flera olika åtgärder och akter från EU-kommissionen och parlamentet och i detta avsnitt omnämns ett antal av dessa för att påvisa att intresset eftersträvas. Åtskillnad kan göras mellan underlättande för onoterade företag respektive för aktiemarknadsbolag, varför detta avsnitt delas upp i delavsnitt som behandlar respektive typ av företag.

3.3.2 Underlättandet för andra företag än aktiemarknadsbolag

Intresset framgår tydligast i en resolution från parlamentet från den 15 september 2016,⁷⁰ vilken är en av de senare akterna vari intresset kommer till uttryck. Parlamentet presenterar däri sin ståndpunkt om små och medelstora företags möjligheter till kapitalanskaffning samt uppmaningar till kommissionen och medlemsstaterna om att värna om små och medelstora företags behov vid utformning av reglering. Här bör uppmärksammas att intresset är ett politiskt ställningstagande, eftersom resolutioner är parlamentets egna initiativ utan rättslig verkan. Resolutionen har översänts till rådet och kommissionen för att beaktas i institutionernas lagstiftningsarbete för en kapitalmarknadsunion.⁷¹

Intresset att underlätta för små och medelstora företag kommer även till uttryck i akter från Europeiska unionen med högre grad av rättslig verkan, vilka beaktats av parlamentet i nämnd resolution. Här bör kommissionens *åtgärdsplan för att förbättra små och medelstora företags tillgång till finansiering* nämnas.⁷² I åtgärdsplanen listas ett flertal åtgärder, vilka är tänkta ska underlätta för europeiska företag att verka och växa. Exempelvis nämns informations-asymmetrin mellan de som erbjuder och de som behöver finansiering särskilt som ett problem.⁷³

I kommissionens *handlingsplan för företagande 2020*, anges att en av kommissionens politiska prioriteringar även fortsättningsvis bör vara att minska den onödiga eller alltför betungande

⁷⁰ Europaparlamentets resolution P8_TA-PROV(2016)0358 av den 15 september 2016.

⁷¹ Se grönbok COM(2015) 63 final.

⁷² KOM(2011) 870 slutlig.

⁷³ Id., s. 1.

regelbördan.⁷⁴ I nämnd handlingsplan anges att en minskning av regelbördan för små och medelstora företag mellan åren 2007 och 2012 med 25 procent har funnits sedan tidigare, men att detta arbete bör fortskrida.⁷⁵

Ifrågarande intresse syns även i grönboken *att bygga en kapitalmarknadsunion*,⁷⁶ samt i kommissionens meddelanden *handlingsplan för en kapitalmarknadsunion*⁷⁷ och *att förbättra den inre marknaden – bättre möjligheter för individer och företag*.⁷⁸ I akterna uttalas att små och medelstora företag ska hjälpas och att kapitalanskaffningen ska underlättas.⁷⁹

3.3.3 Underlättandet för aktiemarknadsbolag

Det ifrågarande intresset om att underlätta för företagare tar även i stor utsträckning sikte på små och medelstora företag vars aktier handlas på en reglerad marknad eller på en MTF. Detta kan utläsas ur rättsligt bindande akter, till exempel direktiv 2013/50/EU, genom vilket öppenhetsdirektivets tidigare krav på delårsredogörelser och kvartalsrapporter för aktiemarknadsbolag har avskaffats.⁸⁰ Det tidigare befintliga kravet ansågs vara en betydande börda för många små och medelstora företag, samtidigt som kravet inte medfört motsvarande skydd för investerare, varför nu endast halvårsvis rapportering krävs.⁸¹ Denna förenklingsåtgärd är synnerligen väsentlig på området för denna uppsats, eftersom det genom åtgärden tydligt tas fasta på att långtgående krav på regelbunden informationsgivning inte är eftersträvansvärt, vilket är av särskild vikt att beakta för analysen i denna uppsats.

Därutöver tas även, i den i föregående delavsnitt nämnd åtgärdsplan, sikte på aktiemarknadsbolag genom förslag på åtgärd att förbättra möjligheterna för små och medelstora företag att använda sig av kapitalmarknaderna.⁸² Många av de föreslagna åtgärderna i planen har i dags dato verkställts. Här åsyftas minskandet av rapporteringsbördan, vilket omnämns i föregående stycke, samt antagandet av MIFID, genom vilken MTF-plattformar kan registreras som tillväxtmarknader för små och medelstora företag.⁸³

⁷⁴ COM(2012) 795 final, s. 19.

⁷⁵ Id., s 18f; se även COM(2011) 803 final.

⁷⁶ COM(2015) 63 final, 1.1; Kommissionens meddelanden och grönbok saknar, likhet med tidigare nämnd resolutionen, rättslig verkan.

⁷⁷ COM(2015) 468 final.

⁷⁸ COM(2015) 550 final.

⁷⁹ COM(2015) 468 final, s. 5 samt avsnitt 1; se även COM(2015) 550 final, 2.2.

⁸⁰ P. 4 I preambeln till 2013/50/EU.

⁸¹ 2013/50/EU, artikel 1.4 samt skäl 4; se även artikel 5.1 2004/109/EG (öppenhetsdirektivet). I svensk lag återfinns regeln i 16 kap. 5 § Vpml.

⁸² KOM(2011) 870 slutlig, s. 5.

⁸³ Id., s. 6 f.

En aktuell åtgärd vars syfte är att underlätta för främst aktiemarknadsbolag, fastän även onoterade kan omfattas av åtgärden beroende på en emissions storlek och utförande, är en ändring av prospektregelverket. De mest påtagliga effekterna för små och medelstora företag som uppnås genom den nya prospektförordningen,⁸⁴ är att den lägsta tillåtna gränsen för prospektkrav höjs från 100 000 EUR till en miljon EUR samt att högsta tillåtna minimigränsen höjs till åtta miljoner EUR från fem miljoner. Dessutom intas bestämmelser om så kallade ”tillväxtprospekt”, vilka är förenklade prospekt för små och medelstora företag och prospekten ska överlag kunna göras kortare med bättre information.⁸⁵ Denna nya reglering är även avsedd att underlätta för investerare att erhålla relevant information, vilket även uppnås genom att alla godkända EU-prospekt tillhandahålls av ESMA.⁸⁶

Slutligen ska, om de två här avhandlade intressena, nämnas att Europaparlamentet uppmanar att det ska eftersträvas att ett regelverk för kapitalmarknadsunionen inte bör vara betungande för emittenter, samtidigt som regelverket skapar förtroende hos investerare.⁸⁷ Detta innebär att en balans ska uppnås mellan de här i kapitlet avhandlade intressena för att regleringen ska anses vara fullgod.

⁸⁴ 2015/0268 (COD): Förslag till EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS FÖRORDNING om de prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel.

⁸⁵ Se sammanfattning om ändringar av prospektreglerna <<http://www.consilium.europa.eu/sv/policies/capital-markets-union/prospectus/>> hämtad d 20 mars 2017.

⁸⁶ Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten.

⁸⁷ Europaparlamentets resolution P8_TA-PROV(2016)0358 av den 15 september 2016, punkt 35.

4 Informationsgivning – de lege lata

4.1 Disposition av kapitlet

I detta kapitel behandlas först i avsnitt 4.2 regelverket för noterade bolag, det vill säga bolag vars aktier handlas på en reglerad marknad eller en multilateral handelsplattform (MTF).⁸⁸ Därefter omnämns i avsnitt 4.3 reglering av onoterade bolags löpande informationsgivning med en kort beskrivning av rättsläget i Finland och Storbritannien. I avsnitt 4.4 beskrivs en investerares möjligheter att tillgodogöra sig löpande informationsgivning, innan krav på regelbunden informationsgivning från aktiebolag behandlas i avsnitt 4.5.

4.2 Informationsgivning från noterade bolag

4.2.1 Löpande informationsgivning – ”insiderinformation”

Noterade bolag omfattas av krav i lag⁸⁹ och i värdepappersmarknadens självreglering att delge marknaden sådan information om verksamheten och värdepappren som kan tänkas vara av kurspåverkande karaktär. En emittent ska ”så snart som möjligt offentliggöra insiderinformation i enlighet med artikel 17 i marknadsmissbruksförordningen”.⁹⁰

Noterade bolags offentliggörande av insiderinformation beskrivs också i Finansinspektionens⁹¹ vägledning för börs- och MTF-bolag. Uttömmande beskrivning av insiderinformation ges i kommentarerna till Nasdaq Stockholms och NGM Equitys regelverk för emittenter. Den förut centrala termen ”kurspåverkande” har avlägsnats från lagstiftning och börsernas regelverk och

⁸⁸ Regleringen av noterade aktiebolag består av tre nivåer: EU-reglering (MAD II, MAR och öppenhetsdirektivet; 2014/57/EU, 596/2014/EU, resp. 2007/14/EG), nationell offentlig reglering inklusive Finansinspektionens föreskrifter samt värdepappersmarknadens självreglering; se Eklund, Karin & Stattin, Daniel, *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, 2., [rev.] uppl., Iustus, Uppsala, 2016, s. 385 ff och Afrell, Lars och Jansson, Per-Ola, *Regelstrukturen på värdepappersmarknaden*, i *Börsrätt*, Robert Sevenius och Torsten Örtengren (red.), 81-100, 3. uppl., Lund: Studentlitteratur, 2012, s. 83.

⁸⁹ Tidigare reglerades informationsgivningen i 15 kap. 6 § 3 p. VpmL, 10 kap. 3 § FFFS 2007:17 och i börsernas regelverk för emittenter – 3.1.1. i Nasdaq Stockholmsregelverk respektive 4.1.1 i NGM Equitys börsregler. Dessa upphävdes eller ändrades efter ikraftträdandet av MAR d 3 juli 2016 till att direkt hänvisa till artikel 17 MAR. Därutöver saknar Finansinspektionen numera bemyndigande att meddela föreskrifter om kurspåverkande information, se remisspromemoria FI Dnr 14-17369 från Finansinspektionen, s. 8.

⁹⁰ Nasdaq Stockholms regelverk för emittenter, aktier, 3.1 (8 december 2016). Motsvarande ändring har gjorts i 4.1.1 NGM Equitys regelverk från den 3 juli 2016. Se även 15 kap. 9 § VpmL.

⁹¹ Finansinspektionen är den myndighet som utnämns till behörig myndighet att övervaka värdepappersmarknaden. Delegering har skett till marknadsföretagen, i enlighet med artikel 22 och 23 MAR, genom att tillse att börserna övervakar informationsgivning och disciplinerar överträdelser; se 5 kap. 7 § FFFS 2007:17. För värdepappersinstitut som driver en MTF, regleras övervakningen istället i 13 kap. 8 § VpmL, det vill säga, inte genom delegering från Finansinspektionen. Däremot står handelsplattformar ändå under Finansinspektionens tillsyn och ska organisera vederbörlig övervakning i enlighet med Finansinspektionens föreskrifter; se 23 kap. 1 § VpmL och 6 kap. 1 § FFFS 2007:17.

ersatts av ”insiderinformation”,⁹² med vilket avses information som skulle ha en ”väsentlig inverkan på priset”⁹³ på aktien om den offentliggjordes.⁹⁴ Trots termändringen, utgör förväntad påverkan på aktiepriset en faktor i bedömningen av vad som kan utgöra insiderinformation.⁹⁵ Ett exempel på en ytterligare faktor i bedömningen beskrivs som ”beslutets eller händelsens förväntade omfattning i relation till hela emittentens verksamhet”.⁹⁶ Därutöver exemplifieras i kommentarerna till börsernas regelverk situationer när informationsplikt kan uppstå.

4.2.2 Hur informationen ska offentliggöras

En emittent ska göra insiderinformationen känd så snart som möjligt, såvida inte särskilda omständigheter föreligger.⁹⁷ Syftet, vilket beskrivs i kommentarerna till börsernas regelverk, är att ge allmänheten snabb tillgång till information för att möjliggöra fullständig och korrekt bedömning i rätt tid.⁹⁸ Hur informationsgivningen ska utformas, stadgas genom hänvisning från artikel 17.1 MAR till artikel 21 öppenhetsdirektivet, och fastställs av bolagets hemmedlemsstat. Offentliggöranden sker som pressmeddelande och ofta via en informationsdistributör.⁹⁹ Vad gäller MTF-bolag på AktieTorget, åtar sig AktieTorget att granska samt offentliggöra bolagets samtliga pressmeddelanden via AktieTorgets meddelandetjänst för att uppmärksamma bolaget om brister eller fel,¹⁰⁰ men MTF-bolaget ansvarar ändå själv för informationen.¹⁰¹ Brott mot informationsplikten kan för emittenten medföra föreläggande om vite.¹⁰²

⁹² Insiderinformation definieras i artikel 7 p. 1 MAR som ”Information av specifik natur som inte har offentliggjorts, som direkt eller indirekt rör en eller flera emittenter eller ett eller flera finansiella instrument och som, om den offentliggjordes, [s]annolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument eller på priset på relaterade finansiella derivatinstrument”.

⁹³ ”Väsentlig information” definieras i artikel 7.4 MAR som ”information som en förnuftig investerare sannolikt skulle utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut”. Se även NGM Equity, Börsregler, 4.1.1 (med kommentar) (3 juli 2016).

⁹⁴ Se avsnitt 16.5 i Eklund, Karin & Stattin, Daniel, *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, s. 411–420.

⁹⁵ Se kommentarerna till Nasdaq Stockholm, Regelverk för emittenter, aktier, 3.1 (8 december 2016) resp. till NGM Equity, Börsregler, 4.1.1 (3 juli 2016).

⁹⁶ Nasdaq Stockholm, Regelverk för emittenter, aktier, 3.1 (med kommentar) (8 december 2016). I NGM Equity, Börsregler, 4.1.1 (med kommentar) (3 juli 2016) återfinns materiellt samma lydelse.

