



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Johanna Wellenstam

Gräsrotsfinansiering – en växande problematik?

En studie av andelsbaserad gräsrotsfinansiering och dess förhållande till gällande rätt

JURM02 Examensarbete

Examensarbete på juristprogrammet
30 högskolepoäng

Handledare: Katarina Olsson

Termin för examen: Period 2 VT2018

Innehåll

SUMMARY	1
SAMMANFATTNING	3
FÖRORD	5
FÖRKORTNINGAR	6
1 INLEDNING	8
1.1 Bakgrund	8
1.2 Syfte och frågeställningar	9
1.3 Metod	9
1.4 Material	10
1.5 Avgränsningar	12
1.6 Disposition	13
2 VAD ÄR GRÄSROTSFINANSIERING?	15
2.1 Introduktion	15
2.2 Historik	16
2.3 Olika former av gräsrotsfinansiering	19
2.3.1 Allmänt	19
2.3.2 Andelsbaserad gräsrotsfinansiering	20
2.3.3 Lånebaserad gräsrotsfinansiering	21
2.4 Aktiva och passiva plattformar	22
2.5 Skäl för att använda gräsrotsfinansiering	23
2.6 Avslutande kommentarer	24
3 GRÄSROTSFINANSIERING I SVERIGE	26
3.1 Kartläggning av gräsrotsfinansiering	26
3.2 Spridningsförbudet i aktiebolagslagen	27
3.2.1 Lagens innehåll och syfte	27
3.2.2 Undantag	29
3.2.3 Spridningsförbudets förhållande till gräsrotsfinansiering	31
3.3 Regler om prospekt	32

3.3.1	Lagens innehåll och syfte	32
3.3.2	Undantag	34
3.3.3	Prospektreglernas förhållande till gräsrotsfinansiering	34
3.4	MiFID och MiFID II	35
3.4.1	Direktivens innehåll och syfte	35
3.4.2	Undantag	37
3.4.3	MiFID II:s förhållande till gräsrotsfinansiering	38
3.5	Avslutande kommentarer	39
4	PLATTFORMARNA	41
4.1	Allmänt	41
4.2	FundedByMe	42
4.2.1	Villkor	42
4.2.2	FundedByMe:s förhållande till spridningsförbudet	44
4.3	Pepins	45
4.3.1	Villkor	45
4.3.2	Pepins förhållande till spridningsförbudet	47
4.4	Avslutande kommentarer	48
5	GRÄSROTSFINANSIERING I EU	50
5.1	Harmoniserande regelverk	50
5.2	Medlemsstaternas förhållande till gräsrotsfinansiering	51
5.2.1	Allmänt	51
5.2.2	Finland	54
5.3	Avslutande kommentarer	56
6	ANALYS OCH SLUTSATSER	57
6.1	Omfattas andelsbaserad gräsrotsfinansiering av gällande rätt och hur förhåller sig plattformarna till dessa regler?	57
6.2	Är andelsbaserad gräsrotsfinansiering en lämplig finansieringsmetod ur en kapitalsökandes respektive investerares perspektiv?	60
6.3	Bör ett särskilt regelverk för andelsbaserad gräsrotsfinansiering införas i svensk rätt?	62
6.4	Avslutande kommentarer	65
BILAGA A		66
BILAGA B		68

BILAGA C	69
BILAGA D	70
BILAGA E	71
KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	72

Summary

The Swedish Agency for Economic and Regional Growth has identified a financial gap amongst startups and smaller companies in Sweden. The gap is a result of a difficulty for these companies to raise capital, which often is a necessity for companies in order to survive. The difficulty of raising capital is due to the fact that banks and traditional credit institutions are at high risk when lending money to startups and smaller companies. Equity crowdfunding is a method for companies to raise capital from the crowd for specific projects. Companies in need of capital pitch their projects on an internet-based platform for potential investors. These investors are usually not professionals. When using equity crowdfunding, the investor invests capital in exchange for shares in the capital-seeking company. By enabling raising capital, equity crowdfunding can reduce the financial gap. But investing in startups and smaller companies can also induce risks for the investors, since there are no guaranties that the capital-seeking companies will succeed. The prohibition on dissemination of shares in private companies, the prospect rules and the rules in MiFID II could be applicable on equity crowdfunding. With these regulations in mind, the thesis aims to investigate whether it is appropriate to implement a specific regulation for equity crowdfunding in the Swedish legislation. The investors need of protection and the capital-seeking companies need of capital will be taken into account during the investigation.

The result of the thesis indicates that some of the crowdfunding platforms are acting in violation of the prohibition on dissemination of shares, since most of the capital-seeking companies are private companies. Neither the prospect rules nor the rules in MiFID II are currently applicable on equity crowdfunding, since the Swedish Financial Supervisory Authority has stated that shares in private companies do not constitute of transferable securities. There is currently no harmonization at EU level.

The thesis concludes that equity crowdfunding is a necessary financing method that helps to reduce the financial gap. Since startups and smaller companies represents a great proportion of the Swedish companies, it is important that they are supported. I believe the risks of equity crowdfunding could be avoided by clarifying the legislation. To ensure the protection of an investment when issuing shares through a platform, I propose imposing prospect-like rules regarding equity crowdfunding. Harmonization at EU level could also be preferable in order to reduce discrepancies between Member States and also encourage cross-border trade.

Sammanfattning

Tillväxtverket har identifierat ett finansiellt gap för mindre och nystartade företag i Sverige. Orsaken till detta är att dessa företag har svårigheter med kapitalanskaffning, vilket ofta är essentiellt för företags överlevnad. Problematiken med kapitalanskaffning beror delvis på att banker och traditionella kreditinstitut ser stora risker med att låna ut pengar till mindre och nystartade företag. Gräsrotsfinansiering är en metod för företag att anskaffa kapital för projekt från en större massa. Projekten presenteras på en internetbaserad plattform där den kapitalsökande ”pitchar” sin idé för potentiella investerare, vilka vanligtvis inte är professionella. Vid andelsbaserad gräsrotsfinansiering tillskjuter investerare kapital i bolag i utbyte mot aktier eller andelar i det kapitalsökande bolaget. Genom att på detta sätt möjliggöra kapitalanskaffning kan finansieringsmetoden bidra till att minska det finansiella gapet. Samtidigt kan investeringar i nystartade och mindre företag vara förenat med risker för investerarna, då det inte finns några garantier för att företagen kommer lyckas. Spridningsförbudet och prospektskyldigheten i svensk rätt samt MiFID II skulle kunna aktualiseras vid gräsrotsfinansiering. Uppsatsen syftar till att med beaktande av dessa bestämmelser utreda om det är lämpligt att införa särskilda regler för andelsbaserad gräsrotsfinansiering i svensk rätt. Syftet ska utredas med beaktande av investerares behov av skydd vid investering samt kapitalsökande bolags behov av finansiering.

Resultatet tyder på vissa av de svenska plattformarnas verksamheter strider mot spridningsförbudet i 1 kap. 7 § ABL, eftersom de kapitalsökande bolagen oftast är privata aktiebolag. Uppsatsen visar att varken prospektskyldigheten i 2 kap. 1 § LFH eller bestämmelserna i MiFID II gäller för gräsrotsfinansiering i nuläget, eftersom Finansinspektionen har gjort bedömningen att aktier i privata aktiebolag inte utgör överlåtbara värdepapper. Något harmoniserande regelverk finns inte heller på EU-nivå i nuläget.

Slutsatserna som dragits är att gräsrotsfinansiering är en nödvändig finansieringsmetod som bidrar till att fylla det finansiella gapet. Eftersom nystartade och mindre företag utgör en stor andel av de svenska företagen är det viktigt att de främjas. Jag anser även att de risker gräsrotsfinansiering kan innebära skulle kunna undvikas genom att tydliggöra lagstiftningen för gräsrotsfinansiering. För att säkerställa ett skydd för investerare vid emission via en plattform anser jag att prospektliknande regler bör införas för andelsbaserad gräsrotsfinansiering. En harmonisering på EU-nivå hade även varit att föredra i syfte att minska diskrepansen medlemsstaterna emellan och för att gynna gränsöverskridande handel.

Förord

Jag vill här ta tillfället i akt att tacka personer som på olika sätt bidragit till att förgylla min tid i Lund.

Först och främst vill jag tacka mina fina vänner, för allt skoj vi gjort, för alla samtal vi haft och för all uppmuntran under stunder då juristprogrammet känns tufft. Ett särskilt tack till Matilda och Felicia, för att ni bemödat er med att läsa denna uppsats och för att ni alltid finns där. Ni är bäst.

Ett stort tack till Katarina Olsson för värdefulla synpunkter under arbetets gång.

Tack till mamma, Victor, Carl och Ludde för all kärlek, stöttning och uppmuntran.

Mitt största tack till pappa, som alltid varit min största supporter och aldrig tvivlat på min förmåga. Tack för all kärlek, för ditt obegränsade engagemang och inte minst för alla timmar du lagt på korrekturläsning av mina arbeten. Saknar dig så.

Lund, den 6 mars 2018

Johanna Wellenstam

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag (2005:551)
Dir.	Direktiv
EBA	European Banking Authority
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	Europeiska Unionen
EUR	Euro
FI	Finansinspektionen
FundedByMe	FundedByMe Crowdfunding Sweden AB (publ), org.nr. 556871- 1823
JOBS Act	The Jumpstart Our Business Act
LHF	Lag (1991:980) om handel med finansiella Instrument
MiFID	Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument och om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG och 93/6/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG samt upphävande av rådets direktiv 93/22/EEG
MiFID II	Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU
MiFIR	Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 600/2014 av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av förordning (EU) nr 648/2012
Pepins	Pepins Group AB (publ), org.nr. 556634-8222
Prop.	Proposition

Prospektdirektivet	Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG av den 4 november 2003 om de prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds allmänheten eller tas upp till handel och om ändring av direktiv 2001/34/EG
Prospektförordningen	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 offentliggörande av prospekt och spridning av annonser.
Rp	Regeringens proposition (Finland)
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
SFS	Svensk författningssamling
SOU	Statens offentliga utredningar
VpmL	Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Det fiktiva företaget X AB grundades i Lund under hösten 2017. Företaget består i nuläget av två ägare tillika grundare, samt ett fåtal anställda. X AB:s vision är att skapa en elcykel som ska produceras lokalt och sälja den på den svenska marknaden. I nuläget finns en prototyp av cykeln och ägarna hoppas nu på att dra igång produktionen ordentligt. De har hittat en perfekt lokal för produktion samt ett antal anställda som skulle kunna sköta produktionsprocessen. Genom marknadsföring via sociala medier har företaget fått in ett hundratal beställningar via sin digitala orderbok. X AB har dock stora problem med finansiering. När ägarna under hösten 2017 vände sig till flera banker för att få lån för att finansiera produktionen fick de avslag från samtliga. Genom att vända sig till nära och kära lyckades de driva in tillräckligt kapital för att bygga prototypen, men där tog pengarna slut. De känner dock till det skånebaserade företaget Uniti som ligger några steg före X AB, mycket tack vare deras lyckade andelsbaserade gräsrotsfinansieringskampanjer. Med detta i åtanke funderar X AB nu på att vända sig till den digitala plattformen FundedByMe för att, likt Uniti, driva in kapital genom andelsbaserad gräsrotsfinansiering. Ägarna tycker det verkar vara en lysande finansieringsmetod men har funderingar kring de rättsliga aspekterna kring densamma. Bland annat undrar de om det är förenligt med svensk rätt att genomföra kampanjer på plattformar för gräsrotsfinansiering.

Detta fiktiva exempel ligger till grund för uppsatsens syfte. Med bakgrund i exemplet är avsikten att besvara uppsatsens frågeställningar.

1.2 Syfte och frågeställningar

Uppsatsens syfte är att med beaktande av spridningsförbudet och prospekt-skyldigheten i svensk rätt samt MiFID II¹ utreda om det är lämpligt att införa särskilda regler för andelsbaserad gräsrotsfinansiering i svensk rätt. Vid syftets utredande ska investerares behov av skydd vid investering samt kapitalsökande bolags behov av finansiering tas i beaktning.

För att uppnå uppsatsens syfte besvarar uppsatsen följande frågeställningar:

- Omfattas andelsbaserad gräsrotsfinansiering av spridningsförbudet, prospektskyldigheten eller MiFID II?
- Hur förhåller sig plattformarna för andelsbaserad gräsrotsfinansiering till spridningsförbudet, prospektskyldigheten och MiFID II?
- Är andelsbaserad gräsrotsfinansiering en lämplig finansieringsmetod ur en kapitalsökandes respektive investerares perspektiv?
- Bör ett särskilt regelverk för andelsbaserad gräsrotsfinansiering införas i svensk rätt?

1.3 Metod

Frågeställningarna ovan har besvarats med stöd i en rättsdogmatisk metod, vilket innebär att rättskällevärdet tillämpas. Lagstiftning, förarbeten, rättspraxis och doktrin har således använts för att besvara frågeställningarna, då dessa anses vara allmänt accepterade rättskällor enligt rättskällevärdet.² Information i rättskällorna har tolkats och analyserats för att hitta ett svar på de uppställda frågorna. Intervjuerna som presenteras i det fjärde avsnittet går emot den rättsdogmatiska metoden eftersom de saknar förankring i accepterade rättskällor.³

¹ Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader

² Korling och Zamboni (red.) (2013), s 21.

³ Korling och Zamboni (red.) (2013), s 29.

En rättsanalytisk metod har även använts i uppsatsens analytiska delar. Den rättsanalytiska metoden ger vidare möjligheter till att analysera och kritisera gällande rätt, till skillnad från den rättsdogmatiska metoden som endast syftar till att fastställa gällande rätt. Med den rättsanalytiska metoden vidgas även möjligheten att använda material som inte är allmänt accepterade källor enligt rättskällevärdet.⁴ Detta lämpar sig väl i uppsatsen eftersom det i nuläget inte finns några särskilda regler för gräsrotsfinansiering i svensk rätt och därmed inte heller några förarbeten eller praxis som omfattar gräsrotsfinansiering.

1.4 Material

Det finns, vilket angetts i avsnitt 1.3, varken förarbeten eller praxis som omfattar gräsrotsfinansiering. Någon omfattande doktrin på området finns inte heller. Förarbeten och lagstiftning som skulle kunna vara aktuella för finansieringsmetoden har därför använts. Exempelvis har såväl förarbeten som lagstiftning använts för aktiebolagslagen (ABL)⁵, lagen om handel med finansiella instrument (LHF)⁶, lagen om värdepappersmarknaden (VpmL)⁷. Europaparlamentets och rådets direktiv om marknader för finansiella instrument (MiFID⁸ och MiFID II) har använts för att utreda gällande rätt i avsnitt 3 och 5.

