



JURIDISKA FAKULTETEN

vid Lunds universitet

Oscar Vesterlund Wålberg

Gräsrotsfinansiering

en redogörelse för fenomenet och dess förhållande till
svensk rätt

LAGF03 Rättsvetenskaplig uppsats

Kandidatuppsats på juristprogrammet

15 högskolepoäng

Handledare: Sverker Jönsson

Termin: VT 2016

Innehållsförteckning

| | |
|---|----|
| SUMMARY..... | 1 |
| SAMMANFATTNING..... | 2 |
| FÖRKORTNINGAR..... | 4 |
| 1 INLEDNING..... | 5 |
| 1.1 Bakgrund..... | 5 |
| 1.2 Syfte och frågeställningar..... | 6 |
| 1.3 Avgränsning..... | 7 |
| 1.4 Metod och material..... | 7 |
| 1.5 Disposition..... | 8 |
| 2 GRÄSROTFINANSIERINGSENS FUNKTION..... | 10 |
| 2.1 Vikten av kapital i privata aktiebolag..... | 10 |
| 2.2 Definition av begreppet gräsrotsfinansiering..... | 11 |
| 2.3 Gräsrotsfinansieringens olika former..... | 12 |
| 2.3.1 Donations- och belöningsbaserad gräsrotsfinansiering..... | 12 |
| 2.3.2 Lånebaserad gräsrotsfinansiering..... | 13 |
| 2.3.3 Andelsbaserad gräsrotsfinansiering..... | 13 |
| 2.4 En djupdykning i andelsbaserad gräsrotsfinansiering..... | 13 |
| 3 NUVARANDE REGLERING..... | 16 |
| 3.1 Spridningsförbudets bakgrund..... | 16 |
| 3.2 Spridningsförbudets omfattning..... | 18 |
| 3.3 Annonsering..... | 18 |
| 3.4 Annonseringsbegreppet i ljuset av reglerna om prospekt..... | 19 |
| 3.5 Har gett ut..... | 20 |
| 3.5.1 Straffrättsliga betänkligheter i förhållande till spridningsförbudet..... | 21 |
| 3.6 Undantag från spridningsförbudet..... | 22 |
| 3.7 Intermediärernas ställning..... | 23 |
| 4 ANALYS..... | 25 |
| 4.1 Andelsbaserad gräsrotsfinansiering, ett Frankensteins monster?..... | 25 |
| 4.2 Strider andelsbaserad gräsrotsfinansiering mot spridningsförbudet?..... | 26 |
| 4.3 Gräsrotsfinansieringens påverkan..... | 27 |
| 4.4 Utkomsten av en dom..... | 27 |
| 4.5 Gräsrotsfinansiering i ett aktiebolagsrättsligt perspektiv..... | 27 |
| 5 GRÄSROTFINANSIERING, DE LEGE FERENDA..... | 29 |
| 5.1 Komparativ utblick..... | 29 |
| 5.2 Sammanfattning..... | 30 |
| 6 AVSLUTNING..... | 31 |
| KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING..... | 33 |

Summary

Funding for a small or newly established limited company can be difficult, especially if the operating objective in the company is associated with high costs and high financial risks for potential financiers. This is often the case for so called “*start-ups*”, as these types of companies are frequently based on an idea or an undeveloped product. Investing in a start-up is very risky for potential financiers. Traditional banks avoid lending money to start-ups with larger capital requirements because of the risk, so if a company can't issue a guarantee for the loan, they will have to turn to other forms of financing. However, financing through venture capitalists and angel investors often requires the owners to give up large parts of the company.

To satisfy the capital needs of smaller start-ups, a new form of financing, known as crowdfunding, has emerged. Crowdfunding provides an opportunity for start-ups to connect with investors, or sometimes donors, via an internet platform. Crowdfunding is based on the idea that many help funding, instead of a few. Crowdfunding is, as opposed to the traditional forms of funding, most often provided for by consumers.

The subject of this thesis is a form of crowdfunding, called equity crowdfunding. Equity crowdfunding is when people may invest in an unlisted company in exchange for shares in that company. Since most companies seeking financing through equity crowdfunding in Sweden are limited companies, several legal questions are raised.

As set forth in the Swedish Companies Act chapter 1 § 7, it is prohibited for a private limited company to spread shares to the public through means of advertising or other similar methods. With chapter 1 § 8 in the Companies Act, the ability for limited private companies to raise funds from the public has been limited. A breach of the rules in the Companies Act can lead to a prison sentence, according to chapter 30 § 1 in the Companies Act. By studying the legislation in other countries, it can be recognized that others have established a need for legislation on the matter and that there is a need for legislation in Sweden as well.

Sammanfattning

För mindre och nystartade aktiebolag kan finansiering vara ett gissel, särskilt om den verksamhet som bedrivs i bolaget är kostsam eller förenad med hög finansiell risk för potentiella finansörer. Sådan är situationen ofta i det som i folkmun kallas ”startups”, då bolagen frekvent bygger på enbart en idé eller en outvecklad produkt, och därmed utgör mycket osäkra investeringar för potentiella finansörer. De traditionella bankerna skyr risken i startups med större kapitalbehov, varvid bolag som inte kan ställa godtagbar säkerhet för lån får vända sig till andra finansieringsformer. Den höga risken innebär att finansiering genom riskkapitalister och s.k. affärsänglar – d.v.s. privatpersoner som investerar – ofta föranleder att ägarna får ge upp stora delar av bolaget.

För att tillfredsställa kapitalbehovet hos mindre och nystartade bolag har en ny finansieringsform kallad gräsrotsfinansiering, eller crowdfunding på engelska, vuxit fram. Gräsrotsfinansiering innebär en möjlighet för startups att via en plattform bli sammankopplade med finansörer eller donatorer. Finansieringsformen bygger på att många hjälper till att finansiera istället för några få och finansörerna, eller i vissa fall bidragsgivarna, utgörs till skillnad från de traditionella finansieringsformerna oftast av konsumenter.

Föremålet för den här framställningen är främst s.k. andelsbaserad gräsrotsfinansiering. Finansieringsformens syfte är att få in kapital i ett bolag genom att i utbyte utge andelar i bolaget, vanligtvis aktier. I och med att de flesta som söker finansiering genom andelsbaserad gräsrotsfinansiering är privata aktiebolag föranleds vissa juridiska betänkligheter.

I aktiebolagslagen återfinns i 1 kap. 7 § det s.k. spridningsförbudet. Spridningsförbudet förbjuder privata aktiebolag att sprida aktier till allmänheten genom annonsering eller liknande spridningsmetoder, och begränsar därmed kraftigt möjligheten för privata aktiebolag att anskaffa kapital från allmänheten. Frågan som framställningen avser besvara är hur andelsbaserad gräsrotsfinansiering förhåller sig till spridningsförbudet, då en överträdelse av nyss sagda kan föranleda upp till ett år i fängelse enligt 30 kap. 1 § ABL. Genom en komparativ utblick kan fastställas att andra länder uppfattat ett behov av lagstiftning på området och att ett behov finns även i Sverige.

Förkortningar

| | |
|-------|---|
| ABL | Aktiebolagslagen (2005:551) |
| LHF | Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument |
| Prop. | Regeringens proposition |
| SOU | Statens offentliga utredningar |
| VpmL | Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden |

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Ett av det svenska affärlivets allra viktigaste fenomen utgörs av aktiebolaget. Den enskilt största anledningen till aktiebolagets popularitet är att ägarna inte har något personligt ansvar för aktiebolagets förpliktelser.¹ I Sverige finns det två typer av aktiebolag, privata & publika, se 1 kap. 2 § 1 st. ABL. Den viktigaste skillnaden mellan privata och publika aktiebolag är att privata aktiebolag inte får vända sig till allmänheten för kapitalanskaffning, se 1 kap. 7 och 8 §§ ABL.

