



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Måns Håkanson

Crowdfunding i svensk rätt -

En tillfredställande reglering av framtidens företagsfinansiering?

LAGF03 Rättsvetenskaplig uppsats

Kandidatuppsats på juristprogrammet

15 högskolepoäng

Handledare: Jesper Blomberg

Termin: VT16

Innehållsförteckning

<u>Förkortningar</u>	<u>4</u>
<u>Summary</u>	<u>5</u>
<u>Sammanfattning</u>	<u>6</u>
<u>1 Inledning</u>	<u>7</u>
<u>1.1 Bakgrund</u>	<u>7</u>
<u>1.2 Syfte och frågeställningar</u>	<u>8</u>
<u>1.3 Metod och material</u>	<u>8</u>
<u>1.4 Avgränsningar</u>	<u>9</u>
<u>2 Finansieringsproblem och crowdfunding</u>	<u>9</u>
<u>2.1 Finansieringsgapet</u>	<u>9</u>
<u>2.1.1 Informationsasymmetri</u>	<u>10</u>
<u>2.2 Crowdfunding</u>	<u>11</u>
<u>2.2.1 Förfarandet</u>	<u>11</u>
<u>3 Spridningsförbudet</u>	<u>12</u>
<u>3.1 Spridningsförbudets syfte</u>	<u>12</u>
<u>3.2 Reglernas utformning</u>	<u>13</u>
<u>3.2.1 Annonseringsförbudet</u>	<u>13</u>
<u>3.2.2 Kompletteringsregeln</u>	<u>14</u>
<u>3.3 Sanktioner</u>	<u>14</u>
<u>4 Prospekt</u>	<u>15</u>
<u>4.1 Prospektregleringens syfte</u>	<u>15</u>
<u>4.2 Prospekt i allmänhet</u>	<u>16</u>
<u>4.3 Prospektskyldigheten</u>	<u>16</u>
<u>4.3.1 Överlåtbara värdepapper</u>	<u>17</u>
<u>4.3.2 Bjudas ut till allmänheten</u>	<u>19</u>
<u>4.3.3 Undantag från prospektskyldigheten</u>	<u>19</u>
<u>5 Rapporter och utredningar gällande crowdfunding</u>	<u>20</u>
<u>5.1 FI:s kartläggning avseende crowdfunding</u>	<u>20</u>
<u>5.2 Rapport från Tillväxtverket</u>	<u>21</u>
<u>5.3 Ekobrottsmyndigheten</u>	<u>22</u>
<u>6 Analys</u>	<u>22</u>
<u>6.1 Crowdfunding och spridningsförbudet</u>	<u>23</u>

<u>6.1.1 Annonseringsförbudet</u>	<u>23</u>
<u>6.1.2 Kompletteringsregeln</u>	<u>24</u>
<u>6.2 Crowdfunding och prospektskyldigheten</u>	<u>25</u>
<u>6.2.1 Aktier i privata aktieföretag – överlåtbara värdepapper?</u>	<u>25</u>
<u>6.2.2 Undantag från prospektskyldigheten</u>	<u>26</u>
<u>6.3 Crowdfunding ur ett investerare- samt företagsperspektiv</u>	<u>27</u>
<u>6.3.1 Företagets perspektiv</u>	<u>27</u>
<u>6.3.2 Investerarens perspektiv</u>	<u>28</u>
<u>6.4 Sammanfattning</u>	<u>30</u>
<u>Käll- och litteraturlista</u>	<u>32</u>
<u>Bilaga A</u>	<u>34</u>
<u>Bilaga B</u>	<u>37</u>

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen (2005:551)
EES	Europeiska ekonomiska samarbetsområdet
EU	Europeiska unionen
FI	Finansinspektionen
LHF	Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument
VpmL	Lagen (2007:578) om värdepappersmarknaden

Summary

Financing is vital when it comes to companies ability to evolve and grow. For small and recently started companies the raising of capital is challenging, since they have to convince banks and venture capitalists that they deserve financing. This task is more difficult when you don't have a track record to point at nor the stability of a larger company.

Through crowdfunding small companies can reach a large number of people through different websites. This larger number of people supply the company with capital in exchange of shares in the company. This form of financing has been made possible due to technical progress and has helped companies to raise capital from previously untapped markets.

Crowdfunding however has given uprise to a number of legal issues due to its unique construction. One of these issues is if a company that's using crowdfunding is violating the prohibition to spread shares in private limited liability company to the public, according to 1 kap. 7 § aktiebolagslagen (2005:551).¹ There is no relevant precedent in the matter, but the arguments I present in this thesis points to the fact that companies which use crowdfunding are in violation of said prohibition. A second question which arise is if a company which is using crowdfunding has to establish a prospectus, pursuant to 2 kap. 1 § lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument.² The conclusions that has been drawn in this thesis indicates that no such obligations occurs.

Finally, this thesis includes an analysis of the current legislation and its suitability from an investors and the companies standpoints and different interests.

¹ The Swedish Limited Liability Company Act.

² The Trading With Financial Instruments Act.

Sammanfattning

Finansiering är en av de viktigaste faktorerna för att ett företag ska kunna växa och utvecklas. För små och nystartade bolag är det emellertid svårt att övertyga banker och riskkapitalister att just deras företag ska bli framgångsrikt vilket försvårar kapitalanskaffningen.

Genom crowdfunding kan mindre privata bolag genom olika hemsidor söka kapital från ett större antal privatpersoner i utbyte mot aktier i bolaget. Denna finansieringsform har blivit möjlig tack vare teknisk utveckling och hjälper företag att hitta kapital på tidigare outnyttjade marknader.

Crowdfunding har emellertid gett upphov till ett antal rättsliga problem, unika för denna finansieringsform. Ett av dessa är huruvida de företag som använder sig av crowdfunding överträder spridningsförbudet i 1 kap. 7 § aktiebolagslagen (2005:551), då förfarandet innebär att aktier i privata aktiebolag bjuds ut till allmänheten. Frågan har aldrig prövats och har behandlats sparsamt inom den juridiska litteraturen, men utifrån de argument som läggs fram i uppsatsen talar mycket för att finansiering genom crowdfunding innebär att spridningsförbudet överträds. En annan fråga som uppstår är om de företag som använder sig av crowdfunding är skyldiga att upprätta prospekt enligt 2 kap. 1 § lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument. Av den utredning som redogörs för i uppsatsen är svaret förmodligen nekande.

I uppsatsen kommer också en analys göras avseende den behandlade lagstiftningen och dess lämplighet utifrån ett investerars- samt bolagsperspektiv.

1. Inledning

1.1 Bakgrund

En av de stora utmaningarna för nystartade och mindre företag är hitta finansiering för att driva sin verksamhet. De finansieringsformer som finns att tillgå är främst lån eller tillskjutande av kapital i utbyte mot andelar i bolaget. Båda dessa finansieringsformer är emellertid förknippade med stora utmaningar för företag som är nystartade, har en begränsad omsättning eller som i övrigt går en osäker framtid till mötes. Banker och andra kreditinstitut finansierar ogärna verksamheter där risken att ingen återbetalning sker är relativt hög, samtidigt som riskkapitalfonder och andra affärsänglar är svåra att övertyga om att just ens eget bolag kommer att bli framgångsrikt. Mot bakgrund av bristen på kapital kan det ifrågasättas om det föreligger ett finansieringsgap i svensk ekonomi. Med finansieringsgap avses att tillgängligheten på kapital är lägre än vad som är motiverat utifrån företags potentiella avkastning.³

De senaste åren har en ny finansieringsform slagit sig in på den svenska marknaden, nämligen s.k. *crowdfunding*.⁴ Crowdfunding har sedan sin uppkomst för ungefär tio år sedan vuxit och marknaden omsatte 2014 ca 10 miljarder USD globalt enligt en rapport från Goldman Sachs.⁵ Vad innebär då crowdfunding? I sin vidaste bemärkelse kan crowdfunding definieras som situationen då en fysisk eller juridisk person vänder sig till allmänheten för kapital i form av lån, donationer, i utbyte mot aktier eller mot en framtida belöning av någon form. I den här uppsatsen kommer emellertid endast den snävare definitionen av begreppet att behandlas, d.v.s. när privata aktiebolag vänder sig till allmänheten för kapital i utbyte aktier i bolaget.

Crowdfunding som finansieringslösning tangerar en rad olika rättsområden inom svensk rätt och EU-rätt såsom skatterätt, aktiebolagsrätt och finansrätt.

³ Tillväxtverket, Tillväxt genom crowdfunding – Rapport 0156 Rev A, Stockholm 5/2013, s. 21.

⁴ Utifrån svensk terminologi används ibland begreppet "gräsrotsfinansiering". Andra engelska begrepp är "equity crowdfunding" eller "crowdequity". Något allmänt vedertaget begrepp synes inte finnas i dagsläget.

⁵ Goldman Sachs, The Future of Finance Part 3, 5/2015, s. 10.

Med detta uppkommer dessutom nya rättsliga problem unika för denna finansieringsform. Två viktiga aspekter att ta hänsyn till vid utformning av lagstiftning om företagsfinansiering är hur regleringen påverkar bolagets intresse av att samla att kapital samt investerarnas intresse av att inte bli utnyttjade av företagens informationsövertag. Därför har jag valt att i denna uppsats fokusera på två regleringar som belyser nämnda intressekonflikter, spridningsförbudet i aktiebolagslagen (2005:551) (ABL) samt prospektkravet i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument (LHF).