Det finns artiklar i både dagstidningar och juridiska tidskrifter där finansieringsmetoden diskuteras. Dessa har använts i uppsatsen. Vidare finns det utredningar, så som Finansinspektionens kartläggning av gräsrotsfinansiering i Sverige, Tillväxtverkets rapport om gräsrotsfinansiering. Dessa har inte särskilt högt rättskällevärde enligt rättskällevärdet.⁹

⁴ Sandgren (2015), s 45 ff.

⁵ SFS 2005:551.

⁶ SFS 1991:980.

⁷ SFS 2007:528.

⁸ Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument och om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG och 93/6/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG samt upphävande av rådets direktiv 93/22/EEG.

⁹ Korling och Zamboni (red.) (2013), s 21 ff.

Utredningarna är trots detta relevanta för uppsatsen för att besvara uppsatsens frågeställningar eftersom de ligger till grund för regeringens beslut om kommittédirektiv den 28 juli 2016, vilket har föranlett en statlig utredning av gräsrotsfinansiering.¹⁰ Utredningen skulle initialt redovisas senast den 29 december 2017, men i november 2017 förlängdes utredningstiden. Den nya tiden för redovisning av uppdraget är den 16 mars 2018.¹¹ Jag har därmed inte kunnat beakta något av det arbete som ingår i utredningens direktiv. Under ett samtal med utredningens sekreterare Peter Clason i november 2017 informerades jag om den förlängda utredningstiden och att jag inte kunde få ta del av utredningen innan den redovisas i sin helhet i mars 2018.

Eftersom Finansinspektionen är tillsynsmyndighet för gräsrotsfinansiering har vägledning under uppsatsen hittats i information som Finansinspektionen presenterats på sin hemsida.

Till grund för direktivet ligger Finansinspektionens kartläggning av gräsrotsfinansiering i Sverige.¹² De slutsatser som drogs i samband med kartläggningen var dels att det finns ett behov av fördjupad analys och att det behöver klargöras vilka befintliga regler som kan träffa olika former av gräsrotsfinansiering. Flera risker identifierades knutna till andelsbaserad och lånebaserad gräsrotsfinansiering som sker genom plattformar. I regeringens direktiv fastställs att det ska utredas vilka regler som är tillämpliga på andelsbaserad och lånebaserad gräsrotsfinansiering samt om det finns ett behov av en ny näringsrättslig lagreglering, alternativt om befintlig lagstiftning behöver justeras. Om så är fallet ska nödvändiga lagförslag utarbetas.¹³

I avsnitt 4 presenteras material som erhållits via intervjuer per mail med verksamma medarbetare på FundedByMe och Pepins. Intervjuerna återges i

¹⁰ Dir. 2016:70.

¹¹ Dir. 2017:112.

¹² Finansinspektionen (2015).

¹³ Dir. 2016:70.

sin helhet i bilaga A och bilaga B. Personerna som har valts för intervjuerna är ansvariga för investerarrelationer (FundedByMe) respektive compliance (Pepins) på plattformarna. De har vidare läst och godkänt det bearbetade materialet där deras synpunkter återges. Anledningen till att dessa intervjuer har genomförts är för att få deras inställning till gräsrotsfinansiering, deras syn på eventuella risker för investerare samt deras uppfattning om den pågående utredningen. Detta för att sammantaget få en mer nyanserad bild av finansieringsmetoden. Eftersom uppsatsen syftar till att utreda gräsrotsfinansiering med beaktande av såväl det kapitalsökande bolaget som investeraren anser jag det vara nödvändigt att få en uppfattning av hur finansieringen går till i praktiken och hur plattformarna som kanaliserar finansieringen ser på finansieringsmetoden. Kompletterande information har även hämtats från FundedByMe:s och Pepins respektive hemsidor.

1.5 Avgränsningar

Fokus i uppsatsen kommer främst ligga på att utreda den andelsbaserade gräsrotsfinansieringen. Lånebaserad gräsrotsfinansiering kommer ges utrymme i uppsatsen men belöningsbaserad och donationsbaserad gräsrotsfinansiering kommer endast nämnas i dess korthet. När gräsrotsfinansiering nämns i uppsatsen så åsyftas således andelsbaserad gräsrotsfinansiering om inte annat anges. Gräsrotsfinansiering används som översättning på engelskans crowdfunding. De svenska lagrum som kommer beröras är främst de som finns i ABL, VpmL och LHF.

Avseende plattformarna för gräsrotsfinansiering kommer endast svenska plattformar utredas mer utförligt, med särskilt fokus på FundedByMe och Pepins då dessa är två av de största svenska plattformarna. Amerikanska och andra plattformar inom EU kommer att lämnas därhän. Vidare kommer USA endast nämnas inledningsvis för att klargöra bakgrunden till finansieringsmetoden. Eftersom det amerikanska rättssystemet skiljer sig från det svenska har jag valt att inte göra någon komparation med den amerikanska regleringen av gräsrotsfinansiering.

EU:s syn på gräsrotsfinansiering och de EU-rättsliga regelverk som omfattar finansieringsmetoden kommer att redogöras för. Andra EU-medlemsstaters förhållande till gräsrotsfinansiering kommer endast presenteras kortfattat, i syfte att få en uppfattning om hur övriga EU-länder förhåller sig till gräsrotsfinansiering. Jag kommer därmed inte göra någon djupare komparativ studie i uppsatsen. Däremot kommer ett kortare avsnitt om det finska regelverket för gräsrotsfinansiering presenteras. Syftet med detta är att belysa ett exempel på hur en särskild reglering för gräsrotsfinansiering kan se ut.

1.6 Disposition

Uppsatsens andra avsnitt kommer utreda begreppet gräsrotsfinansiering. I detta avsnitt presenteras även finansieringsmetodens historiska bakgrund. Avslutningsvis framförs i detta avsnitt skälen till att använda gräsrotsfinansiering.

I det tredje avsnittet kommer gällande rätt redogöras för, vilket innefattar vilka lagar i svensk rätt som aktualiseras eller bör aktualiseras vid gräsrotsfinansiering.

I det fjärde avsnittet ges en beskrivning av två av dem största plattformarna för gräsrotsfinansiering i Sverige. I detta avsnitt framförs såväl plattformarnas villkor som deras förhållande till gällande rätt.

Det femte avsnittet kommer att fokusera på gräsrotsfinansiering i EU. Detta avsnitt kommer beskriva vilka regler som gäller på EU-nivå, hur medlemsländer i EU valt att reglera finansieringsmetoden, med särskilt fokus på den finska regleringen.

Samtliga ovan nämnda avsnitt kommer att avslutas med avslutande kommentarer där jag kommer lyfta det jag ansett vara särskilt beaktansvärt.

Uppsatsens sista avsnitt kommer innehålla en analys med slutsatser baserade på uppsatsens övriga avsnitt.

2 Vad är gräsrotsfinansiering?

2.1 Introduktion

I Sverige finns i dagsläget omkring 1,2 miljoner företag, varav närmare 97 % är småföretag med färre än 10 anställda. Småföretag med mindre än 50 anställda står för omkring 40 % av antalet anställda, omsättningen och förädlingsvärdet i Sverige.¹⁴ Det är av betydande vikt för ett företags överlevnad att det i tidigt skede har tillgång till kapital, men då företag i uppstartsfasen och mindre företag ofta har svårt att skaffa kapital skapas ett finansiellt gap för dessa företag.¹⁵ I litteraturen beskrivs ett finansiellt gap som ett samhällsekonomiskt problem.¹⁶ Finansinspektionen har identifierat att det ur ett tillväxtperspektiv föreligger en underfinansiering av vissa typer av företag. Dessa typer utgörs av mindre företag, av nystartade företag, av företag som startas eller drivs i branscher som t.ex. tjänsteföretag, företag som startas eller drivs av kvinnor och företagare med utländsk bakgrund och företag som startas eller drivs i lands- och glesbygdsregioner.¹⁷ Dessa företagstyper söker vanligtvis två typer av kapital: lånekapital och externt ägarkapital.¹⁸ Traditionellt sett har lånefinansiering huvudsakligen använts när företag haft för avsikt att expandera sin verksamhet. I samband med finanskrisen 2008 blev möjligheterna till lån allt mer begränsade. I Sverige minskade antalet beviljade lån för småföretagare från 40 % i mitten av 2000-talet till mindre än 25 % under 2014. Denna förändring har bidragit till att den nya finansieringsmetoden gräsrotsfinansiering har blivit allt mer aktuell för företag i behov av kapital.¹⁹

¹⁴ ”Basfakta om företag”, Tillväxtverket, <https://tillvaxtverket.se/statistik/foretagande/basfakta-om-foretag.html?chartCollection=2#svid12_f607e5d15aeacd3b3d1f441>, besökt 2018-02-10.

¹⁵ Tillväxtverket (2013), s 21

¹⁶ Bjerkesjö m.fl. (2011), s 7.

¹⁷ Tillväxtverket (2013), s 21.

¹⁸ Tillväxtverket (2013), s 22.

¹⁹ Härkönen (2016/2017), s 1.

Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (ESMA) definierar gräsrotsfinansiering som en metod för att från en större massa skaffa kapital för projekt, vilket ofta sker genom en internetbaserad plattform. Den kapitalsökande ”pitchar” sin idé på plattformen för potentiella investerare, vilka vanligtvis inte består av professionella investerare.²⁰

I Sverige finns ett flertal exempel på projekt som genom gräsrotsfinansiering dragit in mångmiljonbelopp. Ett exempel är livsmedelskedjan Paradiset som drog in 21,5 miljoner kronor på 20 dagar.²¹ Ett annat exempel är det skånebaserade elbilsföretaget Uniti som genom gräsrotsfinansiering drog in 22 miljoner kronor enbart under hösten 2017.²² Ytterligare ett exempel är DNA-bolaget Dynamic Code vars kampanj på Pepsins samlade in 10 miljoner kronor genom 275 delägare på 39 minuter.²³

2.2 Historik

Gräsrotsfinansiering har använts som finansieringsmetod sedan lång tid tillbaka, exempelvis finansierades Frihetsgudinnan på 1800-talet genom att kapital tillsköts i utbyte mot att finansörerna fick miniatyrversioner av Frihetsgudinnan med sina namn ingraverade. Anledningen till att de enskilda individerna valde att bistå med kapital till projektet var att de trodde starkt på det. De ville bli en del av historien och något som de ansåg var större än de själva. Denna grundvärdering tros finnas kvar och är anledningen till varför investerare väljer att tillskjuta kapital genom gräsrotsfinansiering än idag.²⁴

I samband med börskraschen år 1929, med den stora depressionen som följde, förlorade investerare stora summor pengar som de satsat på aktiemarknaden, vilket medförde att gräsrotsfinansiering blev allt mer

²⁰ ESMA/2014/1378, s. 4.

²¹ ”Fler företag låter kunder bli delägare”, Dagens Industri, <<https://www.di.se/nyheter/fler-foretag-later-kunder-bli-delagare/>>, besökt 2017-11-20.

²² Karin Olander, ”Uniti visar upp sin nya ebil”, Dagens Industri, <<https://www.di.se/bil/uniti-visar-upp-sin-nya-elbil/>>, besökt 2017-12-10.

²³ <https://www.pamins.com>.

²⁴ Dresner (2014), s 4.

ovanligt. Detta hårda slag mot investerarna medförde ett minskat förtroende för handel med finansiella medel, vilket gav upphov till att den amerikanska kongressen antog Securities Act (1933) och Securities Exchange Act (1934). I samband med dessa bildades tillsynsmyndigheten U.S Securities and Exchange Commission (SEC) för att få tillbaka allmänhetens förtroende för finansmarknaden. Genom att införa krav på en enhetlig informationsgivning från noterade aktiebolag var målet att åstadkomma hederliga transaktioner och att skydda investerare genom att begränsa möjligheten för aktörer att sälja andelar utanför den reglerade marknaden.²⁵

Först när utvecklingen av Internet och e-handel tog fart under 2000-talet blev gräsrotsfinansiering åter aktuellt. Plattformen Kiva introducerades innan den globala finanskrisen 2008 och bidrog till att investerare kunde bistå entreprenörer i utvecklingsländer med upprättande av mikrolån, i syfte att hjälpa människor att ta sig ur fattigdom. I samband med finanskrisen ökade behovet av gräsrotsfinansiering globalt, i och med att det blev betydligt svårare för små och medelstora aktiebolag att erhålla kapital från banker och andra finansiärer. Plattformen Kickstarter²⁶ lanserades 2009 och syftade till att förse musiker och artister med ett verktyg för att möjliggöra finansiering av exempelvis turnéer och inspelningar. Som motprestation erbjöds investerarna särskilda förmåner som incitament till att tillskjuta kapital. Förmånerna kunde bestå av t-shirts, skivor eller förköp av producerat material. I takt med att sociala medier blev allt mer etablerade kunde entreprenörers kapitalanskaffningskampanjer nå en bredare krets av presumtiva investerare och därmed få större genomslag, vilket även bidrog till att Kickstarters verksamhet accelererade.²⁷

Gräsrotsfinansieringens uppsving den senaste tiden beror mycket på teknologins utveckling de senaste årtiondena då den möjliggjort kontakt

²⁵ Dresner (2014), s 5 f.

²⁶ Kickstarter är en amerikansk internetplattform som med hjälp av gräsrotsfinansiering samlar kapital till olika projekt.

