



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Adam Loewenstein

Equity crowdfunding – Framtidens finansieringsform eller
risktagande i blindo?

En utredning av crowdfunding's förhållande till gällande rätt och behovet av
särskild reglering

LAGF03 Rättsvetenskaplig uppsats

Kandidatuppsats på juristprogrammet
15 högskolepoäng

Handledare: David Reidhav

Termin: HT 2016

Summary

Crowdfunding is a relatively new form of financing that is growing fast. The total international revenue is expected to reach 34 million dollars the year 2016. Despite this crowdfundings conformity with current legislation has not yet been tried in court of law. The form of crowdfunding this essay is focused on is equity crowdfunding, which is a variation where investors in exchange of investment receive a share of the company. Usually it is private companies which uses this form of financing, which raises the question of its conformity with current legislation. Company law both dictates a prohibition against spreading shares in private companies, and against these shares being used in organised trade. The essays first part sets out to analyse crowdfundings conformity to these regulations.

In my opinion, it is not possible to build a legal model without losing the potential of crowdfunding. The reason is that the principle behind crowdfunding is that the companies shares are shared widely. Through a large number of investors investing a lesser sum of money, companies with high risk can satisfy it's financial needs. The principle is in conflict with the motives behind the prohibition, which is preventing wider spread of shares in private company. Nor can any of the exceptions be applicable without crowdfunding becoming ineffective. Since the regulations are in many parts not clear, and the issue has not been tried, no sure answer can be given.

The unsure legal status hinders growth of crowdfunding and is an unwanted consequence. In the second part of the essay the positive consequences of crowdfunding are revealed. This is a reason the unsure legal status of this form of financing must be made clear. In accordance with the analysis based on law and economics the legal status of crowdfunding must not only be made clear, but specific regulations be implemented, to secure protection for investors and enabling crowdfunding to reach it's fullest potential.

Sammanfattning

Crowdfunding är en relativt ny finansieringsform som växer snabbt. Den totala internationella omsättning år 2016 förväntas uppgå till 34 miljarder dollar. Trots det har finansieringsformens förenlighet med gällande rätt ännu inte prövats. Den variant som uppsatsen fokuserar på är equity crowdfunding, vilken är en variant där investeraren i utbyte mot satsat kapital får en andel i det kapitalsökande bolaget. Vanligtvis är det privata aktiebolag som använder sig av finansieringsformen vilket väcker frågan om dess förenlighet till gällande rätt. Bolagsrätten föreskriver dels ett förbud mot spridning av aktier i privata aktiebolag men också ett förbud mot att sådana aktier blir föremål för organiserad handel. I uppsatsen första del analyseras equity crowdfunding förhållande till dessa förbud.

I min mening går det inte att bygga en laglig modell utan att förlora finansieringsformens potential. Orsaken är att principen bakom crowdfunding är att bolagets aktier får stor spridning. Genom att många investerare investerar en mindre summa kan företag med hög risk få sitt kapitalbehov tillfredsställt. Principen står i strid med förbudens syften, att hindra större spridning av aktier i privata aktiebolag. Inte heller något av undantagen borde vara tillämpliga utan att finansieringsformen blir ineffektiv. Bestämmelserna är dock i många delar inte tydliga och då frågan aldrig prövats rättsligt kan inget säkert svar ges.

Det oklara rättsläget hämmar tillväxten av finansieringsformen vilket inte är önskvärt ur ett samhällsperspektiv. I uppsatsen andra del visas att equity crowdfunding kan ha stora positiva effekter på samhällsutvecklingen. Av den anledningen finns det ett behov av att tydliggöra rättsläget. I enlighet med den rättsekonomiska analys som förs i uppsatsen andra del borde även särskilda regler på området införas. Detta för att säkerställa att investeraskyddet upprätthålls och för att crowdfundingmarknaden ska nå sin största möjliga potential.

Förkortningar

ABL Aktiebolagslag (2005:551)

EU Europeiska unionen

FI Finansinspektionen

LVM Lag om värdepappersmarknaden (2007:528)

SOU Statens offentliga utredning

Innehållsförteckning

Sammary	2
Sammanfattning	3
Förkortningar	4
1 Inledning	6
1.1 Bakgrund	6
1.2 Syfte och frågeställningar	7
1.3 Avgränsningar	7
1.4 Metod och material	8
1.5 Forskningsläge	9
1.6 Disposition	10
2 Equity Crowdfunding i praktiken	11
3 Svensk rätt	12
3.1 Privata och publika aktiebolag	12
3.2 Annonserings- och spridningsförbudet 1 kap. 7§ ABL	12
3.2.1 Annonseringsförbudet	12
3.2.2 Spridningsförbudet	13
3.2.3 Skillnaden mellan spridning av emitterade och redan utgivna aktier	14
3.3 Förbudet mot organiserad handel 1 kap. 8§ ABL	15
3.4 Straffrättens inverkan	17
4 Förhållandet till gällande rätt	18
4.1 Equity crowdfunding's förhållande till 1 kap. 7§ ABL	18
4.1.1 Slutsats	19
4.2 Equity crowdfunding's förhållande till 1 kap. 8§ ABL	20
5 Samhällsintresset av förändrad lagstiftning	22
5.1 Småföretagens betydelse för samhällsekonomin	22
5.2 Småföretagens kapitalbehov	23
5.3 Välstånd	24
5.4 Transaktionskostnader	24
5.4.1 Kontaktkostnader	25
5.4.2 Kontrollkostnader	27
5.5 Problematiken med reglering	27
5.6 Slutsats	28
6 De lega ferenda	29
7 Käll- och litteraturförteckning	31
7.1 Offentligt tryck	31
7.1.1 Propositioner	31
7.1.2 Statens offentliga utredningar	31
7.1.3 Övrigt offentligt tryck	31
7.2 Rapporter	31
7.3 Artiklar	31
7.4 Litteratur	32
7.5 Elektroniska källor	32

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Nygrundade företag har stor betydelse för samhällsutvecklingen då de driver innovation, öppnar nya marknader och skapar majoriteten av alla nya jobb.¹ För att detta ska vara möjligt är de ofta beroende av externt kapital, vilket inte sällan innebär en utmaning i avsaknaden av en säljbar produkt och andra reella tillgångar. Tidigare har företagen till stor del fått förlita sig på privata riskkapitalister, ofta kallade affärsänglar, kreditinstitut och särskilda riskkapitalfonder.² Efter flera finanskriser har tuffare regler införts för bankers utlåning och investerare har blivit mer riskmedvetna, vilket ytterligare försvårat för mindre företag. Tillsammans med internets framväxt har detta lett till innovation av nya finansieringsformer. Den kanske viktigaste är gräsrotsfinansiering, mer känd under sin engelska beteckning crowdfunding. Finansieringsformen möjliggör på ett effektivt sätt kapitalanskaffning över internet från allmänheten. För företagets del innebär det dels att urvalet av potentiella investerare är betydligt större och dessutom kan investerarna antas vara mer riskbenägna, i och med att det satsade kapitalet inte behöver vara stort, vilket ytterligare ökar chanserna att få kapitalbehovet tillfredsställt.