1.2 Syfte och frågeställningar

Syftet med den här uppsatsen är att utreda hur crowdfunding förhåller sig till ovanstående regleringar samt om dagens reglering tillgodoser bolagets respektive investerarnas olika intressen.

Utifrån ovan nämnda syfte har jag formulerat tre frågeställningar som jag ska besvara:

- Hur förhåller sig crowdfunding till spridningsförbudet i ABL?
- Hur förhåller sig crowdfunding till prospektskyldigheten i LHF?
- Är nuvarande reglering lämplig utifrån ett bolags- respektive investerarperspektiv?

1.3 Metod och material

Vad avser den deskriptiva delen, som utgörs av en beskrivning av crowdfunding samt en redogörelse för gällande rätt, har jag beträffande det förstnämnda använt mig av Tillväxtverkets rapport från 2013⁶, olika crowdfundingplattformars hemsidor och artiklar för att skapa mig en bild av hur crowdfunding fungerar. Med tanke på att det inte finns enskild auktoritet på området har jag skapat mig en uppfattning genom att jämföra dessa olika källor mot bakgrund av deras tillförlitlighet. I min redogörelse för gällande rätt har jag främst använt mig av de traditionella rättskällorna, jag har därför valt att använda mig av rättsdogmatisk metod. De rättskällor som kommer att få störst utrymme och betydelse för uppsatsen är lagtext och förarbeten. Jag

⁶ Tillväxtverket, Tillväxt genom crowdfunding.

vill redan nu poängtera att i princip ingen praxis finns på området och de flesta frågor har behandlats sparsamt i litteraturen.

I min analys kommer frågeställningarna att besvaras utifrån de olika intressen som återspeglas av de regleringar jag redogjort för. Till min hjälp kommer jag främst använda ståndpunkter som lagts fram i förarbeten kring lagstiftningens syften och Finansinspektionens (FI) rapport om crowdfunding från 2015.⁷ Med tanke på att många rättsliga frågor som uppkommit med anledning av mitt ämne inte har behandlats i rättskällorna vill jag framhäva en viss försiktighet vad gäller slutsatserna kring dessa.

1.4 Avgränsningar

Som nämnts tidigare har jag valt att avgränsa mig till två olika regleringar som båda speglar snarlika intressen ur lagstiftningshänseende. Med tanke på uppsatsen begränsade omfattning har jag också inom gränsen för dessa regleringar begränsat mig till att endast behandla de problem som är relevanta för mitt syfte. För att skapa en sammanhängande text med en röd tråd har jag också utelämnat delar som inte bidrar till uppfyllandet av mitt syfte.

2 Finansieringsproblem och crowdfunding

I det här avsnittet ska jag redogöra för några av de grundläggande problemen vid kapitalanskaffning samt hur crowdfunding fungerar. De problemen som åsyftas här är inte av rättslig karaktär men de bakomliggande teorierna är av betydelse för förståelsen av lagstiftningens utformning.

2.1 Finansieringsgapet

Tillväxtverket rapporterade under 2013 att det kunde anses föreligga ett finansieringsgap i svensk ekonomi.⁸ Av rapporten framgick att det framförallt var nystartade och mindre företag som var underfinansierade ur ett

⁷ FI, Gräsrotsfinansiering i Sverige – en kartläggning (Dnr 15-17414), 12/2015.

⁸ En definition av termen "finansieringsgap" finns under avsnitt 1.1.

tillväxtperspektiv och att utbudet av lånekapital och externt ägarkapital var för litet.⁹ Anledningen till detta kan delas upp i främst två olika faktorer.

För det första kräver generellt sätt finansiärer någon form utav säkerhet. Långgivare kräver det i form utav tillgångar medan potentiella ägare gör det i form utav företagets värdering. Små och nystartade företag har ofta inga större tillgångar att ställa som säkerhet samtidigt som bristen på t.ex. en kundbas, en färdig produkt eller tydliga framtidsprognoser gör det svårt att värdera företaget.

För det andra har små och nystartade företag ofta inte en tillräcklig historik mot vilken en bedömning av verksamheten kan göras. Detta gör det svårt för en långgivare att beräkna sannolikheten att företaget kan möta lånevillkoren samtidigt som det försvårar värderingen av företaget.

2.1.1 Informationsasymmetri

Mot bakgrund av teorin om informationsasymmetri inom aktiebolag kan de ovan nämnda problemen mer fördelaktigt illustreras. Teorin bygger på att aktiebolagets olika intressenter har olika tillgång till information om bolagets ställning och utifrån detta kan handla opportunistiskt på bekostnad av andra intressenter. I den här uppsatsen är det framförallt informationsasymmetrin mellan det kapitalsökande bolagets ägare (jag utgår ifrån att ägarna också styr bolaget när det är nystartat eller av mindre art) och potentiella finansiärer som är relevant.¹⁰

Bolagets ägare har av naturliga skäl tillgång till mer information om bolaget än en potentiell investerare, samtidigt som investeraren måste förlita sig på den information som ägaren tillhandahåller. Med tanke på att bolagets ägare har incitament till att tillhandahålla information som gynnar bolaget men inte nödvändigtvis gynnar investeraren uppstår det tillitsproblem. Med detta i åtanke kan de olika bakomliggande faktorerna till finansieringsgapet förklaras.

⁹ Tillväxtverket, Tillväxt genom crowdfunding, s. 21 f.

¹⁰ Bergström C & Samuelsson P, Aktiebolagets grundproblem, uppl. 4, Stockholm 2012, s. 21.

2.2 Crowdfunding

Kapitalismen och den fria marknaden bygger på idén om marknadssjämvikt. Enligt Tillväxtverkets rapport, som redogjorts för tidigare, har det funnits en diskrepans mellan företagets behov av kapital samt det kapital som erbjuds på kapitalmarknaderna. Crowdfundingens uppkomst kan möjligtvis vara lösningen på detta.

Crowdfunding går i princip ut på att ett stort antal finansiärer, som vardera bidrar med mindre belopp, ska kunna finansiera ett större projekt. Som nämnts tidigare finns det olika former av crowdfunding samt en relativt spretig begreppsbildning gällande fenomenet.¹¹ I den här uppsatsen avser emellertid crowdfunding tillskjutande av kapital i utbyte mot aktier med hjälp av en intermediär.

2.2.1 Förfarandet

I princip finns det tre aktörer som är delaktiga då ett företag tar in kapital genom crowdfunding; företaget, de som tillskjuter kapital samt en intermediär som underlättar kontakten mellan de andra aktörerna. En intermediär utgörs främst av en plattform på internet som drivs av en tredje part, vars uppgift är att sköta kontakten mellan kapitalsökande bolag och finansiärer.¹²

Crowdfundingplattformen FundedByMe:s modell för förfarandet kan utgöra ett exempel. På deras hemsida lägger bolag upp en s.k. ”förrunda” där oregistrerade personer får tillgång till information om bolaget, dess affärsidé, ledning, hur många som investerat och hur lång tid det är kvar på erbjudandet. Registrerade användare kan samtidigt ta del av finansiell information och villkoren för att investera. En användare kan sedan registrera ett belopp denne önskar att investera, som omräknas till aktier. När förrundan stängs startar en ”öppen runda”, där bolaget skickar erbjudande om att förvärva aktier till de som i förväg registrerat ett belopp. I samband med detta sker sedan själva förvärvet.¹³

¹¹ Se avsnitt 1.1 samt Tillväxtverket, Tillväxt genom crowdfunding, s. 14 ff.

¹² Exempel på olika hemsidor är: www.fundedbyme.com och www.crowdcube.se.

¹³ <https://www.fundedbyme.com/sv/terms-of-service/>, jfr punkten 6 i användarvillkoren.

Det är således genom plattformens användarbas och marknadsföringsförmåga som bolag kan få kontakt med ett stort antal personer och genom dessa finansiera sin verksamhet.

3 Spridningsförbudet

Spridningsförbudet återfinns i 1 kap. 7 § ABL med en tilläggsregel i 1 kap. 8 § ABL. Tilläggsregeln kommer emellertid inte behandlas här p.g.a. platsskäl samt dess begränsade relevans för uppsatsen. Förbudet består i princip av att aktier i privata aktiebolag inte får spridas till allmänheten, förutom när vissa undantag är tillämpliga. Jag kommer i det här avsnittet redogöra för regleringens bakomliggande syfte, reglernas utformning samt sanktioner vid överträdelse av förbudet.

3.1 Spridningsförbudets syfte

Det första som kan konstateras är att förbudet endast gäller aktier i privata aktiebolag, inte publika. Denna uppdelning kan ses mot bakgrund av de i flera avseenden olika regler som gäller för publika respektive privata aktiebolag. För privata aktiebolag krävs det exempelvis endast ett aktiekapital om 50 000 kr, jämfört med 500 000 kr för ett publikt, 1 kap. 5 och 14 §§ ABL. I förarbetena till ABL anfördes att ett högre aktiekapital är en förutsättning för att aktierna ska kunna vara föremål allmän handel. Aktiekapitalets syfte är att balansera ägarnas begränsade ansvar för bolaget och därigenom skydda andra intressenter.¹⁴

Det ska också nämnas att informationsskyldigheten för publika aktiebolag är avsevärt mer omfattande än för privata aktiebolag.¹⁵ Då intressenter inte har tillgång till någon omfattande information om privata aktiebolag anses det inte lämpligt att dess aktier får spridas till allmänheten.¹⁶

¹⁴ Prop. 2004/05:85, s. 212 f.