²⁷ Dresner (2014), s 9.

mellan en bred krets av kapitalsökande och investerare.²⁸ På den svenska marknaden har finansieringsmetoden etablerat sig de senaste åren och globalt sett sker en ständig utveckling.²⁹

Gräsrotsfinansiering utgör ett medel för kapitalsökande entreprenörer att tillgodogöra sig kapital eller krediter från en eller flera investerare. Investerarna kan bestå av antingen fysiska eller juridiska personer. Finansieringen realiserar genom att webbaserade plattformar erbjuder en plats för entreprenörer där de kan annonsera om att de söker kapital för projekt eller verksamheter. Eftersom finansieringen möjliggör för privatpersoner att investera efter egna förutsättningar och därmed kan konkurrera med professionella affärsänglar och riskkapitalister, har fenomenet identifierats som ett sätt att demokratisera investeringsmöjligheten.³⁰ Vidare möjliggör det för investerare att tidigt investera i startups³¹ som mycket snabbt ökar i värde. Genom att nå ut till en stor mängd potentiella investerare och kunder bidrar även gräsrotsfinansieringen till marknadsföring för entreprenören.³²

En finansiär kan tillskjuta entreprenören kapital på olika sätt. Vanligtvis sker det genom försträckning, av rörelsekapital i utbyte mot en andel i verksamheten, av gåva och av förskottsvederlag i utbyte mot belöning. Med undantag för vid donationsbaserad gräsrotsfinansiering, erbjuds vanligtvis en motprestation från entreprenören som incitament för kapitaltillskottet. Särskiljande för gräsrotsfinansiering är att den inte kräver någon avtalsrättslig mellanhand, t.ex. finansinstitut, utan kan ske direkt mellan entreprenören och investeraren. Plattformarna som är avsedda att sammankoppla entreprenörer med investerare utgör i de flesta fall endast en kontaktförmedlare, snarare än en förmedlare av likvida medel. Genom att entreprenörer och investeraren möts direkt, omfattas de inte av den

²⁸ Dir. 2016:70, s 1; ESMA/2014/1378, s 8.

²⁹ Finansinspektionen (2015), s 4.

³⁰ Ahonen och Mathisen (2016), s 14.

³¹ Företag i en uppstartsfas.

³² Bilaga A.

lagstiftning som finansiella mellanhänder måste förhålla sig till, vilket bidrar till en öppnare kapitalmarknad.³³

2.3 Olika former av gräsrotsfinansiering

2.3.1 Allmänt

De fyra former av gräsrotsfinansiering som finns är belöningsbaserad, donationsbaserad, lånebaserad och andelsbaserad. En kampanj kan baseras på kombinationer av flera av dessa finansieringsformer. Det är därmed inte nödvändigt att använda sig endast utav en finansieringsform.³⁴

En finansieringskampanj initieras vanligtvis när en kapitalsökande, antingen juridisk eller fysisk person, har ett projekt som personen i fråga behöver hjälp med att finansiera. De olika finansieringsformerna kan lämpa sig olika bra beroende på vad den kapitalsökande avser driva för projekt. Låne- eller andelsbaserad finansiering lämpar sig bra för långsiktiga näringsverksamheter, medan belöningsbaserad finansiering lämpar sig bättre för kulturinriktade projekt och näringsidkare som behöver kapital till en mindre omfattande satsning.³⁵

Det finns som tidigare angetts en möjlighet till kombinationer av finansieringsformer, vilket för vissa projekt lämpar sig bäst. Plattformarna för gräsrotsfinansiering är inriktade på olika typer av finansieringsformer, vilket innebär att val av plattform ofta baseras på vilken typ av finansieringsform som den kapitalsökande har valt. Inriktningen på webbplatserna kan dock komma att ändras snabbt, varför det inte går att ge någon generell guide som omfattar enskilda plattformar. Det brukar dock inte vara något problem för kapitalsökande att hitta en ändamålsenlig plattform.³⁶

³³ Ahonen och Mathisen (2016), s 15.

³⁴ Dresner (2014), s 25.

³⁵ Ahonen och Mathisen (2016), s 23

³⁶ Ahonen och Mathisen (2016), s 23.

2.3.2 Andelsbaserad gräsrotsfinansiering

Andelsbaserad gräsrotsfinansiering syftar till att samla in pengar till ett bolag med en andel eller aktie i bolaget som motprestation. Vanligtvis är investerarna konsumenter, men det förekommer även investerare som är juridiska personer. De bolag som söker gräsrotsfinansiering består främst av privata aktiebolag eller mindre företag och entreprenörer.³⁷

Anledningen till varför många nystartade företag, som till sin natur oftast inte är redo för en börsintroduktion, väljer denna finansieringsmetod är för att de genom den offentliga emission som andelsbaserad gräsrotsfinansiering innebär kan få in kapital utan att behöva ansöka om lån. Finansieringsmetoden har som tidigare nämnts etablerats i Sverige under senare tid och kommer bli allt vanligare, vilket delvis beror på att ny teknologi underlättar denna typ av massfinansiering.³⁸

Andelsbaserad gräsrotsfinansiering kan medföra ett antal risker för investerare, eftersom finansiering ofta sker till företag i tidigt skede eller används för konsumentkrediter. Vid andelsbaserad gräsrotsfinansiering finns en likviditetsrisk för investerarna, då det saknas en sekundärmarknad. Detta till skillnad från köp av andelar på handelsplattformar som t.ex. Aktietorget, där det finns en sekundärmarknad.³⁹ En sekundärmarknad syftar huvudsakligen till att möjliggöra för investerare att likvidera sina tillgångar. Därmed utgör den ofta en förutsättning för att investerarna ska genomföra investeringar i företag. När en sekundärmarknad saknas försvåras primärmarknaden eftersom sekundärmarknaden skapar en likviditet i de värdepapper som emitteras genom primärmarknaden. Vidare kräver investerare högre avkastning för att kompensera den lägre likviditeten.⁴⁰

³⁷ Finansinspektionen (2015), s 7.

³⁸ Dir. 2016:70, s 1.

³⁹ Dir 2016:70, s 4.

⁴⁰ Sevenius och Örtengren (2012), s 34.

2.3.3 Lånebaserad gräsrotsfinansiering

Lånebaserad gräsrotsfinansiering sker med hjälp av en tredje part genom ett låneavtal i utbyte mot ett löfte om återbetalning med eller utan ränta. Partsförhållandena vid lånebaserad gräsrotsfinansiering kan se ut på olika sätt, eftersom den som söker kapital också kan vara konsument.⁴¹

En variant av lånebaserad gräsrotsfinansiering är att utlåning sker från företag och konsumenter. Denna utlåning till konsumenter sker via en mellanhand, exempelvis genom en plattform. Detta skiljer sig från övrig gräsrotsfinansiering dels då kapitalsökaren är en konsument och dels då lånet inte syftar till finansiera ett specifikt projekt, utan vanligtvis är avsett för konsumtion. Det vanligaste är att kreditgivaren får utbetalt månatlig ränta på det utbetalade beloppet. Denna är oftast rörlig, men kan även vara fast.⁴²

En annan variant är att utlåning sker från konsumenter och företag till företag. Nybildade bolag har inte samma förutsättningar att erbjudas lån som bolag med lång historik. De plattformar som finns inriktar sig på olika profiler av kapitalsökande, på vissa kan bolag med god historik att ansöka om banklån som ett alternativ till traditionella banklån, andra riktar sig främst till nybildade bolag. De plattformar som främst riktar sig till nybildade bolag kan utgöra ett alternativ till finansiering för entreprenörer som vill förverkliga en affärsidé, men inte lyckats få lån av traditionella finansiella aktörer så som banker och kreditmarknadsbolag. Även för dessa låneavtal erhåller kreditgivaren fast eller rörlig ränta på det utlånade beloppet.⁴³

Även lånebaserad gräsrotsfinansiering kan medföra risker för investerare. För lånebaserad gräsrotsfinansiering är riskbedömningen av investeringar särskilt svår då kapital fördelas mellan ett flertal låntagare. Plattformarna som annonserar om finansieringsprojekt tar ingen kreditrisk, varför det finns

⁴¹ Finansinspektionen (2015), s 9.

⁴² Finansinspektionen (2015), s 9.

⁴³ Finansinspektionen (2015), s 9.

svaga incitament för dem att undvika att förmedla lån som är ofördelaktiga för låntagare. Därmed finns dels en ökad risk för att investerare förlorar sitt kapital och dels att konsumenter beviljas lån som denne har svårt att betala tillbaka.⁴⁴

2.4 Aktiva och passiva plattformar

Utöver att förmedla mellan kapitalsökande entreprenörer och investerare erbjuder aktiva plattformar ytterligare tjänster i investeringsprocessen, exempelvis due diligence, analyser, riskkategoriseringar och värderingar av de kapitalsökande projekt samt förvaltnings- och rådgivningstjänster. De förvaltnings- och rådgivningsbaserade plattformarna utgör verksamheter som på olika sätt styr investerarnas val. En del verksamheter som hittats i samband med Finansinspektionens kartläggning liknar investeringsrådgivning när de ger rekommendationer eller investeringsförslag till den som avser investera.⁴⁵

De plattformar som erbjuder förvaltning övertar istället ansvaret från investerarna, vilket medför att investerarna överlåter investeringsansvaret till plattformen och agerar själva passivt fortsättningsvis. Det som sker då är att det uppstår ett indirekt trepartsförhållande där investerarna investerar i plattformen som i sin tur bedriver något som liknar fond- eller diskretionär portföljförvaltning. Plattformarna tar ofta ut avgifter för förvaltningen, vilka består i dels fasta årliga avgifter och dels rörliga avgifter som baseras på prestation.⁴⁶

Passiva plattformar är mer vanligt förekommande. Dessa erbjuder endast en mötesplats för kapitalsökande bolag och investerare, därmed bistår de inte investeraren med underlag till investeringsbeslutet. På dessa plattformar får investerarna därför själva utvärdera och bedöma de kapitalsökande projekten som presenteras. Plattformen ansvarar för att sköta den

⁴⁴ Dir 2016:70, s 4.

⁴⁵ Finansinspektionen (2015), s 8.

⁴⁶ Finansinspektionen (2015), s 8.

administrativa processen för att kunna genomföra investeringen, vilket de även tar ut en avgift för. En del av dessa plattformar har inte något uttalat branschfokus och en del är nischade på en specifik sektor.⁴⁷

Investeringsprocessen går ut på att både kapitalsökande och investerare skapar profiler på plattformarnas hemsidor. Sedan ges den kapitalsökande tillfälle att presentera sitt specifika projekt. Detta sker ofta i form av videoklipp, simuleringar, statistik, investeringsmemorandum och dylikt. Här presenteras även förutsättningarna för investeringen, vilket bland annat omfattar hur mycket kapital som motsvarar en andel i bolaget. Därefter erbjuds en möjlighet för potentiella investerare att utvärdera projektet för att slutligen besluta om investeringen kommer genomföras.⁴⁸

2.5 Skäl för att använda gräsrotsfinansiering

Fördelarna med att använda gräsrotsfinansiering är många. Utöver att företag slipper besvära sig med att ansöka om lån hos kreditinstitut, möjliggör det för nystartade företag att snabbt få ut sina produkter på marknaden och nå ut till en bred personkrets. Gräsrotsfinansiering bidrar till att dessa företag kan hitta intressanta partners och förhoppningsvis få ett stort engagemang med hjälp av en digital plattform där delägare kan interagera och diskutera.⁴⁹

I ett direktiv från 2016⁵⁰ konstaterade regeringen att gräsrotsfinansiering är en snabbt växande del av de finansiella marknaderna. Genom gräsrotsfinansiering möjliggörs bland annat finansiering av innovativa projekt, forskning och utveckling, vilket bidrar till ekonomisk tillväxt. Vidare bidrar finansieringsmetoden till att individer kan hitta gemensamma

⁴⁷ Finansinspektionen (2015), s 8.

⁴⁸ Finansinspektionen (2015), s 8.

⁴⁹ ”Fler företag låter kunder bli delägare”, Dagens Industri, <<https://www.di.se/nyheter/fluforetag-later-kunder-bli-delagare/>>, besökt 2017-11-20.

⁵⁰ Dir. 2016:70.

finansieringslösningar i verksamheter eller för att realisera projekt inom bland annat kulturområdet. Att utreda gräsrotsfinansiering utgör en del av det pågående arbetet med en kapitalmarknadsunion inom EU.⁵¹

Genom gräsrotsfinansiering kan finansiering spridas på fler investerare och därmed sprids även risken. Denna delade form av gemenskap som skapas av investerarna emellan kan till viss del även bidra till att den upplevda risken minskar.⁵² Gemenskapen kan även bidra till att minska det traditionella missförtroende av mindre företag, av nystartade företag, av företag som startas eller drivs i branscher som t.ex. tjänsteföretag, företag som startas eller drivs av kvinnor, företagare med utländsk bakgrund samt företag som startas eller drivs i lands- och glesbygdsregioner. Problematiken kringgås genom att gräsrotsfinansiering ger möjligheter att söka finansiering inom kulturgemenskapen.⁵³ Genom gräsrotsfinansiering öppnas möjligheten till fler presumtiva investerare. Det krävs inte att en professionell aktör med större förmögenhet väljer att investera, utan vem som helst med kapital har möjlighet att investera.⁵⁴

Finansiering av företag brukar vanligtvis ske i flera steg, där det första är att företaget använder eget kapital för finansiering. Därefter vänder sig företaget till en bredare krets som brukar bestå av vänner och familj vilka främst har känslomässiga skäl till att investera. Det tredje steget är att söka lånekapital och externt ägarkapital. Detta tredje steg undviker vissa företag då de inte vill förlora kontrollen över företaget. Genom gräsrotsfinansiering öppnas möjligheten till att nå ut till en bredare krets än vänner och familj.⁵⁵

2.6 Avslutande kommentarer

Som framgått av avsnitt 2.1. är gräsrotsfinansiering inget nytt fenomen. Det sätt gräsrotsfinansiering förmedlas idag fick dock sitt genomslag i samband

⁵¹ Dir 2016:70, s 2.

⁵² Tillväxtverket (2013), s 23.

⁵³ Tillväxtverket (2013), s 26.

⁵⁴ Tillväxtverket (2013), s 23.

⁵⁵ Tillväxtverket (2013), s 23 f.

med teknologins utveckling, eftersom finansieringen numera kanaliseras via elektroniska plattformar. Det finns flera skäl till varför företag väljer att söka finansiering på detta sätt. Först och främst är kapital en grundläggande tillgång för företag i ett tidigt skede. Att anskaffa kapital kan dock vara problemfyllt, i synnerhet för nystartade företag som kanske inte hunnit stärka sitt varumärke. Flera av dessa företag har svårt att få lån hos kreditinstitut eftersom de betraktas som en osäkerhet. Gräsrotsfinansiering möjliggör för dessa företag att skaffa kapital, utan att behöva besvara sig med att ansöka om lån hos kreditinstitut. Företagen kan på ett smidigare sätt anskaffa kapital, vilket skapar möjligheter för produktutveckling. Kapitallåntillgången innebär även att företagen snabbare kan få ut sina produkter på marknaden samt nå en bredare krets konsumenter. Genom att genomföra kampanjer på plattformarna för gräsrotsfinansiering kan företagen även knyta värdefulla kontakter med investerare. Plattformarna ger även delägare som investerat i ett kapitalsökande bolag en möjlighet att interagera och diskutera.