Finansieringsformen förekommer i olika utföranden men denna uppsats fokuserar på equity crowdfunding, vilket är en variant där investeraren i utbyte mot satsat kapital får en viss andel i bolaget, vilket vanligen är ett privat, ofta nystartat, aktiebolag. Att privata aktiebolag ger ut aktier till allmänheten väcker frågan om dess förenlighet med gällande rätt, då bolagsrätten som huvudregel förbjuder sådan spridning. Frågan har aldrig prövats och osäkerheten kring rättsläget riskerar att hämma crowdfunding utveckling som betydelsefull finansieringsform. I flera länder, bland annat USA och Storbritannien, har finansieringsformens betydelse uppmärksammats men även dess risker. I dessa länder har därför särskild reglering för området införts.

Crowdfunding växer för varje år och den totala internationella omsättningen år 2016 förväntas uppgå till 34 miljarder dollar.³ Med hänsyn till de rättsliga oklarheter som

¹ An action plan to improve access to finance for SME:s, S. 1.

² Tillväxt genom Crowdfunding, s. 22 f.

³ Gräsrotsfinansiering i Sverige- en kartläggning, s. 5.

³ Gräsrotsfinansiering i Sverige- en kartläggning, s. 5.

föreligger och de potentiella samhällseffekterna är det relevant att utreda förhållandet till gällande rätt men också att undersöka behovet av särskild reglering.

1.2 Syfte och frågeställningar

Det inledande syftet med uppsatsen är att utreda några av de rättsliga osäkerheter som aktualiseras vid användandet av crowdfunding. I min mening är det kring spridningsförbudet och förbudet mot organiserad handel, i 1 kap. 7-8 §§ ABL, som den största osäkerheten kring lagenligheten ligger, varpå fokus ligger på dessa bestämmelser. Vidare syftar uppsatsen till att utreda de rättsekonomiska effekterna av dessa bestämmelser, för att på så sätt dels utreda om det utifrån ett samhällsperspektiv finns ett intresse av förändrad lagstiftning men också vad en framtida lagstiftning i sådana fall skulle fokusera på.

Följande frågeställningar avses besvaras:

1. Strider equity crowdfunding mot 1 kap 7-8 §§ ABL?
2. Finns det ett samhällsintresse av att förändra 1 kap 7-8 §§ ABL för att på så sätt främja användningen av equity crowdfunding?
3. Vilka hållpunkter skulle en framtida lagstiftning fokusera på?

1.3 Avgränsningar

Finansieringsformen är relativt ny och flera olika modeller förekommer internationellt. En avgränsning har gjorts till att endast behandla equity crowdfunding och då till den variant som de största aktörerna på den svenska marknaden använder sig av.⁴ Vidare fokuserar uppsatsen endast på att belysa problemen utifrån privata aktiebolag, därför att det är här den största problematiken borde finnas. Finansieringsformens snabba tillväxt i samband med frånvaron av doktrin på området ger upphov till många intressanta juridiska frågor av vilka endast de kopplade till 1 kap. 7-8 §§ ABL kommer att utredas. Några övriga intressanta frågor, som på grund av uppsatsens begränsade omfattning fått utelämnas, är tillståndsfrågor, hantering av företagshemligheter och immateriella tillgångar, skatterättsliga frågor, marknadsföringsfrågor och hantering av personuppgifter.

⁴ Se kap 2.

För att analysera effekterna ur ett samhällsperspektiv har en rättsekonomisk metod grundad i nationalekonomisk teori tillämpats, andra discipliner har inte berörts. En avgränsning har vidare gjorts till att inte beröra andra alternativa lösningar på finansieringsgapet, likt investeraravdraget.

1.4 Metod och material

För att utreda innehållet i gällande rätt har först och främst en rättsdogmatisk metod använts, där den klassiska rättskälleläran tillämpats. På grund av att finansieringsformen är relativt ny finns varken praxis eller doktrin på området. Där lagtexten inte varit tydlig har därför stor vikt lagts på förarbeten. Dessa förarbeten är, i en värld med snabb teknisk utveckling, något ålderstigna varför argumentationen i vissa delar baserats på en teologisk metod, i vilken ändamålet med reglerna fått större betydelse än vad en rättsdogmatisk metod tillåter. ABL 2005 bygger i stora delar på äldre regler varför även lagstiftningshistoriska argument fått betydelse. Inom aktiebolagsrätten är de övergripande ändamålen ekonomiska, argumentation har därför, i viss utsträckning, baserats på rättekonomiska teorier.⁵

För att besvara uppsatsens andra frågeställning har, i större utsträckning än ovan, en rättekonomisk metod använts eftersom att den ger verktyg för att förutsäga och bedöma en lagstiftnings konsekvenser och effektivitet.⁶ Rätts ekonomi bygger på antaganden som inte i alla lägen är realistiska och teorin är utsatt för kritik.⁷ I varje enskilt fall har därför kritiken tillämpats för att värdera antagandet och slutsatsens hållbarhet. Clas Bergström och Per Samuelssons mening är att rättsvetenskaplig forskning inom aktiebolaget är beroende av ekonomisk disciplin.⁸ Juridiska problem är dock ofta intrikata och det finns därför sällan en ensamt korrekt argumentationslinje varför andra slutsatser säkerligen kunnat dras med hjälp av andra discipliner.

För att ge samlad bild av equity crowdfunding har information från olika plattformar sammanställts till en generell beskrivning.

⁵ Aktiebolag och aktiemarknadsrätt, s. 43.

⁶ Aktiebolagets grundproblem, s.16.

⁷ Rätts ekonomi en introduktion, s. 211f.

⁸ Aktiebolagets grundproblem, s. 20.

Förutom de klassiska rättskällorna har vetenskapliga artiklar och artiklar skrivna av verksamma jurister använts. Författarna till dessa har i vissa fall bakgrund i crowdfunding-industrin och kan av den anledningen antas ha egna intressen av frågan, vilket har beaktats.

Med hänsyn till uppsatsens skilda delar kommer den analytiska delen i stor utsträckning att föras i samband med att varje fråga diskuteras.

1.5 Forskningsläge

Med tanke på crowdfundingens snabba tillväxt och ökade betydelse finns lite forskning på området. Av jurister är det främst Robert Svenius som behandlat ämnet i flertalet kortare artiklar. Svenius är positiv till potentialen med crowdfunding men menar att spridningsförbudet hindrar denna potential och har vidare liknat ett gräsrotsfinansierat aktiebolag med ett frankensteinsmonster där många juridiska ställningstaganden uppstår.⁹

Tillväxtverket har gjort en utredning vilken ger en bra bild av vad crowdfunding är, men ger enligt min mening en förenklad bild av rättsläget och fokus har lagts på riskerna för bedrägerier, penningtvätt och annan brottslig verksamhet.¹⁰

Senare har Finansinspektionen utkommit med en rapport, i vilken de menar att det är oklart hur spridningsförbudet ska tolkas i förhållande till crowdfunding. Rapporten har lett till att Regeringen utsatt en utredning som bland annat ska utreda behovet av ny lagstiftning eller om den befintliga behöver justeras. Resultatet ska presenteras senast den 29 december 2017.¹¹

På EU-nivå har kommissionen gjort en utredning i vilken medlemsländerna konsulterades angående behovet av en reglering inom EU på området. Hälften av de

⁹ Svenius, gräsrotsfinansiärernas rätt klipps bort.

¹⁰ Tillväxtverket, Tillväxt genom Crowdfunding.