¹⁵ Jfr bl.a. avsnitt 4 om prospekt.

¹⁶ Prop. 2004/05:85, s. 510.

3.2 Reglernas utformning

Det första jag vill belysa är att en överträdelse av spridningsförbudet är straffsanktionerad enligt 30 kap. 1 § 1p. ABL, vilket gäller redan på försöksstadiet. Bestämmelsen är således en del av straffrättens speciella del. Reglernas tillämplighet medför inte heller att avtal avseende t.ex. aktieteckning blir civilrättsligt ogiltiga om det skett en överträdelse.¹⁷

Förbudet i 1 kap. 7 § ABL kan delas in i två olika regler, ett förbud mot annonsering (nedan benämnt ”annonseringsförbudet”) i första stycket samt en kompletterande regel (nedan benämnd ”kompletteringsregeln”) i andra stycket.

3.2.1 Annonseringsförbudet

Annonseringsförbudet innebär att ett privat aktiebolag eller dess ägare inte genom annonsering får försöka sprida bolagets aktier. Enligt förarbetena gäller förbudet även om bolaget eller dess ägare gett ett värdepappersinstitut i uppdrag att sprida aktierna.¹⁸ Vilken typ av annonsering som åsyftas är inte klart, utöver att det enligt förarbetena rör sig om tidningsannonsering eller annonser i andra former.¹⁹ Frågan om vad som utgör en annons är inte heller klarlagd i vare sig praxis eller doktrin.²⁰ Jag återkommer till denna problematik i senare avsnitt.

Vad gäller annonsens spridning ger inte lagtexten uttryck för något specifikt krav. Enligt Nerep och Samuelsson bör förbudet emellertid ses som en presumptionsregel som innebär att någon överträdelse inte skett om annonsen

¹⁷ Prop. 1993/94:196 s. 144 f.

¹⁸ Prop. 1993/94:196 s. 141 f.

¹⁹ Prop. 1993/94:196 s. 143.

²⁰ I EU:s förordning (EG) nr 809/2004, ”prospektförordningen”, definieras annonsering i art. 2(9) som ”tillkännagivande, som a) avser ett specifikt erbjudande av värdepapper till allmänheten [...], och b) specifikt syftar till att främja möjligheter till tecknande eller förvärv av värdepapper.” Att utgå från denna definition i det här avsnittet blir emellertid alltför långtgående. Jämför också Nerep E & Samuelsson P, Aktiebolagslag (2005:551) 1 kap. 7 §, Lexino 2013-07-01, där ”de vedertagna annonsformerna” används som definition.

sprider sig till högst 200 personer.²¹ Logiken i detta synsätt gör sig tydlig mot paragrafens andra stycke.

3.2.2 Kompletteringsregeln

Kompletteringsregeln får med tanke på lagtextens utformning ses som subsidiär i förhållande till annonseringsförbudet. Lagtexten anger att ett privat aktiebolag eller dess ägare inte heller på annat sätt (än genom annonsering) får försöka sprida sådana värdepapper som anges i första stycket om erbjudandet riktar sig till fler än 200 personer. Regeln tillämpas emellertid inte om erbjudandet enbart riktar sig mot personer som föränmält intresse gällande ett aktieerbjudande, förutsatt att endast 200 aktieposter går att teckna.

Begreppet ”på annat sätt” är en vid formulering i syfte att omfatta situationer då företag eller dess aktieägare på annat sätt än genom annonsering erbjuder sina aktier till allmänheten, t.ex. genom utskickande av prospekt.²² Vad gäller kravet på att erbjudandet ska rikta sig mot fler än 200 personer ansåg lagstiftaren att förbudet inte ska hindra bolag från kapitaltillskott genom erbjudanden riktade till ett mindre antal personer.²³

Genom att föränmäla intresse om ett erbjudande kan ett sådant erbjudande rikta sig till fler än 200 personer, förutsatt att antalet utbudna aktieposter inte överstiger 200. Bakgrunden till detta är att det främst är professionella placerare som gör sådana föränmälningar, vilka inte har samma skyddsbehov som oerfarna privatpersoner.

3.3 Sanktioner

Som nämnts tidigare är spridningsförbudet straffsanktionerat med böter eller fängelse i högst ett år, 30 kap. 1 § 1 p. ABL. Av 1 kap. 7 § ABL framgår att redan försök till spridning är straffbart, ett misslyckat försök är således också straffbart. Gränsen för brottsligt handlande dras vids otjänliga försök, en straffrättslig term som inte kommer behandlas här.

²¹ Se Nerep E & Samuelsson P, Aktiebolagslag (2005:551) 1 kap. 7 §, Lexino 2013-07-01.

²² Prop. 1993/94:196, s. 143.

²³ Prop. 1993/94:196, s. 143.

4 Prospekt

Ett prospekt är en handling som innehåller information om överlåtbara värdepapper när dessa erbjuds till allmänheten. Skyldigheten att upprätta ett prospekt framgår av 2 kap. 1 § LHF. Undantag från huvudregeln anges i 2-8 §§ och redogörs för nedan. Övergripande ska ett prospekt innehålla uppgifter som gör det möjligt för investerare att bedöma vilken risk och potentiell avkastning som ett köp av ett specifikt finansiellt instrument medför.²⁴ EU har genom prospektdirektivet²⁵ harmoniserat en del av prospektregleringen inom unionen.

4.1 Prospektregleringens syfte

Prospektets syfte är framförallt att skydda investerare och möjliggöra för dessa att ta välgrundade investeringsbeslut samt att upprätthålla allmänhetens förtroende för finansmarknaderna. Detta framgår av t.ex. preambeln till prospektdirektivet och 1 kap. 2 § LHF.²⁶ De senaste dryga 20 åren har andelen vuxna som äger finansiella instrument ökat till 94%,²⁷ av vilka merparten förmodligen har begränsade fackkunskaper och således ett behov av en skyddsreglering. Att olika investerargrupper kräver olika grader av skydd framgår också av lagstiftningen, jfr 2 kap. 4 § 1 st. 1p LHF. Prospektreglerna bygger till stor del på den s.k. informationsdoktrinen, som innebär att bolag som vänder sig till allmänheten har en betydande skyldighet att offentliggöra information som kan påverka bedömningen av bolagets ställning.²⁸

En ytterligare anledning till prospektregleringens utformning är den tidigare nämnda informationsasymetrien som föreligger mellan aktiebolagets intressenter.²⁹ Vid utbudande av finansiella instrument, i det här fallet framförallt aktier, är det främst intressekonflikten mellan befintliga aktieägare och nya finansiärer som aktualiseras. För att förhindra att

²⁴ Prop 2004/05:158 s. 51.

²⁵ Direktiv 2003/71/EG och direktiv 2010/73/EU.

²⁶ Jfr direktiv 2003/71/EG, punkterna 10, 16-20 och 41.

²⁷ Sevenius R & Örtengren T, Börsrätt, uppl. 3, Lund 2012, s. 223.

²⁸ Westermarck D & Lagercrantz M, Om nyemission, uppl. 1, Stockholm 2013, s. 57.

²⁹ Se avsnitt 2.1.1.

befintliga aktieägare tillskansar sig fördelar på nya finansiärers bekostnad krävs det regler som utjämnar deras olika tillgång på information.

En sista aspekt som är värd att belysa är att reglerna inte syftar till att motverka felaktiga affärer. Syftet är snarare att verka för att affärer inte görs mot bakgrund av felaktig information.

4.2 Prospekt i allmänhet

Ett prospekt är en handling som innehåller information om överlåtbara värdepapper när dessa bjuds ut till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad.³⁰ För att upprätthålla förtroendet för marknaden krävs det att informationen som lämnas till marknaden är objektiv och allsidig. Jag ska här inte på detaljnivå redogöra för prospektets innehåll utan snarare ge en överblick över vilken typ av information som ska finnas med.

Reglerna om prospektets innehåll och utformning finns främst i 2 kap. 11-23 §§ LHF och i EU:s prospektförordning.³¹ Av 11 § framgår det att prospektet ska innehålla all information om emittenten och de överlåtbara värdepapperen som behövs för att investerare ska kunna göra en välgrundad bedömning av bl.a. emittentens finansiella ställning, resultat och framtidsutsikter. Det framgår också att informationen ska vara skriven på ett sådant sätt att den är lätt att förstå och analysera. Enligt 2 kap. 25 § LHF är det FI som ska granska och godkänna ett prospekt.

4.3 Prospektskyldigheten

Skyldigheten att upprätta ett prospekt framgår av 2 kap. 1 § LHF, och ska göras då överlåtbara värdepapper bjuds ut till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad. Undantag från skyldigheten finns i 2-7 §§ och kommer att behandlas i den mån de är relevanta för den här uppsatsen. Enligt 2 kap. 9 § LHF är det emittenten som ansvarar för att prospekt upprättas. Av 6 kap. LHF framgår det att FI utövar tillsynen över regelefterlevnaden samt

³⁰ Prop. 2011/12:129 s. 31.

³¹ Förordning (EG) 809/2004.

att de kan sanktionera överträdelser genom exempelvis böter eller förelägganden vid vite.