⁹⁷ Nasdaq Stockholm, Regelverk för emittenter, aktier, 3.1 (med kommentar) (8 december 2016) resp. NGM Equity, Börsregler, 4.1.1 och 4.1.3 (med kommentarer) (3 juli 2016). Se även Nasdaq First North Nordic – Rulebook, 4.1 (med kommentar) (3 juli 2016), Regler Nordic MTF, 4.1 (med kommentar) (3 juli 2016) samt AktieTorgets noteringsavtal gällande från 3 juli 2016 § 12 och bilaga 2.

⁹⁸ Nasdaq Stockholm, Regelverk för emittenter, aktier, 3.1 (med kommentar) (8 december 2016) resp. NGM Equity, Börsregler, 4.1.1 och 4.1.3 (med kommentarer) (3 juli 2016).

⁹⁹ Id., se även 10 kap. 5 och 6 §§ FFFS 2007:17.

¹⁰⁰ AktieTorgets noteringsavtal gällande från 3 juli 2016, § 2 p. 5 samt Bilaga 2, §§ 1 och 3.

¹⁰¹ AktieTorgets noteringsavtal gällande från 3 juli 2016, Bilaga 2, § 4.

¹⁰² Se exempelvis disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholms beslut 2016:5, genom vilket Mavshack AB (publ) ålades betala ett belopp motsvarande fyra årsavgifter för bland annat brott mot informationsgivningsreglerna i First Norths noteringsavtal.

I artikel 17.4 MAR ges en emittent utrymme att på eget ansvar skjuta upp offentliggörande, förutsatt att denne uppfyller följande tre listade villkor;¹⁰³ att ett omedelbart offentliggörande sannolikt skadar legitima intressen, att det inte är sannolikt att uppskjutandet vilseleder allmänheten samt att emittenten kan garantera att informationen förblir hemlig.¹⁰⁴

Emittenten ska ha infört och fortlöpande upprätthålla rutiner och system för informationsgivning samt utforma en informationspolicy. Syfte härom är att säkerställa att marknaden förses med korrekt, relevant och tydlig information.¹⁰⁵ Därutöver ska hos börsbolag en särskilt utnämnd person finnas med uppdrag att uttala sig för emittentens räkning. Personen behöver emellertid inte vara anställd av företaget, utan kan vara anställd som konsult.¹⁰⁶ För MTF-bolag på Nordic MTF och AktieTorget krävs att erforderliga rutiner finns,¹⁰⁷ medan det på Nasdaq First North varken ställs krav på rutiner eller särskilt utnämnd person, utan endast att organisationen klarar av att sköta den löpande informationsgivningen.¹⁰⁸ Utöver offentliggörandet av information genom medier, ska emittenten på en egen hemsida hålla den offentliggjorda informationen tillgänglig under minst fem års tid.¹⁰⁹

4.3 Regler för löpande informationsgivning från onoterade bolag

4.3.1 Avsaknaden av svensk reglering

I Sverige återfinns ingen reglering av löpande informationsgivning från onoterade bolag, oavsett om det rör sig om aktiebolagsrättsliga krav eller genom reglering eller riktlinjer för bolag som har gräsrotsfinansierats. Undantaget för avsaknaden av löpande informationsgivning utgörs av kallelse till kontrollstämma vid kapitalbrist i bolaget; se mer härom i avsnitt 4.3.2.

¹⁰³ Se även kommentarerna till Nasdaq Stockholm, Regelverk för emittenter, aktier, 3.1 (8 december 2016) resp. till NGM Equity, Börsregler, 4.1.1 (3 juli 2016); se även Nasdaq First North Nordic – Rulebook, 4.1 (med kommentar) (3 juli 2016) resp. Regler Nordic MTF, 4.1 (med kommentar) (3 juli 2016).

¹⁰⁴ Artikel 17 4 p. a-c MAR; se även Eklund, Karin & Stattin, Daniel, *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, s. 420ff; se även ESMA:s riktlinjer, *Guidelines on the Market Abuse Regulation - market soundings and delay of disclosure of inside information* (Esm/2016/1130).

¹⁰⁵ Nasdaq Stockholm, Regelverk för emittenter, aktier, 2.4.3 (med kommentar) (8 december 2016) resp. NGM Equity, Börsregler, 2.2.11 och 2.2.12 (med kommentarer) (3 juli 2016).

¹⁰⁶ Nasdaq Stockholm, Regelverk för emittenter, aktier, 2.4.3 (med kommentar) (8 december 2016) resp. NGM Equity, Börsregler, 2.2.12 (med kommentar) (3 juli 2016).

¹⁰⁷ Regler Nordic MTF, 2.2.10 och 2.2.11 (med kommentarer) (3 juli 2016) samt AktieTorgets noteringsavtal, Bilaga 1, § 3 p. 8.

¹⁰⁸ Nasdaq First North Nordic – Rulebook, 2.3.4 (med kommentar) (3 juli 2016).

¹⁰⁹ Nasdaq Stockholm, Regelverk för emittenter, aktier, 3.2 (med kommentar) (8 december 2016); NGM Equity, Börsregler, 4.1.6 (med kommentar) (3 juli 2016); Nasdaq First North Nordic – Rulebook, 4.5 (med kommentar) (3 juli 2016); Regler Nordic MTF, 4.1.1 (med kommentar) (3 juli 2016) samt AktieTorgets noteringsavtal gällande från 3 juli 2016, Bilaga 2, § 33. Kravet grundas på artikel 17 p. 1 MAR. Se även Finansinspektionens vägledning för börs- och MTF-bolag, Dnr 16-14637 (2016-10-03).

Regeringen har emellertid tillsatt en utredning av gräsrotsfinansiering,¹¹⁰ vilken ska slutrapporteras senast den 29 december 2017, men i vilken utsträckning informationsgivning behandlas i utredningen framgår inte av utredningsdirektiven. Gräsrotsfinansiering har emellertid redan reglerats i flertalet andra jurisdiktioner i varierande omfattning, varför en kortfattad beskrivning av finsk och brittisk reglering ges här.¹¹¹

Trots att tysk rätt inte avses behandlas i denna uppsats på grund av att mina kunskaper i det tyska språket och tysk rätt inte är tillräckliga för en rättvisande behandling, bör det nämnas att det i Tyskland har lagstiftats om löpande informationsgivning som ett led i uppfyllande av investerarskydd. Kravet om halvårsvis rapportering från finansierade företag till investerare har däremot utökats av en tysk branschorganisation för gräsrotsfinansieringsplattformar,¹¹² till att kräva kvartalsvis informationsgivning för de företag som finansieras via de till organisationen 21 anslutna plattformarna.¹¹³

4.3.2 Informationsgivning om onoterat företags verksamhet i Finland

I Finland trädde lagen om gräsrotsfinansiering 734/2016 i kraft den 1 september 2016. Behovet av särskild reglering av värdepappersorienterad¹¹⁴ gräsrotsfinansiering, och särskilt behovet av den finska lagen, har redovisats av det finska finansministeriet. Ändamålet med lagen uppges vara att ge denna alternativa finansmarknad tydliga spelregler, i syfte att branschen kan verka och växa i Finland.¹¹⁵ Reglering ansågs krävas för att förbättra investerarskyddet, att diversifiera finansmarknaden samt att förtydliga myndigheternas ansvar för tillsyn. Avsikten

¹¹⁰ Dir. 2016:70. Se även Finansinspektionens rapport Dnr 15-17414 om en kartläggning av gräsrotsfinansiering i Sverige, vari fördjupad analys om gräsrotsfinansiering efterfrågades.

¹¹¹ Finsk reglering av aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt står nära den svenska, varför jämförelse jurisdiktionerna emellan ter sig lämplig. Detta har sin grund i det samnordiska reformarbetet på aktiebolagsrättsområde, vilket gav upphov till 1975 års aktiebolagslag; se Danelius, Johan, SvJT 2016 s. 1 *Svensk Juristtidning och nordiskt juridiskt samarbete*, s. 4. Däremot fick EG-rättsliga influenser företräde i de nordiska ländernas respektive reformer av aktiebolagslagarna under 1990-talet, varför nämnda samarbete inte levde vidare under denna tid; se Danelius, Johan, SvJT 2016 s. 1 *Svensk Juristtidning och nordiskt juridiskt samarbete*, s. 9; se även Danelius hänvisning till Svensson, Bo, SvJT 2001 s. 637, *Lagstiftningsideologi och lagstiftningssteknik - erfarenheter från arbetet med en ny aktiebolagslag*, s. 640 f. Svensk och finsk rätts jämförbarhet har emellertid fortsatt bestått, eftersom lagstiftningsprocesserna i båda länder grundas på samma EG-rättsliga (och EU-rättsliga) influenser.

¹¹² Bundesverband Crowdfunding <<http://www.bundesverband-crowdfunding.de>> hämtat d 20 mars 2017.

¹¹³ Bundesverband Crowfundings kod om investerarskydd <<http://www.bundesverband-crowdfunding.de/crowdfunding-und-investorenschutz-bestandsaufnahme-und-uebersicht/>> hämtad d 20 mars 2017; se under rubriken Investeraren-Reporting.

¹¹⁴ Här avses investeringsbaserad respektive lånbaserad gräsrotsfinansiering.

¹¹⁵ Finansministeriets artikel om behovet av reglering av gräsrotsfinansiering <http://vm.fi/artikkeli/-/asset_publisher/miksi-tarvitaan-joukkorahoituslaki-?_101_INSTANCE_C91M3tdJeutx_languageId=sv_SE> hämtad d 20 mars 2017; Finansministeriets Q&A från d 28 april 2016 om gräsrotsfinansiering.

med lagen är att tillse förbättrade villkor för alla tre parter som är delaktiga i en gräsrotsfinansieringskampanj: plattformen, investeraren och företagen.¹¹⁶

Vad gäller löpande informationsgivning i anslutning till en gräsrotsfinansieringskampanj, det vill säga annan informationsgivning än vad som avses med prospektreglerna, regleras detta i 7 § 3 mom. gräsrotsfinansieringslagen. Momentet lyder såsom följer:

*”Förmedlare och mottagare av gräsrotsfinansiering ska utan dröjsmål offentliggöra information om väsentliga förändringar i det egna ekonomiska läget och om andra omständigheter som påverkar fullgörandet av deras skyldigheter.”*¹¹⁷

Bestämmelsens slutliga utformning skiljer från regeringens proposition,¹¹⁸ efter förslag om ändring i ekonomiutskottets betänkande, vari vikten av en icke-professionell investerares ställning och möjligheter till att själva tillskansa sig vederbörlig information,¹¹⁹ ger upphov till ökad betydelse av informationsgivning.¹²⁰

Av väsentlig betydelse är att den ovan citerade bestämmelsen endast reglerar löpande informationsgivning under den tidsperioden när en mottagare av gräsrotsfinansiering söker finansiering, det vill säga under kampanjens löptid. Bestämmelsen får delvis läsas ihop med paragrafens första och andra moment, vari emittentens och plattformens övriga informationskyldighet regleras, alltså avseende information som offentliggörs före och i samband med medelsankaffningen. Genom det tredje momentet åläggs emittenten och plattformen offentliggöra information som påverkar investerarens möjlighet att ta ett motiverat investeringsbeslut.¹²¹ För tiden som löper efter att emissionen genom gräsrotsfinansiering skett, är inte lagen om gräsrotsfinansiering tillämplig.¹²² Istället regleras informationsgivningen från aktiebolag till

¹¹⁶ Exempelvis infördes ett undantag från prospektkravet genom att den nationella gränsen för när prospekt behövs upprättas höjdes från 2,5 miljoner EUR till fem miljoner EUR, se 11 § gräsrotsfinansieringslagen.

¹¹⁷ Officiell svensk lydelse – svenska är officiellt språk i Finland och har samma status som finska, se 79 § grundlagen 1999/731 samt 30–31 §§ språklagen 2003/423.

¹¹⁸ RP 46/2016 rd.

¹¹⁹ Här avses av ekonomiutskottet skillnaden mellan en icke-professionell investerare och en professionell investerarens möjligheter och resurser att följa upp information och att få information om emittentens verksamhet.

¹²⁰ EkUB 15/2016 rd, s. 12 f. Ekonomiutskottets utfrågning av sakkunniga ledde till ”osedvanligt många ändringsbehov i bestämmelserna i propositionen – se EkUB 15/2016 rd, s. 2 – men ändringarna anses huvudsakligen ha varit av lagteknisk karaktär och hade inte en väsentlig inverkan på propositionens syften. Således behövdes inte en kompletterande eller ny proposition, utan utskottets ändrade lydelse av den föreslagna lagen framlades för riksdagen den 21 juni 2016 och sedermera antogs; se RSv 98/2016 rd.

¹²¹ EkUB 15/2016 rd, s. 12.

¹²² Lagen är enbart tillämplig på själva medelsankaffningen, se 1 § 1 mom. lagen om gräsrotsfinansiering 734/2016: ”Denna lag innehåller bestämmelser om *anskaffning* [min kursivering], tillhandahållande och yrkesmässig förmedling av låne- och investeringsbaserad gräsrotsfinansiering mot vederlag i syfte att finansiera näringsverksamhet.” Sålunda regleras inte informationsgivning som sker *efter* medelsankaffningen.

aktieägare i aktiebolagslagen 624/2006 och i värdepappersmarknadslagen 746/2012.¹²³ För finska onoterade bolag föreligger således efter avslutandet av gräsrotsfinansieringskampanjen ingen skyldighet till löpande informationsgivning, vilket innebär att rättsläget är detsamma som i Sverige.