¹¹ Finansinspektionen, Gräsrotsfinansiering i Sverige- en kartläggning.

tillfrågade svarade att de såg ett behov av ett lättare marknadsinträde för småbolag och samtidigt ett behov av starkare investerarskydd.¹²

1.6 Disposition

För att läsaren lättare ska kunna ta till sig och värdera de argument som förs i uppsatsen inleds den i kapitel 2 med en definition av equity crowdfunding tillsammans med en kort redogörelse för hur finansieringsformen generellt fungerar. Därefter följer i kapitel 3 en, för uppsatsen anpassad, redogörelse av gällande rätt. I kapitel 4 avslutas uppsatsens första del genom att reglerna analyseras i förhållande till equity crowdfunding. Slutsatserna i denna första del används sedan för besvara uppsatsens andra frågeställning. Inledningsvis ges i kapitel 5 en redogörelse för behovet av crowdfunding, där både kapitalbehovet och småföretags betydelse för samhällsekonomin står i fokus. Därefter appliceras rättsekonomiska teorier på, de för uppsatsen aktuella, bestämmelserna. I kapitel 6 tas slutligen ställning till huruvida ett lagstiftningsbehov föreligger och vad ett sådant i sådana fall skulle fokusera på.

¹² Europakommissionen, Unleashing the potential of crowdfunding in the European Union, s. 8.

2 Equity crowdfunding i praktiken

Förfarandet påbörjas vanligtvis genom att ett kapitalsökande företag kontaktar en crowdfundingintermediär, som sedan beroende på egna preferenser och utförda bakgrundskontroller tar ställning till om ett samarbete ska ingås.

På den internetplattform som intermediären driver möts den potentiella investeraren först av en kort presentation av pågående kampanjer, där allmän information av bolagen och dess affärsidé lämnas. Huruvida det explicit framgår att kampanjerna syftar till att söka ägarkapital varierar men någon finansiell information lämnas inte förens ett krav på registrering är uppfyllt. Efter en enkel registrering har investeraren tillgång till all information som intermediären valt att publicera, vilket bland annat brukar bestå av information om hur många procent av ägarkapitalet som erbjuds, kostnaden per ägarandel och hur andelarna har värderats.

Intermediären tillhandahåller ett stort antal registrerade användare, till vilka ett veckobrev skickas med alla kampanjer, och ger vanligtvis råd om hur bolagen kan lyckas med sin kampanj. Ett stort ansvar för en lyckad kampanj ligger dock på bolagen varför de ofta själva annonserar och delar sina respektive kampanjer för att nå maximal spridning.

Under kampanjen har registrerade användare möjlighet att förbinda sig till en investering i det kapitalsökande bolaget. Investeraren sätter då in pengarna på ett upprättat klientmedelskonto. Uppnås investeringsmålet skrivs ett köpeavtal och aktieägaravtal varefter investeraren förs in i aktieboken.

3 Svensk rätt

3.1 Privata och publika aktiebolag

För att harmonisera den svenska aktiebolagsrätten med EU görs bland annat en skillnad mellan privata och publika aktiebolag.¹³ Förutom att kravet på aktiekapitalets storlek är betydligt mindre för privata aktiebolag är det främst två aktiebolagsrättsliga regler som tydligt skiljer bolagsformerna åt. Särregleringen utgörs dels av ett förbud för privata aktiebolag att försöka sprida aktier, teckningsrätter eller liknande värdepapper i bolaget till allmänheten, dels ett förbud mot att på en reglerad marknad eller annan organiserad marknadsplats bedriva handel med sådana värdepapper.¹⁴

När ett bolags aktier blir föremål för handel och större spridning aktualiseras stora risker, vilka behöver begränsas med hjälp av juridiska normer. De krav som dessa normer ställer på bolagen är kostsamma och för ett litet bolag med begränsade resurser kan det i många fall innebära att företagsformen inte blir lönsam. Av denna anledning finns ett stort antal regler, som främst syftar till att skapa ett ökat borgenärsskydd, vilka endast omfattar publika aktiebolag.¹⁵ I gengäld har publika aktiebolag större möjligheter att, genom spridning av aktier, ta in externt kapital än privata aktiebolag.

3.2 Annonserings- och spridningsförbudet 1 Kap. 7§ ABL

3.2.1 Annonseringsförbudet

I första stycket stadgas att ett privat bolag via annonsering inte får försöka sprida aktier som bolaget har gett ut. Anledningen är att annonsering anses vara en marknadsföringsmetod ägnad att sprida aktier till en vid krets, vilket strider mot principerna bakom bolagsformernas kategoriindelning.¹⁶ Enligt doktrin åsyftas med annonsering någon form av meddelande som någon mot betalning offentliggör, genom exempelvis publicering i dagstidning.¹⁷ Innebörden av annonsering är dock inte tydlig men troligtvis omfattas vedertagna annonseringsformer så som tidningsannonser men även annonser via internet.¹⁸ Vad gäller meddelandets innehåll

¹³ Prop. 1993/94:196 s. 70 f.

¹⁴ ABL 1 kap. 7-8 §§.

¹⁵ Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt, s. 26.

¹⁶ Prop. 1993/94:196, s. 143.

¹⁷ Aktiebolagslagen En lagkommentar, del 3, s. 445.

¹⁸ Aktiebolagsrätt-fördjupning och komparativ belysning, s. 104.

sägs inte mycket i varken förarbeten eller doktrin, förutom att det ska bestå av något som avsändaren önskar tillkännage allmänheten eller intresserade.¹⁹

Förbudet tar vidare endast sikte på den situationen att bolaget själva eller via ett värdepappersinstitut riktar sig utanför den befintliga ägarkretsen med erbjudande om förvärv av aktier.²⁰

3.2.2 Spridningsförbudet

Bestämmelsen kompletteras i andra stycket med ett förbud för privata aktiebolag att på annat sätt försöka sprida sina aktier genom att erbjuda fler än 200 personer att teckna eller förvärva aktier. Bestämmelsen syftar till att förhindra spridning till allmänheten utan att samtidigt hindra kapitalanskaffning som inte innebär större spridning.²¹

Varken vad som utgör ett erbjudande eller när ett erbjudande anses lämnat definieras. Med hänsyn till bestämmelsens syfte vore en rimlig tolkning, enligt mig, att ett erbjudande föreligger först då tillräckliga instruktioner för teckning lämnats. Ett sådant erbjudande kan vara antingen bindande eller endast löst uttryckt. För att inte underminera paragrafens andra undantag borde ett erbjudande anses lämnat även som icke bindande. Ett bolag skulle annars kunna vända sig till ett obegränsat antal personer så länge det i slutändan endast lämnar ett bindande erbjudande till max 200 av dessa, vilket skulle strida mot syftet.

I andra stycket undantas erbjudanden som riktas till investerare som har anmält till bolaget eller på annat sätt markerat sitt intresse av att få ta del av erbjudanden om teckning eller förvärv av aktier, så länge inte fler än 200 poster bjuds ut.²² Tanken bakom undantaget är troligtvis att investerarskyddet inte är lika stort då investeraren självmant sökt upp bolaget. Likt tidigare tydliggörs inte vad som utgör ett erbjudande men inte heller vad som räknas som ett föranmält intresse. Som Finansinspektionen konstaterat borde det inte vara självklart att en registrering på en

¹⁹ Aktiebolagslagen En lagkommentar, del 3, s. 445.

²⁰ Prop. 1993/94:196 s. 141.

²¹ Prop. 1993/94:196 s. 143.

²² Prop. 1993/94:196 s. 143.

crowdfundingplattform gör undantaget tillämpligt.²³ Av stor vikt borde vara hur och i vilket skede information om erbjudanden lämnas. Enligt min bedömning borde det, för att undantaget ska vara tillämpligt, krävas att plattformarna i ett första steg lämnar endast begränsad information och att investerarna därefter mer aktivt anmäler sitt intresse.