4.3.1 Överlåtbara värdepapper

Överlåtbara värdepapper definieras numera enligt 1 kap. 4 § 2p. lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (VpmL), i syfte att skapa en mer enhetlig begreppsbildning i värdepapperslagstiftningen.³² Av lagrummet framgår att två rekvisit måste vara uppfyllda för att ett instrument ska falla in under regleringen, att det utgör ett värdepapper enligt lagens mening samt att det kan bli föremål för handel på kapitalmarknaden.

Punkterna a)-c), samma lagrum som ovan, ger några exempel på vad som utgör ett värdepapper, innefattande t.ex. aktier och skuldförbindelser, men listan är inte uttömmande. Enligt svensk rätt torde ett värdepapper utgöra s.k. presentations- eller legitimationspapper där den förpliktade inte kan fullgöra sin skyldighet gentemot någon annan den som innehar papperet. Utöver det ska papperet också vara negotiabelt, med vilket avses att invändningar mot en överlåtare inte kan göras gentemot en förvärvare i god tro.³³ Med tanke på att aktier är det instrument som är av vikt för den här uppsatsen kommer en närmare genomgång av värdepapprets definition inte att göras.

Utöver att ett visst instrument utgör ett värdepapper krävs det också att det kan bli föremål för handel på kapitalmarknaden. Att det ska kunna vara föremål för handel går utöver att värdepapperet endast ska vara negotiabelt. Enligt förarbetena till VpmL medför detta att en rättighet som kräver någon annans tillstånd innan den avyttras inte anses kunna vara föremål för handel. Instrumentet ska kunna bli föremål för allmän omsättning.³⁴

När det kommer till aktier är lagtexten tvetydig vad gäller aktier i privata aktiebolag. 1 kap. 4 § VpmL nämner endast aktier i obestämd form samt att de ska kunna vara föremål för handel på kapitalmarknaden, d.v.s. föremål för allmän omsättning. En av aktiebolagsrättens grundläggande principer är

³² Prop. 2006/07:115 s. 286.

³³ Prop. 2006/07:115 s. 281.

³⁴ Prop. 2006/07:115 s. 282.

också den om aktiens fria överlåtbarhet, 4 kap. 7 § ABL. I propositionen till prospektregleringen behandlades frågan mot bakgrund av den äldre definitionen av fondpapper.³⁵ Där anfördes att aktier i privata aktiebolag enligt ordalydelsen omfattades men att lagrummet skulle läsas mot bakgrund av att prospekt endast ska upprättas när aktier är avsedda för allmän omsättning, bjuds ut till allmänheten eller ska tas upp till handel på en kapitalmarknad. Med anledningen av detta ansågs det att aktier i privata aktiebolag inte skulle omfattas av regleringen.³⁶ I propositionen till VpmL anslöt sig regeringen till samma ståndpunkt med tillägget att spridningsförbudet i 1 kap. 7 § ABL också förhindrar att aktier i privata aktiebolag sprids till allmänheten, även om detta i sig inte var tillräckligt för att avgöra frågan.³⁷ Westermark och Lagercrantz delar uppfattningen i förarbetena och lägger också vikt vid spridningsförbudet.³⁸ Det ska understrykas att begreppet ”allmän omsättning” inte finns med i den nuvarande formuleringen av 1 kap. 4 § VpmL, men att det anses utgöra en del i definitionen av begreppet ”handel på kapitalmarknaden” enligt nuvarande lagstiftning. Samma problematik torde således fortfarande vara aktuell.³⁹ Med allmän omsättning avses enligt förarbetena ett värdepapper som har konstruerats på ett sådant sätt att det enkelt och smidigt kan överlåtas på kapitalmarknaden.⁴⁰

Sammanfattningsvis kan det konstateras att det råder samstämmighet i förarbetena och litteraturen om att aktier i privata aktiebolag inte ska anses utgöra överlåtbara värdepapper. Argumenten för detta är dels att spridningsförbudet i aktiebolagslagen i viss mån förhindrar handeln med denna typ av aktier samt att konstruktionen av dessa inte medför att de på ett enkelt och smidigt sätt kan överlåtas på kapitalmarknaden.

³⁵ 1 kap. 1 § LHF i sin tidigare lydelse: ”aktie [...] samt sådana andra delägarätter eller fordringsrätter som är utgivna för allmän omsättning”.

³⁶ Prop. 2004/05:158 s. 68.

³⁷ Prop. 2006/07:115 s. 282.

³⁸ Westermark D & Lagercrantz M, Om nyemission, s. 59.

³⁹ Prop. 2006/07:115 s. 281.

⁴⁰ Prop. 2004/05:158 s. 68.

Vad gäller begreppet "kapitalmarknad" avses enligt förarbetena handel på exempelvis börs eller annan organiserad marknadsplats eller genom någon som yrkesmässigt bedriver värdepappersrörelse enligt lagen (1991:981) om värdepappersrörelse.⁴¹ Det ska emellertid understrykas att någon legal definition av kapitalmarknaden inte finns.

4.3.2 Bjudas ut till allmänheten

Vid implementeringen av prospektdirektivet ansåg regeringen att direktivets definition av "erbjudande till allmänheten" var alltför allmänt hållen för att tas in i svensk rätt.⁴² Det anfördes dock att vägledning vid tolkning av begreppet kunde hämtas från direktivet. I förarbetena nämns ett antal exempel på situationer som anses falla in under begreppet, bl.a. när en stiftare av ett aktiebolag genom annonsering på en elektronisk hemsida vänder sig till allmänheten för att finna investerare som vill delta vid bildandet av bolaget.⁴³

Westermark och Lagercrantz för en diskussion, utifrån exemplen i förarbetena, om att de krävs någon form av okunnighet från emittentens sida kring vilka som kan tänkas förvärva värdepapperet. De betonar också att det avgörande inte är vilka som faktiskt förvärvar värdepapperet, utan snarare mot vilka ett erbjudande riktas.⁴⁴

4.3.4 Undantag från prospektskyldigheten

Reglerna om undantag från kravet att upprätta prospekt finns i 2 kap. 2-7 §§ LHF. Med tanke på att syftet med den här uppsatsen är att behandla regleringens förhållande till crowdfunding kommer jag endast att redogöra de undantag som mot bakgrund av syftet är relevanta.

Enligt 2 kap. 4 § 2p. LHF behöver ett prospekt inte upprättas om erbjudandet riktar sig till färre än 150 fysiska eller juridiska personer i en stat inom EES. Antalet personer som t.ex. tecknat aktier i en nyemission är således irrelevant om erbjudandet riktat sig till 150 personer eller fler. Av förarbetena framgår

⁴¹ Prop. 2006/07:115 s. 282.

⁴² Se direktiv 2003/71/EG art. 2.1 d)

⁴³ Prop. 2004/05:158 s. 63.

⁴⁴ Westermark D & Lagercrantz M, Om nyemission, s. 59.

att ett erbjudande på exempelvis en webbplats aldrig kan omfattas av undantaget.⁴⁵

Av 2 kap. 4 § 5p. LHF framgår det att ett prospekt inte behöver upprättas om det belopp som ska betalas av investerare inom EES under en tolv månadersperiod motsvarar högst 2,5 miljoner euro. Bakgrunden till beloppsgränsen är att bolag ska kunna undvika de betydande bördor och kostnader som uppkommer vid upprättandet av ett prospekt när det belopp som ska investeras är relativt begränsat.⁴⁶ Det är bara belopp investerade under den senaste tolv månadersperioden där undantaget har tillämpats som ska tas med vid bedömningen.

5. Rapporter och kommentarer gällande crowdfunding

I det här avsnittet kommer jag att redogöra för ett par olika utredningar som har gjorts gällande crowdfunding. Redogörelserna görs i syfte att bidra till min analys genom att belysa olika perspektiv, åsikter och nyanseringar kring mina frågeställningar. Jag vill betona att dessa utredningar inte utgör rättskällor, men de ger ett grepp om hur problemen med crowdfunding hanteras praktiskt.

5.1 FI:s kartläggning avseende crowdfunding

I december 2015 publicerade FI en rapport vars syfte var att kartlägga crowdfunding i Sverige, dess möjligheter, risker, nuvarande reglering och att vid behov föreslå åtgärder.⁴⁷ Jag kommer här att sammanfatta relevanta delar.

För det första kan det konstateras att FI ser crowdfunding som positiv för konkurrensen och effektiviteten på finansmarknaden, då fler företag får tillgång till kapital. Vad gäller förhållandet till gällande rätt lutar FI mot att crowdfunding strider mot spridningsförbudet i ABL då ett erbjudande på en crowdfundingplattform innebär ett spridande i lagens mening. Att det krävs

⁴⁵ Prop. 2004/05:158 s. 170 f.

⁴⁶ Prop. 2004/05:158 s. 76 ff.

⁴⁷ FI, Gräsrotsfinansiering i Sverige – en kartläggning, s. 4.

medlemskap för att ta del av erbjudandet gör det inte självklart att undantaget⁴⁸ ska tillämpas enligt dem.

Vidare noterar FI att någon tillståndsskyldighet inte föreligger enligt LHF då aktier i privata aktiebolag inte utgör överlåtbara värdepapper. Denna bedömning görs mot bakgrund av spridningsförbudet.⁴⁹ De anför vidare att crowdfunding inte träffas av några andra finansiella regelverk, vilket gör att de inte står under någon tillsyn. Det tilläggs dessutom att verksamheter som bedriver crowdfunding försöker ge ett sken av att vara reglerade i syfte att skapa trovärdighet hos sina kunder.