För att bilda ett privat aktiebolag krävs initialt ett tillförande av kapital eller apportegendom till ett värde av 50 000 kr i s.k. aktiekapital, se 1 kap. 4 och 5 §§ ABL. Syftet med kravet på aktiekapital är delvis att säkerställa att bolaget har viss betalningsförmåga gentemot sina borgenärer eftersom, förutom vid ansvarsgenombrott, aktieägarna inte kan hållas ansvariga för bolagets förpliktelser². Avhängigt syftet med aktiebolaget kan det krävas ytterligare kapital för att kunna etablera en välfungerande verksamhet. Oftast sker ytterligare finansiering med hjälp av aktieägarnas egna medel, men i de fall detta inte räcker till, krävs extern finansiering för att få in mer kapital i bolaget. De vanligaste metoderna för finansiering utöver egna medel utgörs av banklån, riskkapital samt bidrag.³

Att erhålla kapital är ett ständigt gissel för små och nystartade bolag. Svårigheten beror till stor del på att risken är större för finansiärerna när de går in i nystartade bolag, samt att bolagen har svårt att ställa säkerhet för finansieringen, bl.a. på grund av deras begränsade kapital och ovissa framtidsutsikter.⁴ Det har därav traditionellt sett varit svårt för nystartade bolag att erhålla banklån och riskkapital utan att ge upp stora delar av bolaget

¹ Nerep, Adestam och Samuelsson, Aktiebolagslag (2005:551) 1 kap. 3 §, Lexino 2015-09-22.

² Nerep och Samuelsson, Aktiebolagslag (2005:551) 1 kap. 4 §, Lexino 2013-07-01.

³ Tillväxtverket, "Tillväxt genom Crowdfunding?" Rapport 0156 Rev A, s. 22 f.

⁴ A.a., s. 21 f.; Regeringskansliet, "Meddelande om gräsrotsfinansiering", 2013/14:FPM74, s. 2 f.

till finansörerna som säkerhet, och därigenom förlora kontrollen över bolaget.⁵

Efter en tydlig trend med nyskapade bolag inom teknologisektorn – s.k. ”startups” – har ett behov av en annan typ av finansiering för privata aktiebolag uppstått, eftersom svårigheten för nystartade privata aktiebolag att erhålla finansiering till viss mån hämmat innovativa småbolag.⁶ Tanken med gräsrotsfinansiering – crowdfunding på engelska – är att många hjälper till att finansiera istället för några få, jfr så kallade ”affärsänglar”.⁷

1.2 Syfte och frågeställningar

Gräsrotsfinansieringens frammarsch i Sverige har påkallat diverse utredningar om fenomenet och bl.a. dess förhållande till svensk aktiebolagsrätt. Uppsatsens huvudsakliga syfte är att förklara vad andelsbaserad gräsrotsfinansiering är, varför finansieringsformen växt explosionsartat, samt hur fenomenet förhåller sig till svensk aktiebolagsrätt. Uppsatsen kommer även beröra huruvida det finns ett behov av ny eller reviderad lagstiftning vad gäller andelsbaserad gräsrotsfinansiering och därmed inta ett perspektiv de lege ferenda. Därutöver kommer jag, för att underbygga argumentationen om lagstiftningen behöver revideras samt hur det då skulle kunna göras, göra en komparativ utblick. Frågeställningarna kan därmed formuleras enligt följande:

1. Vad är gräsrotsfinansiering och varför är det ett intressant finansieringsalternativ för nystartade bolag?
2. Är andelsbaserad gräsrotsfinansiering förenligt med svensk rätt?
3. Hur regleras andelsbaserad gräsrotsfinansiering i andra länder och finns ett behov av ny reglering i Sverige?
4. Om svaret på frågan ovan är ja, hur kan den då se ut (de lege ferenda)?

⁵ Tillväxtverket, ”Tillväxt genom Crowdfunding?” s. 22.

⁶ A.a., s. 22; se även Sevenius, ”Gräsrotsfinansiering – en värdepappersrättslig utmaning i vardande”, s. 2.

⁷ Sevenius, ”Gräsrotsfinansiering – en värdepappersrättslig utmaning i vardande”, s. 1.

1.3 Avgränsning

Uppsatsen kommer huvudsakligen handla om andelsbaserad gräsrotsfinansiering samt dess förhållande till svensk aktiebolagsrätt. Området kan dock te sig ganska brett och en avgränsning måste således göras. Vad gäller bolagen kommer framställningen fokusera på s.k. ”startups”; med det menar jag främst små, innovativa, bolag. Framställningen kommer att förutsätta att den som söker finansiering är ett privat aktiebolag och inte ett publikt sådant eller en enskild person. När det kommer till andelsbaserad gräsrotsfinansiering och dess förhållande till gällande rätt kommer fokus i utredningen och analysen vara finansieringsformens förhållande till ABL och däri särskilt det s.k. spridningsförbudet i 1 kap. 7 § ABL.

Framställningen kommer endast mycket kortfattat behandla andra områden, däribland skyldigheten att upprätta prospekt enligt lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument (LHF) och förbudet mot att ta upp aktier till handel på en organiserad marknad i 1 kap. 8 § ABL.

1.4 Metod och material

Framställningen är inte enbart avsedd att redogöra för innehållet i gällande rätt eller om andelsbaserad gräsrotsfinansiering strider mot gällande rätt. Vad som även behandlas i framställningen är vikten av att finansiering för nystartade och mindre bolag, samt varför andelsbaserad gräsrotsfinansiering vuxit fram av primärt den orsaken. Läsaren bör notera att detta, i viss mån, påverkat den arbetsmetod jag använt mig av i denna framställning.

Som utgångspunkt har jag använt mig utav en rättsdogmatisk metod, som innebär att jag har studerat rättskällorna – d.v.s. lagtext, förarbeten, praxis och doktrin – med lagen som utgångspunkt, för att därefter tillämpa rättskällorna på andelsbaserad gräsrotsfinansiering. Metoden som beskrivs här kan även definieras som en ”*traditionell juridisk metod*.”⁸

I anledning av att andelsbaserad gräsrotsfinansiering är ett nytt fenomen i svensk rätt och att framställningen berör många olika aspekter använder jag, utöver lagens ordalydelse, andra rättskällor för att besvara frågeställningarna.

⁸ Jfr, Korling & Zamboni, ”Juridisk metodlära”, s. 21 ff., och s. 28.

Relevant praxis på området finns överhuvudtaget inte och kommer därav inte att omfattas av framställningen. Doktrinen på området är även den mycket sparsam, vilket föranleder att jag studerar även andra källor än de traditionella rättskällorna. Bristen på primärkällor innebär även att jag i framställningen är tvungen att till viss del analysera och bearbeta sekundärkällor, för att kunna besvara mina frågeställningar.

Till min hjälp använder jag en rapport om gräsrotsfinansiering som Finansinspektionen, på uppdrag av regeringen⁹, redovisade den 15 december 2015.¹⁰ Även en artikel i Juridisk Tidskrift av Oskar Nellström om andelsbaserad gräsrotsfinansiering jämförs med andra källor i syfte att kartlägga området.¹¹ Därutöver behandlas texter som skrivits av Robert Sevenius, då Sevenius är en av få svenska jurister som skrivit om andelsbaserad gräsrotsfinansiering.¹² Även intermediären FundedByMe har besökts och använts i exemplifierande syfte i framställningen.

I slutskedet av framställningen företas ett perspektiv de lege ferenda. Jag gör även en komparativ utblick riktad mot reglering av andelsbaserad gräsrotsfinansiering i andra länder. Noteras bör att vad som åsyftas inte är en komparativ studie, utan jämförelsen görs för att underbygga viss argumentation samt i exemplifierande syfte.

1.5 Disposition

Inledningsvis redogörs för i avsnitt två vikten av kapital i små och nystartade bolag för att belysa varför gräsrotsfinansiering ses som en potentiell lösning för att fylla igen det finansieringsgap som flera aktörer noterat existerar för små och nystartade bolag.¹³ Sedan redogörs för vad fenomenet gräsrotsfinansiering är, samt dess olika skepnader. Efter en orientering i andelsbaserad gräsrotsfinansiering berörs sedan gällande rätt i avsnitt 3. Därefter analyseras

⁹ Regeringen, Fi2015/3817.