Genom en ordalydelsestolkning av paragrafen skulle undantagen i andra stycket endast omfatta spridning på annat sätt än genom annonsering. Nerep och Samuelsson har diskuterat problemet och menar att en sådan uppdelning skulle vara ologisk.²⁴ På det sätt som undantagen är utformade idag är dock en distinktion mellan annonsering och spridning på annat sätt avgörande för dess tillämpning.²⁵

I sista stycket stadgas ett sista undantag, vilket gäller både för annonsering och spridning på annat sätt. Undantaget är tillämpligt på den situation då bolaget endast bjuder ut värdepapper till högst tio investerare. Det anses i sådana fall inte vara fråga om spridning till allmänheten. Situationen borde sällan vara aktuell vid crowdfunding-kampanjer utan är tänkt att främst möjliggöra försäljning av hela bolag eller nyttjandet av placerare inför en riktad nyemission.²⁶

3.2.3 Skillnaden mellan spridning av emitterade och redan utgivna aktier

Crowdfunding går ofta ut på att ett privat aktiebolag emitterar aktier. En intressant fråga att undersöka är därför om det har någon betydelse att första stycket endast nämner ”aktier som bolaget gett ut” medan andra stycket ordagrant förbjuder både teckning och förvärv av aktier. Nerep och Samuelsson har uppmärksammat problematiken. De menar att teckning av aktier inte är synonymt med förvärv. Detta på grund av att teckning endast utgör ett bindande anbud om att förvärva aktier, skulle emissionen bli övertecknad finns ingen garanti att investerarens anbud leder till ett förvärv.²⁷

²³ Gräsrotsfinansiering i Sverige- en kartläggning, s. 14.

²⁴ Aktiebolagslagen En lagkommentar, del 1, s. 47-48. Författarna menar att så länge antalet utbudna poster inte överstiger 200 borde det inte ha någon betydelse om erbjudandet sker genom annonsering eller på annat sätt.

²⁵ Aktiebolagslagen En lagkommentar, del 1, s. 48.

²⁶ Prop. 1993/94:196 s. 144.

²⁷ Aktiebolagslagen En lagkommentar, del 3, s. 445.

Som tidigare beskrivits anses annonsering som marknadsföringsmetod i sig ägnad att nå ut till en stor krets personer. Att endast andra stycket skulle omfatta även teckning av aktier skulle därmed stå i strid med bestämmelsens syfte. Stöd för att även annonsering om teckning av aktier är förbjudet finns i förarbeten där det tydligt framgår att även nyemissioner är tänkta att omfattas av första stycket.²⁸ Enligt Nerep och Samuelsson krävs det dock en extensiv tolkning för att bringa styckena till överensstämmelse, vilket bjuder visst motstånd då bestämmelsen är straffbelagd.²⁹

3.3 Förbudet mot organiserad handel 1 kap. 8§ ABL

Bestämmelsen hindrar att utgivna värdepapper i privata bolag blir föremål för handel på en reglerad marknad eller annan organiserad marknadsplats. Begreppet reglerad marknad är en anpassning till terminologin i lagen om värdepappersmarknaden men i betydelse har ingen ändring gjorts mot tidigare använda term ”svensk eller utländsk börs”.³⁰ En börs är ett företag som driver en eller flera reglerade marknader, i vilka köp- och säljintressen från tredjeman regelmässigt sammanförs så att dessa leder till avslut.³¹ Förfarandet skiljer sig mot det på crowdfundingplattformarna eftersom att det där inte sker någon regelmässig handel av ett bolags aktier. Crowdfundingintermediärerna sammanför dessutom endast intressen och lämnar till de kapitalsökande bolagen att leda dessa intressen till avslut. Så som crowdfundingplattformarna verkar idag kan de således inte utgöra en reglerad marknad.

Intressant är istället huruvida förfarandet kan falla under begreppet annan organiserad marknad. Problemet är att begreppet inte definieras, i förarbeten har dock som exempel nämnts handelsplattformar.³² Enligt definitionen drivs en handelsplattform av en börs eller ett värdepappersinstitut och sammanför köp- och säljintressen från tredjeman så att dessa leder till avslut.³³ Beskrivningen stämmer till stor del överens

²⁸ Prop. 1993/94:196 s. 141.

²⁹ Se avsnitt 3.4.

³⁰ Prop. 2006/07:115 s.677 ff. och prop. 2004/05:85 s. 514.

³¹ LVM 1 kap. 5§ p.3 och p.20.

³² Prop. 2006/07:115 s. 677.

³³ LVM 1 kap. 5§ p. 12.

med den verksamhet som crowdfundingplattformarna bedriver dock med den betydande skillnaden att avslut inte erbjuds.³⁴

I förarbetet till aktiebolagslagen föreslogs att begreppet organiserad marknadsplats skulle bytas ut mot auktoriserad marknadsplats. Regeringen ansåg att en sådan ändring skulle inskränka syftet med bestämmelsen, att hindra organiserad handel med aktier i privata bolag, varför det vidare begreppet behölls.³⁵ Samtidigt har det i förarbeten diskuterats huruvida handel via värdepappersinstitut utgör handel via en organiserad marknadsplats.³⁶ Man har där ansett att privata aktiebolag ej bör fräntas den möjligheten, men att avgörande för frågan är verksamhetens omfattning och karaktär.³⁷ Mer information än så ges dock inte.

Ett värdepappersinstitut är ett företag som har fått tillstånd av Finansinspektionen att driva värdepappersrörelse vilket innebär att de yrkesmässigt tillhandahåller investeringstjänster eller utför investeringsverksamhet.³⁸ I 2 kap. 1§ LVM listas sådana tjänster, vilka kan vara allt från ”utförande av order avseende finansiella instrument på kundens räkning” och ”mottagande och vidarebefordran av order av finansiella instrument” till ”investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument”. Vissa av tjänsterna kan anses stämma överens med de som erbjuds på crowdfundingplattformarna, varför det finns en risk att det krävs tillstånd för bedrivandet av plattformarna. Men för att omfattas av den aktuella bestämmelsen är som nämnts ovan verksamhetens omfattning och karaktär avgörande. Någon ledning av vad som kan utgöra en annan organiserad marknad går därför inte heller här att finna.

Enligt doktrin kan en organiserad marknadsplats uppkomma med mycket enkla medel, och dess varaktighet kan vara ytterst begränsad eller mer permanent.³⁹ Någon tydlig definition går dock inte att finna utan en bedömning är beroende av det enskilda fallet där verksamhetens karaktär och omfattning ställs i förhållande mot

³⁴ Fundedby.me terms of service kap. 8.1.

³⁵ Prop. 2004/05:85 s. 514.

³⁶ Prop. 1993/94:196 s. 144.

³⁷ Prop. 2004/05:85 s. 514.

³⁸ LVM 1 kap. 5§ p. 27-28.

³⁹ Aktiebolagslagen En lagkommentar, del 1, s. 50.

bestämmelsen syfte. Avgörande borde, i min mening, vara i vilken omfattning verksamheten har del i affären men även graden av regelbundenhet i handeln av aktien. En djupare analys av hur crowdfunding förhåller sig till bestämmelsen ges i avsnitt 4.2.