Slutsatsen av FI:s kartläggning är att crowdfunding inte omfattas av något finansiellt regelverk vilket, i samband med de höga risker som investeringar genom crowdfunding innebär, medför ett undermåligt skydd för konsumenter. De rekommenderar därför att en reglering på området utreds. Vad gäller spridningsförbudet talar deras argument för att crowdfunding bryter mot detta. Det ska emellertid tilläggas att spridningsförbudet omfattas av Ekobrottsmyndighetens jurisdiktion.

5.2 Rapport från Tillväxtverket

Tillväxtverket publicerade 2013 en rapport avseende crowdfunding och dess förmåga att överbrygga finansieringsgapet i svensk ekonomi. Tillväxtverket såg riskspridningen som crowdfunding medför som dess största fördel, istället för att ett fåtal aktörer går in med stora investeringar kan ett större antal personer tillsammans bidra med samma kapitalmängd. Det innebär också att kapital kan finnas ur en vidare krets än på den traditionella kapitalmarknaden.⁵⁰ Som nämnts tidigare, betonade också Tillväxtverket problemet med informationsasymmetri mellan bolaget och finansiärerna. Enligt deras åsikt blir denna problematik än tydligare vid crowdfunding då små investerare inte har vare sig kunskap eller resurser till att genomföra en adekvat granskning av bolaget, i motsats till exempelvis ett

⁴⁸ Se avsnitt 3.2.2.

⁴⁹ Jfr prop. 2006/07:115 s. 282.

⁵⁰ Tillväxtverket, Tillväxt genom crowdfunding, s. 23.

riskkapitalbolag.⁵¹ Sammanfattningsvis kan det sägas att Tillväxtverket i sin rapport hade en positiv syn på crowdfunding ur ett samhällsekonomiskt perspektiv.

5.3 Ekobrottsmyndigheten

Det är Ekobrottsmyndigheten som är ansvarig för att utreda misstänkta brott mot spridningsförbudet. Jag har varit i kontakt med chefsåklagaren på finansmarknadskammaren Gunilla Sundblom som meddelade att de aldrig fått in någon anmälan avseende brott mot spridningsförbudet genom crowdfunding. Frågan har således aldrig prövats. Hon lät mig emellertid ta del av en rättsutredning hon upprättade i samband med en förfrågan från FI om fenomenet 2014.⁵² Det ska nämnas att rättsutredningen inte är alltför djupgående, men den ger en generell uppfattning över hur frågan uppfattas av ansvariga personer på myndigheten.

En fråga som uppkom var om crowdfunding utgjorde annonsering eller annan spridningsmetod enligt 1 kap. 7 § ABL. Frågan besvarades inte slutgiltigt, men slutsatsen drogs att det kunde vara ett brott mot spridningsförbudet om det ansågs utgöra annonsering. Om det inte ansågs utgöra annonsering kunde det uppfattas som att personer föranmält intresse gällande ett framtida erbjudande enligt undantaget i andra paragrafens andra stycke. I sådana fall skulle förfarandet vara otillåtet om fler än 200 personer tilläts förvärva aktier.

6. Analys

I det här avsnittet kommer jag att utifrån vad som har behandlats tidigare analysera mina frågeställningar. Jag kommer börja med att redogöra för hur crowdfunding förhåller sig till spridningsförbudet och därefter prospektskyldigheten. Sist kommer jag att presentera min analys kring dagens lagstiftning och dess lämplighet ur ett investerar- och ägarperspektiv. Jag vill

⁵¹ Tillväxtverket, Tillväxt genom crowdfunding, s. 25.

⁵² Hela rättsutredningen återges i bilaga A.

återigen betona den relativa avsaknaden av fullgoda rättskällor, vilket medför att slutsatser får dras med försiktighet.

6.1 Crowdfunding och spridningsförbudet

Som jag har redogjort för ovan finns det tre olika förbud som här omfattas av spridningsförbudet, se 1 kap. 7 och 8 §§ ABL. Jag kommer i det följande att redogöra för hur crowdfunding förhåller sig till vart och ett av dessa.

6.1.1 Annonseringsförbudet

Ett brott mot annonseringsförbudet i 1 kap. 7 § 1 st. ABL föreligger då ett privat aktiebolag eller dess ägare genom annonsering försöker sprida bolagets aktier. Det krävs också att annonsen sprider sig till fler än 200 personer. Enligt definitionen av crowdfunding i den här uppsatsen⁵³ är det klart att det första rekvisitet är uppfyllt, d.v.s. att det rör sig om ett privat aktiebolag. Med tanke på att erbjudanden publiceras på hemsidor får det också anses stå klart att spridningen sker till över 200 personer. Vad som är avgörande för frågan är således om de erbjudanden som publiceras utgör annonser.

För det första kan det konstateras att det enligt förarbetena inte bara är traditionella tidningsannonser som omfattas av förbudet, vilket medium som används är i princip inte av intresse. Det råder således ingen tvekan om att annonser på internet omfattas. Vad gäller annonsens utformning anför Nerep och Samuelsson att de ”vedertagna annonsformerna” ska omfattas.⁵⁴ Vad som utgör en annons har inte behandlats närmare i vare sig praxis, doktrin eller förarbeten. Jag vill här erinra om att spridningsförbudet är en straffrättslig regel och att straffbud som regel inte ska tolkas till den tilltalades nackdel vid tvivel.⁵⁵

De erbjudanden jag tagit del av på hemsidor som tillhandahåller crowdfunding innehåller en relativt stor mängd information jämfört med t.ex. en traditionell tidningsannons. Det framgår tydligt vem det är som söker kapital, vilken som är bolagets produkt och vad deras idé är. Detta är enligt

⁵³ Se avsnitt 1.1.

⁵⁴ Se Nerep E och Samuelsson P, Aktiebolagslag (2005:551) 1 kap. 7 §, Lexino 2013-07-01.

⁵⁵ Asp P, Ulväng M & Jareborg N, Kriminalrättens grunder, uppl. 2, Uppsala 2013, s. 70.

min mening tillräckligt för att det ska kunna uppfattas som en annons.⁵⁶ Denna uppfattning delas också av Sevenius.⁵⁷ Utan att spekulera kring definitionen kring annonsbegreppet kan det emellertid sägas att om erbjudandena utgör annonser innebär detta en överträdelse av annonseringsförbudet. Detta ligger också i linje med rättsutredningen från Ekobrottsmyndigheten samt rapporten från FI.

6.1.2 Kompletteringsregeln

Kompletteringsregelns utformning är redogjord för ovan. Om vi utgår från att de erbjudanden som lämnas på hemsidor för crowdfunding inte är annonser är det klart att förfarandet är otillåtet enligt kompletteringsregeln då spridningen sker till fler än 200 personer. Frågan blir emellertid om föránmälningssundantaget kan tillämpas?

Föránmälningssundantaget tillämpas då erbjudanden riktar sig till över 200 personer som i förväg anmält intresse för ett sådant erbjudande samtidigt som antalet aktieposter som erbjuds inte överstiger 200 till antalet, 1 kap. 7 § 2 st. 2 men. ABL. Detta är intressant mot bakgrund av hur crowdfundingplattformarna utformat förfarandet, då det förefaller tydligt att de utformat förfarandet för att falla in under undantaget.⁵⁸ Det slutliga erbjudandet om att förvärva aktier lämnas som bekant först när förrundan stängts och till användare som i förväg registrerat ett investeringsbelopp. Det avgörande här är vid vilken tidpunkt erbjudandet ska anses lämnat. Med tanke på att all information som lämnas till potentiella investerare görs redan under förrundan är det enligt min åsikt rimligt att detta ska uppfattas som erbjudandet. Att bolaget ytterligare en gång ska erbjuda registrerade investerare att förvärva aktier samtidigt som själva transaktionen sker under den öppna rundan framstår endast som ett försök att kringgå regleringen.⁵⁹

⁵⁶ Ett exempel på annons från FunderByMe finns i bilaga B.

⁵⁷ Sevenius R, Gräsrotsfinansiering i svensk rätt, Blendow Lexnova Expertkommentar – Affärsjuridik, 4/2014.

⁵⁸ Se avsnitt 2.2.1.

⁵⁹ Jfr Sevenius R, Gräsrotsfinansiering i svensk rätt, som för ett liknande resonemang.

Mot bakgrund av spridningsförbudets syfte att inte sprida aktier i privata aktiebolag till allmänheten torde föransättningsundantaget inte vara tillämpligt på den typen av upplägg som crowdfundingplattformarna använder.

6.2 Crowdfunding och prospektskyldigheten

Enligt 2 kap. 1 § LHF ska ett prospekt upprättas när överlåtbara värdepapper bjuds ut till allmänheten. Det krävs således att det företag som söker finansiering genom crowdfunding bjuder ut överlåtbara värdepapper till allmänheten för att regeln ska kunna tillämpas. Frågan om aktier i privata aktiebolag utgör överlåtbara värdepapper har i viss mån behandlats tidigare,⁶⁰ men det finns anledning till ytterligare analys kring detta med tanke på crowdfundingens utformning.