Såväl andelsbaserad som lånebaserad gräsrotsfinansiering medför även risker för investerare. Andelsbaserad gräsrotsfinansiering medför en likviditetsrisk för investerare, eftersom det inte finns någon sekundärmarknad för privata aktiebolag, vilket det vanligen finns för publika aktiebolag. Vidare finns en risk i att sprida delägarskapet på ett större antal, då det därmed blir fler som är berättigade att ställa krav. Det är även fler att hålla ordning på och fler som vill ha information, vilket kan bli påfrestande för det kapitalsökande bolaget. Vid lånebaserad gräsrotsfinansiering finns en risk för investerarna att förlora sitt kapital eftersom plattformarna som annonserar om kampanjer inte tar någon kreditrisk och därmed har svaga incitament till att inte förmedla ofördelaktiga lån. Vidare finns en risk att konsumenter som beviljats lån inte kommer kunna betala tillbaka, eftersom det inte finns lika strikta regler för låntagaren som när exempelvis traditionella kreditinstitut lånat ut pengar.

3 Gräsrotsfinansiering i Sverige

3.1 Kartläggning av gräsrotsfinansiering

Som framgått av avsnitt 2.1 blir gräsrotsfinansiering en allt vanligare finansieringsmetod i Sverige. Det saknas i nuläget lagregler som specifikt reglerar gräsrotsfinansiering i Sverige. Plattformarna för gräsrotsfinansiering kan dock omfattas av EU-rättsliga regler. De kan även omfattas av befintlig nationell reglering i de fall plattformarnas affärsmodeller medför att de driver verksamhet som är gränsöverskridande.⁵⁶

Finansinspektionen gjorde på uppdrag av regeringen en kartläggning av gräsrotsfinansiering i Sverige, vilken redovisades i december 2015. Uppdraget skulle ha som utgångspunkter att förbättra förutsättningarna för utvecklingen av gräsrotsfinansiering som en alternativ källa till finansiering för små och medelstora företag, att göra det möjligt för individer att hitta gemensamma finansieringslösningar inom civilsamhället samt att främja plattformarna för gräsrotsfinansiering och även utvecklingen av desamma.⁵⁷

Vidare inkluderade uppdraget att kartlägga eventuella hinder för tillväxt, med fokus på konsumentskydd. Med konsumentskydd avses skyddet för investerare vid gräsrotsfinansiering. Uppdraget avsåg gräsrotsfinansiering med finansiellt risktagande och omfattade utöver kartläggning även informationsinsamling och problemidentifiering, som skulle ligga till grund för en analys av reformbehov.⁵⁸

De slutsatser som presenteras i kartläggningen är dels att det finns ett behov av fördjupad analys av gräsrotsfinansiering och dels att det behöver klargöras vilka befintliga regler som träffar olika former av finansierings-

⁵⁶ Dir. 2016:70, s 6.

⁵⁷ Dir. 2016:70, s 2.

⁵⁸ Dir. 2016:70, s 2.

metoden. Ytterligare en slutsats som Finansinspektionen drar är att det finns risker med såväl andelsbaserad- som lånebaserad gräsrotsfinansiering som sker via plattformar.⁵⁹ Dessa risker har presenterats i avsnitt 2.3.2 och 2.3.3.

I kartläggningen utreder Finansinspektionen frågan om andelsbaserad gräsrotsfinansiering, vilket innefattar att kapitalsökare vänder sig till allmänheten i syfte att sprida bland annat aktier, strider mot det så kallade spridningsförbudet i ABL.⁶⁰

3.2 Spridningsförbudet i aktiebolagslagen

3.2.1 Lagens innehåll och syfte

Spridningsförbudet i 1 kap. 7 § 1 st. ABL innebär att ett privat aktiebolag eller en aktieägare i ett privat aktiebolag genom annonsering inte får försöka sprida aktier eller teckningsrätter i bolaget eller skuldebrev eller teckningsoptioner som bolaget har gett ut. Vidare får enligt 1 kap. 7 § 2 st. ABL ett aktiebolag eller en aktieägare i ett privat aktiebolag inte heller på annat sätt försöka sprida de nyss nämnda värdepapperna genom att erbjuda fler än 200 personer att teckna eller förvärva värdepapperna. Om erbjudandet endast riktar sig till en krets som på förhand har anmält intresse av sådana erbjudanden och de erbjudna posterna inte överstiger 200 till antalet gäller inte förbudet. Erbjudanden som avser överlåtelse till högst tio förvärvare omfattas inte av förbuden i 1 kap. 7 § 1-2 st. ABL. För aktiebolag med särskild vinstutdelningsbegränsning gäller inte heller dessa förbud.⁶¹

Det framgår av 1 kap. 2 § ABL att aktiebolag kan vara antingen publika eller privata, där den viktigaste skillnaden mellan de två är att privata aktiebolag inte får sprida sina aktier till en bredare krets, vilket framgår av 1 kap. 7 § ABL.⁶² Paragrafen anger ett förbud för privata aktiebolag att

⁵⁹ Dir. 2016:70, s 1.

⁶⁰ Finansinspektionen (2015), s 13.

⁶¹ SFS 2005:812.

⁶² Per Samuelsson, Karnov lagkommentar till 1 kap. 7 § ABL, besökt 2017-12-10.

annonsera i tidning eller i andra former, för att undvika att det etableras en marknad i aktier eller teckningsrätter i bolaget eller utgivna skuldebrev eller optionsbevis av bolaget. Förbudet aktualiseras både om bolaget eller en aktieägare initierar annonseringen, därmed omfattar förbudet både kapitalanskaffning och en aktieägars försök att sprida redan emitterade fondpapper av de slag som nämns i lagrummet till en vidare krets.⁶³

Enligt förarbetena är rätten att bjuda ut aktier eller andra värdepapper till allmänheten det som skiljer publika aktiebolag från privata aktiebolag.⁶⁴ För publika aktiebolag ska aktierna kunna bli föremål för allmän handel. För privata aktiebolag ska möjligheten till handel med aktier eller andra värdepapper vara begränsad. Uppdelningen av privata och publika aktiebolag grundar sig i att det ska krävas ett särskilt högt aktiekapital i aktiebolag vars aktier är avsedda att spridas till allmänheter, eftersom ett högt aktiekapital skapar gynnsammare förutsättningar för en väl fungerande handel med bolags aktier hos allmänheten. Det faktum att bolag har en rejäl kapitalbas och ett stort antal aktier att handla med kan bli avgörande för en väl fungerande aktiemarknad.⁶⁵ Syftet med reglerna i 1 kap. 7 § ABL är således att upprätthålla denna uppdelning av privata och publika aktiebolag.

Spridningsförbudet i 1 kap. 7 § ABL är straffsanktionerat i 30 kap. 1 § 1 p ABL och gäller för värdepapper, vilket omfattar aktier, skuldebrev samt teckningsrätter i bolaget eller teckningsoptioner som bolaget har gett ut. Den kapitalanskaffning som avses i paragrafen är den som sker genom utgivande av aktier eller teckningsrätter eller genom upptagande av lån mot utfärdande av värdepapper.⁶⁶ Någon ogiltighetsverkan gäller inte vid överträdelse av förbudet, men en person som medverkat till att olovligen sprida aktier kan bli skyldig att ersätta den som drabbats av ekonomisk förlust till följd av överträdelsen.⁶⁷

⁶³ Prop. 1993/94:196, s 141.

⁶⁴ Prop. 1993/94:196, s 79.

⁶⁵ Prop. 1993/94:196, s 79.

⁶⁶ Nerep, Adestam och Samuelsson, Aktiebolagslag (2005:551) 1 kap. 7 §, Lexino 2016-11-22, besökt 2017-12-10.

⁶⁷ Sandström (2017), s 61.

Även försök till att sprida värdepapper av det slag som angetts ovan är straffbart, vilket innebär att handlingen ska lagföras trots att försöket inte nödvändigtvis lyckats. Däremot kan ett misslyckat försök inte leda till straff. Spridning eller försök till spridning sker genom att bolaget eller dess aktieägare genom annonsering, rundskrivelser eller andra former av meddelanden erbjuder förvärv eller teckning av aktier till andra än den befintliga kretsen av delägare.⁶⁸ När bolaget eller dess aktieägare låter ett värdepappersinstitut eller någon annan förmedla aktier eller värdepapper till en större personkrets anses även det utgöra spridning enligt bestämmelsen. När bolaget vid en emission erbjuder den befintliga kretsen aktieägare att förvärva ytterligare aktier eller andra värdepapper i bolaget anses det däremot inte utgöra spridning enligt bestämmelsen.⁶⁹

Spridningsförbudet i 1 kap. 7 § ABL åsyftar främst försök att sprida värdepapper genom annonsering, vilket presumeras ske till allmänheten. Annonseringsförbudet omfattar samtliga vedertagna annonseringsformer, vilket innefattar alla former av annonsering i media.⁷⁰ För de situationer det råder oklarhet huruvida spridnings- eller marknadsföringsmetoder ska anses utgöra annonser finns en kompletteringsregel i 1 kap. 7 § 2 st. ABL som stadgar att förbudet även ska omfatta situationer där någon ”*på annat sätt försöker sprida värdepapper*”.⁷¹

3.2.2 Undantag

Kompletteringsregeln, vilken återfinns i 1 kap. 7 § 2 st. ABL, begränsas av att försöket till spridning måste erbjudas till fler än 200 personer. Rör det sig om ett erbjudande som endast riktar sig till en krets som i förväg har anmält intresse av erbjudandet, eller liknande erbjudanden, samt att utbjudna poster

⁶⁸ Nerep, Adestam och Samuelsson, Aktiebolagslag (2005:551) 1 kap. 7 §, Lexino 2016-11-22, besökt 2017-12-10.

⁶⁹ Prop. 1993/94:196 s. 141 f.; Nerep, Adestam och Samuelsson, Aktiebolagslag (2005:551) 1 kap. 7 §, Lexino 2016-11-22, besökt 2017-12-10.

⁷⁰ Prop. 1993/94:196, s 143.

⁷¹ Prop. 1993/94:196, s 141.

inte överstiger 200 till antalet, kan erbjudandet rikta sig till fler än 200 personer.⁷² Annonsering som sker i tidning eller tidskrift som har spridning till under 200 personer ska inte anses straffbar.⁷³

Undantaget syftar till att möjliggöra att rikta erbjudanden till professionella placerare, exempelvis penningplacerare som har anmält specifikt intresse av att blir kontaktade av bolaget eller dess aktieägare vid händelse av försäljning eller emission av aktier och andra värdepapper. Ett annat exempel är erbjudanden till penningplacerare som förvisso inte har varit i direkt kontakt med bolaget eller dess aktieägare, men som visat intresse av att få ta del av erbjudanden om eventuella emissioner och försäljningar.⁷⁴

Ytterligare ett undantag till spridningsförbudet finns i 1 kap. 7 § 3 st. ABL och aktualiseras när erbjudanden endast avser överlåtelse till högst tio förvärvare av de aktuella värdepapperna. Oavsett om spridningen sker genom annonsering eller på annat sätt gäller undantaget från spridningsförbudet, vilket innebär att ett privat aktiebolag eller aktieägare i sådant bolag kan vända sig till marknaden med annonser eller rundskrivelser utan att vara bundna av spridningsförbudet.⁷⁵ Erbjudanden som avser överlåtelse av ett helt bolag, eller ges när bolag vill sälja befintliga aktier till ytterligare delägare, eller medverkan av placerare i samband med en riktad nyemission av aktier, anses inte utgöra spridning till allmänheten. Därmed aktualiseras inte spridningsförbudet för dessa erbjudanden.⁷⁶

Reglerna i 1 kap. 7 § ABL ska tolkas restriktivt, vilket leder till att andra än det privata aktiebolaget och dess ägare inte omfattas av spridningsförbudet. Det är oklart var gränsen ska dras. Troligt är dock att ett privat aktiebolag som ger ett institut eller liknande i uppdrag att lämna ett erbjudande till

⁷² Prop. 1993/94:196, s. 143.

⁷³ Nerep, Adestam och Samuelsson, Aktiebolagslag (2005:551) 1 kap. 7 §, Lexino 2016-11-22, besökt 2017-12-10.

⁷⁴ Prop. 1993/94:196, s. 143; Nerep, Adestam och Samuelsson, Aktiebolagslag (2005:551) 1 kap. 7 §, Lexino 2016-11-22, besökt 2017-12-10.

⁷⁵ Prop. 1993/94:196, s. 144.

⁷⁶ Prop. 1993/94:196, s. 144.

allmänheten omfattas av förbudet. Däremot borde förbudet inte gälla erbjudanden som är riktade till allmänheten, av någon som har aktier i pant eller som utmätt aktier, konkursförvaltare i aktieägares konkurs eller god man enligt lagen om samäganderätt. Detta då förbudet endast träffar bolaget och aktieägare i bolaget.⁷⁷ Panthavare som är aktieägare bör också vara fria från straffansvar.⁷⁸

Ytterligare en situation där tveksamheter kan uppstå gällande förbudets tillämpning är då erbjudande riktas till 200 personer, som i sin tur riktar erbjudandet vidare till en större krets personer utan att det privata aktiebolaget medverkar till detta. Erbjudanden som enbart riktar sig till det privata aktiebolagets befintliga ägare, även om dessa består av fler än 200, innebär inte en spridning som omfattas av förbudet i 1 kap. 7 § ABL.⁷⁹

3.2.3 Spridningsförbudets förhållande till gräsrotsfinansiering

Huvudregeln är att det endast är publika aktiebolag som har rätt att erbjuda sina aktier eller andra värdepapper till en bredare krets investerare.⁸⁰ Denna tillsammans med andra bolagsrättsliga regler som riktar sig till publika aktiebolag syftar till att stärka investerares rättsliga skydd. Ett annat exempel framgår av 1 kap. 5 och 14 §§ ABL och anger att publika aktiebolag ska ha minst 500 000 kronor i aktiekapital. Privata aktiebolag ska ha 50 000 kronor som lägsta tillåtna aktiekapital. Regeringen fastställde i ett direktiv från 2016⁸¹ att privata aktiebolag som genom annonsering försöker sprida aktier eller andra värdepapper ofta bryter mot spridningsförbudet. Regeringen menade vidare att förbudet även torde träffa annonser som sker på plattformar för gräsrotsfinansiering. Reglerna för privata aktiebolag i

⁷⁷ Nerep, Adestam och Samuelsson, Aktiebolagslag (2005:551) 1 kap. 7 §, Lexino 2016-11-22, besökt 2017-12-10.