3.4 Straffrättens inverkan

Tolkningen av de båda bestämmelserna kompliceras ytterligare genom att de enligt 30 kap. 1§ ABL är straffbelagda och vid överträdelse riskeras böter eller fängelse upp till ett år. Eftersom att bestämmelserna är straffbelagda är legalitetsprincipen tillämplig, från principen hänförs det så kallade praeter legem-förbudet vilket förbjuder att via vaga rekvisit överföra beslutanderätten av innebörden av ett rekvisit till rättstillämparen.⁴⁰ I båda bestämmelserna ovan har det i vissa fall varit nödvändigt att göra en extensiv tolkning av rekvisit för att lagtexten ska överensstämma med dess syfte. Nerep och Samuelsson menar att bjuder visst motstånd att göra en sådan extensiv tolkning och att viss försiktighet därför måste vidtas vid tolkning.⁴¹

⁴⁰ Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet en kommentar, s. 127.

⁴¹ Aktiebolagslagen En lagkommentar, del 1, s. 48 och del 3, s. 445.

4 Förhållandet till gällande rätt

4.1 Equity crowdfunding förhållande till 1 kap. 7§ ABL

Syftet med crowdfunding är i första hand att möjliggöra finansiering till mindre bolag, vilket i många fall innebär att bolaget behöver nå ut till en stor krets personer. Ett sådant förfarande kan anses stå i direkt strid med spridningsförbudets syfte. Det kan dock inte redan av den anledningen förbjudas. Nedan kommer därför spridningsförbudet ställas mot det vid crowdfunding tillämpade förfarandet i syfte att utreda dess förenlighet.

Som ovan nämnts finns ingen vedertagen definition av vad som utgör annonsering utan information får hämtas från förarbeten och doktrin. Vid tiden för utformandet av bestämmelsen var inte internet så utbrett som det är idag. Med bakgrund av bestämmelsen syfte borde tanken dock varit att begreppet skulle vara dynamiskt och därmed medieneutralt. En bedömning borde därför vara beroende av innehållet snarare än valet av marknadsföringsmetod. Hur plattformarna presenterar informationen varierar men vanligtvis läggs viss information upp redan på deras startsidor. Även om inte fullständig information ges vid detta stadium så får det, i min mening, ändå anses tydligt att det rör sig om bolag som söker finansiering. Informationen lämnas i utbyte mot betalning, den är tillgänglig för allmänheten och är ägnad att väcka potentiella investerares intresse. Förfarandet är därför enligt mig att likställa med annonsering och borde omfattas av förbudet. Det ska dock tilläggas att en bedömning beror på omständigheterna i det enskilda fallet och det kan inte uteslutas att en domstol skulle komma till en annan slutsats. I doktrin har argumenterats för att annonsering skulle vara tillåtet i den situation där annonsens räckvidd är begränsad till en bestämd krets på max 200 personer.⁴² Min bedömning är att det med bakgrund av paragrafens ordalydelse inte går att utläsa något sådant undantag. Dessutom så har crowdfundingplattformarna vanligtvis flera tusen användare varför ett sådant undantag inte hade varit tillämpligt.

Skulle kampanjerna inte omfattas av annonseringsförbudet så faller de under det kompletterande förbudet i andra stycket om spridning på annat sätt. Det första undantaget, erbjudande till max 200 personer, är som tidigare beskrivits beroende av

⁴² Aktiebolagslagen En lagkommentar, del 3, s. 445.

hur begreppet erbjudande ska tolkas. Min bedömning är att ett erbjudande inte behöver vara bindande och därmed omfattas redan spridning av information om teckning av aktier. Av den anledningen borde undantaget sällan bli aktuellt då betydligt fler än 200 personer tar del av informationen på plattformarnas hemsida. Större möjlighet att bygga en laglig modell finns i bestämmelsens andra undantag om erbjudanden till en föranmäld krets.

Som bestämmelsen är utformad finns inget krav på till vem en föranmälan ska riktas varför en registrering hos en plattform skulle kunna räcka. Skulle så vara fallet kan plattformarna vända sig till nästan ett obegränsat antal personer, såvida inte bolaget bjuder ut mer än 200 poster. Finansinspektionen har tidigare påpekat att det inte borde räcka med endast en sådan registrering för att omfattas av undantaget. Jag instämmer i den bedömningen och menar att det borde anses föreligga ett krav på att den potentiella investeraren, på ett annat sätt en endast registrering, aktivt anmäler sitt intresse innan fullständig information lämnas. En risk finns annars att det anmälda intresset anses lämnat först efter att personen tagit del av erbjudandet och därmed inte räknas som en föranmälan.

4.1.1 Slutsats

Min bedömning är att det idag är svårt att bygga en modell för crowdfunding som är förenlig med bestämmelsen, utan att förlora dess effektivitet och potential. Där crowdfunding har sin största styrka är vid små, ofta nystartade, bolag som har svårt att hitta finansiering. För att nå finansieringsmålen krävs ofta att erbjudandet når ut till en stor krets investerare, men också att en större krets väljer att investera. Om detta ska vara möjligt är bolagen beroende av annonsering. Skulle rättstillämparen komma till en annan slutsats, om vad som utgör annonsering, är min mening att finansieringsformen likväl hindras av att en registrering på en plattform inte är tillräckligt för att omfattas av bestämmelsen undantag. En viss möjlighet att kringgå bestämmelsen borde finnas genom att endast dela ytterst lite information innan anmälan görs. Detta för att dels undvika att informationen ses som en annons och dels för att inte anmälan ska anses gjord först efter att personen tagit del av erbjudandet. Förfarandet strider dock mot bestämmelsen syfte och sannolikheten är stor att rättstillämparen inte kommer godta ett liknande förfarande.

4.2 Equity crowdfunding förhållande till 1 kap. 8§ ABL

Tidigare har konstaterats att så som de flesta crowdfundingplattformar är utformade borde de inte kunna anses utgöra varken en börs eller en handelsplattform. Detta främst av den anledningen att de inte erbjuder någon regelbunden handel av ett bolags aktier och endast sammanför intressen medan avslutet sker utan plattformarnas direkta inblandning.

Handelsplattformar verkar på en organiserad marknadsplats, begreppet är inte definierat utan måste bedömas i det enskilda fallet. Aktiebolagskommitténs förslag på ett införande av begreppet auktoriserad marknadsplats antogs aldrig vilket talar för att begreppet ska ges en vid tolkning. Samtidigt tillåts i vissa fall handel via värdepappersinstitut, vilket talar för en något snävare tolkning. Som tidigare nämnts är en bedömning beroende av verksamhetens karaktär och omfattning, hänsyn borde vidare även tas till vikten av att inte frånta privata aktiebolag möjligheten till kapitalanskaffning.

Även om plattformarna menar att de endast utgör mötesplatsformer så har de i stor omfattning del i att nå finansieringsmålen. De ger tillgång till tusentals investerare för de kapitalsökande bolagen, sprider emissionen, sammanför intressen och ger rådgivning till hur bolagen bäst utformar sina kampanjer. Enligt doktrin kan organiserade marknadsplatser uppstå genom enkla medel och dess varaktighet kan vara ytterst begränsade. Min mening är därför att handel via en crowdfundingplattform av redan utgivna aktier hindras av bestämmelsen, trots att handeln av bolagets aktie är ytterst tillfällig.

Bestämmelsen är dock straffbelagd och ska därför läsas i ljuset av praeter legemförbudet. Vilket medför att så som bestämmelsen är utformad idag borde inte någon crowdfundingplattform kunna ställas inför straffrättsligt ansvar.⁴³ En annan sak är att verksamheten fortfarande kan anses strida mot spridningsförbudet och vid överträdelse kan ansvar av den anledningen göras gällande.