6.2.1 Aktier i privata aktiebolag – överlåtbara värdepapper?

Som nämnts tidigare ställer 1 kap. 4 § VpmL inget krav på att det ska rörs sig om aktier i publika bolag, vilket ger visst stöd åt tolkningen att aktier i privata aktiebolag också omfattas av regleringen. Vad som har framförts som argument emot att sådana aktier ska omfattas är huruvida dessa kan bli föremål för handel på kapitalmarknaden.

Det första av i huvudsak två argument som nämnts i litteraturen och förarbetena är att spridningsförbudet i ABL medför att aktier i privata aktiebolag inte kan bli föremål för handel på kapitalmarknaden.⁶¹ I förarbetena till VpmL anförs emellertid att detta i sig inte är tillräckligt för att sådana aktier inte kunna bli föremål för allmän omsättning.⁶² Med tanke på spridningsförbudets undantag samt aktiens grundläggande konstruktion som en fritt överlåtbar tillgång, jfr 4 kap. 7 § ABL, förefaller regeringens ståndpunkt i förarbetena rimlig.

Det andra argumentet som anförts i förarbetena är att en skyldighet att upprätta prospekt endast bör uppkomma då det gäller finansiella instrument

⁶⁰ Se avsnitt 4.3.1.

⁶¹ Westermarck D & Lagercrantz M, Om nyemission, s. 59.

⁶² Prop. 2006/07:115, s. 282.

avsedda för allmän omsättning. Med allmän omsättning menas instrument med en konstruktion som medför att det lätt och smidigt kan omsättas på kapitalmarknaden.⁶³ Detta uttalande får tolkas mot bakgrund av att det vid denna tidpunkt inte fanns någon kanal där aktier i privata aktiebolag kunde spridas till allmänheten i någon vidare omfattning.

Det som tycks vara avgörande för frågan är om konstruktionen av aktier i privata aktiebolag medför att dessa kan bli föremål för allmän omsättning. Som redan nämnts medför spridningsförbudet vissa restriktioner vad gäller aktiernas omsättningsförmåga, men förmodligen inte i en sådan utsträckning att endast detta undantar tar dem från att utgöra överlåtbara värdepapper. Med tanke på prospektregleringens syfte borde reglerna rimligtvis tolkas utifrån vilket behov de avser att tillfredsställa, d.v.s. att möjliggöra för investerare att ta välgrundade beslut utifrån tillräcklig och korrekt information samt att skydda personer med mindre omfattande fackkunskaper.⁶⁴

Genom teknikens utveckling sedan förarbetena skrevs till Vpml har det uppstått nya möjligheter för handel med värdepapper. Crowdfunding har medfört att privatpersoner utan någon facklig kunskap kan köpa aktier i privata aktiebolag som tidigare i praktiken endast varit tillgängliga för en mindre skara professionella aktörer. Detta har möjliggjort att sådana aktier kan omsättas i en avsevärt större utsträckning än tidigare. Detta är enligt min mening åtminstone tillräckligt för att ifrågasätta de argument som anförts i förarbetena gällande klassificeringen av dessa aktier.

6.2.2 Undantag från prospektskyldigheten

Om vi utgår från att prospektskyldighet föreligger enligt 2 kap. 1 § LHF finns det vidare ett antal undantag att beakta. Enligt 2 kap. 4 § LHF kan ett företag undkomma prospektskyldigheten om erbjudandet att köpa aktier riktar sig till färre än 150 fysiska eller juridiska personer inom en stat i EES eller om det sammanlagda belopp som ska betalas under en tolv månadersperiod understiger 2,5 miljoner euro.

⁶³ Prop. 2004/05:158, s. 68.

⁶⁴ Se avsnitt 4.1.

Undantaget gällande personer mot vilka erbjudandet riktats är intressant utifrån den diskussion som förts ovan med anledning av spridningsförbudets kompletteringsregel. Vid crowdfunding finns det en möjlighet att argumentera för att erbjudandet först lämnas när ett bolag godkänner ett registrerat belopp. Är det då färre än 150 personer som registrerat ett belopp för investering skulle undantaget kunna tillämpas. Det är emellertid tveksamt om erbjudandet ska anses vara lämnat vid en så sen tidpunkt.⁶⁵

Det andra undantaget avseende beloppsgränsen hade idag förmodligen varit tillämpligt i stor utsträckning då företag använder sig av crowdfunding. I dagsläget är det främst nystartade och små bolag som använder sig av crowdfunding vilket inte medför alltför stora investeringar. Med tanke på den korta tid crowdfunding bedrivits i Sverige är det för närvarande osannolikt att belopp som överstiger 2,5 miljoner euro investeras.⁶⁶

6.3 Crowdfunding ur ett investerar- samt bolagsperspektiv

I den här avslutande delen ska jag redogöra för min sista frågeställning, är dagens lagstiftning lämplig ur ett bolags respektive investerares perspektiv? Med bolagets perspektiv avses här intresset av att få tillgång till kapital. Med en investerares perspektiv avses intresset av att skyddas mot otillräcklig och felaktig information för att kunna ta välgrundade investeringsbeslut. Analysen kommer främst att göras utifrån de syften som respektive reglering återspeglar samt de rapporter som redogjorts för tidigare.

6.3.1 Bolagets perspektiv

Som redan nämnts föreligger det ett finansieringsgap i svensk ekonomi enligt Tillväxtverkets rapport. Bolag som vars framtida avkastning motiverar tillskjutande av kapital får inte tillgång till detta.⁶⁷ Enligt samma rapport från Tillväxtverket kan uppkomsten av crowdfunding vara en del av lösningen på

⁶⁵ Jfr resonemanget under avsnitt 6.1.2.

⁶⁶ Jfr Tillväxtverket, Tillväxt genom crowdfunding, s. 28.

⁶⁷ Anledningarna till detta redogörs för under avsnitt 2.1.

det problemet.⁶⁸ Crowdfunding gör det möjligt för bolag att få kontakt med riskvilligt kapital på ett sätt som inte var möjligt för tio år sedan.⁶⁹

Med anledning av ovan kan dagens spridningsförbud tyckas vara en orimligt hård reglering. Den förbjuder sannolikt inte bara crowdfunding i sin nuvarande form, utan har dessutom straffsanktionerat det. För att möjliggöra crowdfunding krävs det sannolikt att dagens lagstiftning ändras på den punkten. Anledningen till att Ekobrottsmyndigheten aldrig fört en talan är enligt chefsåklagaren på finansmarknadskammaren Gunilla Sundblom helt enkelt att ingen anmälan kommit in.

I dagsläget utgör inte prospektskyldigheten något problem för de företag som vill använda sig av crowdfunding. För de mindre företag som använder sig av crowdfunding är detta positivt då de undkommer den betydande börda som upprättandet av ett prospekt innebär. Detta kan emellertid också ses som en nackdel utifrån bolagets perspektiv. Ett prospekt, som dessutom granskas av FI, medför till att överbrygga informationsasymetrin som föreligger mellan bolaget och finansiärer och ger bolaget en viss trovärdighet. En större trovärdighet hos investerare leder till att de blir villiga att satsa ytterligare kapital.

6.3.2 Investerarens perspektiv

Båda spridningsförbudet och prospektregleringen har till syfte att skydda investerare från att på ett otillbörligt sätt utnyttjas av bolag. Detta har till stor del att göra med bolagens informationsövertag samt intresset av att skydda mindre professionella privatpersoner.

Vad gäller spridningsförbudet har det under tidigare avsnitt poängterats vilka skillnader som föreligger mellan privata och publika aktiebolag. De hårdare krav som ställs på publika aktiebolag görs främst för att säkerställa investerares intressen, t.ex. kravet på aktiekapitalets storlek. Genom

⁶⁸ Tillväxtverket, Tillväxt genom crowdfunding, s. 46.

⁶⁹ Tillväxtverket, Tillväxt genom crowdfunding, s. 28.

crowdfunding har aktier i privata aktiebolag, vars krav inte är lika höga, spridits till allmänheten på ett sätt som inte tidigare var möjligt.

Genom de undantag som finns i spridningsförbudet har de företag som tillhandahåller tjänsten gjort avvägningen att det är lönsamt att försöka kringgå regleringen. Huruvida detta är lagligt eller inte har inte prövats ännu, men som jag anfört tidigare talar mycket för att förfarandet faller utanför lagens ramar. De som investerar i crowdfunding åtnjuter således inte det skydd som lagstiftaren anser att dessa personer behöver. Jag anser därför att regleringen bör ses över i syfte att klargöra hur crowdfundingens upplägg står sig i förhållande till spridningsförbudet. Denna åsikt delas av FI.⁷⁰ Det ska tilläggas att en överträdelse av spridningsförbudet inte medför att avtal om aktieförvärv som tecknas med detta blir ogiltiga.⁷¹ En drabbad investerare får således vända sig till allmänna skadeståndsrättsliga regler för ersättning.