4.3.3 Informationsgivning om onoterat företags verksamhet i Storbritannien

Den brittiska myndigheten med tillsynsbefogenhet över den brittiska finansmarknaden, Financial Conduct Authority (FCA) har av lagstiftaren delegerats viss reglerande myndighet. FCA:s stiftade regler återfinns i *FCA Handbook*, vilken innehåller samtliga FCA:s föreskrifter, vilka ska efterlevas av de företag som verkar under myndighetens tillsyn. Handboken är uppdelad i flera moduler, vilka reglerar olika områden av verksamhetsdrift.¹²⁴

FCA utfärdade i mars 2014 ett *policy statement* ("policyuttalande"),¹²⁵ vilket innehåller återkoppling på ett *consultation paper* om gräsrotsfinansiering som publicerades i oktober 2013¹²⁶ samt slutliga regler för värdepapperiserad gräsrotsfinansiering,¹²⁷ vilka trädde i kraft den 1 april 2014.¹²⁸ De slutliga reglerna återfinns i policyuttalandets bilaga 1, och utgörs av ändringar av och tillägg till regelverket i FCA:s handbok. Genom detta policyuttalande, tilläts emittenter via gräsrotsfinansieringsplattformar begränsa sitt erbjudande till professionella investerare samt fyra kategorier av icke-professionella investerare.¹²⁹ Den breda allmänheten tilläts sålunda genom policyuttalande investera om den icke-professionella investeraren bekräftar att vederbörande inte kommer att investera mer än tio procent av sina netto-investeringsbara medel i denna typ av värdepapper.¹³⁰ Policyuttalandet begränsar emellertid inte tillämpligheten av förbudet mot spridning av aktier i privata bolag (*companies*) till

¹²³ Informationskyldighet enligt värdepappersmarknadslagen avser prospektskyldighet samt löpande och regelbunden informationsgivning från bolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad. Regleringen är i stort densamma som i Sverige, med undantag för att även privata aktiebolag får noteras på en MTF-plattform, <http://www.finanssivalvonta.fi/se/Finanskund/Finansiella_produkter/Investeringsverksamhet/Aktier/Pages/Default.aspx> hämtad d 20 mars 2017.

¹²⁴ Exempel på sådana moduler utgörs av CASS (Client Assets) och COBS (Conduct of Business).

¹²⁵ PS14/4.

¹²⁶ CP13/13.

¹²⁷ Här avses både investeringsbaserad och lånbaserad gräsrotsfinansiering.

¹²⁸ Reglerna återfinns i FCA:s Handbook under "FCA 2014/13".

¹²⁹ Dessa fyra kategorier utgörs av "retail clients who are advised", "retail clients classified as corporate finance contacts or venture capital contacts", "retail clients certified as sophisticated" samt "high net worth, retail clients who confirm that they will not invest more than 10percent of their net investible assets in these products". Detta återfinns i FCA:s handbok under COBS 4.7.7.

¹³⁰ PS14/4, 1.14, s. 7; COBS 4.7.10.

allmänheten i sections 755 och 756 Companies Act 2006, utan en emittent är skyldig att följa tillämpligt regelverk vid sidan om policyuttalandets regler.¹³¹

Vad gäller löpande informationsgivning, föreligger ingen särskild skyldighet för gräsrotsfinansierade bolag att utge sådan till aktieägarna. I ett Feedback Statement från december 2016,¹³² förekommer ett svar om information efter att en gräsrotsfinansieringskampanj genomförts. Respondenten önskade att FCA skulle stifta regler om att emittenter ska förpliktas utge uppdateringar om verksamheten, i syfte att ge investerarna förbättrade möjligheter till uppföljning.¹³³ Detta kommer inte nödvändigtvis leda till reglering, utan utgör endast en åsikt från en respondent av totalt 90 respondenter,¹³⁴ men denna återkoppling tål ändå nämnas.

4.4 Investerares befintliga möjligheter till löpande informationsgivning

4.4.1 Om avsnittet

I avsnittet beskrivs vilka möjligheter investerare har idag att få till stånd löpande informationsgivning från bolaget eller dess ledande befattningshavare. De verktyg som finns tillgängliga för investerare att uppnå detta är olika beroende på vilken ägarstruktur som tillämpats för bolagets kapitalanskaffning. Därför omnämns huruvida ett verktyg är relevant för var och en av ägarstrukturerna i samband med beskrivningen av respektive möjlighet.

När det i avsnittet talas om ägarbolagsstrukturen, avses ägarbolag vari investerarna äger majoriteten av rösterna. Om annan än investerarna vore majoritetsägare, det vill säga exempelvis verksamhetsbolagets grundare, föreligger ingen möjlighet för investerarna att få till stånd löpande informationsgivning genom någon av metoderna som nämns i avsnittet, varför det vore onödigt att överhuvudtaget behandla en sådan situation häri.¹³⁵

4.4.2 Om bolagsstämman

Den mest grundläggande formen av informationsgivning utgörs av bolagsstämman.¹³⁶ Stämman ger uttryck för aktieägarnas bestämmanderätt över bolaget och dess styrning och

¹³¹ PS14/4, 4.20, s. 40 f.

¹³² I detta Feedback Statement redovisas svar på myndighetens begäran om återkoppling avseende nämnda regler om gräsrotsfinansiering: FS16/13: Interim feedback to the call for input to the post-implementation review of the FCA's crowdfunding rules.

¹³³ FS16/13, 4.35, s. 34.

¹³⁴ FS16/13, 1.16, s. 7.

¹³⁵ Exempel härom vore när en grundare låter nya investerare teckna aktier i ägarbolag, av vilken ägaren äger 51 procent av aktierna och rösterna, i samband med investeringen, varpå de nya ägarna kollektivt äger 49 procent.

¹³⁶ Prop. 1997/98:99, s. 97.

aktieägare har rätt att delta.¹³⁷ På stämman ska styrelsen lägga fram årsredovisningen och revisionsberättelsen.¹³⁸ Detta utgör knappast löpande informationsgivning, men aktieägare ges genom dem en årlig uppdatering om verksamheten. Handlingarna ska hållas tillgängliga för aktieägare under minst två veckor före stämman och aktieägare som så begär, ska omgående få kopior på dem.¹³⁹ Därutöver föreligger ett informationsgivningskrav när kapitalbrist drabbat bolaget om dess eget kapital understiger hälften av registrerat aktiekapital. Styrelsen kallar, efter upprättande av kontrollbalansräkning, till kontrollstämma som prövar om bolaget ska likvideras eller försöka rätta kapitalbristen.¹⁴⁰

Det tål nämnas att det, som ett verktyg för aktieägares informationsanskaffning, för aktiebolagets styrelse och verkställande direktör – hädanefter ”bolagsledning” – råder viss upplysningsplikt i samband med stämma om så kan ske utan väsentlig skada för bolaget.¹⁴¹ Här avses upplysningar om förhållanden som kan påverka bedömningen av bolagets ekonomiska situation. Om upplysningen emellertid skulle anses innebära väsentlig skada för bolaget, ska aktieägaren underrättas om det.¹⁴²

Oavsett ägandestruktur, har investerare möjlighet att genom sin initiativrätt¹⁴³ föreslå införlivandet av en policy eller ett förfarande för löpande informationsgivning från bolaget till investerarna. Däremot skiljer metoden för initiativet mellan ägandestrukturerna. När direktägarstrukturen tillämpas, kan investeraren själv föreslå inrättandet av former för löpande informationsgivning. När ägarbolags- eller mellanmansstrukturen tillämpas, måste den, för investerarkollektivet, utsedda företrädaren¹⁴⁴ utnyttja *de jure*-aktieägarens initiativrätt på verksamhetsbolagets stämma å investerarnas vägnar. Investeraren kan uppnå detta genom att utnyttja sin initiativrätt på ägarbolagets stämma, men däremot, eller genom det förfarande som på avtalsrättslig väg fastställts mellan investerare och mellanmannen.

¹³⁷ Lehrberg, Bert, *Aktiebolagsrätt*, 1. uppl., Iusté, Uppsala, 2016, s. 197ff. Se även 7 kap. ABL om stämman.

¹³⁸ 7 kap. 10 § ABL; se även 7 kap. 25 § 2 st. ABL.

¹³⁹ 7 kap. 25 § ABL.

¹⁴⁰ 25 kap. 13–16 §§ ABL.

¹⁴¹ 7 kap. 32 § 1 st. 2 p. ABL; se även Dotevall, Rolf, *Aktiebolagsrätt: fördjupning och komparativ belysning*, 1. uppl., Norstedts juridik, Stockholm, 2015, s. 212 f.; se dessutom Rodhe, Knut & Skog, Rolf, *Rodhes aktiebolagsrätt*, 24., [rev.] uppl., Norstedts juridik, Stockholm, 2014, s. 250 f.

¹⁴² 7 kap. 34 § ABL.

¹⁴³ 7 kap. 16 § ABL; Lehrberg, Bert, *Aktiebolagsrätt*, s. 201; Dotevall, Rolf, *Aktiebolagsrätt: fördjupning och komparativ belysning*, s. 211 samt Rodhe, Knut & Skog, Rolf, *Rodhes aktiebolagsrätt*, s. 174.

¹⁴⁴ Se närmare om bolagets ställföreträdare samt fullmäktiga i Dotevall, Rolf, *Aktiebolagsrätt: fördjupning och komparativ belysning*, kapitel 20 (s. 321–332).

4.4.3 Om insynsrätten

Insynsregeln¹⁴⁵ ger en rätt för aktieägare i bolag med högst tio ägare att få tillfälle att ta del av bolagets räkenskaper och handlingar som rör dess verksamhet, i den omfattning det behövs för att kunna bedöma bolagets ställning.¹⁴⁶ Bolagsledningen ska tillhandahålla ändamålsenlig hjälp till aktieägaren i aktieägarens utredning, såvida det kan ske utan oskäligen kostnader eller besvär.¹⁴⁷ Regeln gäller oavsett om en årsstämma är förestående eller inte.¹⁴⁸ Insynsrätten inskränks emellertid ”om det skulle medföra påtaglig risk för allvarlig skada för bolaget att aktieägaren får del av uppgifter om bolagets verksamhet”. Syftet med begränsningen är att exempelvis förhindra utgivande av väsentlig information till aktieägare som bedriver konkurrerande verksamhet, även om undantaget endast ämnas åberopas i extrema fall.¹⁴⁹ Om aktieägaren nekas insynsrätt, kan denne begära att domstol förpliktar bolagsledningen att fullfölja sin plikt vid äventyr om vite.¹⁵⁰

Insynsrätten är avseende gräsrotsfinansiering endast relevant i de fall ägarbolags- eller mellanmansstrukturen tillämpas, eftersom det sällan torde förekomma att tio eller färre ägare förekommer i verksamhetsbolag när direktägarstrukturen nyttjas. En företrädare för ett investerarkollektiv, kan genom utövandet av vederbörandes insynsrätt, tillgodogöra sig information från verksamhetsbolaget och vidareförmedla denna till investerarna, såvida ägarantalet i verksamhetsbolaget är tio eller färre.

4.4.4 Likabehandlingsprincipen och selektiv informationsgivning

Vad en aktieägare får veta, borde rimligen även andra aktieägare få veta, varför likabehandlingsprincipen bör behandlas. Storleken på aktieposter och inflytande kan skilja mellan en investerare som investerat genom gräsrotsfinansiering och professionella investerare som separat från gräsrotsfinansieringsemissionen tillskjutit kapital. Mot bakgrund härav, kan det tänkas vara möjligt att en grundare eller befattningshavare, medvetet eller omedvetet, kan premiera ägare av större aktieposter genom selektiv informationsgivning. Det kan bero på att

¹⁴⁵ Rätten till insyn återfinns i 7 kap. 36 § ABL och medges till minoritetsägare i bolag med tio eller färre ägare. Insynsrätten utgör ett verktyg för stärkandet av minoritetsskyddet och värna om en stark ägarfunktion i svenska aktiebolag. Se mer härom i prop. 1997/98:99, s. 114–116 och prop. 2004/05:85, s. 291.

¹⁴⁶ Med ställning avses inte strikt ekonomiska frågor, vilket framgår i förarbetena, se prop. 1997/98:99, s. 113.

¹⁴⁷ 7 kap. 36 § 2 st. ABL.

¹⁴⁸ Rodhe, Knut & Skog, Rolf, *Rodhes aktiebolagsrätt*, s. 251.

¹⁴⁹ Id.

¹⁵⁰ Prop. 1997/98:99, s. 117.

det kan te sig lättare att informera en större ägare, än att informera var och en av ägarna med varsina små aktieposter.

En grundläggande princip inom associationsrätten är principen om likabehandling mellan associationens medlemmar, det vill säga att ingen viss aktieägare eller annan ska dra otillbörlig fördel till annan aktieägares eller bolagets nackdel.¹⁵¹ Likhetsprincipen – skild från likabehandlingsprincipen – har endast en strukturell funktion och tar enbart sikte på aktierna snarare än aktieägarna och är således föga relevant i samband med gräsrotsfinansiering, eftersom likheten mellan aktieägare skulle kräva jämnstora poster för att principen ska komma på fråga.¹⁵² Likhetsprincipen, vilken skulle innebära mer fördelaktig bevisbörda för investerare om den vore tillämplig,¹⁵³ torde inte vara tillämplig på sådan selektiv informationsgivning som inte regleras i ABL,¹⁵⁴ även om doktrinen inte är samstämmig.¹⁵⁵ Likhetsprincipen är ämnad att tolkas snävare än likabehandlingsprincipen, vilket innebär att selektiv informationsgivning föga torde omfattas av bestämmelsen i 4 kap. 1 § ABL.