¹⁰ Finansinspektionen, "Gräsrotsfinansiering i Sverige – en kartläggning", Dnr 15-17414.

¹¹ Nellström, Oskar "Equity crowdfunding i förhållande till spridningsförbudet i ABL", JT nr. 3 2015/16, s. 576.

¹² Sevenius, Robert, jur. kand. och ekon. lic., verksam vid Juridiska institutionen på Stockholms universitet.

¹³ Regeringskansliet, "Meddelande om gräsrotsfinansiering", 2013/14:FPM74, s. 2; Tillväxtverket s. 21 f.

innehållet i tidigare avsnitt i avsnitt 4 för att dra slutsatser från innehållet. Framställningen mynnar slutligen ut i en diskussion de lege ferenda med exempel från andra länder i avsnitt 5 och sammanfattar till sist mina frågeställningar.

2 Gräsrotfinansieringsens funktion

2.1 Vikten av kapital i privata aktiebolag

Den överväldigande majoriteten av alla nystartade aktiebolag är privata sådana.¹⁴ Alla privata aktiebolag har naturligtvis verksamhetsbeskrivningar som kraftigt skiljer sig åt, eftersom bolagsformen lämpar sig väl för alla bolag med lite högre risk, på grund av det närmast obefintliga personliga ansvaret för bolagets förpliktelser.¹⁵

Hur mycket kapital som krävs för att med framgång bedriva verksamhet i ett privat aktiebolag är delvis avhängigt bolagets verksamhetsbeskrivning. För att belysa skillnaden kan sägas att det rimligtvis krävs mer kapital att bedriva en komplex produktutvecklingsverksamhet än en enklare budfirma. En annan relevant faktor när det kommer till hur mycket kapital som krävs för att med framgång bedriva verksamhet i bolaget är hur lång tid det tar innan bolaget kan räkna med att göra vinst. En outvecklad produkt, t.ex. en avancerad robot, kräver som regel mer tid innan den kan utbjudas till allmän försäljning – och därmed inbringa intäkter till bolaget – än många andra typer av verksamheter, varvid mer kapital krävs för att hålla verksamheten likvid till dess verksamheten är lönsam.

I det fall ett bolag designat en funktionell produkt, som är rimligt prissatt samt redo för den avsedda marknaden, så kan lönsamheten vara mycket stor för bolaget. Risken får dock anses överhängande att produkten aldrig blir klar, eller att den helt enkelt inte blir bra nog för den avsedda marknaden. Till följd får bolaget då troligtvis träda i likvidation när kapitalet sinat, eftersom det vid det tillfället lär vara mycket svårt att finna finansörer villiga att fortsätta finansiera bolaget. Att finansiera ett projekt som bygger på en outvecklad produkt eller endast en idé är ofta förenat med hög risk för de potentiella finansierarna, men naturligtvis också potentiellt hög avkastning.

¹⁴ T. Sandström, ”Svensk aktiebolagsrätt”, s. 61.

¹⁵ A.a. s. 19 ff.

Frågan är om gräsrotsfinansiering är svaret på det finansieringsgap som bl.a. tillväxtverket identifierar som en hämmande faktor för nystartade privata aktiebolag.¹⁶ Nedan kommer utförligare redogöras för vad gräsrotsfinansiering är och varför fenomenet vuxit sig starkt.

2.2 Definition av begreppet gräsrotsfinansiering

Vad är då gräsrotsfinansiering? Det finns ingen legal definition av begreppet gräsrotsfinansiering, det kan även sägas att det heller inte finns någon fast svensk definition av begreppet gräsrotsfinansiering.¹⁷ För att ge en överblick av vad som omfattas av begreppet gräsrotsfinansiering har Esma¹⁸ och EBA¹⁹ sökt definiera begreppet, och förenklat kan det beskrivas som:²⁰

gräsrotsfinansiering är då någon söker finansiering från allmänheten för ett projekt, som regel via en internetbaserad plattform (intermediär), genom donations-, belönings-, låne-, eller andelsbaserad gräsrotsfinansiering.

Gemensamt för alla former av gräsrotsfinansiering är treparts-upplägget med en finansieringssökande, en intermediär och en finansiär. Den som söker finansiering kan vara en enskild individ eller ett bolag. Intermediären är den som möjliggör gräsrotsfinansieringen genom att tillhandahålla en online-plattform. Sist men inte minst har vi finansiärerna, som kan bestå av såväl konsumenter som bolag. Nedan kommer redogöras för gräsrotsfinansieringens syften samt de olika formerna som utgör det som enligt definitionen ovan är gräsrotsfinansiering.

¹⁶ Tillväxtverket, s. 21 f; se även Sevenius, ”Gräsrotsfinansiering – en värdepappersrättslig utmaning i vardande”, s. 1.

¹⁷ Finansinspektionen, Dnr 15-17414, s. 5, 13.; Tillväxtverket, s. 19.

¹⁸ Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten, se ”Opinion Investment-based crowdfunding”, Esma/2014/1378 s. 6 f.

¹⁹ Europeiska bankmyndigheten, se ”Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding”, EBA/Op/2015/03, s. 8 f.

²⁰ Definitionen används även av Finansinspektionen i Dnr 15-17414, jfr även Tillväxtverket, s. 19 f; även Nellström, s. 578.

2.3 Gräsrotsfinansieringens olika former

Den engelska titeln för gräsrotsfinansiering, ”*crowdfunding*”, ger en god finger- visning om vad gräsrotsfinansiering egentligen är, d.v.s. *massfinansiering*. Att många hjälper till att finansiera ett projekt eller liknande är ingen ny förete- else, snarare tvärtom, men vad särskiljer gräsrotsfinansiering från andra former av finansiering? Tanken med gräsrotsfinansiering är som sagt att många hjälper till att finansiera istället för några få, jfr så kallade ”affärsäng- lar”.²¹ Gräsrotsfinansiering kan arta sig på många olika sätt, men en gemensam nämnare är den s.k. *intermediären* vilken tillhandahåller en plattform där bolag som söker finansiering kan nå ut till investerare; finansieringsupp- lägget skiljer sig kraftigt åt på de olika plattformarna vilket kommer illustreras nedan.

2.3.1 Donations- och belöningsbaserad gräsrotsfinansiering

Den kanske mest välkända intermediären, den amerikanska plattformen Kickstarter²², tillhandahåller en finansieringsform som kan definieras som *do- nations-* och *belöningsbaserad* gräsrotsfinansiering.²³ Kickstarter tillhandahåller en online-plattform för gräsrotsfinansiering där de erbjuder investerare – vilka som regel utgörs av vanliga konsumenter – möjligheten att, genom förköp av en viss produkt eller tjänst, alternativt en donation, finansiera ett bolag eller en specifik idé. För tjänsten tar Kickstarter en procentandel av transakti- onen.²⁴

²¹ Regeringskansliet, s. 3.; Tillväxtverket s. 13.

²² Se <http://www.kickstarter.com/>.

²³ Det finns ingen fast definition av begreppen men jag har valt att kalla det donations- samt belöningsbaserad gräsrotsfinansiering, jfr särskilt Finansinspektionen, DNR 15-17414 s 5.; se även Regeringskansliet, 2013/14:FPM74, s. 7.