⁴³ Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet en kommentar, s. 127.

Då bestämmelsen endast omfattar andrahandshandel påverkas parternas ställning inte så länge de endast erbjuder teckning av nyemitterade aktier, dock med liknande reservation som ovan att förfarandet inte får strida mot spridningsförbudet.⁴⁴

⁴⁴ Aktiebolagslagen En lagkommentar, del 3, s. 446, prop. 2004/05:85 s. 514 och prop. 1993/94:196 s. 144.

5 Samhällsintresset av förändrad lagstiftning

På grund av många skilda intressen och stora ekonomiska konsekvenser är de finansiella marknaderna inte lätta att reglera. Under historien har vi dock upprepade gånger blivit påmind om betydelsen av investerarskydd och åtgärder för att upprätthålla förtroendet för marknaden. Inte minst i samband med den stora depressionen i USA 1930 där världens finansiella marknader förlorade stora värden och många privatpersoner förlorade stora delar av sina förmögenheter. En reglering innebär dock en snäv balansgång mellan för stränga regler kontra för tillåtande regler, som ska visas nedan kan båda polerna leda till en kollaps av marknaden. I tidigare avsnitt har redogjorts för uppdelningen av privata och publika bolag. En stark anledning till denna uppdelning borde vara att främja företagande vilket uppnås genom att reglerna för privata aktiebolag är förenklade jämfört mot vad som gäller för publika bolag. De förenklade regler gör det både enklare och billigare att driva företag, men som vi ska se har det också sina nackdelar. I denna uppsats har särskilt bestämmelserna 1 kap. 7§ och 1 kap. 8§ ABL analyserats och detta kapitel ämnar till att utreda de rättsekonomiska effekterna av dessa bestämmelser, för att på så sätt utreda om det utifrån ett samhällsperspektiv finns ett intresse av förändrad lagstiftning.

5.1 Småföretagens betydelse för samhällsekonomin

Det är främst små företag som använder sig av crowdfunding, varför dessa företags samhällsekonomiska betydelse här kort ska presenteras.

I början av 1990-talet befann sig Sverige i en kris och i samband med denna utgavs en proposition om en ny småföretagspolitik. Det var, enligt denna, i småföretagen som framtidens jobb fanns och småföretagen sågs som ekonomins spjutspets. Företagsgrundare ansågs vara av stor betydelse för förverkligandet av nya kommersiella och tekniska idéer, de var nyckeln till nya marknader och utmanare till etablerade företag och produktionsmönster. Ett gott politiskt småföretagsklimat ansågs därför leda till en effektivare näringslivsstruktur.⁴⁵

⁴⁵ Prop. 1991/92:51. s. 6

Svenskt näringsliv består idag till 99,4 % av företag med 0-49 anställda.⁴⁶ Enligt en handlingsplan som Europakommissionen gav ut 2011 skapade dessa tillsammans med medelstora företag 80 % av alla nya jobb i Europa under åren 2006-2011.⁴⁷ Min mening är att den bild av småföretagens betydelse och påverkan på samhället som presenterades i föregående stycke är aktuell även idag. Det är därför av vikt att tillväxten av dessa bolag gynnas.

5.2 Småföretagens kapitalbehov

Tillväxtverket har i en rapport om crowdfunding belyst problemet med, vad de kallar för, finansieringsgapet. Med finansieringsgap ska förstås att ”företag och projekt har svårare att få tillgång till kapital än deras framtida intjäningsförmåga motiverar”. Enligt rapporten föreligger ett sådant gap i Sverige för bland annat små och nystartade företag. Anledningen till att dessa företag har svårt att hitta finansiering tros bero på flera orsaker.⁴⁸ För det första är det på grund av det relativt begränsade antalet individer med en större förmögenhet i Sverige svårt att hitta finansiärer. Nystartade bolag saknar dessutom ofta värden som kan utgöra säkerhet likt fast kapital, upparbetad kundstock eller en säljbar produkt. En sista viktig faktor är att denna typ av bolag vanligtvis saknar historik varför det är svårt för finansiärer att finna tillräckligt med information för att känna trygghet till en investering.

Denna situation är inte önskvärd ur varken företag- eller samhällssynpunkt då den hämmar den ekonomiska utvecklingen hos en stor del av svenskt näringsliv. I en senare utredning från Tillväxtverket bedöms finansieringsgapet uppgå till 600-900 miljoner kronor.⁴⁹ Utredningen har dock fått viss kritik av bland annat Roger Svensson, docent i nationalekonomi, som menar att Tillväxtverket använt sig av en missvisande metod. Svensson menar vidare att då endast 46 % av de statliga investeringsfondernas kapital är investerat så finns inga tecken på ett behov av finansiering. Ett annat argument är att det i en marknadsekonomi bör förekomma

⁴⁶ Ekonomifakta, näringslivets struktur.

⁴⁷ An action plan to improve access to finance for SME:s, S. 1.

⁴⁸ Tillväxt genom crowdfunding, s. 21-22.

⁴⁹ Förhandsbedömning för stöd till finansieringsinstrument inom den europeiska regionala utvecklingsfonden, s. 8.

företag som inte får finansiering eftersom att deras affärsidéer inte är tillräckligt bra.⁵⁰ Min mening är att, ovan anförda, argument inte håller. Det finns inte något som säger att investeringsfonderna skulle göra en bättre bedömning om vad som är en god affärsidé än privata investerare. Finansiellt stöd genom statliga investeringar kan dessutom vara selektivt och byråkratiskt.

De mindre bolagens betydelse för samhällsekonomin är tydlig och en ökad möjlighet till kapitalanskaffning för dessa är eftersträvansvärt. Fortsättningen av detta kapitel ämnar därför till att, genom en rättsekonomisk analys, besvara frågan om fördelarna med att lätta på de två aktuella paragraferna, i syfte att främja användningen av crowdfunding, överväger nackdelarna.

5.3 Välstånd

För att ta reda på om något är önskvärt ur ett samhällsperspektiv brukar man inom rättsekonomi undersöka förändringarna i ett samhälles välstånd, vilket i grunden är tillfredsställelse. I pengar så mäts tillfredsställelse i termer av vad en person skulle vara beredd att betala för en specifik sak. Skillnaden mellan vad en person är villig att betala och vad personen faktiskt betalar utgör ökningen av samhällets välstånd. Inom ekonomisk teori förutsätts alla individer vara rationella maximerare av sin egen nytta och företag rationella maximerare av sin egen vinst. Nyttan är unik för varje individ och beror på personliga preferenser. Beroende på i vilken utsträckning dessa preferenser tillfredsställs påverkas storleken på individens nytta. När rationella personer gör affärer med varandra ökar alltid bådats välstånd.⁵¹ Ur samhällssynpunkt är det därför eftersträvansvärt att så många transaktioner som möjligt sker. Det teoretiska målet nås när handeln är pareto-optimal vilket innebär att ingen transaktion längre kan ske utan att någon av parterna får det sämre. I ett sådant läge kan inga fler välståndshöjande transaktioner ske.⁵²

⁵⁰ SOU 2016:72, del. 1, s. 257-258.

⁵¹ Rättsekonomi en introduktion, s. 206-207.

⁵² Fundamental principles of law and economics, s. 32.