Likabehandlingsprincipen, å andra sidan, ges uttryck för i generalklausulerna i 7 kap. 47 § och 8 kap. 41 § ABL.¹⁵⁶ Enligt Knut Rodhe och Rolf Skog ger generalklausulerna uttryck för likhetsprincipen,¹⁵⁷ och Rolf Dotevall framhåller att skillnaden mot likabehandlingsprincipen främst utgörs av att den förra avser aktierna medan generalklausulerna framhäver aktieägarna.¹⁵⁸ Niklas Arvidsson framhåller å andra sidan att generalklausulerna är partikulära för likabehandlingsprincipen och bör skiljas från likhetsprincipen.¹⁵⁹

¹⁵¹ Dotevall, Rolf, *Aktiebolagsrätt: fördjupning och komparativ belysning*, s. 298f samt Rodhe, Knut & Skog, Rolf, *Rodhes aktiebolagsrätt*, s. 245 f.

¹⁵² 4 kap. 1 § ABL. Se även Johansson, Svante, *Svensk associationsrätt i huvuddrag*, 11., omarb. uppl., Norstedts juridik, Stockholm, 2014, s. 158 f samt Arvidsson, Niklas, JT Nr. 2 2014/15, 263–275, *Associationsrättens likhets- och likabehandlingsprinciper*, s. 269 ff.

¹⁵³ Härkönen, Elif, *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning: särskilt om amerikansk och svensk reglering av selektiv information på sekundärmarknaden för värdepapper*, s. 183.

¹⁵⁴ Id., s. 186.

¹⁵⁵ Id., s. 184.

¹⁵⁶ I uppsatsen är endast generalklausulen i 8 kap. 41 § ABL relevant, vilken reglerar bolagsledningens rättshandlingar och andra åtgärder.

¹⁵⁷ Rodhe, Knut & Skog, Rolf, *Rodhes aktiebolagsrätt*, s. 246.

¹⁵⁸ Dotevall, Rolf, *Aktiebolagsrätt: fördjupning och komparativ belysning*, s. 298.

¹⁵⁹ Arvidsson, Niklas, *Associationsrättens likhets- och likabehandlingsprinciper*, JT Nr. 2 2014/15, 263–275, s. 275. Noterbart är att Arvidsson och Dotevall använder begreppen på motsatt vis: Dotevall hänvisar till 4 kap. 1 § ABL som likabehandlingsprincipen och generalklausulerna som likhetsprincipen, emedan Arvidsson benämner lagrummen som likhetsprincipen respektive likabehandlingsprincipen. Jag har här sällat mig till Arvidssons terminologi.

Avseende informationsgivning, innebär likabehandlingsprincipen att skillnader i informationsgivningen till ägare av aktier av samma slag inte tillåts.¹⁶⁰ Här måste dock missgynnandaspekten vägas in vid bedömningen om en åtskillnad är berättigad. Om aktieägare av större innehav inte otillbörligen gynnas på bolagets eller annan aktieägars bekostnad, skulle vederbörande kunna tillåtas delges information före övriga investerare.¹⁶¹ Det kan rentutav vara till bolagets fördel att aktieägaren premieras genom ett öppet förtroendeförhållande mellan bolaget och nämnd ägare, men det är inte nödvändigtvis motiverat att undanhålla övriga aktieägare motsvarande upplysningar.¹⁶² Enligt Svante Johansson skulle sådant undanhållande endast vara befogat om upplysningen skulle vålla bolaget skada.¹⁶³ Johansson framhåller senare, med hänvisning till ett senare författat förarbete, att det räcker att sakliga skäl föreligger, till exempel för ”att förankra en planerad emission hos en aktieägare med avgörande inflytande på stämman”.¹⁶⁴

Ordalydelsen i 8 kap. 41 § ABL ger vid handen att rättshandling eller annan åtgärd krävs för att generalklausulen ska aktualiseras, vilket skulle innebära att underlåtenhet att handla – det vill säga den ej genomförda handlingen *förtälja information* – inte skulle omfattas av lagrummet. Det framgår emellertid i förarbeten till 1975 års ABL att även underlåtenhet att handla omfattas av generalklausulen.¹⁶⁵ Således kan underlåtenhet att ge information, vilket orsakar otillbörlig fördel eller nackdel för aktieägare, leda till ansvar för bolagsledningen.

Likabehandlingsprincipen skyddar inte mot betydelselös olikbehandling, eftersom *otillbörlig* fördel eller nackdel för aktieägare krävs för att principen ska aktualiseras.¹⁶⁶ Den förevarande avsaknaden av en effektiv sekundärmarknad för onoterade aktier innebär att det inte nödvändigtvis är till en investerares nackdel om informationsgivningen är något asymmetrisk, såvida det inte rör information om en möjlighet för denne att avyttra aktierna. En ekonomisk skada kan dessutom svårligen påvisas om aktierna inte värderas och prissätts så regelbundet som sker på en aktiemarknad och till ett objektiva pris som baseras på marknadens värdering av

¹⁶⁰ Se även Härkönen, Elif, *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning: särskilt om amerikansk och svensk reglering av selektiv information på sekundärmarknaden för värdepapper*, s. 186.

¹⁶¹ Se om åtskillnad enbart på grundval om storlek på aktiepost i Dotevall, Rolf, *Aktiebolagsrätt: fördjupning och komparativ belysning*, 1. uppl., Norstedts juridik, Stockholm, 2015, s. 299.

¹⁶² Johansson, Svante, *Bolagsstämma*, Juristförl., Diss. Stockholm : Univ., Stockholm, 1990, s. 413 f.

¹⁶³ Id., s. 414.

¹⁶⁴ Johansson, Svante, *Svensk associationsrätt i huvuddrag*, 11., omarb. uppl., Norstedts juridik, Stockholm, 2014, s. 159; se även SOU 1995:44, s. 183 f, till vilken Johansson hänvisar.

¹⁶⁵ Prop. 1975:103 s. 382. Se även Härkönen, Elif, *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning: särskilt om amerikansk och svensk reglering av selektiv information på sekundärmarknaden för värdepapper*, s. 154.

¹⁶⁶ Dotevall, Rolf, *Aktiebolagsrätt: fördjupning och komparativ belysning*, s. 303f; se även SOU 1995:44, s. 183.

bolaget. Informationsasymmetrin kan således därför betraktas som betydelselös om aktieägaren ändå inte hade kunnat handla baserat på informationen som delges.

Såsom nämnts i delavsnitt 2.4.1, föreligger emellertid skäl att anta att möjligheter till handel med aktier som förvärvats genom gräsrotsfinansierade aktier i närtid kan komma att utvecklas, varför asymmetrisk informationsgivning måhända snart inte längre kan betraktas som betydelselös. Skulle möjlighet uppstå att avyttra och förvärva aktier i onoterade bolag på en effektiv sekundärmarknad, skulle informationsasymmetrier ha större möjlighet att ge upphov till otillbörliga fördelar eller nackdelar för enskilda aktieägare och kunna åsamka aktieägare påvisbar ekonomisk skada.

4.4.5 Representant i styrelsen

Löpande informationsgivning kan uppnås genom att investerarkollektivet representeras i verksamhetsbolagets styrelse och att denna styrelseledamot löpande informerar övriga medlemmar i investerarkollektivet om händelser och förhållanden i bolaget. Vad gäller ägarrepresentation i styrelsen, finns möjlighet att välja sådan representant på stämman eller vid sidan om den.¹⁶⁷ I sådana fall måste så framgå i bolagsordning eller aktieägaravtal.¹⁶⁸

I praktiken torde styrelserepresentation som medel för informationsgivning främst komma på fråga i mellanmansstrukturen tillämpas i samband med emissionen. En mellanman kan exempelvis ha en arbetstagare med erfarenhet av styrelsearbete som företräder investerarkollektivet samt ha fördelen att i övrigt representera investerarkollektivet i aktiebolagsrättsliga frågor och i övrigt kunna påverka verksamheten efter investerarnas inflytande på verksamheten.

När direktägar- eller ägarbolagsstrukturen tillämpas, torde det i praktiken inte vara ändamålsenligt att utse en representant bland investerarna att företräda kollektivet. Ett undantag från detta vore emellertid om en representant eljest kan tillföra sin kompetens till verksamhetsbolaget, men i detta fall blir informationsgivning till övriga investerare en bisak.

Informationsgivning genom styrelserepresentation, oavsett ägarstruktur, kan emellertid begränsas av sekretess och tystnadsplikt, varför effektiviteten för denna form av löpande informationsgivning kan begränsas. Det råder i lag ingen direkt tystnadsplikt för en ledamot, men likväl indirekt, vilket kan begränsa ledamotens informationsförmedling till

¹⁶⁷ Se Prop. 1997/98:99, s. 83.

¹⁶⁸ Dotevall, Rolf, *Aktiebolagsrätt: fördjupning och komparativ belysning*, s. 231; se även Stattin, Daniel & Svernlöv, Carl, *Introduktion till aktieägaravtal*, 2. uppl., Norstedts Juridik, Stockholm, 2013, s. 20 f.

aktieägarkollektivet.¹⁶⁹ Krister Moberg framlägger i sin avhandling från 1981 syften med sekretess, varibland konkurrentbevakning på den öppna marknaden nämns.¹⁷⁰ Med tanke på att konkurrenter genom gräsrotsfinansiering utan större möda kan bli del av aktieägarkretsen, kan viss sekretess för styrelsen mot investerarna vara befogad. Även om en tystnadsplikt inte stadgas i lag, kan en begränsning indirekt föreligga som en del av styrelseledamotens vårdplikt, vilken kan medföra ett visst krav på återhållsamhet avseende informationsförmedling, om sådan kan vara till men för bolaget.¹⁷¹

Styrelsen kan, med enkel majoritet, ålägga sina medlemmar tystnadsplikt rörande vissa uppgifter, vilka en ledamot inte utan medgivande får förtälja till utomstående.¹⁷² Enligt Dotevall, ingår vårdplikt och tystnadsplikt var för sig under lojalitetsplikten: vårdplikten omfattar en ledamots omsorg i uppdragsutförandet och tystnadsplikten sysslomans plikt mot dennes huvudman att inte vålla bolaget skada.¹⁷³ Sanktionen för skada för bolaget utgörs av ett skadeståndsansvar för skada som uppsåtligt eller av oaktsamhet vållas genom brott mot aktiebolagslagen eller bolagsordningen.¹⁷⁴ Således är ett styrelsebeslut om sekretess inte nödvändigt för tystnadsplikt, utan skada för bolaget är den avgörande aspekten.¹⁷⁵ Aktieägare kan inte yrka skadestånd vid brott mot tystnadsplikten, eftersom tystnadsplikten inte stadgas i lag, och eftersom det krävs att skadan ska vållas genom överträdelse av aktiebolagslagen, årsredovisningslagen eller bolagsordningen.¹⁷⁶

Närliggande ett aktieägarkollektivs möjligheter till informationsmottande genom styrelse-representation, är arbetstagarkollektivets rättighet till det. I lagen (1987:1245) om styrelse-representation för de privatanställda (LSP), ges arbetstagare, som huvudregel, rätt till representation i bolag med fler än 25 anställda. Lagens syfte är att ge anställda insyn och inflytande i bolagets verksamhet.¹⁷⁷ Värdet för bolaget anses, av propositionens författare, vara

¹⁶⁹ Dotevall, Rolf, *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, 2., [omarb.] uppl., Norstedts juridik, Stockholm, 2008, s. 201 samt Dotevall, Rolf, *Aktiebolagsrätt: fördjupning och komparativ belysning*, s. 318.

¹⁷⁰ Moberg, Krister, *Företaget och sekretessen: en rätts- och samhällsvetenskaplig studie av medinflytandeinformation och sekretess i företagen = Geheimhaltung in privatwirtschaftlichen Unternehmen*, Juridiska fören., Diss. Lund : Univ., Lund, 1981, s. 44 f; se även a.a. s. 38–44.

¹⁷¹ Moberg, Krister, *Företaget och sekretessen: en rätts- och samhällsvetenskaplig studie av medinflytandeinformation och sekretess i företagen = Geheimhaltung in privatwirtschaftlichen Unternehmen*, Juridiska fören., s. 125–128.

¹⁷² SOU 1983:52, s. 115.

¹⁷³ Dotevall, Rolf, *Aktiebolagsrätt: fördjupning och komparativ belysning*, s. 318 f.

¹⁷⁴ 29 kap. 1 § ABL; prop. 1987/88:10, s. 66–67. Se även Dotevall, Rolf, *Aktiebolagsrätt: fördjupning och komparativ belysning*, s. 348 f.

¹⁷⁵ Dotevall, Rolf, *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, s. 201.

¹⁷⁶ 29 kap. 1 § 1 st. ABL; se även Dotevall, Rolf, *Aktiebolagsrätt: fördjupning och komparativ belysning*, s. 318 och 248.

¹⁷⁷ 1 § LSP; se även prop. 1987/88:10, s. 44 om att arbetstagare på grund av sitt arbete bör ha rätt till insyn och inflytande i bolagets verksamhet.

att arbetstagare kan tillföra kunskaper till bolagsledningen och bidra till skötseln.¹⁷⁸ Undantag kan emellertid medges, till exempel om styrelsrepresentationen skulle medföra väsentlig olägenhet för bolaget på grund av att styrelsens sammansättning beror på politiska styrkeförhållanden mellan olika intressenter och som framgår av exempelvis bolagsordningen.¹⁷⁹

4.4.6 Aktieägaravtal

Utöver aktiebolagsrätten och vad som stadgas i bolagsordningen, kan informationsgivning tillses genom aktieägaravtal. Parterna i ett aktieägaravtal kan utgöras av alla eller vissa av aktieägarna samt även aktiebolaget.¹⁸⁰ Aktieägaravtal kan användas för att tillförsäkra investerare löpande informationsgivning, genom exempelvis utseende av styrelseledamot eller att förplikta bolaget eller ägare med insyn att löpande informera övrig avtalspart. Aktieägaravtalet som verktyg för att tillskansa investeraren informationsgivning är dock meningslös när direktägarstrukturen tillämpas. Det vore dels ineffektivt att medta ett stort antal parter i aktieägaravtalet och det vore svårt för investerarna att genomdriva ett sådant avtal.