⁷⁸ Prop. 1993/94:196, s 144.

⁷⁹ Prop. 1993/94:196, s 144; Nerep, Adestam och Samuelsson, Aktiebolagslag (2005:551) 1 kap. 7 §, Lexino 2016-11-22, besökt 2017-12-10.

⁸⁰ Nerep, Adestam och Samuelsson, Aktiebolagslag (2005:551) 1 kap. 7 §, Lexino 2016-11-22, besökt 2017-12-10.

⁸¹ Dir 2016:70.

ABL är inte anpassade efter att bolagen i fråga ska vända sig till en bredare krets investerare.⁸²

Finansinspektionen gör bedömningen att andelsbaserad gräsrotsfinansiering kan strida mot spridningsförbudet om någon av följande punkter är uppfyllda:

- Om plattformens agerande är att betrakta som annonsering.
- Om erbjudandet riktar sig till en krets som överstiger 200 personer, alternativt omfattar fler än 200 poster.
- Om plattformens affärsmodell inte bygger på att investerarna på förhand anmäler intresse om kampanjer.
- Om plattformens verksamhet anses utgöra en reglerad marknad, alternativt motsvarande marknad utanför EES eller någon annan organiserad marknadsplats.⁸³

3.3 Regler om prospekt

3.3.1 Lagens innehåll och syfte

För aktiebolag finns regler för informationsgivning vid emittering av aktier till allmänheten vilka återges i 2 kap. LHF. När överlåtbara värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad framgår av 2 kap. 1 § LHF att prospekt ska upprättas.

Prospektreglerna gäller dock inte för aktier i privata bolag och derivatinstrument som inte är överlåtbara.⁸⁴ Definitionen av överlåtbara värdepapper kan hämtas i VpmL, vilken bygger på artikel 4.1.18 i MiFID. Vad gäller begreppet överlåtbar anges i definitionen att värdepappret ska kunna bli föremål för handel på kapitalmarknaden. Detta krav innebär inte endast att värdepappren i för sig kan överlåtas utan pappret ska även kunna vara föremål för allmän omsättning. I det fall det krävs tillstånd eller

⁸² Dir 2016:70, s 4.

⁸³ Finansinspektionen (2015), s 31.

⁸⁴ Prop. 2004/05:158, s 67–71.

godkännande av en rättighet kan förvärv av rättigheten inte anses föremål för handel.⁸⁵ Vidare innebär begränsningar i lag hinder, exempelvis i 1 kap. 7 § och 8 § ABL, för att ett värdepapper ska anses kunna bli föremål för handel på kapitalmarknaden. Med anledning av detta utgör aktier i privata aktieföretag, kommanditbolagsandelar, utsläppsrätter eller tillstånd att sända lokalradio inte överlåtbara värdepapper.⁸⁶

Kravet som uppställs på prospektet är att det ska innehålla den information som krävs för att en investerare ska kunna bedöma vilken avkastning och risk som är förenade med en investering i det överlåtbara värdepappret. Vidare ska det innehålla uppgifter om företaget och dess ekonomiska ställning samt information om det överlåtbara värdepappret och dess egenskaper.⁸⁷

Det bakomliggande syftet med prospektreglerna är huvudsakligen att underlätta för företag vid anskaffning av kapital över gränserna inom EES och för att förse investerare med adekvat information som gör att de kan fatta välgrundade beslut. Detta skydd för investerare ska betraktas som ett skydd från att få felaktig information snarare än som ett skydd från att göra felaktiga affärer. Regeringen menar att en reglering som ställer för höga krav på företag i förlängningen kan försäkra effektiviteten på de finansiella marknaderna och angav i en proposition från 2005⁸⁸ att det finns en strävan efter att nå en balans mellan investerarskydd och marknadseffektivitet om prospektdirektivet⁸⁹ ger den möjligheten.⁹⁰ Prospektdirektivet antogs 2003 med syfte att säkerställa ett gott investerarskydd och för att underlätta kapitalanskaffning över gränserna inom EU. I svensk rätt har prospektdirektivet i första hand införlivats genom 2 kap. LHF, men även

⁸⁵ Lycke, Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument 1 kap. 1 §, Lexino 2016-02-05, besökt 2017-12-10.

⁸⁶ Lycke, Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument 1 kap. 1 §, Lexino 2016-02-05, besökt 2017-12-10.

⁸⁷ Prop. 2011/12:129, s 31 f.

⁸⁸ Prop. 2004/05:158.

⁸⁹ Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG av den 4 november 2003 om de prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds allmänheten eller tas upp till handel och om ändring av direktiv 2001/34/EG.

⁹⁰ Prop. 2011/12:129, s 32.

genom ändringar i exempelvis ABL. Prospektreglerna medförde att det infördes ett så kallat europapass för prospekt. Europapasset innebär att prospekt som godkänns i en medlemsstat är giltigt i samtliga övriga medlemsstater efter det att ett enkelt anmälningsförfarande har utförts.⁹¹

Kommissionen har även antagit detaljerade regler för vad prospekt ska innehålla, vilka har införts genom kommissionens så kallade prospektförordning.⁹² Prospektförordningen är direkt tillämplig i samtliga medlemsstater. Resterande stater inom EES har nödgats implementera förordningen i nationell rätt. Eftersom prospektförordningen är direkt tillämplig i svensk rätt, måste prospektreglerna läsas tillsammans med densamma.⁹³

3.3.2 Undantag

I 2 kap. 2-8 §§ LHF anges när undantag från prospektskyldigheten gäller. Här nämns bland annat att undantag från prospektskyldigheten kan göras enligt 2 kap. 4 § LHF om erbjudandet är riktat till kvalificerade investerare, om varje investerare erbjuds värdepapper till minst 100 000 EUR, om värdepapper har ett nominellt belopp om minst 100 000 EUR eller om det sammanlagda investeringsbeloppet uppgår till minst 2,5 miljoner EUR under en period om tolv månader.

3.3.3 Prospektreglernas förhållande till gräsrotsfinansiering

Som angetts i avsnitt 3.3.1 gäller prospektreglerna inte för privata aktiebolag utan gäller för överlåtbara värdepapper som erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad.⁹⁴ Eftersom

⁹¹ Prop. 2011/12:129, s 32.

⁹² 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 offentliggörande av prospekt och spridning av annonser.

⁹³ Lycke, Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument 1 kap. 1 §, Lexino 2016-02-05, besökt 2017-12-10.

⁹⁴ 2 kap. 1 § LHF.

aktierna i ett privat aktiebolag inte utgör överlåtbara värdepapper, se avsnitt 3.3.1, anser Finansinspektionen inte att prospektskyldighet föreligger vid gräsrotsfinansiering.⁹⁵ Finansinspektionen menar dock att prospektreglernas syfte bör användas som utgångspunkt vid upprättande av regler för gräsrotsfinansiering.⁹⁶

Vidare anges i 2 kap. 4 § LHF att undantag från prospektskyldigheten gäller om anskaffning av kapital i samband med en emission understiger ett visst belopp. Vad gäller de svenska kampanjerna för gräsrotsfinansiering avser de anskaffa betydligt lägre kapital och når därför inte upp till dessa gränobelopp. Således undantas kampanjerna från prospektreglerna.⁹⁷

3.4 MiFID och MiFID II

3.4.1 Direktivens innehåll och syfte

MiFID gäller för juridiska personer som yrkesmässigt tillhandahåller investeringstjänster ifråga om finansiella instrument.⁹⁸ MiFID presenterades för första gången genom rådets direktiv 93/22/EEG.⁹⁹ Syftet med direktivet var ursprungligen att fastställa villkor för att möjliggöra för auktoriserade värdepappersföretag och banker att tillhandahålla särskilt angivna tjänster, eller etablera filialer i andra medlemsstater, för vilka auktorisation och tillsyn skulle ske i hemlandet. Vidare syftade direktivet till att samordna befintliga krav för auktorisation samt krav på verksamheten som ställs på värdepappersföretag. Direktivet skulle även resultera i en harmonisering av vissa villkor för driften av reglerade marknader.¹⁰⁰ I och med att antalet aktiva investerare på de finansiella marknaderna ökade efter införandet av direktivet, vilket medförde att investerare erbjöds ett mer komplext och bredare utbud av tjänster och instrument, ansågs det nödvändigt att ersätta

⁹⁵ Finansinspektionen (2015), s 32 f.

⁹⁶ Finansinspektionen (2015), s 20.

⁹⁷ Sevenius (2014), s 3.

⁹⁸ MiFID II, artikel 1,4.

⁹⁹ MiFID II, skäl 1.

¹⁰⁰ MiFID II, skäl 2.

direktivet med ett nytt direktiv. Direktiv 93/22/EEG ersattes därför med 2004/39/EG i syfte att skapa en harmonisering som skulle generera ett högre skydd för investerarna och ge värdepappersföretagen möjlighet att erbjuda sina tjänster inom hela unionen.¹⁰¹

De finansiella marknaderna har fortsatt utvecklas och resulterat i ett behov av att ytterligare stärka ramarna för regleringen av marknaden för finansiella tjänster.¹⁰² Direktiv 2004/39/EG omarbetades därför i syfte att *”öka transparensen, ge investerare bättre skydd, förstärka förtroendet, ta itu med oreglerade områden och säkerställa att tillsynsmyndigheter får tillräckliga befogenheter så att de kan fullgöra sina uppgifter”*.¹⁰³ Omarbetningen resulterade i direktiv 2014/65/EU (MiFID II) och ersattes delvis av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 600/2014 (MiFIR). Sammanfattningsvis kan sägas att MiFID utgör en omfattande ramreglering för värdepappersmarknaden som syftar till att skydda investerare samtidigt som en effektiv och välfungerande värdepappersmarknad upprätthålls.¹⁰⁴

Många av reglerna i MiFID överfördes till MiFID II eller MiFIR¹⁰⁵ i stort sett oförändrade.¹⁰⁶ MiFID II och MiFIR innehåller dock ett stort antal nya eller mer detaljerade regler än de som återgetts i MiFID.¹⁰⁷ Inga av dessa ändringar blir dock direkt aktuella för gräsrotsfinansiering.¹⁰⁸

MiFID II omfattar företag vars regelmässiga verksamhet består i att tillhandahålla och/eller utföra investeringsverksamhet. Således bör personer som bedriver annan yrkesmässig verksamhet inte omfattas av direktivet.¹⁰⁹

¹⁰¹ MiFID II, skäl 3.

¹⁰² MiFID II, skäl 4.

¹⁰³ MiFID II, skäl 4.

¹⁰⁴ MiFID II, skäl 2 och 3.

¹⁰⁵ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 600/2014 av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av förordning (EU) nr 648/2012.

¹⁰⁶ Prop. 2016/17:162, s 239.

¹⁰⁷ Prop. 2016/17:162, s 240.

¹⁰⁸ ”MiFID/MiFIR - Reglerna i korthet”, Finansinspektionen, <<http://www.fi.se/sv/marknad/vardepappersmarknad-mifidmifir/reglerna-i-korthet/>>, besökt 2018-01-20.

¹⁰⁹ MiFID II, skäl 12.

I svensk rätt införlivades MiFID i samband med att VpmL trädde ikraft 2007.¹¹⁰ I 2 kap. 1 § VpmL anges att tillstånd krävs för såväl investerings-tjänster som investeringsverksamheter att bedriva en värdepappersrörelse.¹¹¹ När en verksamhet anses bedriva en investeringstjänst eller investerings-verksamhet måste den förhålla sig till de auktorisations- och driftsvillkor som anges i MiFID II, vilket bland annat innehåller skyddsregler för investerare. I 8 kap. 1 § VpmL kan värdepappersinstitutens huvudsakliga skyldigheter utläsas. Dessa skyldigheter består i att iaktta kunders intressen, handla hederligt, rättvist, professionellt och att agera för att upprätthålla allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden.¹¹² I 8 kap. 22 § VpmL återges värdepappersinstitutens informationsskyldighet gentemot sina kunder.¹¹³ Dessa skyldigheter består bland annat i att information som lämnas ska vara opartisk, tydlig och inte vilseledande.¹¹⁴ Vidare ska information lämnas till såväl kunder som potentiella kunder om värdepappersföretaget, dess tjänster, värdepapper och placeringsstrategier. Informationen ska lämnas för att minimera risker och för att potentiella kunder ska kunna fatta välgrundade beslut.¹¹⁵

3.4.2 Undantag

Medlemsstaterna kan välja att inte tillämpa direktivet förutsatt att den juridiska personen inte innehar kundernas medel eller värdepapper samt endast mottar och vidarebefordrar order till värdepappersföretag samt andra auktoriserade aktörer, eller tillhandahåller investeringsrådgivning rörande sådana instrument.¹¹⁶ För att detta undantag ska gälla krävs att medlemsstaterna på nationell nivå reglerar de berörda aktörerna. Dessa aktörer kan dock inte nyttja europapasset, eftersom det kräver auktorisering

¹¹⁰ Lycke, Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden 1 kap. 1 §, Lexino 2016-10-03, besökt 2017-12-10.

¹¹¹ MiFID II, skäl 37.

¹¹² Lycke, Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden 8 kap. 1 §, Lexino 2015-01-26, besökt 2017-12-10.

¹¹³ Lycke, Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden 8 kap. 22 §, Lexino 2016-10-03, besökt 2017-12-10.

¹¹⁴ MiFID II, art. 24.3.

¹¹⁵ MiFID II, art. 24.4.