Vad gäller prospektregleringen är denna i dagsläget i princip inte tillämplig vid crowdfunding. Detta får ses som ett bakslag för investerare då de inte får tillgång till den information som lagstiftaren ansett nödvändig då aktier handlas av allmänheten i andra likartade fall, t.ex. vid en börsintroduktion. FI kan dessutom inte utöva någon vidare tillsyn över de plattformar som tillhandahåller crowdfunding då dessa inte träffas av några finansiella regelverk, vilket försämrar skyddet ytterligare.⁷² FI anför i sin rapport att en lämplig metod vore att se över prospektregleringen och dess skyddsmekanismer och använda dessa som en förebild för en potentiell reglering av crowdfunding.⁷³ Enligt mig är detta en välgrundad uppfattning. Det är förmodligen inte proportionerligt att samma reglering gäller för stora börsbolag som små, nystartade bolag, med tanke på deras skillnad i resurser. Däremot hade en reglering med LHF:s regler om prospekt som förebild kunnat medföra att skyddet för investerare tillförsäkras samtidigt som FI får en möjlighet att se över de aktörer som är inblandade. Sevenius delar också

⁷⁰ FI, Gräsrotsfinansiering i Sverige – en kartläggning, s. 19.

⁷¹ Prop. 1993/94:196 s. 144 f.

⁷² FI, Gräsrotsfinansiering i Sverige – en kartläggning, s. 16 f.

⁷³ FI, Gräsrotsfinansiering i Sverige – en kartläggning, s. 20.

uppfattningen att en översyn av lagstiftningen kan komma att bli nödvändig för att säkerställa balansen mellan bolag och investerare.⁷⁴

6.4 Sammanfattning

Annonseringsförbudet tillämplighet på crowdfunding är avhängigt huruvida de erbjudanden som publiceras på plattformarnas hemsidor utgör annonser. Med tanke på att det i princip inte finns någon vägledning kring vad som utgör en annons eller annonsering kan frågan emellertid bara besvaras med en stor del spekulation. Enligt min mening talar den omfattande mängden information som erbjudandena innehåller, även för oregistrerade besökare, att annonseringsförbudet är tillämpligt,

Om det inte rör sig om annonsering är det klart att kompletteringsregeln är tillämplig. Det avgörande blir istället om föransmälningssundantaget kan tillämpas på det upplägg som används av crowdfundingplattformarna. Även om det finns argument som talar för att undantaget kan tillämpas framstår dessa till stor del som försök att kringgå lagstiftningen och dess syfte. Enligt min åsikt lämnas erbjudandet redan då det kapitalsökande bolaget på en plattform offentliggör sin finansieringskampanj.

Enligt förarbetena får det sägas stå klart att de företag som använder crowdfunding inte behöver upprätta prospekt då aktier i privata aktiebolag inte utgör överlåtbara värdepapper. Enligt vad jag har anfört ovan tycker jag emellertid det finns anledning att ifrågasätta den motivering som getts till detta i förarbetena. Om en prospektskyldighet skulle uppkomma är åtminstone beloppsundantaget tillämpligt, dock inte mot bakgrund av crowdfunding som sådan utan mot de i dagsläget begränsade belopp som investeras.

Vad gäller regleringarnas utformning är framstår det som klart att de i dagsläget inte på ett lämpligt sätt balanserar de intressen som bolag och investerare har. För att i framtiden skapa möjligheter för bolag att hitta

⁷⁴ Sevenius R, Gräsrotsfinansiering i svensk rätt.

finansiering samt skapa ett tillfredställande skydd för investerare krävs det förmodligen att dagens reglering ses över.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

Prop. 2011/12:129 Nya regler om prospekt.

Prop. 2006/07:115 Ny lag om värdepappersmarknaden.

Prop. 2004/05:158 Prospekt.

Prop. 2004/05:85 Ny aktiebolagslag.

Prop. 1993/94:196 Ändringar i aktiebolagslagen.

Litteratur

Asp Petter, Ulväng Magnus & Jareborg Nils, Kriminalrättens grunder, uppl. 2, Uppsala 2013.

Bergström Clas & Samuelsson Per, Aktiebolagets grundproblem, uppl. 4, Stockholm 2012.

Nerep Erik & Samuelsson Per, Aktiebolagslag (2005:551), Lexino 2013-07-01.

Sevenius Robert, Gräsrotsfinansiering i svensk rätt, Blendow Lexnova Expertkommentar - Affärsjuridik 4/2014.

Sevenius Robert & Örtengren Torsten, Börsrätt, uppl. 3, Lund 2012.

Westermarck Dennis & Lagercrantz Monica, Om nyemission, uppl. 1, Stockholm 2013.

Internetkällor

<https://www.fundedbyme.com/en/campaign/7204/naturalbox-organic-superfoods-and-natural-beauty/?type=e&button=tile&from=browse> (hämtad 2016-05-20).

<https://www.fundedbyme.com/en/terms-of-service/> (hämtad 2016-05-23).

Övriga källor

Finansinspektionen, Gräsrotsfinansiering i Sverige – en kartläggning (Dnr 15-17414), 12/2015.

Goldman Sachs, The Future of Finance Part 3 – The Socialization of Finance, 3/2015.

Tillväxtverket, Tillväxt genom crowdfunding – Rapport 0156 Rev A, Stockholm 5/2013.

EU-rättsakter

Kommissionens förordning (EG) nr 809/2004 av den 29 april 2004 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG i fråga om informationen i prospekt, utformningen av dessa, införlivande genom hänvisning samt offentliggörande av prospekt och spridning av annonser.

Europaparlamentets och rådets direktiv 2010/73/EU av den 24 november 2010 om ändring av direktiv 2003/71/EG om de prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och av direktiv 2004/109/EG om harmonisering av insynskraven angående upplysningar och emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad.

Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG av den 4 november 2003 om de prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och om ändring av direktiv 2001/34/EG.

Bilagor

Bilaga A

Ekobrottsmyndighetens rättsutredning, upprättad 2014-04-11 av finansmarknadskammarens chefsåklagare Gunilla Sandblom,

Bilaga B

Skärmdump från FundeByMe av en crowdfundingkampanj, hämtad 2016-05-20.

Bilaga A

Delägarbaserad crowdfunding – ABL 1 kap 7§

Med delägarbaserad crowdfunding kan individer investera pengar i utbyte mot aktier i företaget som söker kapital. Kallas även för equity crowdfunding. Equity crowdfunding bygger på att företag presenterar sig för en stor mängd investerare som alla erbjuds att bli delägare för en relativt liten investering. Finansiärerna blir delägare i företaget som de investerar i. Vem som helst kan investera i ett företag som söker finansiering, inte bara godkända investerare.

För att få investera krävs i de fall jag tittat på medlemskap eller registrering i de siter där bolagen annonserar/erbjuder investeringarna.

Frågan som inkommit från Finansinspektionen är om detta sätt att sprida aktier strider mot förbudet i 1 kap 7 § ABL.

1 kap 7 § Aktiebolagslagen (2005:551)

Ett privat aktiebolag eller en aktieägare i ett sådant bolag får inte genom annonsering försöka sprida aktier eller teckningsrätter i bolaget eller skuldebrev eller teckningsoptioner som bolaget har gett ut.

Ett privat aktiebolag eller en aktieägare i ett sådant bolag får inte heller på annat sätt försöka sprida i första stycket angivna värdepapper genom att erbjuda fler än 200 personer att teckna eller förvärva värdepapperen. Detta gäller dock inte om erbjudandet riktar sig enbart till en krets som i förväg har anmält intresse av sådana erbjudanden och antalet utbudna poster inte överstiger 200.

Förbuden i första och andra styckena gäller inte erbjudanden som avser överlåtelse till högst tio förvärvare. Förbuden gäller inte heller i fråga om aktiebolag med särskild vinstutdelningsbegränsning.

Paragrafen reglerar den viktigaste skillnaden mellan privata och publika aktiebolag. Privata aktiebolag får inte vända sig till allmänheten för kapitalanskaffning genom utgivande eller försäljning av bl a aktier.

Paragrafen förbjuder privata aktiebolag och ägare i sådana bolag att söka sprida bland annat aktier. Med uttrycket **söka sprida** avses att bolaget eller dess aktieägare genom **annonsering, rundskrivelser** eller **andra former av meddelanden** vänder sig utanför den befintliga delägarkretsen med erbjudande om förvärv eller teckning av aktier.

Det anses som spridande i paragrafens mening när bolaget eller dess aktieägare låter en mäklare eller ett värdepappersinstitut förmedla aktier eller värdepapper till en större krets personer.

Första stycket förbjuder spridningsförsök genom **annonsering**. Om ett erbjudande offentliggörs genom annonsering kommer det att nå ut till en obestämd krets av personer. Det får antas att med annonsering avses inte bara annonsering i traditionell papperstidning utan också motsvarande **utbudande till försäljning på Internet**.

Av andra stycket första meningen framgår att ett privat aktiebolag eller aktieägare i ett sådant bolag inte heller får använda sig av **andra spridningsmetoder än annonsering**. I förarbetena nämns som exempel rundskrivelser. För dessa fall har emellertid i lagen satts en nedre gräns vid 200 personer. Riktat sig erbjudandet till högst 200 personer träffas det inte av förbudet.

Från förbudet i andra styckets första mening görs i andra meningen undantag för erbjudanden som riktar sig till **personer som i förväg har anmält sitt intresse för sådana erbjudanden**. Man har här funnit anledning att vara mindre restriktiv när det gäller erbjudanden som riktar sig till professionella placerare. Det kan vara fråga om erbjudanden till sådana placerare som särskilt har anmält till bolaget eller dess aktieägare eller på annat sätt har gett till känna att de önskar bli kontaktade i händelse av sådana erbjudanden. Ett erbjudande som sprids endast i denna krets av intressenter behöver inte begränsas till 200 personer. Däremot gäller den begränsningen att antalet erbjudna poster inte får överstiga 200.