2.3.2 Lånebaserad gräsrotsfinansiering

En annan form av gräsrotsfinansiering är den *lånebaserade*. Det kanske mest välkända exemplet, åtminstone i Sverige, utgörs av skräckexemplet TrustBuddy AB²⁵. Deras affärsmodell gick ut på att TrustBuddy tillhandahöll en plattform för kreditförmedling, d.v.s. lån, mellan medlemmar på hemsidan; långgivarna var ofta konsumenter. Syftet med lånebaserad gräsrotsfinansiering är att öppna upp lånemarknaden för bolag som annars inte kan erhålla lån genom en traditionell bank.²⁶ För låntagarna innebär det mycket fler potentiella långgivare som kan tänka sig en högre risk än de traditionella bankerna. För långgivarna å andra sidan ses det hela som en investeringsmöjlighet; genom att låna ut pengar erhålls förhållandevis, i sammanhanget, hög ränta på lånet.²⁷ Det kan för långgivarnas del tilläggas att det kan finnas altruistiska skäl utöver de ekonomiska incitamenten för lånen.

2.3.3 Andelsbaserad gräsrotsfinansiering

Slutligen ska redogöras för en fjärde form av gräsrotsfinansiering, den *andelsbaserade* gräsrotsfinansieringen. Andelsbaserad gräsrotsfinansiering är då investerare, ofta konsumenter, ges chansen att investera i ett bolag mot en andel i detsamma. Den här framställningen kommer i huvudsak fokusera på andelsbaserad gräsrotsfinansiering – ibland kallat investeringsbaserad gräsrotsfinansiering, eller equity crowdfunding på engelska – av privata aktiebolag, varvid en mer ingående analys följer nedan.

2.4 En djupdykning i andelsbaserad gräsrotsfinansiering

Syftet med andelsbaserad gräsrotsfinansiering är att anskaffa kapital; i framställningen behandlas endast privata aktiebolag såsom investeringssökande, men det kan även röra sig om publika aktiebolag eller enskilda individer. Det

²⁵ TrustBuddy AB ansökte om konkurs i oktober 2015 efter att anmodan från Finansinspektionen om att genast upphöra med verksamheten på grund av felaktig hantering av långgivarnas medel.

²⁶ Tillväxtverket, s. 16 f.

²⁷ Jfr bl.a. räntan på TrustBuddy vilken varierade mellan 100 och 150% per år, <https://www.trustbuddy.se/villkor-och-kostnader/>.

som präglar andelsbaserad gräsrotsfinansiering är att finansiären erhåller aktier eller andelar i investeringsobjektet i utbyte.

Eftersom investeringar i ”startups” ofta är förenat med hög risk, är tanken att många hjälper till att finansiera istället för några få, och därmed sprids risken bland investerarna. Investerarna, oftast vanliga konsumenter, bör i sin tur se det hela som ren spekulering med hög risk och potentiellt hög avkastning.

Det finns idag flera etablerade intermediärer som möjliggör andelsbaserad gräsrotsfinansiering genom internet men för att återge hur andelsbaserad gräsrotsfinansiering kan gå till i praktiken kommer jag att använda mig av intermediären FundedByMe som exempel.²⁸ På FundedByMe kan konsumenter köpa aktier i privata aktiebolag efter att ha registrerat sig på hemsidan. Registrering sker antingen genom att fylla i ett formulär på hemsidan eller genom att använda sig av ett befintligt konto på Facebook eller LinkedIn.

Direkt efter att registreringsprocessen har avslutats blir användaren omdirigerad till en sida med investeringserbjudanden, även på startsidan syns några få erbjudanden. När jag besökte FundedByMe fanns det totalt sju företag att investera i, varav fem var svenska privata aktiebolag.²⁹ Alla bolag som sökte finansiering erbjöd aktier i utbyte mot kapital, det kan därutöver nämnas att alla som söker finansiering har blivit godkända av FundedByMe.³⁰

De erbjudanden som finns tillgängliga på FundedByMe visar bl.a. hur många som investerat, hur lång tid som återstår, vilken typ av finansiering bolaget söker (t.ex. lån eller andelar), hur mycket bolaget söker i finansiering etcetera. Genom att trycka på ett specifikt erbjudande visas mer omfattande information om bolaget, samt information om hur investeringen går till. En finansiär kan sedan enkelt skicka ett erbjudande till bolaget som sedan kan välja att acceptera eller avfärda erbjudandet. Det erbjudande som en användare skickar till ett bolag är enligt FundedByMe:s användarvillkor icke bindande,

²⁸ <http://www.FundedByMe.com>, svensk intermediär som möjliggör andelsbaserad gräsrotsfinansiering via en internetbaserad plattform.

²⁹ Se <https://www.fundedbyme.com/sv/browse/?type=e&type=l&type=r&state=live> för erbjudanden, sidan hämtad 2015/05/20.

³⁰ <https://www.fundedbyme.com/en/terms-of-service/>, se avsnitt 6.2.

åtminstone inte förrän bolaget valt att acceptera anbudet.³¹ Punkten 6.1.1 i FundedByMe:s användarvillkor lyder:

[...] Any report of interest by an Investor to invest [...] constitutes a non-binding offer to invest. Such offer may thereafter be accepted or rejected by the Entrepreneur.

Det förefaller oklart huruvida det är möjligt för en investerare att återkalla anbudet efter det att ”entreprenören”, d.v.s. parten som söker finansiering, accepterat anbudet. I övrigt kan noteras att vem som helst som är bosatt utanför USA kan investera i en andelsbaserad kampanj på FundedByMe.³²

En fråga som väcks i anledning av förfarandet som beskrivs ovan är om det är förenligt med gällande rätt. I uppsatsen kommer särskilt frågan om andelsbaserad gräsrotsfinansiering strider mot det i ABL upptagna spridningsförbudet att behandlas nedan i följande avsnitt.

³¹ <https://www.fundedbyme.com/sv/terms-of-service/#investor>, se avsnitt 6.1.

³² <https://www.fundedbyme.com/sv/for-investors/>.

3 Nuvarande reglering

Det finns inget lagrum i svensk rätt som specifikt reglerar andelsbaserad gräsrotsfinansiering eftersom det är en tämligen ny investeringsform, istället får blickarna vändas mot generell lagstiftning. I den här framställningen kommer särskilt reglerna i 1 kap. 7 § ABL att ställas mot finansieringsformen, men även andra potentiella problemområden kommer att, om än kortfattat, diskuteras. I 1 kap. 7 § ABL finns det s.k. spridningsförbudet. Spridningsförbudet stadgar ett generellt förbud för privata aktiebolag att vända sig till allmänheten för kapitalanskaffning.³³ Uppsatsen kommer som sagt endast behandla situationen då ett privat aktiebolag genom andelsbaserad gräsrotsfinansiering ger ut *aktier* till investerare. Det ska dock noteras att bl.a. löpande skuldebrev, teckningsrätter, teckningsoptioner och allt som kan definieras som *värdepapper* omfattas av spridningsförbudet.³⁴

I Sverige har, som stadgats ovan, lagstiftaren valt att göra en uppdelning i privata och publika aktiebolag; uppdelningen gjordes i samband med att ABL harmoniserades inför det stundande medlemskapet i EU.³⁵ Den största skillnaden är att privata aktiebolag inte får vända sig till allmänheten för kapitalanskaffning.³⁶

3.1 Spridningsförbudets bakgrund

Lagstiftaren har valt att införa ett förbud mot spridning av aktier i privata aktiebolag i ABL. Syftet är primärt att förhindra att aktier i privata aktiebolag sprids till allmänheten. Anledningen till att lagstiftaren vill förhindra en spridning av aktierna i privata aktiebolag är att det till stor del, vad gäller privata aktiebolag, är ett oreglerat område. Till skillnad från det privata aktiebolaget är aktiehandel i publika aktiebolag reglerat i bl.a. VpmL³⁷ och LHF³⁸, och

³³ Nerep och Samuelsson, Aktiebolagslag (2005:551), 1 kap. 7 §, Lexino 2013-07-01.

³⁴ A.a.

³⁵ Prop 1993/94:196 s. 70 f.

³⁶ Sandström, s. 56.

³⁷ Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden.