5.4 Transaktionskostnader

För att nå maximalt välbefinnande i samhället är det alltså viktigt att främja frivilliga transaktioner. I teorin finns många hypotetiska transaktioner mellan kapitalökande bolag och investerare som skulle öka välbefinnandet för hela samhället. Det finns dock en rad faktorer som hindrar dessa transaktioner och uppkomsten av det pareto-optimala tillståndet. Dessa brukar betecknas som transaktionskostnader och som ska visas nedan kan förändringar av 1 kap. 7-8 §§ ABL både öka och minska denna typ av kostnader. För crowdfunding del består kostnaderna främst av riskerna med en investering och kostnaderna för att komma i kontakt med investerare respektive kapitalökande bolag. Rättsordningen har här en viktig funktion då den kan eliminera dessa hinder och skapa förutsättningar för att önskvärda transaktioner skall uppkomma.

Kostnaderna för en transaktion kan delas upp i tre olika typer. De kostnader ett kapitalökande företag eller investerare till exempel har för att komma i kontakt med varandra eller kostnaderna parterna har för att värdera transaktionen betecknas som kontaktkostnader. Transaktionens andra kostnadskategori är kontraktkostnader vilka består av kostnader för förhandlingar om rättigheter och skyldigheter. Sist består en transaktion av kontrollkostnader vilka bland annat utgörs av de kostnader parterna har för att kontrollera att motparten uppfyller sin del av avtalet. För uppsatsens framställning är det av störst intresse att närmare analysera hur kontaktkostnaderna respektive kontrollkostnaderna påverkas, varför fokus nedan lagts på dessa.

5.4.1 Kontaktkostnader

En effekt av hur 1 kap. 7 § ABL är utformad i dag är att det blir dyrt och svårt för kapitalökande bolag att komma i kontakt med potentiella investerare. Parterna avstår då vissa transaktioner därför att det inte vore rationellt att ingå dem. Genom att tillåta privata bolag att annonsera om emissioner likt förfarandet med crowdfunding blir kapitalanskaffningen mindre tidskrävande, eftersom att bolagen kan nå ut till alla potentiella investerare samtidigt, och fler matchningar mellan utbud och efterfrågan skulle uppstå än tidigare. Skulle dessutom bolagen tillåtas ge ut aktier till en obegränsad krets investerare skulle den individuella risken med varje investering

minska eftersom att det satsade beloppet inte hade behövt utgöra lika stor del av investerarens förmögenhet, vilket ytterligare skulle öka efterfrågan.

Det finns visserligen en tanke bakom privata bolags begränsade möjlighet till spridning av sina aktier. På grund av det förenklade regelsystemet som gäller för denna typ av bolag är riskerna med en investering betydande. Till skillnad från publika bolag finns till exempel inte lika omfattande regler om bolagsstämma, styrelse och revision.⁵³ Det är därför svårt för investerare att skapa sig en rättvis bild av bolagen och som vi i senare avsnitt ska se är riskerna för opportunistisk stor.

Inte heller för crowdfundingplattformarnas del finns incitament till att publicera finansiell information om de kapitalsökande bolagen som inte talar för deras fördel. Till detta kan som motargument föras att plattformarna i en konkurrensutsatt marknad har skäl till att stärka sitt renommé för att inte förlora potentiella investerare. Så som villkoren ser ut hos en av de största intermediärerna på svenska marknaden ställs dock relativt låga krav på den finansiella information som bolagen måste presentera för investerarna.⁵⁴

Problematiken som presenterats i de två senaste styckena är en form av kontaktkostnad som inom ekonomisk teori betecknas som problemet med asymmetrisk information. En som forskat mycket inom området är Ekonomipristagaren George Akerlof. I sitt arbete påvisar han problematiken med hjälp av marknaden för begagnade bilar, en marknad med typiskt sett stor asymmetrisk information. Det informationsunderläge en köpare av en begagnad bil står i leder, enligt Akerlof, till att köparna inte kommer vara beredda att betala det pris en person med perfekt information, ägaren, hade gjort. Utan ingripande från rättsordningen skulle detta leda till en marknad bestående av endast dåliga bilar. Detta på grund av att ägare av bra bilar inte får tillräckligt betalt och därmed avstår från att sälja.⁵⁵ Utan garantier för att bilen faktiskt är så bra som säljaren påstår kommer inte köparen vara benägen att ta risken. Avgörande för att skapa den tillit till marknaden som krävs för att råda bot på problemet är en stark rättsordning. Genom

⁵³ Se ABL 7 kap., 8 kap. och 9 kap. 1§ 2st.

⁵⁴ Fundedby me terms of service kap. 5.

⁵⁵ The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism, s. 489.

till exempel lagar om upplysningsplikt och garantiförpliktelser kan lagstiftaren fördela riskerna så att köparen blir villig att betala mer för en påstådd bra bil.

Appliceras principen på crowdfunding blir det tydligt att problemet med den asymmetriska informationen, på en marknad där privata bolag fritt tillåts sprida sina aktier, kan leda till att investerare grundar investeringar på felaktiga antaganden men också att investerare avstår från transaktioner i större utsträckning än vad som vore önskvärt. I slutändan riskeras en kollaps av hela crowdfundingmarknaden då endast dåliga bolag tjänar på att söka kapital där.

5.4.2 Kontrollkostnader

En annan faktor som påverkar antalet frivilliga transaktioner är kostnaderna för att säkerställa att motparten uppfyller sin del av avtalet. När ett bolag ger ut aktier avsäger det sig en del av sin eventuella framtida vinst i utbyte mot att aktieägarna tar på sig en del av bolagets ekonomiska risker. Som tidigare nämnts förutsätts företag vara rationella maximerare av sin egen vinst vilket investerare i teorin kan förlita sig på. Problemet är att företagets ledning som rationella maximerare av sin egen nytta kan ha ett annat intresse vilket strider mot aktieägarnas, vilket inom ekonomisk teori betecknas som moral hazard. Företagsledningen kan till exempel ha som intention att bygga ett stort snarare än ett vinstmaximerande företag för att på så sätt stärka sitt egna rykte. Dessutom är inte sällan ett företags VD begränsad i möjligheterna att engagera sig och investera i andra bolag, en effekt av denna begränsade personliga riskdiversifiering är att VD'n kan vara mindre riskbenägen än vad som vore optimalt för aktieägarna.⁵⁶ För publika bolag finns som ovan nämnts regler som delvis verkar för att hindra liknande opportunistisk. Dessutom så begränsar och prissätter marknaden själva intressekonflikter genom att alla marknadsaktörers information sammanförs och speglas i en marknadsvärdering av bolaget. I samhällsekonomiskt hänseende är detta av betydelse då informationskostnaderna och behovet av kontroll från aktieägarnas sida minskar.⁵⁷ Problemet för privata bolag är att 1 kap. 8§ ABL hindrar en liknande andrahandsmarknad. Utan ingripande från lagstiftaren kommer dessa transaktionskostnader bestå vilket leder till att villigheten att ingå avtal minskar.

⁵⁶ Självklart kan även motsatsen hävdas.

⁵⁷ Med en tydligt reglerad andrahandsmarknad kan en aktieägare som är missnöjd med bolagets riktning enkelt sälja sitt innehav. Detta innebär att den personliga risken vid en investering är mindre.

5.5 Problematiken med reglering

Att genom juridiska normer minska kontakt-, information- och kontrollkostnaderna är angeläget för att i större utsträckning närma sig det pareto-optimala tillståndet.