Annan vore situationen när mellanmansstrukturen tillämpas, eftersom det mellan företaget och plattformen redan föreligger en avtalsrelation, vilket beror på att företaget anlitat plattformen för gräsrotsfinansieringskampanjen, genom vilken investerarna tillkommit. Mellanmannen kan således genom ett aktieägaravtal reglera det fortsatta samarbetet parterna emellan och avtala om löpande informationsgivning å investerarnas vägnar.

Möjligheten att ingå aktieägaravtal föreligger även praktiskt när ägarbolagsstrukturen tillämpas, eftersom det från verksamhetsbolagets, eller dess huvudägares, sida endast förekommer en motpart i avtalet. Här bör emellertid åtskillnad göras mellan ägarbolag som helt består av nya investerare och sådana som till mer än hälften ägs av ägarbolagets befintliga ägare, eftersom det i det senare fallet inte nödvändigtvis är praktiskt möjligt för investerarkollektivet att ingå avtal med verksamhetsbolaget eller dess huvudägare.

¹⁷⁸ Prop. 1987/88:10, s. 44.

¹⁷⁹ 17 § LSP; se även promemoria Ds A 1986:1, 5.3.

¹⁸⁰ Arvidsson, Niklas, *Aktieägaravtal: särskilt om besluts- och överlåtelsebindningar*, Thomson Reuters Professional, Diss. Lund : Lunds universitet, 2010, Stockholm, 2010, s. 315; Stattin, Daniel & Svernlöv, Carl, *Introduktion till aktieägaravtal*, s. 31 ff. Att bolaget är part i avtalet, kan ge upphov till problem; exempelvis avseende förutsägbarhet om avtalets bindande verkan samt avseende komplexiteten som följer av att bolaget är part när bolagsledningen, till exempel, med hänvisning till vård- och lojalitetsplikt måste fatta beslut i strid mot avtalet, vilket kan leda till skadeståndsansvar för bolaget, se Stattin och Svernlöv, s. 33 f.

4.5 Regelbunden informationsgivning

Vad som gäller för onoterade och noterade bolag avseende regelbunden informationsgivning ska här endast i korthet redogöras för. Svenska bolag är skyldiga att årligen offentliggöra dess årsredovisning genom registrering hos Bolagsverket senast en månad efter den ordinarie bolagsstämma som fastställt balans- och resultaträkningen.¹⁸¹ Årsredovisningen ska innehålla en förvaltningsberättelse,¹⁸² i vilken ”en rättvisande översikt över utvecklingen av företags verksamhet, ställning och resultat” ska ges.¹⁸³ Innehållet i förvaltningsberättelsen som därutöver är av särskilt intresse för denna framställning, är sådana händelser av väsentlig betydelse som inträffat under räkenskapsåret, företags förväntade framtida utveckling samt sådana förhållanden som inte redovisas i balans- eller resultaträkningen men som är viktiga för bedömningen av bolagets verksamhet, ställning och resultat.¹⁸⁴

För noterade aktiebolag råder även en plikt att offentliggöra delårsrapporter, vilket stipuleras i respektive marknadsoperatörs regelverk eller noteringsavtal.¹⁸⁵ För bolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad, ska delårsrapportering ske kvartalsvis,¹⁸⁶ medan MTF-bolag åläggs rapportera halvårsvis.¹⁸⁷ Innehållet i delårsrapporterna är i stort de samma som gäller för bokslutskommunikén och omfattas av längre gående krav på innehåll än vad som stadgas i ÅRL. De EU-rättsliga kraven på kvartalsrapporter har, liksom tidigare nämnts, luckrats upp till att endast kräva halvårsvis rapportering.¹⁸⁸

¹⁸¹ 8 kap. 1 och 3 §§ Årsredovisningslag (1991:1554) (ÅRL).

¹⁸² 2 kap. 1 § ÅRL genom 7 kap. 50 § ABL och 1 kap. 12 a § ABL. Se även Bokföringsnämndens vägledning till BFNAR 2016:10 av den 28 november 2016 (K2) s.100–104 och till BFNAR 2012:1 av den 29 november 2016 (K3) s. 29–34.

¹⁸³ 6 kap. 1 § ÅRL.

¹⁸⁴ 6 kap. 1 § 2 st. 1–3 p. ÅRL.

¹⁸⁵ Rapportering endast en gång om året för aktiemarknadsbolag har ansetts vara otillräckligt; se Samuelsson, Per, *Information och ansvar: om börsbolagens ansvar för bristfällig informationsgivning på aktiemarknaden = Information and remedies: listed companies and their responsibility for false and misleading information in the stock market*, Norstedt, Diss. Lund : Univ., Stockholm, 1991.

¹⁸⁶ Se Nasdaq Stockholm, Regelverk för emittenter, aktier, 3.3.2 (med kommentar) (8 december 2016) resp. NGM Equity, Börsregler, 4.2.2 (med kommentarer) (3 juli 2016).

¹⁸⁷ Nasdaq First North Nordic – Rulebook, 4.4 (med kommentar) (3 juli 2016); Regler Nordic MTF, 4.2.2 (med kommentar) (3 juli 2016) samt AktieTorgets noteringsavtal gällande från 3 juli 2016 § 9.

¹⁸⁸ Prop. 2015/16:26, s. 54–60.

5 De lege ferenda – några normativa tankar

5.1 Disposition av kapitlet

Mot bakgrund av vad som hittills har avhandlats, ligger det för handen att dra slutsatser om gällande rätts ändamålsenlighet och att ge förslag på hur gällande rätt bör ändras i syfte att uppfylla relevanta intressen för investerarskydd och förenkling för företagare. Därför tillägnas detta kapitel 5 åt en sådan diskussion, först om gällande rätts ändamålsenlighet i avsnitt 5.2 och sedan vad som ska beaktas till ny reglering samt förslag på sådan i avsnitt 5.3 respektive 5.4.

5.2 Om gällande rätt är ändamålsenlig och vilket intresse som idag väger tyngst

5.2.1 Direktägarstrukturen

Beskrivningen i kapitel 4 om rättsläget i Sverige, ger för handen att informationsflödet från onoterade aktiebolag, generellt sett är tämligen ensidigt kontrollerat av företaget. Detta gäller särskilt när direktägarstrukturen tillämpas, eftersom investerarna sällan äger tillräcklig andel av rösterna, för att på egen hand på bolagsstämma kunna framtvinga förslag till inrättande av en informationsgivningspolicy. Läggs därtill till varierande involverandegrad bland investerare, eftersom investeringar av mindre storlek möjliggörs genom gräsrotsfinansiering. Det kan därför vara omotiverat för en investerare att tillägna investeringen en större mängd tid, jämfört med om en professionell investerare hade stått för hela emissionsbeloppet.

Än svårare vore det att på bolagsstämman inta en bestämmelse i bolagsordningen om informationsgivning, eftersom kvalificerad majoritet om två tredjedelar krävs för ändring av bestämmelse i den. En initiativrätt föreligger förvisso, oavsett om en informationsgivningspolicy ska inrättas i, eller separat från, bolagsordningen, men en kvalificerad röstmajoritet krävs likväl. På grund av att bolaget som finansieras är registrerat sedan innan kapital söks genom gräsrotsfinansiering, står det även företagaren fritt att utforma bestämmelser i bolagsordningen efter egna preferenser, vilket riskerar medföra osäkerhet för investerare på gräsrotsfinansieringsmarknaden med tanke på att gräsrotsfinansiering öppnar upp möjligheten att investera i mindre bolag även för ovana investerare. Även om bolagsordningen är offentlig, föreligger en risk att ovana investerare inte tar tillräcklig hänsyn till bestämmelser i bolagsordningen i förhållande till vad som framgår i det övriga investeringserbjudandet. Bolaget i sig kan uppfattas som ett attraktivt investeringsobjekt, varför bestämmelser i bolagsordningen potentiellt kan hamna i skymundan för en ovan investerare.

Detsamma gäller även aktieägaravtal, eftersom ett aktieägaravtal som företagaren har utformat före emissionen, kan utgöra ett villkor för att investeraren ska få ta del av emissionen och investera i bolaget. Det står nämligen företagaren fritt att bestämma vilka investerare som ska få teckna aktier, varför denne helt enkelt kan tacka nej till kapitaltillskott från sådana investerare som inte vill ingå aktieägaravtal. För investerarna kan det vara synnerligen svårt att ta initiativ till upprättande av aktieägaravtal. Aktieägaravtal är dessutom svårtillämpat när ett större antal ägare ska vara part (även om separata aktieägaravtal ingås med var och en), eftersom en framtida förvärvare av aktier inte binds av avtalet och inte kan tvingas ingå ett nytt.

Innebörden av det ovan nämnda, är att det utöver den regelbundna informationsgivningen i samband med ordinarie eller extra bolagsstämma, endast föreligger krav på en form av löpande informationsgivning, vilket utgörs av kallelse till kontrollstämma. Således krävs för onoterade bolag endast löpande informationsgivning till aktieägarna när bolagets ekonomiska ställning är besvärlig. Därutöver föreligger ingen informationsplikt, vare sig för positiva eller negativa händelser för bolaget.

Märk väl att med det som här sagts, menas att ingen informationsgivningsskyldighet föreligger för företaget. Det kan te sig oklokt, och på sätt och vis kanske även betraktas som oetiskt, för en företagare att ignorera viljorna hos de individer som har finansierat företagets verksamhet, varför det sällan torde förekomma i praktiken att så vore fallet, men ett sådant förfarande är inte olagligt.

Det bör tilläggas att det inte föreligger hinder för investerare att ställa frågor till bolagsledningen eller företagaren, men att det inte föreligger en rättighet för vederbörande att få svar. Bolagets företrädare bör dessutom överväga att vidta viss återhållsamhet avseende utlämnande av uppgifter av känslig karaktär, eftersom likabehandlingsprincipen annars kan äventyras såvida inte även övriga investerare också informeras.

Slutsatsen är, avseende direktägarstrukturen, att intresset att underlätta för företagare är väl uppfyllt, eftersom det inte föreligger något krav på löpande informationsgivning avseende varken negativa eller positiva nyheter, varför dagens situation för företag avseende informationsgivning omöjligt kan anses vara alltför betungande. Följden härav, blir även att det inte finns rättsliga medel för att stävja vinkling av information, det vill säga, mörkning av negativa nyheter och uppblåsning av positiva diton under året fram tills nästa bolagsstämma. Här krävs inget egentligt oredlighetsuppsåt hos företagaren av olaglig natur; vederbörande

förutsätts här förtälja vad som förtäljas bör avseende verksamheten i samband med stämman, men risk för vinkling av informationsgivningen föreligger likväl.

5.2.2 Ägarbolags- och mellanmansstrukturen

För ägarbolags- och mellanmansstrukturen, föreligger insynsrätt för ägarbolaget eller mellanmannen, förutsatt att bolaget har tio eller färre aktieägare. Insynsrätten gäller utanför stämman, varför investerarnas ställning är starkare jämfört med när direktägarstrukturen tillämpas. Måhända kan ett investerarkollektiv, representerat av en enskild företrädare, även ha bättre möjlighet att påverka på stämman och att, om så anses vara önskvärt, utse en styrelseledamot – vilket emellertid kräver en bestämmelse härom i bolagsordningen eller aktieägaravtal – i vilket fall informationsgivning må betraktas som en bisak i förhållande till ledamotens övriga bolagsstyrande åtaganden.

Avseende insynsrätten bör, när det kommer till ägarbolagsstrukturen, en åtskillnad göras mellan ägarbolag som helt ägs av investerare och ägarbolag som till mer än hälften ägs av företagaren eller dennes representant. I det senare fallet försätts investerarna i en liknande position som när direktägarstrukturen tillämpas för tillskansande av informationsgivning, eftersom inga garantier föreligger för att ägarbolagets ledning, vilken vanligtvis är styrd av företagaren, eftersom den inte har en skyldighet att delge den information som mottagits genom utövandet av en insynsrätt. Insynsrättsutövandet är nämligen en angelägenhet för ägarbolaget som ska beslutas om av bolagsstämman, varför en röstmajoritet bör krävas för att säkerställa att insynsrätten i verksamhetsbolaget tillämpas.

Investerarnas ställning är också, när de är representerade, starkare, även när aktieägaravtal tillämpas för att styra informationsgivningen. I synnerhet gäller detta när en plattform agerar mellanman, eftersom det torde föreligga en bättre möjlighet att utforma ett, för investerarna fördelaktigt, aktieägaravtal. Detta beror på att en avtalsrelation sedan innan föreligger mellan företaget och plattformen avseende köp av plattformens tillhandahållna tjänst. Således torde en bättre förhandlingsmöjlighet föreligga för plattformen att tillse god löpande informationsgivning.

Med ägarbolagsstrukturen, kan även styrningen av löpande informationsgivning genom aktieägaravtal vara en lämplig lösning i jämförelse med motsvarande reglering i verksamhetsbolagets bolagsordning. Detta beror på att företaget särskilt kan styra den löpande informationsgivningen till investerarna med endast en avtalsmotpart, till skillnad från direktägarstrukturen när flera motparter kan föreligga. Att investerare skulle avyttra sina

andelar i ägarbolaget skulle inte påverka aktieägaravtalet och skulle inte ge upphov till problematiken om att förvärvaren blir part i avtalet.

För inrättandet av en informationsgivningspolicy genom bolagsstämma, föreligger bättre möjligheter för investerarna när ägarbolags- och mellanmansstrukturerna tillämpas. Investerarna kan ha en ”enad front” mot övriga aktieägare genom att representeras av ägarbolaget eller mellanmannen, eftersom investerarkollektivet internt har beslutat hur representanten ska framföra kollektivets åsikter. Här kan särskilt jämföras med direktägarstrukturen, eftersom det lättare att påverka genom en representant för ett visst antal röster på stämman, än att koordinera direktägande, för varandra främmande, aktieägares närvaro.