³⁸ Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument.

medför skyldigheter för såväl den som förmedlar handeln, som bolaget som erbjuder aktierna.³⁹ Tidigare har handel i bolagsformer som starkt påminner om privata aktiebolag fått massiva ekonomiska konsekvenser, jfr bl.a. depressionen i USA som till stor del föränleddes av omfattande spekulation i små bolag.⁴⁰ Den omfattande spekulationen bestod i att oerfarna investerare genomförde dåliga kapitalplaceringar, delvis eftersom handel med aktier i privata aktiebolag ofta innebär att en informationsasymmetri uppstår, där bolagen generellt sett ett mycket stort informationsövertag. Det är bl.a. informationsasymmetrin som lagstiftaren vill motverka med reglerna i VpML och LHF.⁴¹

För att återkoppla till gräsrotsfinansiering så kan sägas att privata aktiebolag som söker finansiering på en plattform för andelsbaserad gräsrotsfinansiering torde finna få incitament för att publicera finansiell information som inte talar till bolagets fördel. Det är därmed svårt för konsumenterna att bedöma bolagens finansiella situation utan kunskap om den specifika branschen eller bolaget på grund av bristfällig information.⁴²

Intermediärerna ställer låga krav på bolagen vad gäller den finansiella informationen de måste presentera för investerare när det söker kapital genom andelsbaserad gräsrotsfinansiering, åtminstone i jämförelse med de publika aktiebolagen.⁴³ Det kan även tilläggas att det är svårt att omsätta aktier i privata aktiebolag på grund av spridningsförbudet, samt reglerna i 1 kap. 8 § ABL, som får till följd att det inte kan finnas någon reglerad marknad för handel med aktier i privata aktiebolag. Därmed finns en risk för investerare att deras kapital blir ”inlåst” i bolaget under en lång tid.⁴⁴

Sammanfattningsvis kan sägas att spridningsförbudet i ABL tills viss mån syftar till att upprätthålla en stabil marknad men kanske framförallt för att skydda konsumenterna och andra oerfarna investerare från dåliga investeringar.

³⁹ Jfr bl.a. Sevenius, ”Gräsrotsfinansiering: bland drömmar och verkligheter”, s. 2 ff.

⁴⁰ Sevenius, ”Gräsrotsfinansiering – en värdepappersrättslig utmaning i vardande”, s. 4.

⁴¹ Se bl.a. prop. 2006/07:115 s. 268.

⁴² Finansinspektionen, s. 11.

⁴³ Jfr här bl.a. det publika aktiebolagets skyldighet att upprätta prospekt vid värdepappershandel på en reglerad marknad, 2:4 LHF; jfr även kraven för den som söker finansiering på <https://www.fundedbyme.com/sv/terms-of-service/#entrepreneur>

⁴⁴ Finansinspektionen, s. 11; se även mer om detta nedan under avsnitt 4.

3.2 Spridningsförbudets omfattning

I första stycket i spridningsförbudet står det:

”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.”

På grund av uppsatsens avgränsningar kan spridningsförbudet, så som det kommer behandlas i uppsatsen, formuleras enligt följande:

”Ett privat aktiebolag [...] får inte genom annonsering försöka sprida aktier [...] som bolaget har gett ut.”

Det är alltså förbjudet för ett privat aktiebolag att, genom *annonsering*, försöka sprida aktier som bolaget *har gett ut*. Begreppet ”*sprida*” innebär att ett bolag vänder sig utanför de befintliga delägarna med erbjudande om att förvärva eller teckna aktier. Inom ramen för begreppet omfattas även den situationen då bolaget uppdrar åt annan att sprida aktier i bolaget.⁴⁵ Särskilt begreppen ”*annonsering*” och ”*har gett ut*” kommer i framställningen undersökas närmare för en bättre förståelse av paragrafens tillämplighet på andelsbaserad gräsrotsfinansiering. Noteras bör att redan ett försök att sprida aktier är straffbart enligt spridningsförbudet.

3.3 Annonsering

Inom ramen för begreppet annonsering omfattas all annonsering i media⁴⁶ och även annonser på internet⁴⁷. Allting som anses särskilt ägnat att leda till en vid spridning ska, enligt förarbetena till 1975 års ABL, anses vara annonsering.⁴⁸ I andra förarbeten uttalas att erbjudanden som offentliggörs genom annonsering når ut till en ”*obestämd krets av personer*”.⁴⁹ Det kan tolkas som att

⁴⁵ Prop. 1993/94:196 s.141 f.

⁴⁶ Nerep och Samuelsson, ”Aktiebolagslag (2005:551)”, 1 kap. 72 §, Lexino 2013-07-01.

⁴⁷ Andersson, Johansson och Skog, ”Aktiebolagslag (2005:551), kommentaren till 1 kap. 7 §, Zeteo, 2015-01-01.

⁴⁸ SOU 1992:83 s. 110.

⁴⁹ Prop 1993/94:196, s. 143.

lagstiftaren uttrycker att annonsering, per definition, inte kan ske till ett begränsat antal personer. I förarbetena uttrycks även att det, för att spridning av aktier ska träffas av spridningsförbudet, krävs att spridningen sker genom en annons eller ett erbjudande som riktar sig till fler än 200 personer.⁵⁰ Därmed kan sägas att det rimligtvis inte kan utgöra annonsering enligt spridningsförbudet om ett erbjudande riktar sig till en begränsad krets på max 200 personer.

Åsikter i doktrin menar att det bör vara möjligt att *annonsera* till en begränsad krets, t.ex. i en tidning som trycks i mycket begränsad upplaga, varvid en annons i sig själv inte nödvändigtvis strider mot spridningsförbudet.⁵¹ Det hela kokar ned i definitionen av begreppet annonsering; lagstiftaren tycks mena att ett erbjudande *inte* utgör annonsering om erbjudandet sprids till färre än 200 personer.

I övrigt finns ytterst lite information om vad som ska anses utgöra annonsering i förarbeten, praxis och doktrin; viss ledning kan dock hämtas från andra lagrum där begreppet annonsering påträffas. Spridningsförbudet ska bl.a. tolkas i ljuset av reglerna om prospekt, vilket kort kommer att behandlas nedan.⁵²

3.4 Annonseringsbegreppet i ljuset av reglerna om prospekt

Ett prospekt är en handling som ska innehålla viss bolagsinformation när finansiella instrument bjuds ut till försäljning på en organiserad marknadsplats.⁵³ Syftet med skyldigheten för bolag att upprätta prospekt är bl.a. att underlätta för, samt skydda, potentiella investerare.⁵⁴ I prospektförordningen⁵⁵ art. 2 (9) definieras annonsering som:

⁵⁰ Prop. 1993/94:196, s. 142.

⁵¹ Nerep och Samuelsson, ”Aktiebolagslag (2005:551)”, 1 kap. 7 §, Lexino 2013-07-01.

⁵² A.a.

⁵³ SOU 2004:095, s. 71; jfr även 1 kap. 2 § LHF.

⁵⁴ SOU 2004:095, s. 71.

⁵⁵ 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.

”tillkännagivanden, som avser ett specifikt erbjudande av värdepapper till allmänheten eller upptagande till handel på en reglerad marknad och specifikt syftar till att främja möjligheter till tecknande eller förvärv av värdepapper.”

Det bör dock noteras att begreppet annonsering varit föremål för diskussion, då regeringen uttryckt att det engelska begreppet ”*advertisement*” är bredare än det svenska begreppet annonsering, varvid lagstiftaren valt att avstå från att översätta ”*advertisement*” till annonsering i LHF.⁵⁶ Definitionen bör ges begränsad betydelse för tolkning av begreppet annonsering i spridningsförbudet, särskilt med tanke på lagstiftarens ovilja att översätta begreppet *advertisement* till annonsering, men definitionen kan ändå ge viss ledning med tanke på att spridningsförbudet ska tolkas i ljuset av reglerna om prospekt.⁵⁷ Enligt prospektförordningen krävs därmed att ett erbjudande är specifikt, samt avser förenkla för investerare att teckna eller förvärva värdepapper.

Sammanfattningsvis kan sägas att ett erbjudande, för att utgöra annonsering enligt spridningsförbudet, bör rikta sig till minst 200 personer och innefatta någon form av specificering. Därutöver måste erbjudandet röra förvärv av aktier eller andra värdepapper i ett privat aktiebolag.