Svårigheten ligger i att eliminera dessa marknadsimperfectioner utan att samtidigt försvåra drivandet av företagsformen. Fördelarna med att i större utsträckning tillåta privata aktiebolag att sprida sina aktier är stora och kan potentiellt lösa finansieringsgapet och öka samhällets välbefinnande. Att helt upphäva annonserings- och spridningsförbudet innebär dock stora risker då den bristande transparensen i denna typ av bolag kan leda till att investerare fattar beslut på felaktiga antaganden. Detta kan i slutändan leda till att investerarna tappat förtroendet för marknaden, med effekten att marknaden kollapsar. Genom att tillåta en organiserad andrahandsmarknad skulle några av dessa risker minska men framförallt skulle kontrollkostnaderna kraftigt reduceras. För att driva en organiserad marknadsplats krävs dock tillstånd och bolagen måste följa börsreglerna, vilket skulle innebära stora kostnader och kraven på bolagen skulle förta syftet med uppdelningen mellan privata och publika bolag.

Ett annat problem vid lagstiftning är att finna en balans i fördelningen av vilken part som ska bära kostnaderna. Läggs ett stort ansvar på företagen kommer de tvingas kompensera genom ett högre pris, vilket skulle minska efterfrågan. En motsatt effekt uppstår om risken läggs på investerarna eftersom att deras köpkraft då minskar.

5.6 Slutsats

Utfallen av nuvarande utformning av 1 kap. 7-8 §§ ABL är inte önskvärda ur samhällssynpunkt och med tanke på småföretagens betydelse är min slutsats att det finns ett behov av en alternativ lösning som inte begränsar bolagens kapitalanskaffningsmöjligheter i lika stor utsträckning.

I nästa kapitel kommer med bakgrund av iakttagelserna ovan ges förslag på hållpunkter för en framtida lagstiftning.

6 De lega ferenda

Något fullständigt lagförslag ryms inte inom denna uppsats utan nedan kommer endast kort presenteras min bedömning av viktiga hållpunkter och skälen till dessa. Min utgångspunkt, vilken stöds av Europakommissionen, är att en för omfattande reglering riskerar att hämma finansieringsformens utveckling men att ett visst ingripande är nyttigt för att frigöra potentialen och samtidigt tillförsäkra tillit till marknaden.⁵⁸

En stor anledning till att mindre företag har svårt att söka kapital är svårigheten att komma i kontakt med investerare. Att helt fritt tillåta annonsering ställer dock höga krav på informationsgivning eftersom att risken annars är stor att investerare genomför transaktioner grundade på felaktiga antaganden. Genom att införa ett undantag till 1 kap. 7§ ABL för bolag som söker kapital genom en crowdfundingintermediär kan, som ska visas nedan, kontaktkostnaderna hållas låga samtidigt som informationskostnaderna kan begränsas med relativt billiga medel.

I takt med att finansieringsformen växer och marknaden blir utsatt för större konkurrens är min mening att ett starkt investerarskydd kan skapas genom att endast införa särskilda riktlinjer för plattformarna, där bland annat krav på utförandet av bakgrundskontroller ställs upp.⁵⁹ Förslagsvis kan även en certifieringsmöjligt införas för att investerarna lättare ska kunna skapa en egen bild av plattformens säkerhet. Genom företagsevolution kommer, med stor sannolikhet, oseriösa plattformar därmed att gallras bort.

För att garantera att den information som de kapitalsökande bolagen delar är rättvisbildande kan sanktionsgrundade informationskrav införas. Hänsyn måste dock samtidigt tas till att kostnaden för att uppfylla kraven inte får vara för stor. Särskilda krav på den information som bolagen delar i sin kampanj tillsammans med krav på årsredovisning skulle leda till en sund balans mellan kapitalsökande bolag och investerare. För att motverka opportunist och säkerställa att investerarnas minoritetsskydd består kan det finnas behov av att begränsa möjligheten att skriva

⁵⁸ Unleashing the potential of crowdfunding in the European Union, s. 7.

⁵⁹ Tillväxtverket har meddelat att de skulle kunna upprätta sådana riktlinjer, se Tillväxt genom crowdfunding, s. 47.

aktieägaravtal inom finansieringsformen. Avtalsfriheten kommer visserligen att begränsas men min bedömning är att risken annars är stor att investerare kommer sitta maktlösa med ett värdepapper som är mycket svårt att sälja.

Avslutningsvis är min bedömning att en lagstiftning som fokuserar på dessa hållpunkter har goda förutsättningar till att skapa ett bra crowdfundingklimat, där finansieringsformen kan komma till sin fulla potential. Fler ömsesidigt gynnande transaktioner kommer att genomföras, finansieringsgapet kan täckas och samhällets totala välbefinnande kommer att öka.

7 Käll- och litteraturförteckning

7.1 Offentligt tryck

7.1.1 Propositioner

Prop. 1991/92:51, Om en ny småföretagspolitik.

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

Prop. 2004/05:85, Ny aktiebolagslag.

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

7.1.2 Statens offentliga utredningar

SOU 2016:72 Entreprenörskap i det tjugoförsta århundrandet

7.1.3 Övrigt offentligt tryck

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

European Commission, Communication from the commission to the European parliament, the council, the European economic and social committee and the committee of the regions, *Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union*, Brussels, 27.3.2014.

European Commission, Communication from the commission to the council to the European parliament, to the committee of the regions, and to the European and social committee, *An action plan to improve access to finance for SMEs*, Brussels, 7.12.2011.

Tillväxtverket, 2015, Förhandsbedömning för stöd till finansieringsinstrument inom den Europeiska regionala utvecklingsfonden 2014-2020, Rapport 0183.

7.2 Rapporter

Tillväxtverket, *Tillväxt genom Crowdfunding*, Rapport 0156, Stockholm: Ordförrådet AB, 2013.

7.3 Artiklar

Akerlof, George, The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism, *Quarterly Journal Of Economics*, 84, 3, pp. 488-500, Business Source Complete, EBSCOhost, viewed 18 December 2016.

Svenius, Robert, Gräsrotsfinansiärernas rätt klipps bort, www.svenius.se.

7.4 Litteratur

Bergström, Clas. Samuelsson, Per, *Aktiebolagets grundproblem*, Nerenius & Santérus, Angered, 1997.

Dahlman, Christian. Glader, Marcus. Reidhav, David, *Rättsekonomi En introduktion*, 2:a upplagan, Studentlitteratur, Lund, 2004.

Devlin, Alan, *Fundamental principles of law and economics*, Routledge, 2015.

Dotevall, Rolf, *Aktiebolagsrätt-fördjupning och komparativ belysning*, 1:a upplagan, Norstedts, 2015

Eklund, Karin. Stattin, Daniel, *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, 2:a upplagan, Iustus, Uppsala, 2016.

Nerep, Erik. Samuelsson, Per, *Aktiebolagslagen En lagkommentar*, Kapitel 1-10 och Kapitel 23-32, 2:a upplagan, Thomas Reuters, Stockholm, 2009

Samuelsson, Per. Afrell, Lars. Cavallin, Samuel. Sjöblom, Nils, *Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet En kommentar*, Norstedts, Stockholm, 2005.

7.5 Elektroniska källor

Fundedbyme terms of service, <https://www.fundedbyme.com/sv/terms-of-service/#entrepreneur>, hämtad 15/12/2016.

Ekonomifakta, näringslivets struktur, <http://www.ekonomifakta.se/Fakta/Foretagande/Naringslivet/Naringslivets-struktur/>, hämtad 01/12/2016.