¹¹⁶ MiFID II, artikel 3.

enligt MiFID II. Enligt MiFID II ska nationell reglering uppfylla flera av de krav som gäller för värdepappersinstitut. Dessa krav avser auktorisation, tillsyn och bestämmelser om investerarskydd. I samband med antagandet av MiFID II har möjligheten till att använda nationell särreglering som avviker från EU-rätten minskat.¹¹⁷

3.4.3 MiFID II:s förhållande till gräsrotsfinansiering

Först och främst krävs för att MiFID II ska bli tillämpligt att plattformarna utför investeringstjänster.¹¹⁸ Det som blir avgörande vid denna bedömning är hur utformningen av de tjänster som investerare erbjuds ser ut.¹¹⁹ MiFID II gäller för verksamheter som mottar och vidarebefordrar order, vilket omfattar att sammanföra två eller flera investerare för att få till stånd en transaktion investerarna emellan.¹²⁰ Många av de svenska plattformarna är så kallade passiva plattformar och förmedlar således endast en kontakt mellan investerare och företag, utan att aktivt delta i några erbjudanden eller tillhandahålla rådgivningstjänster.¹²¹ Det är dock vanligt att villkoren som plattformarna framställer överensstämmer med de villkor som investerarna och de kapitalsökande bolagen kommer överens om i slutändan. Vanligtvis är även de investerare som gör intresseanmälan på plattformen desamma som i slutändan väljer att teckna aktier. Flertalet av de svenska plattformarnas affärsmodeller omfattas således enligt ESMA av MiFID II:s definition av investeringstjänster.¹²²

För att MiFID II ska gälla för plattformarna för gräsrotsfinansiering krävs vidare att de aktier som köps utgör finansiella instrument, vilket enligt 1 kap. 4 § VpmL definieras som överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument, andelar i företag för kollektiva investeringar, finansiella

¹¹⁷ MiFID II, artikel 3.

¹¹⁸ MiFID II, skäl 12.

¹¹⁹ Prop. 2006/07:115, s 307.

¹²⁰ MiFID II, skäl 44.

¹²¹ Avsnitt 2.4.

¹²² Härkönen (2016/2017), s. 683.

derivatinstrument och utsläppsrätter. Vad gäller överlåtbara värdepapper har Finansinspektionen gjort bedömningen att aktier i privata aktiebolag inte utgör överlåtbara värdepapper. Denna bedömning har godtagits av ESMA, varför plattformarna som förmedlar gräsrotsfinansiering inte omfattas av MiFID II.¹²³

3.5 Avslutande kommentarer

Först och främst bör nämnas att huvudregeln är att endast publika aktiebolag har rätt att erbjuda sina aktier och andra värdepapper till en bredare krets investerare. I de allra flesta fall är de kapitalsökande som använder sig av gräsrotsfinansiering privata aktiebolag, vilket ger upphov till en problematik. Som angetts finns undantag från spridningsförbudet för privata aktiebolag. Sammanfattningsvis aktualiseras dessa undantag vid situationer då annonsering sker till en begränsad krets personer eller om annonsering sker till professionella investerare som på förhand anmält intresse. Enligt min mening finns det ett tydligt syfte med denna regel att aktier i privata bolag inte ska spridas till annat än en privat sfär. Detta syfte tydliggör även prospektreglerna. Att förvärva aktier i ett bolag är förenat med en viss risk varför det är nödvändigt att få information dels om aktierna och dels om bolaget innan ett förvärv sker. Det är även viktigt att ställa höga krav på denna information så att den inte är missvisande för investeraren. Eftersom den typiska investeraren i gräsrotsfinansieringssammanhang vanligtvis inte är professionell är det desto viktigare att denne presenteras information som inte är missvisande, då risken är större att denne fattar ofördelaktiga beslut.

Vidare ifrågasätter jag syftet med de beloppsbaserade undantagen som får göras från prospektskyldigheten. Eftersom dessa gränser är mycket högt satta, så pass högt satta att ingen kampanj hittills nått upp till dem, blir de i praktiken något verkningslösa. Troligt är att beloppsgränserna är så högt satta då det kan utgöra en kostsam process för företag att upprätta prospekt.

¹²³ ESMA/2014/1378, s. 14.

Ett kapitalsökande företag har troligtvis inte råd att bekosta ett prospekt i samband med en gräsrotsfinansieringskampanj.

Finansinspektionen anser att prospektreglernas syfte borde användas som utgångspunkt vid upprättande av regler för gräsrotsfinansiering. Jag delar delvis denna åsikt men anser att lagstiftaren vid bedömningen av eventuella beloppsgränserna bör ta hänsyn till att gräsrotsfinansiering främst riktar sig till privata investerare. Detta medför att investeringar kan vara mindre än investeringar som genomförs av professionella investerare och att beloppsgränserna för prospektskyldigheten därmed inte nås. För att uppnå ett tillräckligt investerarskydd anser jag att det bör finnas prospektliknande regler vid gräsrotsfinansiering. För att detta inte ska bli alltför ekonomiskt betungande för de kapitalsökande bolagen bör reglerna för dessa prospekt vara mindre betungande än de befintliga regler som finns för publika aktiebolag i LHF.

Värt att notera är att svenska plattformar för gräsrotsfinansiering troligtvis utför investeringstjänster enligt definitionen i MiFID II. De omfattas dock inte av direktivet eftersom aktierna som vanligen köps via plattformarna inte utgör finansiella instrument. Detta resonemang har godtagits av ESMA, men det är inte helt otänkbart att denna åsikt ändras framöver. Som framgått av avsnitt 3.4.2 har möjligheten till nationell särreglering som avviker från EU-rätten minskat i samband med MiFID II. Denna skärpta reglering skulle kunna tala för att ESMA håller särskilt koll på medlemsstaterna som undantas från MiFID II samt deras skäl till varför de bör undantas direktivet. Om det fastställs att även aktier i privata bolag utgör finansiella instrument kan det resultera i att de svenska plattformarna för gräsrotsfinansiering måste se över sina affärsplaner eftersom de i praktiken inte överensstämmer helt med reglerna i MiFID II, trots att de utger sig för att vara passiva plattformar.

4 Plattformarna

4.1 Allmänt

Vid gräsrotsfinansiering utgör internetbaserade plattformar en länk mellan kapitalsökande och investerare. Som framgått av avsnitt 2.6 kan dessa plattformar antingen vara aktiva eller passiva, där de passiva endast ämnar sammanlänka kapitalsökande och investerare samt att möjligen se till att investeringen realiserar. De aktiva plattformarna ämnar erbjuda dels en mötesplats för kapitalsökande och investerare och dels en eller flera tilläggstjänster som kan påverka investerarnas beslut om finansiering antingen direkt eller indirekt. För att ta del av investeringsobjekten eller söka kapital på de olika plattformarna krävs vanligtvis att kapitalsökande och investerare registrerar ett konto på aktuell plattforms hemsida.¹²⁴

Den som söker kapital kan vara konsument, entreprenör, privat aktiebolag, publikt aktiebolag, noterat aktiebolag eller onoterat aktiebolag. Vanligast är dock att det är privata aktiebolag, entreprenörer och konsumenter som söker kapital. Privata aktiebolag söker samtliga former av gräsrotsfinansiering, medan konsumenter endast söker lånebaserad gräsrotsfinansiering. Investerarna som tillskjuter kapital är ofta konsumenter som ser finansieringsformen som ett alternativ till att sätta in pengarna på bank, i aktier eller i fonder. Även företag förekommer som investerare.¹²⁵

I följande delar av avsnitt 4 kommer två av Sveriges största plattformar presenteras, FundedByMe och Pepins. Delar av materialet som presenteras utgår från intervjuer med medarbetare på respektive plattform. FundedByMe beskriver sig själva som en svensk full-service plattform för gräsrotsfinansiering som erbjuder finansieringsstöd genom andelsbaserad gräsrotsfinansiering. Bolaget har sedan starten 2011 hjälpt mer än 470

¹²⁴ Finansinspektionen (2015), s 7.

¹²⁵ Finansinspektionen (2015), s 7.

företag från över 25 länder. Totalt har över 440 miljoner kronor samlats in via plattformen. FundedByMe har över 100 000 registrerade medlemmar från närmare 200 länder.¹²⁶ Pepins grundades 2015 och beskriver själva att de erbjuder aktiebaserad gräsrotsfinansiering på professionella villkor. Pepins beskriver vidare att på deras plattform får de som vill chansen att upptäcka och bli delägare i spännande bolag. Pepins anser sig hjälpa företag att växa, skapa fler jobb och göra skillnad. Plattformen står under Finansinspektionens tillsyn.¹²⁷

4.2 FundedByMe

4.2.1 Villkor

Enligt FundedByMe:s villkor erbjuder företaget en elektronisk plattform för gräsrotsfinansiering på sin hemsida. Medlemmarna får presentera sina kampanjer för FundedByMe, som sedan fattar beslut om vilka kampanjer som får söka finansiering från andra medlemmar. Samtliga kampanjer måste genomföras i enlighet med villkoren som anges på hemsidan.¹²⁸ Det framgår även av villkoren att tjänsten består av två olika typer av gräsrotsfinansiering: andelsbaserad och lånebaserad. För andelsbaserad gräsrotsfinansiering söker entreprenörer finansiering från investerare i utbyte mot andelar i företaget enligt villkor som entreprenören bestämt på förhand. För lånebaserad gräsrotsfinansiering lånar entreprenörer pengar från flera långivare enligt villkor som båda parterna kommit överens om på förhand.¹²⁹

FundedByMe förser huvudsakligen medlemmarna med en elektronisk plattform, vilket innebär att överenskommelser som sker mellan entreprenörer och investerare samt entreprenörer och långivare ansvarar parterna själva för. Vad gäller lånebaserad gräsrotsfinansiering förser

¹²⁶ ”Om FundedByMe”, FundedByMe, <<https://www.fundedbyme.com/sv/press-office/#tags=&page=1>>, besökt 2018-01-18.

¹²⁷ ”Om Pepins”, Pepins, <<https://www.pepins.com/press>>, besökt 2018-01-31.

¹²⁸ FundedByMe:s användarvillkor, p 4.1.

¹²⁹ FundedByMe:s användarvillkor, p 4.2.

FundedByMe även medlemmarna med en administrativ tjänst i syfte att underlätta låneprocessen för parterna.¹³⁰ På hemsidan framgår att plattformen har 106 605 medlemmar.¹³¹

När FundedByMe godkännt ett bolag som söker finansiering inleds en finansieringskampanj. Kampanjen är öppen under en på hemsidan angiven tidsperiod.¹³² Under denna tid kan medlemmar delta i insamlingen genom att ange hur mycket de vill bidra med. Ett sådant erbjudande utgör ett icke-bindande bud, vilket antingen kan accepteras eller inte accepteras av företaget som söker finansiering.¹³³ Plattformen erbjuder varken rådgivning eller deltar inte på något sätt i kampanjerna. Därmed betraktas FundedByMe som en passiv plattform.¹³⁴ Förutsättningarna för kampanjerna, vilket innefattar allt från omfattningen av andelar som ska erbjudas till antalet investerare som får bidra, bestäms helt och hållet av företaget som söker finansiering.¹³⁵ FundedByMe ansvarar inte för att investerare eller entreprenörer agerar i enlighet med vad parterna kommit överens om.¹³⁶ Medlemmarna ansvarar vidare själva för att kampanjer utförs i enlighet med såväl gällande lagar som de villkor som anges på hemsidan. FundedByMe har rätt att när som helst avbryta en kampanj om de anser att den bryter mot gällande lagstiftning eller de på hemsidan angivna villkoren.¹³⁷

FundedByMe har haft flertalet lyckade investeringskampanjer där stora kapitalsummor har samlats in. Ett exempel är den nyligen avslutade kampanjen för innovationsföretaget Plantagon, som genom 599 investerare lyckats anskaffa 4 470 400 kr. Dessa investerare erhåller 4,4 % av aktierna i Plantagon.¹³⁸

¹³⁰ FundedByMe:s användarvillkor, p 4.2.

¹³¹ Bilaga C.

¹³² FundedByMe:s användarvillkor, p 5.2.

¹³³ FundedByMe:s användarvillkor, p 5.3.

¹³⁴ Finansinspektionen (2015), s 7.

¹³⁵ FundedByMe:s användarvillkor, p 5.4.

¹³⁶ FundedByMe:s användarvillkor, p 5.5.

¹³⁷ FundedByMe:s användarvillkor, p 5.7.

¹³⁸ Bilaga D.

4.2.2 FundedByMe:s förhållande till spridningsförbudet

Plattformen FundedByMe möjliggör för privata aktiebolag att bjuda ut aktier till fler än 200 personer. Det kan således ifrågasättas om plattformen bryter mot spridningsförbudet i ABL. FundedByMe:s grundare och tillika VD Daniel Daboczy har uttalat att deras tjänst inte bryter mot spridningsförbudet och att om så hade varit fallet hade det upptäckts för länge sedan. Han anser att reglerna i ABL är gamla och ifrågasätter hur begreppet annonsering som återges i 1 kap 7 § ABL bör tolkas idag. Daboczy har vidare uttalat att bolaget har konstruerat ett antal så kallade flaskhalsar i syfte att undvika att bryta mot spridningsförbudet.¹³⁹ Exempelvis är plattformen en medlemstjänst som kräver att användaren loggar in och specifikt ber om finansiell information för varje enskilt bolag.¹⁴⁰ Daboczys uppfattning är att syftet med plattformen inte är kapitalanskaffning, utan snarare att hjälpa bolag och investerare att hitta varandra. Han förklarar att FundedbyMe:s kampanjer bygger på intresseanmälningar från potentiella investerare, vilka styrelsen i bolaget som söker kapital använder för att fatta beslut om nyemission. Det senare sker utanför FundedByMe:s verksamhetsramar.¹⁴¹

Lovisa Strömsholm, ansvarig för investerarrelationer på FundedByMe, anser att gräsrotsfinansiering har stor betydelse och ger fördelar för tillväxtbolag. Det bidrar till en bredare investerarbas, vilken kan bidra med både kunskap och ambassadörskap till tillväxtbolag. Som exempel nämner Strömsholm att bolag som genom gräsrotsfinansiering får 100 nya delägare samtidigt får 100 nya, lojala och engagerade kunder som kan föra bolagets varumärke vidare till sina kontaktnät. Vidare erbjuds ägarspridning när det

¹³⁹ Jonas de Lange, ”FundedByMe kan bryta mot lagen, grundarna helt obekymrade”, Breakit, <<https://www.breakit.se/artikel/2356/fundedbyme-kan-bryta-mot-lagen-grundarna-helt-obekymrade>>, besökt 2017-12-10.

¹⁴⁰ FundedByMe:s användarvillkor, p 3.1-5.