Det torde vara lättare att genom ägarbolags- och mellanmansstrukturen tillämpa en lösning med representant i styrelsen i syfte att tillse löpande informationsgivning, än vad som gäller för direktägarstrukturen. Måhända kan det finnas ett naturligt val av person som ska företräda investerarkollektivet när det rör sig om mellanmansstrukturen, om en av plattformens arbetstagare utses. Denna person kan ha erfarenhet av, eller utbildats i, bolagsstyrning. Vad gäller ägarbolagsstrukturen, torde det även vara lättare bland investerarkollektivet, måhända med verksamhetsbolagets företrädares administrativa åtgärder till hjälp, att bland kollektivet utse en styrelserepresentant, om denne representant inte samtidigt är verksamhetsbolagets representant i ägarbolaget. Hur som helst kan styrelserepresentanten förses med instruktioner för investerarkollektivet avseende förvaltning av verksamhetsbolaget och löpande informationsgivning därifrån, om inte verksamhetsbolaget på annat vis fullföljer ett informationsgivningsåtagande.

5.2.3 Slutsats om gällande rätts ändamålsenlighet

Slutsatsen avseende gällande rätts ändamålsenlighet för direktägarstrukturen har redan konstaterats i delavsnitt 5.2.1, som tämligen företagervänlig, men utan motsvarande skydd för investerare. Det föreligger en obalans mellan dessa två intressen, vilken är starkt till företagets fördel. Däremot läggs ingen värdering i hur löpande informationsgivning i praktiken ges till investerare. Det kan åtminstone misstänkas att bristfällig informationsgivning kan förekomma, eller att informationsgivningen fungerat väl till en början, men senare mattats av med tiden eller om de i kampanjen uttalade målen inte uppnåts. Märk väl att det nyss nämnda är spekulationer om situationer som kan uppstå i avsaknad av ett tydligt regelverk avseende informationsgivning; hur det *de facto* ligger till, finns utrymme att utreda närmare i ett separat arbete.

Ägarbolags- och mellanmansstrukturen erbjuder bättre möjligheter för investerare att tillskansa sig information än direktägarstrukturen, men kräver i sådana fall aktiva åtgärder från investerarna. Ett ensidigt krav på företaget föreligger inte att utge information, utan det krävs initiativ från investerarna som företaget ska reagera på, för att löpande informationsgivning med grund i juridiken ska implementeras. Denna lösning får ses som ett verktyg för avhjälpan av bristfällig reglering, för att försöka ge upphov till någon form av löpande informationsgivning. Lösningen är emellertid knappast enkel för investerarna eller ens en investerarvänlig lösning som uppfyller intresset för investerarskydd. Lägg därtill till faktumet att det är företagaren som det står fritt att välja den ägarstruktur som lämpar sig bäst för dennes ändamål. I det enskilda fallet är det således tämligen okonstlat för företagaren att efter eget godtycke välja bort ägarbolags- och mellanmansstrukturen om denne finner värde i att minimera informationsgivningen.

Med anledning av vad som hittills sagts, alltså att intresset för underlättandet för företagare väger oproportionerligt tungt jämfört med intresset för investerarskydd, finner jag att ändamålsenliga regler för löpande informationsgivning från onoterade aktiebolag, lämpligen bör stiftas.

5.3 Utformning av ändamålsenlig lagstiftning

5.3.1 Lärdomar från utländsk rätt

När det nu står klart att ändamålsenlig lagstiftning saknas och bör stiftas, bör det, i beaktandet av ett regelverks utformning, ses till hur andra närliggande länder och rättsområden reglerar motsvarande fråga. Här beskrivs först sammanfattande lärdomar från finsk och brittisk rätt, för att sedan i efterföljande delavsnitt följas av andra rättsområden.

I varken finsk eller brittisk rätt finns regler om löpande informationsgivning från onoterade bolag. Båda länderna har emellertid stiftat särskilda lagar för gräsrotsfinansiering, varför regler för informationsgivning verkar ha förbisetts. Lagstiftarna i båda länderna har lagt vikt vid att främja gräsrotsfinansiering genom inte att ålägga företagen alltför långtgående förpliktelser.

I Finland råder dock viss informationsgivningsplikt till investerarna, vilken är intagen i 7 § 3 mom. gräsrotsfinansieringslagen. Informationsplikten gäller dock endast för förhållanden och händelser som inträffar under kampanjens gång, det vill säga tills investerarna tecknat aktier i bolaget, eller som avviker från vad som tidigare marknadsförts. Informationsplikten upphör således, i det enskilda fallet, att gälla när emissionen är slutförd, vartefter sedvanlig

aktiebolagsrättslig reglering av informationsgivning tar vid. Det bör noteras, att formuleringen av stycket i ifrågavarande paragraf sent medtogs i lagstiftningsprocessen.

Inte heller i brittisk rätt regleras löpande informationsgivning särskilt. FCA har emellertid upplysts i ett svar på en återkopplingsförfrågan avseende lagstiftningen, att regler för löpande informations-givning önskas av en marknadsaktör. Om detta kommer att ge upphov till lagstiftning från myndigheten, kan inte besvaras i denna uppsats, men frågan torde däremot ändå behandlas av myndigheten.

Varför ingendera av nämnda länders lagstiftare har valt att reglera den löpande informations-givningen är osäkert. Det kan antingen vara ett aktivt val att underlåta att reglera i syfte att inte stifta alltför betungande regler för företag, att behovet av löpande informationsgivning inte vägt tungt nog eller att behovet därom helt enkelt har förbisetts. Försiktighet lär emellertid ha utövats i båda jurisdiktioner, i syfte att inte stifta, för företagen, alltför betungande regler.

Som en parentes bör påminnas om att det i tysk rätt finns krav på halvårsvis informationsgivning, även om tysk rätt inte beretts något större utrymme i denna uppsats.

5.3.2 Aktiemarknadsrättsliga influenser

Vid beaktande av aktiemarknadsrättens eventuella påverkan på reglering av löpande informationsgivning från onoterade aktiebolag, bör en åtskillnad särskilt göras emellan de reglerade marknaderna och MTF-plattformarna å ena sidan och den oreglerade marknaden Alternativa å andra sidan. Här benämns de två förstnämnda som aktiemarknader, medan Alternativa nämns med namn när den plattformens lösningar omnämns.

Vad som är centralt för aktiemarknaderna avseende den löpande informationsgivningen, är att handel sker dagligen och att priset på aktierna bestäms av marknaden, beroende på marknads deltagares erhållna information om aktiebolaget. För att aktörerna ska ha samma möjligheter att fatta välavvägda investeringsbeslut samt rättvisa möjligheter att handla till ”rätt” pris, krävs lika tillgång till samma information. Därför krävs, av emittenten, att insiderinformation av potentiellt kurspåverkande natur ska offentliggöras för marknaden så snart som möjligt, i syfte att en effektiv aktiemarknad – och att förtroendet för densamma – upprätthålls.

Samma behov av offentliggörande föreligger inte för onoterade aktiebolag, eftersom en effektiv sekundärmarknad i dagsläget saknas. Därför föreligger inga skäl att insiderinformation, eller med andra ord, nyheter, offentliggörs så snart sådan information finns att tillgå. Här bör nämnas att både tidsaspekten (”så snart det är möjligt”) och även informationsmottagarkretsen

(”marknaden” – det vill säga både befintliga och potentiella aktieägare) saknar relevans när det rör sig om löpande informationsgivning från onoterade aktiebolag. Det saknas därför grund att motivera en parallell till aktiemarknadernas skäl att reglera informationsgivningen, med hänvisning till informationens kurspåverkande natur. Därutöver skulle långtgående informationsgivningskrav vara betungande för små organisationer – vilket det ofta rör sig om när det är tal om onoterade aktiebolag – vilka är betydligt mindre än de flesta aktiemarknadsbolag, varför det vore omotiverat att kräva omedelbart offentliggörande av information. Oproportionerliga påfrestningar för aktiemarknadsbolag av mindre storlek och deras organisationer, var exempelvis ett av de bakomliggande skälen till att kravet på offentliggörande av kvartalsrapporter har avskaffats. Avseende informationsgivningen, bör intresset att underlätta för företagare ha i åtanke.

Måhända vore det mer relevant att söka inspiration från Alternativa och den plattformens lösning för informationsgivning. På Alternativa möjliggörs handel med aktier i vad som traditionellt får anses betecknas som onoterade bolag. Således torde lösningen som tillämpas av detta privata företag, ligga närmare till hands vid utformandet av reglering av informationsgivning från onoterade aktiebolag. Till skillnad från vad som gäller för aktiemarknaderna, sker handeln över Alternativa inte dagligen, utan högst en gång i månaden. Därför föreligger inte samma behov av en brådskande karaktär för offentliggörande av den inträffade händelsen eller det uppkomna förhållandet. Det är tillräckligt att informationen förmedlas i anslutning till att handeln i bolagets aktier äger rum för att marknadsaktörerna ska ha samma möjligheter att fatta investeringsbeslut grundade på adekvat information.

Kraven på bolagen från Alternativa avseende löpande informationsgivning är alltså tämligen mild, men istället uppmuntras bolagen att utge regelbunden informationsgivning oftare än vad som gäller för aktiemarknadsbolag. Alternativa kräver nämligen alltjämt kvartalsrapporter från bolag för att de ska få högre betyg,¹⁸⁹ till skillnad från bolag på de tillståndspliktiga sekundärmarknaderna, på vilka det endast krävs halvårsvis rapportering. Om detta är ett medvetet val av Alternativa eller att de inte uppmärksammat ändringen av öppenhetsdirektivet kan endast spekuleras om. Det grundläggande listningskravet är emellertid alltjämt årlig publicering av årsredovisning, men ökad informationsgivningsfrekvens uppmuntras av Alternativa. Lärdomen som kan dras är att löpande informationsgivning kan substitueras med högre frekvens av regelbunden informationsgivning från onoterade aktiebolag.

¹⁸⁹ Se om Alternativans betygssystem för informationsgivning i delavsnitt 2.4.3.

5.3.3 Aktiebolagsrättsliga influenser

Även om jag tidigare i kapitlet har konstaterat att gällande rätt, huvudsakligen bestående av aktiebolagsrätten, inte är ändamålsenlig, finner jag att det trots allt finns element som kan forma en mer ändamålsenlig reglering. I detta delavsnitt diskuteras aktiebolagsrättsliga moment som kan tänkas influera lagstiftning för informationsgivning från onoterade aktiebolag. Först diskuteras aktieägares styrelserepresentation, för att sedan efterföljas av insynsregler.

5.3.3.1 Styrelserepresentation

Lagstiftaren har tagit fasta på att ett kollektivs samlade kunskaper bör tillvaratas och att det kan bidra till bolagets skötsel. Här åsyftas arbetstagarkollektivet, men vad gäller möjligheten för ett bolags ledning att tillskansa sig kunskaper från ett kollektiv, torde även ett investerarkollektiv kunna bistå. Det är inte otänkbart att investerarna som kollektiv besitter ett brett spektrum av erfarenheter och expertis från flera branscher, jämfört med bolagets arbetstagare. Snarare är det rimligt att anta att så oftast är fallet, vilket bolaget skulle kunna dra nytta utav. Måhända har även investerare erfarenhet av bolagsstyrning, vilket kan vara värdefull kunskap för unga onoterade aktiebolag av mindre storlek. I utbyte mot denna kunskapsinjektion, skulle styrelserepresentanten, i likhet med vad som gäller för arbetstagarrepresentanter, utgöra en informationsgivningskanal för övriga investerare. Denna lösning skulle onekligen stärka investerarskyddet, men frågan är om den är lämplig i förhållande till företagets situation.

Vad som talar emot att aktieägarrepresentation skulle lagstiftas om, är att det kan anses utgöra en oproportionerlig inskränkning av äganderätten. Detta beror på att andelarna i ett aktiebolag utgör fysiska eller juridiska personers egendom som det principiellt står dem fritt att förfoga över efter eget omdöme. Lagstiftade krav på aktieägarrepresentation skulle innebära en inskränkning på aktieägarnas rätt att själva förvalta och råda över sin egendom, varför implementering av sådana regler endast bör ske efter noggranna avvägningar.

Investerare bör skyddas, men frågan är om aktieägare är lika skyddsvärda som anställda, vilkas försörjning i större omfattning påverkas av bolagets styrning. Dessutom har aktieägare möjlighet att, genom att rösta på stämman, påverka valet av styrelse, något som inte är möjligt för arbetstagare (här antas arbetstagare inte ha nyttjat personaloptioner eller annars har tecknat aktier i bolaget). Det bör upplåtas åt företagaren och stämman att besluta om huruvida styrelserepresentation är rätt lösning för det enskilda fallet avseende kunskapsinsamlingen och informationsgivning, istället för att lagstifta därom.

5.3.3.2 Insynsregler

Liksom nämnts i delavsnitt 4.4.3 råder insynsrätt för aktieägare i bolag med tio eller färre aktieägare, vilket således kan tänkas aktualiseras i samband med emissioner när ägarbolags- eller mellanmansstrukturen tillämpas. Som en parentes bör nämnas att dessa ägarstrukturer är tämligen sällsynt förekommande i Sverige, även om ägarbolagsstrukturen aktivt tillämpas av Pepins. Detta innebär att insynsrätten sällan föreligger i svenska bolag som tagit in kapital genom gräsrotsfinansiering och i de fall när ägarbolagsstrukturen tillämpas, föreligger ingen garanti för tillämplig insynsrätt, eftersom antalet övriga aktieägare kan överstiga tio.