Bestämmelse har utformats i syfte att förhindrar åtgärder som är ägnade att leda till att privata aktiebolags värdepapper sprids till allmänheten. Bestämmelsen är inte avsedd att vara utformad så snävt att den förhindrar de privata aktiebolagen att skaffa kapitaltillskott genom erbjudanden som inte syftar till större spridning av bolagets värdepapper.

Min bedömning:

En avgörande fråga är om det är fråga om annonsering eller annan spridningsmetod.

Annonsering

Till skillnad från traditionell annonsering som dyker upp när du besöker en site på nätet, ligger dessa erbjudanden på speciella sites, som du behöver känna till och aktivt söka upp. De torde därför endast nå en bestämt krets personer, dvs personer

som är intresserade av att investera i riskprojekt (vilket å andra sidan kan jämföras med annonsering i facktidskrifter).

Är förfarandet att anse som annonsering, kan delägarbaserad crowdfunding, enligt min bedömning, vara ett otillåtet försök till spridning enligt ABL.

Andra spridningsmetoder än annonsering

Erbjudandet riktar sig till en obegränsad krets, vilket innebär fler än 200 personer. För att kunna investera vid de siter jag har tittat på krävs registrering eller medlemskap, varför man skulle kunna betrakta det som ett erbjudande som riktar sig till personer som i förväg har anmält sitt intresse för sådana erbjudanden. Ett erbjudande som sprids endast i en sådan krets av intressenter behöver inte begränsas till 200 personer. Däremot får antalet erbjudna poster inte få överstiga 200.

Överstiger antalet poster 200 st, kan delägarbaserad crowdfunding, enligt min bedömning, vara ett otillåtet försök till spridning enligt ABL.

Gunilla Sandblom, 2014-04-11

Bilaga B



Naturalbox
Nominated as the Eretailer of the Year
NORDIC ECOMMERCE SUMMIT

Deskrivning Dokument Frågor (21) Aktivitet

Elevator pitch

Naturalbox is the first online subscription box with full-sized organic snacks, health and beauty products, delivered to people's homes and offices. We have a successfully proven business model with a subscription service and a regular online store. Our company is profitable and ready to start the production of own branded organic protein with superfoods.

Investor proposal

Invest in a profitable growing startup with a social impact. We are in the stage of starting the production of own branded products and scale our business. **As an investor, you could potentially expect an ROI of 400 to 500 % in 4 5 years.** We are open for a future acquisition but our goal is to IPO.

- A dedicated and qualified management team.
- Leverage on four mega-trends: the shift to organic consumption, e-commerce, farm to table movement and meat to plant-based table.
- A proven and profitable business model
- Ready to roll-out our subscription and e-commerce in all Nordic countries.

Idea

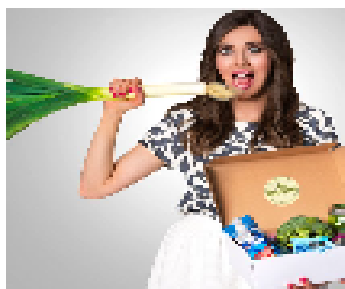
The problem this product solves

Consumers across the world are moving from traditional food consumption and supermarkets to healthy rawfood, green local markets and wholefood stores. People want to eat natural food and prefer to choose products from organic farming grown without chemical fertilizers that can be hazardous for their health. We help people to satisfy their needs by making organic food and vegan alternatives easily accessible through our online service and delivery to their home. Our analysis of the organic market in Scandinavia has shown a gap of a niched company offering a community store with organic healthy products online.

How the product solves it

The idea of Naturalbox is to deliver carefully selected organic rawfood, superfood, snacks, and natural beauty products every month to people's homes and offices across the world. We have tailor-made our subscription service in order to meet our customers' satisfaction whether they are vegans or need a nut-free alternative. Our team of experts provides our fans and followers with unique inspiration, education and healthy recipes. Suitably, we provide our subscribers the opportunity to continue their shopping of eco-friendly products at our online store [Ecoliving.se](https://www.ecolving.se)

Gallery



[View all 6 images](#)

Product

Product features

Naturalbox and Veganbox are the first global organic subscription services combining full-size snacks, health and beauty together with inspiration and recipes.

What makes us unique is the combination of online subscription services together with our online store [Ecoliving.se](https://www.ecolving.se). At our regular e-commerce store, consumers can choose a variety of natural and organic products for daily use. We have also started the development of our own organic protein using a unique method of utilizing natural dietary fibers from fruits. Our subscription service is excellent to market our own brands and other products to later resell them on our online store.

Product use cases

The products we choose for our subscribers can be used for various occasions, such as 100% natural snacks you can have on the way to the office or when coming back from a yoga class, organic wholefood that can be used for cooking dinner at home and organic skincare for daily rituals. We provide our customers with recipes and educational videos on YouTube and Periscope to inspire and share our knowledge. Our subscribers also have the possibility to make their favourite choices of organic food and skincare in the regular online store - [Ecoliving.se](https://www.ecolving.se) for daily use.

Market

Target Market

Currently our main market is Sweden. We target early adopters and health-conscious people who are interested in an active lifestyle. Our Team is in the process of preparing a full scale roll-out of our services in all Nordic countries in Q4 2017. The sales of organic and "KRAV-märkt" products in Sweden increased by 37,5 % in 2015.

It's a unique development in Sweden. The organic consumer shift has finally made a breakthrough during 2015 and the growth is further accelerating. The market value of organic food in Sweden, excluding organic cosmetics and toiletries, is currently worth 21,5 billion SEK.

Competitive landscape

We have conducted a solid competitive analysis before our start and we continuously monitor the competitive landscape. The subscription service model is a "hot" investment case in Silicon Valley (USA). In Sweden, there are several subscription companies in our industry but they are focused only on snacks, food, beauty or non-organic products. None of these companies has focused on a whole-sale solution of snacks, health, food and beauty with a natural and organic niche. Similarly, there are several traditional e-commerce companies within our industry without the niche and combination of a subscription service like ours.

Unique differentiator from competitors

Naturalbox is the first subscription box in Sweden and globally that offers carefully selected organic full-size snacks, health and beauty together with recipes in combination of a regular online store.

We have been able to quickly execute on developing new vertical solutions such as vegan and nut-free alternatives. Our company benefits from first mover advantages and it gives us leverage to be pioneers in our area.

Our strength is that we are a team of experts in the organic and vegan field of rawfood, superfood and healthy lifestyle. We are front-runners in digital marketing using innovative and creative marketing strategies.

Business Model

Company revenue streams

The advantage of our business model is the steady revenue stream from the online subscription service and from recurring customers on our online store. Furthermore, our company has secured exclusive rights of several brands in Scandinavia leading to higher margins than the industry average. Furthermore, we are able to monetize on our partners who are willing to use our services for marketing. We are able to elevate our margins and brand recognition by soon launching our own brand of unique organic protein and superfoods.

Product/service distribution

We operate our own warehouse facility where we process all the customer's orders on a daily basis. We believe it's the best way to keep control and make sure all the business operations are continuously running smoothly according to the strict storage regulations of organic food and beverages. By hand crafting all customer's orders by ourselves, we can act quickly, keep an eye on the goods and provide the best customer service. We are keeping a systematic control and making sure the process is cost-efficient. Every day we ship orders across Sweden with DHL and worldwide with FedEx.

Execution

Previous milestones/traction

- A proven and profitable business model with track-record.
- Turned profitable in our second year of business in 2014.
- We have already been able to grow our business outside Sweden and have customers from countries such as Norway, Denmark, Finland, France, Italy and Germany.
- Attained brand recognition and media coverage.
- Developed our own organic protein with superfoods using dietary fibers from fruits, which is ready for production and launch in September 2016.

Next key objectives

"By executing our vision, we want to become a synonym of "Whole Foods" online in the Nordic countries."

- Ready for a roll-out of our subscription and e-commerce in the Nordic region.
- Start the production of our own organic protein and superfoods.
- Increase marketing activity and invest in search engine optimization to boost traffic.
- Invest in brand recognition through a digital strategy where video will play a key role.

Our company is now profitable and ready to grow the business. We need to increase our team, invest into product development, upgrade our online platform and increase marketing.

Previous Financing

The company is privately funded by the entrepreneurs without any external funding or bank loans.

Partnerskap

- The business relies on long-term relationships with solid suppliers.
- Our most important suppliers contribute to marketing investments and PR activities.
- Thanks to our partnerships within the industry, we now have the possibility to produce our own products in certified organic facilities.
- One important factor of our success is the relationship with our ambassadors who are media profiles and journalists who understand and share our values.
- The most important is our partnership and relationship with our customers who recommend our services and products to friends and families.

Industry Recognition

Industry Certification/Awards

Nominated as the E-retailer of the Year in 2016 by [Nordic E Commerce Summit](#).

[Please visit our Press Room](#)

Use of Funds

- The capital raised will be used to prepare the company for further growth in Sweden and the roll-out in the Nordic countries.
- Increase marketing activity of our digital strategy and brand recognition.
- Invest in SEO and SEM to increase our traffic.
- Production of our own developed organic protein with dietary fibers from fruits.

As an investor, you could potentially expect an ROI of 400 to 500 % in 4-5 years. We are open for an acquisition but we aim for an [IPO](#).