¹⁴¹ Jonas de Lange, ”FundedByMe kan bryta mot lagen, grundarna helt obekymrade”, Breakit, <<https://www.breakit.se/artikel/2356/fundedbyme-kan-bryta-mot-lagen-grundarna-helt-obekymrade>>, besökt 2017-12-10.

behövs, vilket en del bolag behöver innan de börsintroduceras. Gräsrotsfinansiering ger tillväxtföretag en chans som de kanske inte annars hade fått då finansieringen möjliggör för bolag som inte lyckats landa något veture capital-bolag att växa. Det fungerar särskilt bra för entreprenörer som inte premieras i samma grad, så som kvinnor och utlandsfödda som nekats finansiering av större bolag. Strömsholm menar att om man ökar chanserna för små bolag att växa, bidrar man samtidigt till framtida tillväxt för hela näringslivet. Investeringar i nystartade bolag medför högre risk, samtidigt som det finns en chans till stor vinst om bolaget går bra längre fram. För att tillgodose konsumentskyddet har FundedByMe ett flertal varningar på sin hemsida och i sin kommunikation med investerare.¹⁴²

Avseende den pågående utredningen om gräsrotsfinansiering¹⁴³ menar Strömsholm att någon form av reglering alltid är bra och att det är viktigt för branschen och dess rykte att oseriösa aktörer inte förstör för andra. Samtidigt är det en svår balansgång då det är viktigt att en reglering inte medför att fenomenet stryps.¹⁴⁴

4.3 Pepins

4.3.1 Villkor

Pepins ger sina medlemmar möjlighet att investera och bli delägare i ett eller flera tillväxtföretag, vilket sker genom att Pepins väljer ut ett fåtal företag efter genomförda due diligence, avtalsförhandlingar samt framtagna investeringsunderlag. Faktorer som hållbarhet, samhällsnytta och innovation tas i beaktning vid val av företag. Pepins är således mer aktiva i investeringsprocessen än FundedByMe.¹⁴⁵

¹⁴² Bilaga B

¹⁴³ Dir. 2016:70.

¹⁴⁴ Bilaga B

¹⁴⁵ Pepins medlemsvillkor, p 2.b.2.

Företaget erbjuder en marknadsplats där medlemmarna kan köpa och sälja gräsrotsfinansierade aktier samt följa bolagens utveckling. Investeringarna sker genom förvärv av aktier i ett publikt aktiebolag som skapats för varje specifik investering. Företaget kommer i sin tur att äga aktier, vilka vanligtvis är utformade som preferensaktier, i det underliggande bolaget.¹⁴⁶ Pepins presenterar diverse listor för aktiehandel, via vilka investeringar kan ske befintliga aktier. Medlemmarna är bundna av sina lagda köp- och säljorders. Investerare är vidare skyldiga att agera i enlighet med de instruktioner som framgår av de avräkningsnotor som skickas ut efter ett avlutat köp.¹⁴⁷

Kommunikationen mellan Pepins och medlemmarna ska inte tolkas som rådgivning. De ger ingen rådgivning i finansiella frågor, placeringsfrågor eller andra frågor rörande skatter eller legala spörsmål, utan om frågor av finansiell, skatte- eller legal karaktär uppstår uppmanar de medlemmarna att i stället söka professionell rådgivning.¹⁴⁸

Vidare varnar Pepins för de risker som kan uppstå i samband med investering i onoterade tillväxtbolag. De framhäver att många av dessa bolag kommer misslyckas, vilket medför att risken att investeringar i sådana bolag kommer gå förlorade. Pepins ansvarar inte för den information som visas på hemsidan då denna information kommer från bolagen själva.¹⁴⁹ Granskning av bolagen som söker investering genomförs av Pepins, men ansvarsfrågan ligger hos bolagens respektive styrelser.¹⁵⁰

Pepins har också genomfört många lyckade finansieringskampanjer. Som nämndes i avsnitt 2.1 samlade kampanjen för DNA-företag Dynamic Code in 10 miljoner kronor, fördelat på 275 delägare, på endast 39 minuter. För närvarande pågår en kampanj för AIK hockey, där målet är att rikta en

¹⁴⁶ Pepins medlemsvillkor, p 2.b.1.

¹⁴⁷ Pepins medlemsvillkor, p 2.b.2.

¹⁴⁸ Pepins medlemsvillkor, p 5.

¹⁴⁹ Pepins medlemsvillkor, p 7.

¹⁵⁰ Pepins medlemsvillkor, p 7.

nyemission om maximalt 16 miljoner kronor. I nuläget har kampanjen resulterat i 411 nya delägare.¹⁵¹

4.3.2 Pepins förhållande till spridningsförbudet

Medlemmarna i Pepins investerar inte direkt i bolagen, utan ett publikt holdingbolag upprättas som ägs av gräsrotsfinansiärerna. Det är vidare holdingbolaget som blir delägare i det privatägda bolaget som har sökt finansiering via Pepins plattform. När en investering har genomförts får investeraren direkt en bekräftelse på att denna har fått en ägarandel.¹⁵²

Edvard Gustafsson, compliance-chef på Pepins, har uttalat att gräsrotsfinansiering är ett perfekt alternativ för företag som har stannat av i sin tillväxt och fastnat i ”the valley of death”, eller för företag som är redo att växla upp och ta nästa steg. Han menar att andelsbaserad gräsrotsfinansiering kan ha en betydelse för företag som vill växa och ta hjälp av andra människor. Andelsbaserad gräsrotsfinansiering innebär att kapitalsökande bolag får kapital, kunder och marknadsföring i ett. Ett slags community skapas hos delägarna som finns där för att hjälpa företag. Detta skapar ett engagemang hos de nya delägarna utan att de behöver avhända sig en stor kontroll av företaget.¹⁵³

Vidare menar Gustafsson att finansieringsmetodens främsta funktion är att den utgör ett alternativ för tillväxtföretag som annars kan ha svårt att attrahera kapital. Gustafsson menar att det föreligger en viss risk i samtliga investeringar som görs, men att Pepins inte tar in vilket företag som helst. Pepins gör en due diligence på företagen som gör en emission och upprättar sedan flera avtal för att tillgodose investerarnas intressen. Utöver detta upprättar Pepins ett så kallat memorandum, vilket de jämför med ett mindre omfattande prospekt. Pepins kan även erbjuda handel i företagen vilket skapar en likviditet och minskar inlåsnings effekter för investerarna och

¹⁵¹ Bilaga E.

¹⁵² ”Pepins förklarar”, Pepins, <<https://www.pepins.com/pepins-explains>>, besökt 2017-01-31.

¹⁵³ Bilaga A.

därmed riskerna. Vidare anser Gustafsson att Pepins har ett starkt konsumentskydd genom att de upprättar avtal med det företaget som får finansiering och därmed tillvaratar investerarnas intressen.¹⁵⁴

Avseende spridningsförbudet menar Gustafsson att Pepins genom sin investeringsstruktur, där de upprättar ett holdingbolag som investerarna investerar i och där holdingbolaget i sin tur investerar i målbolaget, inte strider mot spridningsförbudet. Gustafsson tror därför inte att Pepins kommer påverkas något nämnvärt om det skulle införas en särskild reglering för gräsrotsfinansiering i svensk rätt, eller om befintlig rätt ändras för att omfatta finansieringsmetoden. Gustafsson anser att nya regler för gräsrotsfinansiering vore bra för att tydliggöra vad som gäller.¹⁵⁵

4.4 Avslutande kommentarer

FundedByMe och Pepins utgör plattformar som kanaliserar gräsrotsfinansiering, men deras tillvägagångssätt skiljer sig något åt. Den plattformen som sticker ut mest är Pepins, eftersom den istället för att låta investerarna investera direkt i det kapitalsökande bolaget upprättar ett holdingbolag i vilket investeringarna sker. Anledningen till detta är för att det kapitalsökande bolaget endast ska få en ägare (holdingbolaget) istället för att sprida ägandet på flera investerare. För det kapitalsökande bolaget kan detta vara en fördel ur ett ägandeperspektiv eftersom det vid beslutsfattande kan vara problematiskt med ett stort antal ägare. Jag ställer mig frågande till om detta i praktiken innebär någon fördel för investerarna. Det spridda delägarskapet uppstår även här, med enda skillnad att ägandet sker i ett publikt bolag istället för ett privat.

Vidare utför Pepins en slags due diligence av bolag som söker investering. Om bolaget inte når upp till de av Pepins ställda kraven, får de inte använda sig av Pepins för att söka finansiering. Således sker en slags kvalitetssäkring

¹⁵⁴ Bilaga A.

¹⁵⁵ Bilaga A.

som minskar risken för att investerarna utsätts för oseriösa bolag. Pepins utfärdar utöver detta ett memorandum, vilket de själva liknar med ett mindre omfattande prospekt. Eftersom prospektskyldigheten i LHF inte omfattar privata aktiebolag innebär detta ett skydd för investerarna, liknande det skydd som prospektreglerna ger publika aktiebolag.

Som framgått använder sig de olika plattformarna av olika affärsmodeller. De försöker även tillgodose konsumentskyddet, men har olika syn på hur detta kan ske. De nämner även själva att en reglering för gräsrotsfinansiering i någon form hade varit att föredra, för att tydliggöra vad som gäller samt för att motverka att branschens rykte förstörs av oseriösa aktörer. Samtidigt vill de inte att en reglering ska orsaka att gräsrotsfinansiering som fenomen stryps.

Min uppfattning är att plattformarnas spretiga affärsmodeller tyder på att det finns en oklar bild av vad som gäller. Troligt är att Pepins har valt sin affärsmodell för att kringgå spridningsförbudet i ABL. FundedByMe har en affärsmodell som av uppsatsens utredning att döma strider mot spridningsförbudet, trots att de själva verkar vara av en annan åsikt.

Vidare är Pepins mer aktiva än FundedByMe i investeringsprocessen, då de dels utför due diligence och dels upprättar memorandum. Jag anser att det borde ställas högre krav på den information som Pepins lämnar ut då de genom denna har stora möjligheter att påverka investerarnas beslut. Eftersom deras affärsmodell inte verkar omfattas av spridningsförbudet har de inga särskilda regler de behöver förhålla sig till. Enligt min mening medför detta en stor risk för investerarna, då det inte finns några garantier för att plattformen har investerarnas intresse i åtanke när de lämnar ut information.

5 Gräsrotsfinansiering i EU

5.1 Harmoniserande regelverk

Gräsrotsfinansiering är inte bara en omdiskuterad finansieringsmetod i Sverige utan även på EU-nivå har diskuterats huruvida det finns ett behov av en särskild reglering. Flera medlemsstater i EU har på nationell nivå initierat utredningar för att klargöra villkoren för gräsrotsfinansiering, vilket uppmärksammats av EU-kommissionen. Kommissionen menar att andelsbaserad gräsrotsfinansiering kan omfattas av regler i MiFID.¹⁵⁶

På EU-nivå har något harmoniserande regelverk inte aktualiserats, och som nämnts ovan har kommissionen inte ansett att någon särskild EU-rättslig reglering för gräsrotsfinansiering är nödvändig, varför någon sådan inte har föreslagits.¹⁵⁷ Trots att det i nuläget inte finns någon särskild EU-reglering på området, finns det andra EU-rättsliga regler, bland annat regler för värdepappersmarknader, som kan aktualiseras vid gräsrotsfinansiering. EU-kommissionen presenterade år 1999 en handlingsplan för finansiella tjänster, där bland annat MiFID antogs. Direktivet utgör en ramreglering för värdepappersmarknadsområdet.¹⁵⁸

Under år 2014 gjordes en uppdatering av direktivet genom MiFID II och förordning MiFIR, vilka kommer träda ikraft inom kort. Planen var från början att de flesta reglerna i direktivet och förordningen skulle bli tillämpliga från januari 2017, men EU-parlamentet och rådet förlängde implementeringstiden för flertalet av reglerna till att istället börja tillämpas i januari 2018.¹⁵⁹

¹⁵⁶ Finansinspektionen (2015), s 10

¹⁵⁷ SWD (2016) 154 final, s 31.

¹⁵⁸ KOM(1999) 232 slutlig.

¹⁵⁹ "Om MiFID/MiFIR", Finansinspektionen,

<<http://www.fi.se/sv/marknad/vardepappersmarknad-mifidmifir/om-mifidmifir/>>, besökt 2017-01-16.

Några medlemsstater har valt att reglera gräsrotsfinansiering i enlighet med MiFID, andra har valt att tillämpa undantaget i artikel 3 MiFID vilket redogörs för i avsnitt 3.4. Italien, Frankrike, Finland är länder som har valt att tillämpa undantaget enligt artikel 3 MiFID, medan vissa länder så som Sverige har gjort bedömningen att plattformarna för gräsrotsfinansiering inte omfattas av MiFID.¹⁶⁰

5.2 Medlemsstaternas förhållande till gräsrotsfinansiering

5.2.1 Allmänt

Den 3 maj 2016 presenterades en rapport¹⁶¹ från EU-kommissionen som angav att det i nuläget inte krävs något initiativ från kommissionen, men att kommissionen fortsättningsvis kommer bevaka utvecklingen av finansieringsmetoden. EU-kommissionen konstaterade att det finns omkring 500 olika plattformar inom EU och att det finns en diskrepans mellan de olika medlemsstaternas syn på huruvida plattformarna omfattas av befintlig EU-rättslig reglering.¹⁶² Medlemsstaterna har exempelvis olika krav på informationsplikt. Flertalet regleringar i medlemsstaterna medger undantag från krav på upprättande av prospekt. Flera av dessa regleringar innehåller krav på information, men informationen behöver endast ges i enklare form.¹⁶³ Vidare ställs olika krav på kapital på plattformarna i olika länder. Avseende värdepapper finns olika tolkningar av huruvida dessa ska anses vara överlåtbara och därmed utgöra finansiella instrument.¹⁶⁴

¹⁶⁰ Härkönen (2016/2017), s 678.

¹⁶¹ SWD (2016) 154 final, s 31.

¹⁶² Dir. 2016:70, s 5.

¹⁶³ Dir. 2016:70, s 5.

¹⁶⁴ Dir. 2016:70, s 5.