3.5 Har gett ut

I spridningsförbudet återfinns i första stycket ordalydelsen ”har gett ut”. I doktrin och i artiklar har diskuterats huruvida formuleringen innebär att endast befintliga aktier omfattas av spridningsförbudets första stycke.⁵⁸ Det innebär sålunda att privata aktiebolag som avser ta in kapital genom att sprida aktier med hjälp av annonsering – vilket annars strider mot spridningsförbudet – inte omfattas av förbudet om de emitterar nya aktier. Ovan anförda innebär således att det, för privata aktiebolag, skulle vara förbjudet att sprida befintliga aktier men inte nyemitterade aktier.

Argumentationen i doktrinen bygger delvis på lagstiftarens val av formulering i spridningsförbudet. I första stycket nyttjas enbart begreppet ”*sprida*”

⁵⁶ Prop. 2004/05:158, s. 116 f.

⁵⁷ Se ovan under 3.3; se även Nerep och Samuelsson, ”Aktiebolagslag (2005:551)”, 1 kap. 7 §, Lexino 2013-07-01.

⁵⁸ Nerep och Samuelsson, ”Aktiebolagslag (2005:551)”, 30 kap. 1 §, Lexino 2013-01-03.

medan lagstiftaren i andra stycket använder sig av begreppet ”teckna”, jfr andra stycket i spridningsförbudet:⁵⁹

Ett privat aktiebolag [...] 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.[...]

Det förefaller tveksamt om begreppen kan användas synonymt med varandra; enligt Nerep & Samuelsson är inte teckning i sig att likställa med spridning.⁶⁰ Att *teckna* aktier innebär att lämna ett anbud om att förvärva aktier, det är därmed inte säkert att en investerare faktiskt *förvärvar* aktierna. Det kan tänkas den situationen att en nyemission blir övertecknad, varvid alla som tecknat aktier inte kommer kunna förvärva aktier. Som stöd för kan framhållas att lagstiftaren i andra stycket uttryckligen förbjudit såväl erbjudanden om att teckna som förvärva aktier.⁶¹

I förarbetena framgår tydligt att lagstiftaren åsyftat att även nyemissioner ska omfattas av första stycket i spridningsförbudet.⁶² En sådan tolkning är också logisk, med tanke på att andra stycket i spridningsförbudet endast kompletterar det första stycket, och det vore ytterst märkligt om det vid spridning på ”*annat sätt*” vore otillåtet att sprida erbjudanden om teckning av aktier, men inte vid annonsering.⁶³

3.5.1 Straffrättsliga betänkligheter i förhållande till spridningsförbudet

Ytterligare tolkningskomplikationer uppstår då spridningsförbudet är straffsanktionerat med fängelse i upp till ett år enligt 30 kap. 1 § 1 st. 1 p. ABL. Enligt Nerep & Samuelsson ”*bjuder det visst motstånd*” att göra en extensiv tolkning av spridningsförbudet, eftersom vaga rekvisit inom straffrätten inte är förenligt med legalitetsprincipen.⁶⁴ De konstaterar dock att problemet inte ska

⁵⁹ Se även, Nerep och Samuelsson, ”Aktiebolagslag (2005:551)”, 30 kap. 1 §, Lexino 2013-01-03; samt Nellström, s. 585.

⁶⁰ Nerep och Samuelsson, ”Aktiebolagslag (2005:551)”, 30 kap. 1 §, Lexino 2013-01-03

⁶¹ A.a.

⁶² Prop. 1993/94:196, s. 141.

⁶³ Nerep och Samuelsson, ”Aktiebolagslag (2005:551)”, 30 kap. 1 §, Lexino 2013-01-03

⁶⁴ A.a.

överdrivas men att det likväl är en påtaglig oklarhet i lagtexten vilket bör föranleda försiktighet vid tillämpning av förbudet.⁶⁵

Sammanfattningsvis kan sägas att lagtexten kräver viss språktolkning. En subjektiv teologisk tolkning föranleder att såväl första som andra stycket i spridningsförbudet avser förbjuda spridning av nyemitterade aktier; det ligger i linje med förarbetena.⁶⁶ Slutligen kan konstateras att tolkningsfrågan försvåras av det faktum att spridningsförbudet är förenat med en straffrättslig sanktion, vilket åtminstone begränsar möjligheterna till en extensiv tolkning av lagtexten.⁶⁷

3.6 Undantag från spridningsförbudet

Från spridningsförbudet görs tre undantag, för den här framställningen är dock endast ett av intresse, det s.k. *föranmälningssundantaget*. I spridningsförbudet återfinns i 1 kap. 7 § 2 st. 2 men. ABL föranmälningssundantaget som stadgar att spridning är tillåtet om:

”[...] om erbjudandet riktar sig enbart till en krets som i förväg har anmält intresse av sådana erbjudanden och antalet utbudna poster inte överstiger 200.”

Till att börja med kan konstateras att det inte i klartext framgår av lagtexten huruvida undantaget är tillämpligt på såväl första stycket om annonsering som andra stycket om spridning på annat sätt. Undantaget återfinns dock i andra stycket och omfattar rimligtvis endast spridning på annat sätt; det vore förvånande om lagstiftaren plötsligt menar att det är möjligt att annonsera till en viss krets.⁶⁸ Även i doktrin uttalas att det troligtvis inte går att tillämpa undantaget om spridning sker genom annonsering i enlighet med första stycket.⁶⁹ Därmed kan sägas att undantaget endast gäller förbudet att sprida aktier på annat sätt än genom annonsering.

⁶⁵ Nerep och Samuelsson, ”Aktiebolagslag (2005:551)”, 30 kap. 1 §, Lexino 2013-01-03.

⁶⁶ Prop. 1993/94:196, s. 143.

⁶⁷ Jfr Nerep och Samuelsson, ”Aktiebolagslag (2005:551)”, 30 kap. 1 §, Lexino 2013-01-03, samt det i kommentaren diskuterade praeter legem-förbudet i 8 kap. 3 § regeringsformen.

Bakgrunden till undantaget är att lagstiftaren inte helt ville omöjliggöra en viss, begränsad, spridning av aktier i privata aktiebolag när det gäller erbjudanden som riktar sig till personer som på förhand anmält intresse. Tanken är att de som på förhand anmäler intresse generellt sett utgörs av investerare med kunskap om det aktuella bolaget eller marknaden, varvid investerarskyddet inte är lika påtagligt.⁷⁰

Finansinspektionen konstaterar att det inte är självklart att en inloggning är tillräcklig för att undantaget från förbudet i andra stycket ska vara tillämpligt.⁷¹

3.7 Intermediärernas ställning

I 1 kap. 8 § ABL finns ett förbud mot att på en reglerad marknad eller annan organiserad marknadsplats förmedla värdepapper som ett privat aktiebolag har gett ut. Paragrafen lyder:

Sådana värdepapper som anges i 7 § får, så länge bolaget är privat, inte bli föremål för handel på en reglerad marknad, en motsvarande marknad utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet eller någon annan organiserad marknadsplats.

Paragrafen träffar intermediärer om den portal de tillhandahåller kan anses utgöra en organiserad marknadsplats enligt paragrafen. En något förenklad definition av begreppet innebär att aktier i privata aktiebolag inte får tas upp till handel på en börs eller liknande.⁷²

FundedByMe får här agera exempel för en intermediär som tillhandahåller andelsbaserad gräsrotsfinansiering. Plattformen utgör knappast någon börs, men det går inte att utesluta att plattformen är en ”annan organiserad marknadsplats”. Enligt förarbetena bör företag som driver en handelsplattform betraktas som organiserade marknadsplatser.⁷³ Den mest beaktansvärda skillnaden utgörs i det här fallet av att intermediären inte på

⁷⁰ Prop. 1993/94:196, s. 143; se även Finansinspektionen, bil 1, s. 30 f.