Att vidga insynsrätten till att omfatta aktieägare som tillkommit genom gräsrotsfinansiering, skulle onekligen öka investerarskyddet. Det tål här upprepas att syftet med insynsrätten är att värna om skyddet för minoritetsägare och stärka ägarfunktionen. Ett, genom lagstiftning, vidgande av insynsrätten att gälla specifikt gräsrotsfinansierade bolag, skulle vara ändamålsenligt från investerarens perspektiv, men det skulle samtidigt riskera att försvåra för företag i oproportionerlig utsträckning. En breddad insynsrätt skulle riskera att ge upphov till ohållbara situationer för bolag, ifall bolagsledningen krävs på svar från en stor grupp frågvisa investerare vid äventyr av vite. Det vore för bolagsledningen synnerligen tidsödande och ineffektivt att bistå aktieägarna i deras utredning av bolagets ställning, vilket skulle kräva stora resurser, vilka säkerligen inte finns i små aktiebolag. Måhända skulle bolagsledningen i sådana fall, när många aktieägare var för sig utövar sin insynsrätt, hävda att biståndet skulle leda till oskäligt besvär. Bolagsledningen skulle på så vis istället kunna fokusera på att driva verksamheten, varför lagstiftning av vidare insynsrätt skulle riskera att bli uddlös. Särskilt tydligt skulle besväret vara om aktieägarna är icke-koordinerade och var för sig ställer frågor, vilket svårligen skulle kunna rådas bot på genom lagstiftning. Nog för att investerarskyddet skulle stärkas, men företagets ställning skulle kraftigt försämrats. Med andra ord, skulle dylik lagstiftning kunna innebära en obalans mellan intresset att underlätta för företagare och intresse att skydda investerare, i detta fall till företagarens nackdel. Det torde därutöver även vara i investerarnas intresse att bolagsledningen lägger fokus på driften och utvecklingen av bolaget för att skapa värden för aktieägarna, snarare än endast bistår vid aktieägares utredningar.

5.4 Förslag på ny reglering

5.4.1 Hur gräsrotsfinansiering kan regleras

Utredaren för den av regeringen tillsatta utredningen om gräsrotsfinansiering, har bland annat uppdragits att föreslå nödvändiga lagändringar för att främja gräsrotsfinansiering och stärka det

rättsliga skyddet för investerare samt analysera huruvida detta kan uppnås genom justering av befintlig reglering eller om ny gräsrotsfinansieringsspecifik reglering krävs. Dessa två nämnda uppgifter utgör endast delar av uppdraget, men anses vara relevanta att nämnas i denna uppsats. Jag ämnar framlägga mitt förslag på lagstiftning, på ett sätt som är neutralt avseende hur reglerna för gräsrotsfinansiering utformas, det vill säga, på ett sätt som är gångbart oavsett om befintlig reglering justeras eller om en ny lag stiftas. Syftet med detta är att jag i uppsatsen har avhållit mig ifrån att spekulera om lagstiftningens utformning.

Liksom stadgats i tidigare nämnt uppdragsunderlag till utredaren, bör utgångspunkten för ny lagstiftnings utformning vara att främja gräsrotsfinansiering, samtidigt som investerarnas rättsliga skydd stärks. En sådan avvägning ligger i linje med den, i kapitel 3 framlagda, utläggning om EU:s intressen avseende förenklande för företagare samt investerarskydd.

5.4.2 Hur reglering av löpande informationsgivning från onoterade bolag bör utformas

För hur reglering bör utformas, anser jag att tre delar av lagstiftning bör beaktas: informationsreglering, tillsyn av informationsgivningen samt sanktion. Därutöver bör både företagets och investerarens perspektiv tas hänsyn till samt i vilka fall lagstiftningen är tillämplig. Regleringen bör även vara enhetlig och gälla oavsett vilken ägarstruktur som tillämpas.

Liksom genomgående har nämnts, bör regleringen av onoterade aktiebolags informationsgivning inte vara betungande för företaget, eftersom detta skulle stå i strid med EU:s intresse att underlätta för företagare och skulle knappast främja gräsrotsfinansiering och dess utveckling i Sverige. Därför skulle inte en särskild informatör behövas, såsom i många fall krävs på aktiemarknaden, med undantag för First North och AktieTorget, vilka enbart kräver att organisationen ska klara av att vederbörligen sköta informationsgivningen. Således vore det, med beaktande av vad som nämnts i delavsnitt 5.3.2 om jämförelsen med aktiemarknadens syften med löpande informationsgivning, olämpligt att kräva en långtgående skyldighet för onoterade aktiebolag att löpande informera aktieägarna, i synnerhet med en sådan brådskande karaktär, eller att en designerad person särskilt utses för att hantera informationsgivning och investerarrelationer. Ytterligare skäl för detta utgörs av dagens avsaknad av sekundärmarknad för aktier som erhålls genom gräsrotsfinansiering, men även om en effektiv andrahandsmarknad skulle uppstå i framtiden, vore det föga sannolikt att handel med ett enskilt företags aktier skulle ske i större utsträckning än sporadiskt. Detta innebär att det från företagets perspektiv snarare vore lämpligt att informationsgivningen inte alls är löpande, utan att all informationsgivning

från bolaget bör ske på regelbunden basis, i syfte att regelbundet uppdatera investerarna om bolagets ställning och verksamhetens utveckling.

Om nu informationsgivningen ska vara regelbunden, är nästa delfråga att besvara i vilka intervall informationsgivningen ska utföras. I syfte att nå svar på frågan bör i sammanhanget Alternativa nämnas, vilka ger incitament för de listade bolagen att utge kvartalsrapporter i likhet med aktiemarknadsbolag, vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad. Här bör även kraven ställda av den tyska branschorganisationen för gräsrotsfinansiering – se delavsnitt 4.3.1 – på kvartalsrapporter nämnas. Kravet ger en fingervisning om branschens – om än inte nödvändigtvis den svenska branschens – intentioner att värna om investerarskydd och att kvartalsrapportering kan vara ett led i skyddets fullföljande. Och även om MTF-bolag endast åläggs offentliggöra information halvårsvis, anser jag kvartalsvis rapportering vara ett lämpligt intervall.¹⁹⁰

Ett förslag på längre gående krav på onoterade bolags informationsgivning än vad som krävs för noterade bolag, kan anses gå stick i stäv med vad som från EU-håll eftersträvas avseende eliminering av administrativa bördor för företag. I synnerhet kan invändas att det i ändringen av öppenhetsdirektivet förordades att kvartalsrapporter var en oproportionerlig börda för små och medelstora bolag i relation till det investerarskydd som rapporteringen medförde.

Det bör ihåggkommas att det för noterade bolag, föreligger krav på att så snart som möjligt offentliggöra information till marknaden på löpande basis. Det innebär att noterade bolags halvårsvisa – eller kvartalsvisa – informationsgivning kompletteras med löpande informationsgivning så fort en händelse eller ett förhållande av väsentlig betydelse inträffar respektive uppstår. Att därutöver även kvartalsvis offentliggöra rapporter skulle – i synnerhet för MTF-bolag, vilka ofta är mindre företag med mindre organisationer än börsbolag – förlora sitt syfte avseende investerarskydd. För onoterade bolag däremot, föreligger inget komplement till den regelbundna informationsgivningen, varför ett krav på sådan informationsgivning faktiskt fyller ett investerarskyddssyfte. I synnerhet om gräsrotsfinansieringsmarknaden skulle gå mot att en sekundärmarknad utvecklas, vilket synes kunna vara möjligt – se avsnitt 2.4 – stärks behovet av informerade investerare. Om en fungerande sekundärmarknad däremot inte skulle utvecklas, släcks inte behovet av informerade investerare som har förvärvat aktierna

¹⁹⁰ Här kan den uppmärksamme läsaren ha noterat att det i öppenhetsdirektivet inte tillåts från statligt håll förplikta rapportering oftare än halvårsvis. Denna begränsning gäller emellertid enbart för noterade aktiebolag, varför bestämmelsen inte utgör ett hinder för regleringen av onoterade bolags regelbundna informationsgivning.

genom gräsrotsfinansiering, utan krav på informationsgivning kan tillämpas som ett verktyg att snabbare upptäcka bedrägliga kampanjer.

I syfte att vidhålla överensstämmelse med intresset att underlätta för företag, trots mitt förslag om ökade krav på företags informationsgivning, kan kvartalsrapporternas innehåll utgöra ett medel för att inte bryta mot EU-kommissionens uppställda intressen. Lämpligen bör kvartalsrapporter hållas tämligen översiktliga, utan detaljerade resultat- och balansräkningar, eftersom upprättandet av rapporterna inte bör vara alltför betungande, samtidigt som det bör eftersträvas att en rättvisande bild av bolaget delges aktieägarna. Det torde vara tillräckligt att kvartalsrapporterna utgörs uteslutande av en förvaltningsberättelse, vari väsentliga händelser och förhållanden redovisas i textform. På så vis kan investerare tillses upplysningar som ger dem en rättvisande översikt av bolagets verksamhet och dess utveckling. Vad gäller räkenskaper, torde det i små och medelstora onoterade bolag, såvitt jag kan se, vara tillräckligt att sådana redovisas för en gång om året, liksom är fallet idag.

Å andra sidan, torde investerare, utöver kvartalsrapporter, kunna gagnas av upplysningar av väsentliga händelser eller förhållanden som inträffar mellan utgivningarna av regelbunden information. Här bör begreppet ”väsentliga” tolkas snävt, det vill säga på så vis att det bör medföra löpande rapportering i mindre utsträckning än som krävs av aktiemarknadsbolag, i vilket fall ”kurspåverkan” anges som måttstock. Eftersom det sällan lär förekomma situationer när investeraren inte rimligen kan vänta tills nästa kvartalsvisa rapportering – med tanke på att investeraren svårigen skulle kunna vidta en investeringsåtgärd baserad på kännedom av sådan information på grund av avsaknaden av en effektiv andrahandsmarknad som möjliggör daglig handel – ska denna nyhet vara av synnerligen brådskande karaktär för att behöva utges. Syftet med regeln är att ge investeraren ett extra skydd avseende informationsgivningen rörande större händelser i verksamheten.

Syftet med föreslagen regelbunden informationsgivning är att säkerställa att investerarna har tillgång till samma information, samtidigt som kravet inte är oproportionerligt betungande för företagen. Eftersom ingen pressmeddelandetjänst krävs för offentliggörandet, eftersom enbart investerarna ska nås – inte ”marknaden” – vore det svårt att tillse att samtliga investerare nås av informationen om det inte finns en enhetlig metod för kommunikation. Regelbunden uppdatering skulle även innebära att likabehandlingsprincipen tillses, genom att alla aktieägare får samma information. Det kan ändå förekomma att viss aktieägare informeras tidigare, men att samma information vid nästa tillfälle för regelbunden informationsgivning delges övriga ägare. Olikbehandling genom informationsgivning kan även betraktas som en sådan

betydelselös olikbehandling, att principen inte aktualiseras, varför det torde räcka att övriga aktieägare, det vill säga de som inte informeras i första skedet, mottar upplysningen nästa informationsgivningstillfälle. Detta gäller inte information som ger en i förtid informerad aktieägare otillbörlig fördel gentemot övriga aktieägare.

5.4.3 Vilka som kan omfattas av regleringen och hur efterlevnaden ska tillses

Nästa fråga som ska besvaras är vilka bolag som ska omfattas av regleringen. Ska endast bolag som har emitterat aktier genom gräsrotsfinansiering omfattas eller ska alla onoterade aktiebolag med ett större antal ägare – exempelvis i fall när incitamentsprogram för de anställda har ägt rum – omfattas? Möjligtvis skulle regleringen avse bolag med ett visst antal aktieägare, eller specifikt bolag som tillämpat gräsrotsfinansiering. Bolag som har tillämpat gräsrotsfinansiering bör, oavsett antal investerare, omfattas av regleringen, men detta bör kompletteras med en bestämmelse om även andra bolag med ett större antal ägare, vilka inte omfattas av insynsreglerna. Även i bolag med spritt ägande har aktieägarna ett ekonomiskt intresse och bör således omfattas av det ifrågavarande investerarskyddet, trots att de inte blivit aktieägare genom gräsrotsfinansiering, men att sådana bolag endast ska omfattas av regleringen om det har ett visst, i lag angivet, antal ägare.

Ytterligare spörsmål som tål utredas, är hur reglernas efterlevnad ska tillses. Detta knyter an till frågan om regleringen om informationsgivningen ska ske genom lag eller genom myndighetsföreskrift. Båda frågor ger upphov till en avvägning om vilken befintlig reglering som den nya regleringen ämnas efterlikna: aktiemarknadsrätten eller aktiebolagsrätten. Om regleringen av informationsgivning skulle formas i likhet med aktiemarknadsrättslig reglering, skulle delegering av övervakningen kunna ske till en tillsynsutövande myndighet, vilken även, i sådana fall, lämpligen skulle ges befogenhet att meddela föreskrifter avseende onoterade bolags informationsgivning. Valet av lämplig myndighet skulle stå mellan Finansinspektionen, vilken utövar tillsyn över finansmarknaden, och Bolagsverket, till vilken aktiebolag idag redan årsvis ska inlämna årsredovisningshandlingar.

Det andra alternativet, utöver starka aktiemarknadsrättsliga influenser, vore att forma regleringen i linje med aktiebolagsrätten, vilket ter sig som det lämpligare alternativet av de två. Den absoluta majoriteten av svenska bolag berörs inte av aktiemarknadsrättslig reglering, varför det ligger närmast för handen att fortsatt reglera onoterade aktiebolags förehavanden med utgångspunkt i aktiebolagsrätten. Det skulle ge upphov till en svåröverblickbar lagstiftning och betydande rättsosäkerhet för aktörerna, om alltför starka aktiemarknadsrättsliga element skulle

blandas in i regleringen. Således bör reglering av onoterade aktiebolags informationsgivning, regleras i lag. Däremot kan Bolagsverket även utgöra mottagare av kvartalsrapporterna, utöver årsredovisningshandlingarna, och genomföra granskning av dem. Detta skulle även innebära att samtliga investerare i ett bolag har samma kanal för informationsgivning och således samma möjlighet till information, om kvartalsrapporterna kan hämtas från Bolagsverkets register, vilket tillser likabehandlingsprincipen, liksom nämnts ovan. Därutöver, anser jag, att utformningen av sanktioner för bolagsledningen för bristande informationsgivning, ska ligga i linje med de aktiebolagsrättsliga ansvarsreglerna, vilka återfinns i 29 och 30 kap. ABL. Bolagsledningen ska vara ersättningsskyldig motsvarande vad som stadgas i 29 kap. 1 § ABL avseende informationsgivningen till aktieägare, och kan föreläggas vid vite av Bolagsverket att fullfölja kvartalsrapportering, i enlighet med 30 kap. 3 § ABL.