⁷¹ Finansinspektionen, s. 14.

⁷² Jfr här prop. 2006/07:115, s. 677; se även Finansinspektionen, bil 1, s. 31.

⁷³ Prop. 2006/07:115, s. 677.

något vis blir befullmäktigad att genomföra en affär åt en investerare. FundedByMe sammanfogar endast potentiella investerare med finansieringssökande bolag.⁷⁴ I det här avseendet kan konstateras att det åtminstone föreligger en risk för intermediärerna att förfarandet strider mot 1 kap. 8 § ABL.

⁷⁴ Jfr här <https://www.fundedbyme.com/sv/terms-of-service/#investor>, p. 6.1.2.

4 Analys

4.1 Andelsbaserad gräsrotsfinansiering, ett Frankensteins monster?

Sevenius refererar till privata aktiebolag som finansierats med hjälp av andelsbaserad gräsrotsfinansiering som ett Frankensteins monster.⁷⁵ Monstret består i att privata aktiebolag som finansierats med hjälp av andelsbaserad gräsrotsfinansiering blir en form av hopslagning av ett privat och ett publikt aktiebolag. Privata aktiebolag är inte tänkta att ha en vid ägarkrets med spridda aktier. På samma vis som Frankenstein ter sig onaturlig i förhållande till naturens lagar, ter sig privata aktiebolag som finansierats med hjälp av andelsbaserad gräsrotsfinansiering onaturliga i förhållande till det bakomliggande syftet med bolagsformen i ABL.

Syftet med spridningsförbudet, som utarbetats ovan under avsnitt 3, är att förhindra att aktier i privata aktiebolag sprids i stor omfattning till allmänheten. Syftet står därmed direkt i strid med syftet med andelsbaserad gräsrotsfinansiering, där själva tanken är att många hjälper till att finansiera.

Då inget fall ännu prövats i allmän domstol är det svårt att avgöra om det är möjligt att bedriva en verksamhet som intermediär i Sverige. Främst förannmälningsundantaget i spridningsförbudet torde vara av intresse för intermediärer som avser tillhandahålla andelsbaserad gräsrotsfinansiering via en online-plattform. Oavsett om det är möjligt för de investeringssökande bolagen att ta sig igenom minfältet som stavas spridningsförbudet, så bör eftertanke ges åt själva syftet med andelsbaserad gräsrotsfinansiering. Syftet med andelsbaserad gräsrotsfinansiering står, som stadgats ovan, *per definition*, direkt i strid med förbudet för privata aktiebolag att sprida aktier till allmänheten.⁷⁶

Det kan tänkas den situationen att annonsering endast sker via en intermediärs plattform, endast för registrerade medlemmar. Givet registreringen

⁷⁵ <http://sevenius.se/2015/12/09/739/>.

⁷⁶ Se ovan under avsnitt 3.

är så pass tydlig och noggrann att medlemmarna kan anses ”på förhand ha anmält intresse”.

4.2 Strider andelsbaserad gräsrotsfinansiering mot spridningsförbudet?

Det följer utan tvivel att förfarandet som bedrivs på t.ex. FundedByMe faller in under i vart fall andra stycket i Spridningsförbudet, även fast det troligtvis, enligt mig, redan i annonseringsförbudet i första stycket skulle anses bryta mot spridningsförbudet. Det föranleder därmed frågan om det s.k. föränmälningsundantaget är tillämpligt. Jag anser att en enkel registrering, samt inloggning på en hemsida, troligtvis inte kan anses utgöra att en användare ”i förväg anmält intresse” som undantaget kräver.

Det ska dock noteras att det är just föränmälningsundantaget som är förebilden för FundedByMe. Antalet poster som erbjuds är aldrig över 200, i vart fall inte då den som söker finansiering är ett privat aktiebolag och annonserna som visas för icke-registrerade besökare är inte lika omfattande som de annonser som finns tillgängliga för medlemmar. Som stadgats ovan under avsnitt 3.6 är undantaget inte tillämpligt då det rör sig om annonsering.

Förfarandet på FundedByMe:s hemsida måste anses utgöra annonsering, då de erbjuder användare att förvärva aktier i ett specifikt bolag. Ingenting tyder på att annonserna begränsas till att nå ut till max 200 personer eftersom de publiceras på en hemsida där vem som helst kan registrera sig. Oavsett om registreringen utgör en förhandsanmälan som avses i undantaget är förfarandet otillåtet, då undantaget endast gäller spridning ”på annat sätt”, d.v.s. inte genom annonsering.

4.3 Gräsrotsfinansieringens påverkan

Finansinspektionen påpekar i sin rapport att det finns ett stort behov av att reglera andelsbaserad gräsrotsfinansiering ur ett investerar- och konsument-skyddsperspektiv. Rapporten belyser bl.a. hur låne- samt andelsbaserad gräsrotsfinansiering riskerar menligt påverka konsumenterna.⁷⁷

Jag delar uppfattningen om att vikt bör läggas på ett effektivt investerarskydd. T.ex. måste beaktas att intermediärernas incitament för begränsning och kontroll över de finansieringssökande bolagen torde vara begränsat, då intermediärerna gör vinst genom att användare nyttjar deras plattform för gräsrotsfinansiering.

4.4 Utkomsten av en dom

Oavsett resultatet av en eventuell rättegång skulle utkomsten, högst troligt, inte vara eftersträvsam. I det fall andelsbaserad gräsrotsfinansiering bryter mot spridningsförbudet så är finansieringsmetoden direkt oanvändbar i Sverige på det vis den artar sig idag. Ett sådant utfall skulle vara otjänligt för startups i Sverige och därigenom för hela den svenska ekonomin, då mindre bolag är av vikt för den svenska ekonomins tillväxt.⁷⁸

I det fall andelsbaserad gräsrotsfinansiering inte faller under spridningsförbudet förblir finansieringsformen tillsvidare oreglerad; vilket förefaller skadligt ur ett investerarskyddsperspektiv. Det tycks därmed finnas ett behov av ny eller reviderad lagstiftning på området eftersom att det a) inte kan förbli oreglerat ur konsumenthänseende samt b), är viktigt för tillväxten av svensk ekonomi. Frågan som därmed föranleds utgör min fjärde frågeställning: hur kan en sådan lagstiftning se ut?

4.5 Gräsrotsfinansiering i ett aktiebolagsrättsligt perspektiv

Som stadgats ovan har privata aktiebolag och andelsbaserad gräsrotsfinansiering en komplicerad relation till varandra. Det tycks definitivt finnas ett behov

⁷⁷ Finansinspektionen s. 11 f.

⁷⁸ Jfr ovan under avsnitt 2.

av reglering oavsett vad som sker i framtiden. Särskilt då konsumentskyddsintressen som återfinns i bl.a. ABL inte kan tillgodoses om andelsbaserad gräsrotsfinansiering tillåts fortskrida utan reglering. Å andra sidan riskerar det inverka menligt på svensk tillväxt om förfarandet skulle anses helt förbjudet.

5 Gräsrotsfinansiering, de lege ferenda

I följande avsnitt kommer uppsatsen att redogöra för potentiella förebilder för en reglering av andelsbaserad gräsrotsfinansiering. Därefter redogörs för andra länders reglering vad gäller andelsbaserad gräsrotsfinansiering.

Reglerna i LHF samt VpmL skulle kunna utgöra bra förebilder för en framtida reglering av andelsbaserad gräsrotsfinansiering. Genom att intermediärerna står under finansinspektionens tillsyn, tillsammans med en skyldighet för det finansieringssökande bolaget att bistå med viss ekonomisk information, liknande ett prospekt, kan säkerställas ett bättre investerarskydd.