5.4.4 Sammanfattning av förslag till reglering

För att sammanfatta mitt förslag på reglering, ska aktiebolag, vilka har genom gräsrotsfinansiering tillkomna aktieägare, eller annars med ett spritt ägande, kvartalsvis till Bolagsverket inlämna rapport innehållandes en förvaltningsberättelse som ger investerare en översiktlig bild av bolagets ställning och redovisning av under kvartalet inträffade händelser eller förhållanden. Genom att Bolagsverket väljs som registreringsmöjlighet, har samtliga investerare möjlighet att ta del av kvartalsrapporteringshandlingarna, vilket stärker likabehandlingsprincipens ställning i gräsrotsfinansierade bolag. Bolaget ska även, utöver kvartalsrapporterna, rapportera väsentliga inträffade händelser eller förhållanden som är av vikt för aktieägaren att känna till om bolaget och dess verksamhet. Om reglerna inte efterlevs, föreslår jag att ersättningsskyldighet bör komma i fråga avseende informationsgivningen till aktieägarna samt vitesföreläggande av Bolagsverket om kvartalsrapporteringen inte fullföljs.

Källförteckning

Svensk rätt

Lagar

Lag (1987:1245) om styrelserepresentation för de privatanställda

Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument

Årsredovisningslag (1991:1554)

Aktiebolagslag (2005:551)

Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden

Lag (2016:1313) om ändring i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden

EU-rättsakter

FÖRDRAGET OM EUROPEISKA UNIONENS FUNKTIONSSÄTT

EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS DIREKTIV 2014/57/EU om straffrättsliga påföljder för marknadsmissbruk (marknadsmissbruksdirektiv)

EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS FÖRORDNING (EU) 596/2014/EU om marknadsmissbruk

EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS DIREKTIV 2004/109/EG om harmonisering av insynskrav angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad. Se även tillämpningsföreskrifter till öppenhetsdirektiv (2007/14/EG).

EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS DIREKTIV 2003/6/EG om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk)

EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS DIREKTIV 2013/50/EU av den 22 oktober 2013 om ändring av Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad, av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG om de prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och av kommissionens direktiv 2007/14/EG om tillämpningsföreskrifter för vissa bestämmelser i direktiv 2004/109/EG

Svenska förarbeten

Ds A 1986:1

Prop. 1975:103

Prop. 1987/88:10

Prop. 1997/98:99

Prop. 2004/05:85

Prop. 2006/07:115

Prop. 2015/16:26

Prop. 2015/16:120

Prop. 2016/17:22

SOU 1983:52

SOU 1995:44

Dir. 2016:70

Myndighetsföreskrifter och -råd

Bokföringsnämndens vägledning till BFNAR 2012:1, uppdaterad 2016-11-29

Bokföringsnämndens vägledning till BFNAR 2016:10, uppdaterad 2016-11-28

FFFS 2007:16

FFFS 2007:17

FFFS 2016:36

Finansinspektionens vägledning för börs- och MTF-bolag, Dnr 16-14637 (2016-10-03)

Finansinspektionens remisspromemoria FI Dnr 14-17369

Finansinspektionens rapport Dnr 15-17414 om en kartläggning av gräsrotsfinansiering i Sverige

EU:s officiella tidning

Förteckning med kommentarer över reglerade marknader samt nationella bestämmelser för genomförande av kraven i investeringstjänstedirektivet (rådets direktiv 93/22/EEG) (2008/C 57/11)

Europeiska unionens stadga om de grundläggande rättigheterna (2010/C 83/02)

Övrig EU-rätt

2015/0268 (COD): Förslag till EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS FÖRORDNING om de prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel.

ESMA:s riktlinjer - Guidelines on the Market Abuse Regulation - market soundings and delay of disclosure of inside information (Esma/2016/1130)

KOM (2011) 870 slutlig – En åtgärdsplan för att förbättra små och medelstora företags tillgång till finansiering

COM(2012) 795 final – Handlingsplan för företagande 2020

COM(2015) 63 final – GRÖNBOK: Att bygga en kapitalmarknadsunion

COM(2015) 468 final – Handlingsplan för en kapitalmarknadsunion

COM(2015) 550 final – Att förbättra den inre marknaden – bättre möjligheter för individer och företag

Europaparlamentets resolution P8_TA-PROV(2016)0358 av den 15 september 2016 om tillgång till finansiering för små och medelstora företag och mer diversifierad finansiering till små och medelstora företag i en kapitalmarknadsunion (2016/2032(INI))

SWD(2016) 154 final: ”Crowdfunding in the EU Capital Markets Union”

Litteratur

Afrell, Lars & Jansson, Per-Ola. *Regelstrukturen på värdepappersmarknaden*, i *Börsrätt*, Robert Sevenius och Torsten Örtengren (red.), 81–100, 3. uppl., Lund: Studentlitteratur, 2012

- Ahonen, Nicholas & Mathisen, Rasmus, *Gräsrotsfinansiering/crowdfunding: en alternativ finansmarknad*, Jure, Stockholm, 2016
- Almlöf, Hanna, *Bolagsorganens reglering och dess ändamålsenlighet: en aktiebolagsrättslig studie om ägarledda bolag*, Jure, Diss. Jönköping : Högskolan i Jönköping, 2014, Stockholm, 2014
- Arvidsson, Niklas, *Aktieägaravtal: särskilt om besluts- och överlåtelsebindningar*, Thomson Reuters Professional, Diss. Lund : Lunds universitet, 2010, Stockholm, 2010
- Arvidsson, Niklas, JT Nr. 2 2014/15, 263–275, *Associationsrättens likhets- och likabehandlingsprinciper*
- Danelius, Johan, SvJT 2016 s. 1, *Svensk Juristtidning och nordiskt juridiskt samarbete*
- Dotevall, Rolf, *Aktiebolagsrätt: fördjupning och komparativ belysning*, 1. uppl., Norstedts juridik, Stockholm, 2015
- Dotevall, Rolf, *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, 2., [omarb.] uppl., Norstedts juridik, Stockholm, 2008
- Dresner, Steven, *Crowdfunding: a guide to raising capital on the Internet*, John Wiley & Sons, Hoboken, 2014
- Eklund, Karin & Stattin, Daniel, *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, 2., [rev.] uppl., Iustus, Uppsala, 2016
- Gunnerstad, Annelie & Ingvarsson, Torbjörn, SvJT 1997 s. 152, *Den komparativa rätten – värde en omväg?*
- Johansson, Svante, *Bolagsstämma*, Juristförl., Diss. Stockholm : Univ., Stockholm, 1990
- Johansson, Svante, *Svensk associationsrätt i huvuddrag*, 11., omarb. uppl., Norstedts juridik, Stockholm, 2014
- Kellgren, Jan, SvJT 2002 s. 514, *Något om normativa resonemang i rättsdogmatisk forskning*
- Lehrberg, Bert, *Aktiebolagsrätt*, 1. uppl., Iusté, Uppsala, 2016
- Lehrberg, Bert, *Praktisk juridisk metod*, 7. [uppdaterade och omarb.] uppl., Iusté, Uppsala, 2014

Moberg, Krister, *Företaget och sekretessen: en rätts- och samhällsvetenskaplig studie av medinflytandeinformation och sekretess i företagen = Geheimhaltung in privatwirtschaftlichen Unternehmen*, Juridiska fören., Diss. Lund : Univ.,Lund, 1981

Nellström, Oskar, JT Nr. 3 2014/15, *Equity Crowdfunding i förhållande till spridningsförbudet i ABL*

Olsen, Lena, SvJT 2004 s. 105, *Rättsvetenskapliga perspektiv*

Peczenik, Aleksander, SvJT 2005 s. 249, *Juridikens allmänna läror*

Peczenik, Aleksander, *Vad är rätt?: om demokrati, rättssäkerhet, etik och juridisk argumentation*, 1. uppl., Fritze, Stockholm, 1995

Rodhe, Knut & Skog, Rolf, *Rodhes aktiebolagsrätt*, 24., [rev.] uppl., Norstedts juridik, Stockholm, 2014

Samuelsson, Per, *Information och ansvar: om börsbolagens ansvar för bristfällig informationsgivning på aktiemarknaden = Information and remedies : listed companies and their responsibility for false and misleading information in the stock market*, Norstedt, Diss. Lund : Univ.,Stockholm, 1991

Stattin, Daniel & Svernlöv, Carl, *Introduktion till aktieägaravtal*, 2. uppl., Norstedts Juridik, Stockholm, 2013

Svensson, Bo, SvJT 2001 s. 637, *Lagstiftningsideologi och lagstiftningsteknik - erfarenheter från arbetet med en ny aktiebolagslag*

Brittisk rätt

Lagar

Companies Act 2006

Myndighetsdokument

Financial Conduct Authority

COBS Conduct of Business Sourcebook, utgåva 13 av februari 2017

CP13/13: The FCA's regulatory approach to crowdfunding (and similar activities), av oktober 2013

FCA 2014/13: Crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities instrument 2014

FS16/13: Interim feedback to the call for input to the post-implementation review of the FCA's crowdfunding rules

PS14/4: The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media – Feedback to CP13/13 and final rules, av mars 2014

Finsk rätt

Lagar

Aktiebolagslag 624/2006

Finlands grundlag 1999/731

Gräsrotsfinansieringslag 734/2016

Språklag 2003/423

Förarbeten

EkUB 15/2016 rd

RP 46/2016 rd

RSv 98/2016 rd

Myndighetsdokument

Finansministeriets Q&A från d 28 april 2016 om gräsrotsfinansiering

Rapporter

Pushing Boundaries (rapport), Cambridge Centre for Alternative Finance (University of Cambridge) & Nesta, 2016

Sustaining Momentum (rapport), Cambridge Centre for Alternative Finance (University of Cambridge) & Nesta, 2016

2015 European Private Equity Activity: Statistics on fundraising, investments and divestments (rapport), Invest Europe, 2016

Crowdfunding innovative ventures in Europe: The financial ecosystem and regulatory landscape, EU-kommissionen, ISBN 978-92-79-43849-3, 2013

Aktiemarknadsrättsliga regelverk

Reglerade marknader:

Nasdaq Helsinki Oy: Pörssin säännöt av den 1 januari 2017

Nasdaq Stockholms regelverk för emittenter aktier, av den 8 december 2016

NGM Equitys regelverk av den 3 juli 2016

Multilaterala handelsplattformar:

AktieTorgets noteringsavtal gällande från 3 juli 2016

Nasdaq First North Nordic – Rulebook av den 3 juli 2016

Regler Nordic MTF av den 3 juli 2016

Övriga handelsplatser:

Handelsregler för Alternativa aktiemarknaden av den 16 juni 2010

Disciplinnämndsavgöranden

Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2016:5

Internet

<http://alternativa.se/for-bolag/tre-olika-listor/informationsgivning.aspx>

- Alternativas kvalitetsbedömning av företags informationsgivning.

- <http://www.breakit.se/artikel/2063/sa-tar-du-in-en-crowdfunding-runda-utan-att-tappa-kontrollen-i-bolaget> - Roger Axelssons sponsrade artikel på nyhetssidan Breakit om ägarbolag.
- <https://www.brewdog.com/lowdown/blog/buy-shares-trading-day-2016> - Brewdog plc:s handelsdag för aktieägare som tillkommit genom gräsrotsfinansiering.
- <http://www.bundesverband-crowdfunding.de/crowdfunding-und-investorenschutz-bestandsaufnahme-und-uebersicht/> - Tyska branschorganisationen för gräsrotsfinansiering, Bundesverband Crowdfundings sida för investerarskydd.
- <http://www.consilium.europa.eu/en/policies/capital-markets-union/prospectus/> - Europeiska rådets sammanfattning av den nya prospektförordningen.
- http://www.finanssivalvonta.fi/se/Finanskund/Finansiella_produkter/Investeringsverksamhet/Aktier/Pages/Default.aspx - Finska Finansinspektionens kommentar om aktier som investeringsobjekt
- <https://www.fundedbyme.com/en/campaign/7106/frontoffice-svensk-foretagsrekonstruktion> - Sidan för FrontOffice kampanj på FundedByMe,
- <https://internetdagarna.se/program/two-is-company-but-how-many-is-a-crowd/> - Videopresentation om gräsrotsfinansiering och delningsekonomin under Internetdagarna i november 2016.
- <http://www.pepins.com/companies/paradox-interactive/> - Sidan för Paradox Interactives kampanj på Pepins.
- <http://sevenius.se/2015/12/09/739/> - Blogginlägg av Robert Sevenius om hur gräsrotsfinansiärernas rätt kan klippas bort.
- <http://sevenius.se/2016/05/23/real-equity-crowdfunding/> - Blogginlägg av Robert Sevenius om risker med gräsrotsfinansiering.
- http://vm.fi/artikkeli/-/asset_publisher/miksi-tarvitaan-joukkorahoituslaki-?_101_INSTANCE_C91M3tdJeutx&_languageId=sv_SE - Finska Finansministeriets artikel om varför en lag om gräsrotsfinansiering behövs i Finland.