5.1 Komparativ utblick

USA vidtog redan 2007 åtgärder som syftade till att specifikt reglera andelsbaserad gräsrotsfinansiering. En av anledningarna torde vara att det med USA:s reglering i princip är omöjligt för mindre bolag att söka finansiering genom andelsbaserad gräsrotsfinansiering.⁷⁹ Då lagstiftningen medförde avstannad tillväxt för mindre bolag i USA på grund av ett finansieringsgap vidtogs 2007 åtgärder som 2012 mynnade ut i lagstiftningen ”JOBS Act”.⁸⁰ Genom lagstiftningen har SEC⁸¹ fått mandat att utfärda regler som syftar till att förenkla andelsbaserad gräsrotsfinansiering i USA.

Regleringen begränsar ett kapitalsökande bolag till att under ett år kunna ta in en miljon dollar genom andelsbaserad gräsrotsfinansiering.⁸² För att kunna nyttja undantaget måste bolaget därutöver nyttja en s.k. ”funding portal”.⁸³ För investerarna finns en maxgräns på det högre av 2 000 \$ och 5 % av den årliga inkomsten (alternativt av nettoförmögenheten) om årsinkomsten

⁷⁹ Jfr här Finansinspektionen, bil 1, s. 22; se även <https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf>; jfr även Bradford C, Crowdfunding and the federal securities law, 2012.

⁸⁰ Jumpstart Our Business Startups Act; Se gällande tillväxt Bradford a.a., s. 57 f.

⁸¹ United States Securities and Exchange Commission, amerikansk myndighet som utövar tillsyn över handeln med värdepapper, jfr Finansinspektionen i Sverige.

⁸² Securities Act of 1933, ”Securities Act”, 4(a)(6)(A).

⁸³ Securities Act, 4(a)(6)(C).

eller nettoförmögenheten understiger 100 000 \$.⁸⁴ Om inkomsten eller nettoförmögenheten överstiger beloppet är begränsningen 10 % av årsinkomsten alternativt nettoförmögenheten.⁸⁵

Inom EU har bl.a. Storbritannien, Frankrike, Italien och Spanien reglerat andelsbaserad gräsrotsfinansiering. Lagstiftningen skiljer sig åt i de olika länderna men några gemensamma drag utgörs av:⁸⁶

- lagstiftningen intar ett investerarskyddsperspektiv,
- en maximal investeringsgräns för investerarna (antingen per investering eller årsvis) baserad på deras årsinkomst eller en schablon,
- en maximal anskaffningsgräns för bolagen som söker investering, samt
- diverse minimikrav på intermediärerna

5.2 Sammanfattning

Såväl inom EU som i USA följer regleringen ett genomgående tema. Genom att reglera hur mycket som får investeras – d.v.s. dels hur mycket det finansieringssökande bolaget tillåts ansöka om, dels hur mycket finansiärer får investera – tillgodoses investerarskyddet. Därutöver ställs krav på intermediärerna för att uppnå godtagbar tillsyn över verksamheten. En liknande reglering torde vara någonting att eftersträva även i Sverige.

⁸⁴ Securities Act, 4(a)(6)(B) samt (i).

⁸⁵ Securities Act, 4(a)(6)(B)(ii).

⁸⁶ Informationen kommer ursprungligen från Finansinspektionen.

6 Avslutning

För att kort återkoppla till frågeställningen ska de frågeställningar som varit föremål för en analys kortfattat redogöras för.

- Är andelsbaserad gräsrotsfinansiering förenligt med svensk rätt?

Nej. Andelsbaserad gräsrotsfinansiering strider mot det grundläggande syftet med spridningsförbudet, och det vore högst irrationellt om det var tillåtet. Med det sagt är det ibland möjligt att undvika lagföring trots att syftet med lagtexten är att ett visst fenomen ska inbegripas. Frågan som därmed uppstår är, kan andelsbaserad gräsrotsfinansiering undslippa reglerna i spridningsförbudet? Återigen är svaret högst troligt nej.

Andelsbaserad gräsrotsfinansiering strider i första hand mot annonseringsförbudet i första stycket spridningsförbudet. I det fall det inte gör det strider det mot andra stycket om ”annan spridning”. Finansieringsformen och dess syfte omfattas därutöver inte av något undantag då annonsering är en viktig del i processen.

- Hur regleras andelsbaserad gräsrotsfinansiering i andra länder och finns ett behov av ny reglering i Sverige?

Genom en komparativ utblick kunde några gemensamma nämnare påvisas i andra länders reglering av finansieringsformen. Dessa var:

- lagstiftningen intar ett investerarskyddsperspektiv,
- en maximal investeringsgräns för investerarna (antingen per investering eller årsvis) baserad på deras årsinkomst eller en schablon,
- en maximal anskaffningsgräns för bolagen som söker investering, samt
- diverse minimikrav på intermediärerna

- Om svaret på frågan ovan är ja, hur kan den då se ut (de lege ferenda)?

En lämplig reglering bör innefatta en beloppsbegränsning vad gäller såväl investerarna som de finansieringssökande. Därutöver bör intermediärerna falla under tillsyn för att säkerställa konsument- och investerarskyddet.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

Propositioner

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

Proposition 2004/05:158. Prospekt.

Proposition 1993/94:196. Ändringar i aktiebolagslagen (1975:1385) m.m.

Statens offentliga utredningar

SOU 2004:095. Prospekt. Nya regler om prospekt m.m.

SOU 1992:83. Aktiebolagslagen och EG.

Rättsakt från EU

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.

Litteratur

Bradford C, The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise

Unfulfilled, Thomson Reuters, Securities Regulation Law Journal, Vol. 40, No. 3 (Fall 2012)

Korling, F & Zamboni, M (red.), Juridisk metodlära, 1 uppl.,

Studentlitteratur, Lund, 2013

Nellström, Oskar, Juridisk Tidskrift Nr 3 2015/16, Equity crowdfunding i förhållande till spridningsförbudet i ABL s. 576.

Sandström T, Svensk aktiebolagsrätt, uppl. 5, Nordsteds Juridik AB,

Stockholm 2015.

Sevenius R, Gräsrotsfinansiering – en värdepappersrättslig utmaning i

vardande, Affärsjuridik 2/2014, Blendow Group AB, Stockholm 2014.

Sevenius R, Gräsrotsfinansiering; bland drömmar och verkligheter,

Balans nr 4/2014.

Lagkommentarer

Nerep, Adestam och Samuelsson, Aktiebolagslag (2005:551) 1 kap. 3 §, Lexino 2015-09-22, (besökt 2016-05-24).

Nerep och Samuelsson, Aktiebolagslag (2005:551) 1 kap. 4 §, Lexino 2013-07-01, (besökt 2016-05-24).

Nerep och Samuelsson, Aktiebolagslag (2005:551) 1 kap. 7 §, Lexino 2013-07-01, (besökt 2016-05-24).

Nerep och Samuelsson, Aktiebolagslag (2005:551) 30 kap. 1 §, Lexino 2013-01-03, (besökt 2016-05-24).

Andersson, Johansson och Skog, Aktiebolagslag (2005:551), kommentaren till 1 kap. 7 §, Zeteo, 2015-01-01, (besökt 2016-05-24).

Rapporter

Europeiska bankmyndigheten, "Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding", EBA/Op/2015/03

Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten, "Opinion Investment-based crowdfunding", Esmā/2014/1378.

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

Tillväxtverket, Tillväxt genom Crowdfunding, Rapport 0156 Rev A, Ordförrådet AB, Stockholm 5/2013.

Internetkällor

<https://www.fundedbyme.com/en/terms-of-service/>
[https://www.fun-](https://www.fundedbyme.com/sv/browse/?type=e&type=l&type=r&state=live)
[dedbyme.com/sv/browse/?type=e&type=l&type=r&state=live](https://www.fundedbyme.com/sv/terms-of-service/#entrepreneur)
[https://www.fundedbyme.com/sv/terms-of-service/#entrepreneur](https://www.fundedbyme.com/sv/terms-of-service/#investor)
<https://www.fundedbyme.com/sv/terms-of-service/#investor>
www.kickstarter.com
www.sevenius.se
<https://www.trustbuddy.se/villkor-och-kostnader/>

Alla internetkällor besöktes senast den 24 maj 2016.