Nedan presenteras en sammanställning¹⁶⁵ av några medlemsländers reglering av andelsbaserad gräsrotsfinansiering:

	Infört särskild reglering för andelsbaserad gräsrotsfinansiering	Befintlig lagstiftning tillämpas på andelsbaserad gräsrotsfinansiering	Lagstiftningsåtgärder har hittills inte genomförts
Storbritannien	Den investeringsbaserade gräsrotsfinansiering en motsvarar i stort sett verksamhet som bedrivs enligt MiFID		
Italien	Införde särskilda regler 2012, som första EU-medlemsstat		
Frankrike	Införde särskilda regler 2014		
Tyskland	Införde särskilda regler 2015		
Nederländerna			Lagstiftning är under beredning
Belgien		Beroende på fall till fall tillämpas befintlig lagstiftning	
Österrike	Införde särskilda regler 2015		

I samband med att kommissionen har aviserat en rapport¹⁶⁶ om gräsrotsfinansiering har kommissionen uttryckt att en noggrann avvägning

¹⁶⁵ RP 46/2016 rd, s 30 ff.

¹⁶⁶ ”Capital markets union action plan”, European Commission, <http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_en.pdf>, besökt 2018-01-15.

bör göras mellan målen för investerarskydd och fortsatt utveckling av gräsrotsfinansiering. I nuläget har ett antal medlemsländer valt att reglera gräsrotsfinansiering, men då dessa förändringar har skett sedan 2013, vilket får anses relativt nyligen, är det svårt att dra slutsatser eller erfarenheter av dem. Regleringen har i ett flertal länder, exempelvis Storbritannien, Italien, Frankrike och Spanien, skett genom ändring av befintlig lagstiftning för att täcka plattformarna för gräsrotsfinansiering. I samtliga av de nyss nämnda länderna, med undantag för Storbritannien, omfattar regleringen endast verksamhet som utgår från en webbplats. I Storbritannien är regleringen tillämplig oavsett om verksamheten utgår från en plattform eller inte.¹⁶⁷ Vidare har de regleringar som införts av medlemsstaterna huvudsakligen avsett gräsrotsfinansiering som kan förknippas med en finansiell risk.¹⁶⁸ Sverige är ett av få länder i EU som tillämpar andelsbaserad gräsrotsfinansiering men som valt att hittills inte ställa krav på auktorisation eller andra förhållningsregler för plattformarna som kanaliserar gräsrotsfinansiering.¹⁶⁹

EU-kommissionen presenterade under hösten 2017 ett förslag på gemensamt regelverk för gräsrotsfinansiering. Syftet med initiativet var att främja finansieringsmetodens tillväxt genom att utnyttja den inre marknadens potential. Målet med förslaget var att möjliggöra för plattformarna att växa gränsöverskridande samt att förse plattformarna med proportionerlig och effektiv ramverk för riskhantering.¹⁷⁰ I initiativet presenteras fyra alternativ. Det första är att inget EU-regelverk är nödvändigt. Detta alternativ skulle innebära att kommissionen bibehåller en dialog med tillsynsmyndigheter, medlemsstaterna och plattformarna för att hålla koll på utvecklingen av gräsrotsfinansiering. Det andra alternativet är att framställa rekommenderade icke-bindande minimiregler. Det tredje alternativet är att ta fram ett EU-regelverk för gräsrotsfinansiering som antingen kan inkorporeras i befintlig lagstiftning eller utgöra ett

¹⁶⁷ Finansinspektionen (2015), s 10.

¹⁶⁸ Dir. 2016:70, s 5.

¹⁶⁹ Härkönen (2016/2017), s 678.

¹⁷⁰ Ref. Ares(2017)5288649, s 2 f.

självständigt regelverk. Det fjärde alternativet är att ett separat regelverk upprättas för plattformar som avser verka i fler medlemsstater.¹⁷¹

5.2.2 Finland

I det följande kommer den finska regleringen för gräsrotsfinansiering att redogöras, i syfte att exemplifiera hur en särskild reglering för gräsrotsfinansiering kan vara utformad samt skälen till varför en särskild reglering är nödvändig. Anledningen till varför Finland används som exempel är att deras syn på aktiebolag har likheter med svensk rätt. Finland har likt Sverige valt att skilja på privata och publika aktiebolag och hade tidigare ett liknande spridningsförbud för aktier i privata bolag. Detta förbud togs av konkurrensskäl bort under 2000-talet.¹⁷²

Finland införde en särskild reglering för gräsrotsfinansiering den 1 september 2016 genom lagen om gräsrotsfinansiering (734/2016).¹⁷³ Syftet var att få en tydligare lagstiftning på området, att förbättra investerarskyddet, att erbjuda företagen fler finansieringsalternativ och att göra finansmarknaden mer mångsidig. Lagen gäller endast för låne- och andelsbaserad gräsrotsfinansiering. I 2 kap. 3 § lagen om gräsrotsfinansiering anges att aktörer som avser tillhandahålla eller förmedla gräsrotsfinansiering måste finnas införda i ett register. För dessa är Finansinspektionen tillsynsmyndighet.¹⁷⁴

För att bli registrerad ställer Finansinspektionen ett antal krav på anmälaren. Exempelvis får anmälaren inte ha gått i konkurs, den måste anses tillförlitlig och ha nödvändig kännedom om finansmarknadens funktion. Vidare krävs att anmälaren har minst 50 000 EUR i eget kapital eller en enligt Finansinspektionens bedömning tillräcklig yrkesansvarsförsäkring, bankgaranti eller annan motsvarande säkerhet.¹⁷⁵ En registrerad förmedlare

¹⁷¹ Ref. Ares(2017)5288649, s 3.

¹⁷² Härkönen (2016/2017), s 687 f.

¹⁷³ RP 46/2016 rd, s 1.

¹⁷⁴ 4 kap. 13 § lagen om gräsrotsfinansiering (734/2016).

¹⁷⁵ 2 kap. 6 § lagen om gräsrotsfinansiering (734/2016).

av gräsrotsfinansiering ska enligt lagen handla hederligt, opartiskt och professionellt samt på ett sätt som är förenligt med kundernas intressen.¹⁷⁶

Det ställs även krav på att den information som lämnas vid marknadsföring av gräsrotsfinansiering inte får vara vilseledande eller osann.¹⁷⁷

Bestämmelserna är förenade med straffsanktioner vilket innebär att den som agerar i strid mot reglerna kan åläggas böter eller dömas till fängelse i högst ett år.¹⁷⁸

I förarbetena till lagen poängteras att en nationell, avgränsad och lätt lagstiftning för gräsrotsfinansiering kommer bidra till att säkerställa jämlika utvecklings- och konkurrensförutsättningar för företag som förmedlar finansieringsmetoden i förhållande till redan etablerade aktörer på marknaden.¹⁷⁹

Finland implementerade finansieringsmarknadslagstiftning och annan lagstiftning i nationell rätt innan gräsrotsfinansiering blev allmänt känt. Lagstiftningen omfattade således inte finansieringsformens särdrag. Den tidigare lagstiftningen kunde tillämpas på gräsrotsfinansiering, men det krävde noggrannhet, tid och resurser för att från fall till fall identifiera vilken gällande lagstiftning som var tillämplig på respektive plattformens affärsmodell.¹⁸⁰

Till skillnad från många andra medlemsländer har Finansinspektionen i Finland fastslagit att andelsbaserad gräsrotsfinansiering i princip kan jämföras med att ordna emission och är därmed att anse som en tillståndspliktig investeringstjänst.¹⁸¹ I förarbetena poängterades att Finansinspektionens avvikande tolkning av andelsbaserad gräsrotsfinansiering kräver att lagstiftningsåtgärder genomförs för att den

¹⁷⁶ 3 kap. 10 § lagen om gräsrotsfinansiering (734/2016).

¹⁷⁷ 3 kap. 11 § lagen om gräsrotsfinansiering (734/2016).

¹⁷⁸ 4 kap. 14 § lagen om gräsrotsfinansiering (734/2016).

¹⁷⁹ RP 46/2016 rd, s 5.

¹⁸⁰ RP 46/2016 rd, s 15.

¹⁸¹ RP 46/2016 rd, s 63.

inhemska branschen ska kunna konkurrera på samma villkor som resterande medlemsstater.¹⁸²

5.3 Avslutande kommentarer

Som framgår av avsnittet finns det inget harmoniserande regelverk för gräsrotsfinansiering i EU. MiFID II och prospektdirektivet gäller för samtliga medlemsstater, men eftersom det är upp till medlemsstaterna att tolka dessa finns det stora skillnader i implementeringen av direktivet i nationell rätt. En del medlemsstater har valt att ändra befintlig lagstiftning för att den ska omfatta även gräsrotsfinansiering, andra har valt att införa särskild reglering för finansieringsformen. Sverige har inte gjort någonting, men detta kan komma att ändras i samband med den pågående utredningen om gräsrotsfinansiering.

Som framgår har Finland valt att införa ett särskilt regelverk för gräsrotsfinansiering. Oavsett om Sverige väljer att göra detsamma eller ändra befintlig lagstiftning kan vägledning hämtas i förarbetena till den finska regleringen. Exempel på regler som med fördel skulle kunna införas i svensk rätt är bland annat de i den finska lagstiftningen uppställda kraven på att en förmedlare av gräsrotsfinansiering ska handla hederligt, opartiskt och professionellt samt på ett sätt som är förenligt med kundernas intressen. Dessa krav är inte särskilt betungande för plattformarna samtidigt som det säkerställer att plattformarna för gräsrotsfinansiering agerar med beaktande av investerarens intresse.

¹⁸² RP 46/2016 rd, s 65.

6 Analys och slutsatser

6.1 Omfattas andelsbaserad gräsrotsfinansiering av gällande rätt¹⁸³ och hur förhåller sig plattformarna till dessa regler?

Som framgått av uppsatsens tredje avsnitt finns det ett flertal bestämmelser som kan bli aktuella vid gräsrotsfinansiering. Huruvida finansieringsmetoden strider mot dessa bestämmelser är inte givet. Något som är givet är att huvudregeln är att endast aktier i publika bolag ska kunna spridas till en bredare krets investerare. För privata aktiebolag gäller därmed e contrario att aktierna inte ska spridas till en bredare krets investerare. Från detta spridningsförbud lämnar lagen dock utrymme för undantag. Gräsrotsfinansiering sker nästan uteslutande till privata aktiebolag för vilka spridningsförbudet gäller, vilket ger upphov till problematik. Problematiken består delvis i att bedöma om undantagen från spridningsförbudet bör aktualiseras vid gräsrotsfinansiering. Problematiken består även i att avgöra om dessa undantag är avsedda att gälla för denna typ av finansieringsmetod eller om lagstiftningen inte har lyckats hänga med den digitala utvecklingen.

Finansinspektionen gjorde i sin rapport bedömningen att undantagen från spridningsförbudet inte gäller för gräsrotsfinansiering om plattformens agerande är att betrakta som annonsering, erbjudandet riktar sig till en krets som överstiger 200 personer eller omfattar fler än 200 poster, plattformens affärsmodell inte bygger på att investerarna på förhand anmäler intresse om kampanjen eller om plattformens verksamhet anses utgöra en reglerad marknad. Utifrån Finansinspektionens rapport gjorde vidare regeringen bedömningen att spridningsförbudet torde träffa annonser som sker på

¹⁸³ Med gällande rätt avses spridningsförbudet, prospektskyldigheten och MiFID II.

plattformar för gräsrotsfinansiering. Min bedömning är också att en del plattformars affärsmodeller omfattas av spridningsförbudet. Som framgått i avsnitt 4 har exempelvis FundedByMe över 100 000 medlemmar, vilket tyder på att de når ut till en bredare krets. Vidare kan antalet investerare i en kampanj vara över 1 000 till antalet och emissionerna kan avse över 1 000 aktier. Att samtliga av dessa på förhand har anmält intresse är osannolikt. Kontentan av det nyss nämnda är att plattformar som FundedByMe sannolikt inte kan tillämpa några av undantagen för spridningsförbudet. Kampanjerna som presenteras på dessa plattformar torde också vara att betrakta som annonsering. Detta trots att det inte nämns i förarbetena att annonsering på elektroniska plattformar ska betraktas som annonsering i lagens mening. Det anges dock att även annonsering i andra former omfattas av spridningsförbudet, vilket torde innefatta annonsering på en elektronisk plattform. Det bör även tilläggas att när lagen formulerades var gräsrotsfinansiering inget etablerat fenomen på den svenska marknaden, vilket bör tas i beaktning vid tolkning av lagtexten och dess förarbeten.

Vissa plattformar har utformat affärsmodeller som undgår spridningsförbudet, vilket jag förmodar är en medveten strategi. Pepins upprättar exempelvis ett publikt holdingbolag som investerarna tillskjuter kapital i utbyte mot aktier. Detta holdingbolag investerar i sin tur och blir således delägare i det kapitalsökande bolaget. Genom denna modell aktualiseras inte spridningsförbudet, eftersom investeringen sker i ett publikt bolag, som sedan investerar i det privata bolaget. Detta är en affärsmodell som i nuläget inte strider mot aktiebolagslagen, men frågan är om den strider mot syftet med de aktuella reglerna i aktiebolagslagen. Syftet med spridningsförbudet är att upprätthålla skillnaden mellan privata och publika aktiebolag. Då Pepins affärsmodell bygger på emission i ett publikt aktiebolag borde de i så fall förhålla sig till de regler som finns för publika aktiebolag, exempelvis reglerna om prospekt. Detta till skillnad från andra svenska plattformar som inte omfattas av prospektreglerna, eftersom deras affärsmodeller bygger på att aktier emitteras i privata aktiebolag och därmed inte utgör överlåtbara värdepapper.

Pepins upprättar ett memorandum, vilket de likställer med ett mindre omfattande prospekt. Den information som lämnas i memorandumet är framställd av plattformen eller de kapitalsökande bolagen. Det finns därmed ingen garanti för att informationen som lämnas är tillräcklig för att en investerare ska kunna fatta ett välgrundat beslut. Det finns även en risk att memorandum som upprättats av ett kapitalsökande bolag innehåller information som är missvisande eftersom de har egenintresse i saken och kanske framställer företaget på ett sätt som är gynnsamt för dem själva. Eftersom det inte finns någon kvalitetssäkring av informationen som lämnas kan den anses som något godtycklig.

Att upprätta prospekt är en lagstadgad skyldighet för publika aktiebolag som avser emittera värdepapper, men från denna skyldighet finns undantag. Ett av dessa undantag gäller om vederlaget för de värdepapper som emitteras understiger 2,5 miljoner EUR under en tolv månadersperiod. Ingen kampanj på Pepins har nått upp till detta gränobelopp, varför undantaget har kunnat aktualiseras. Ingen annan svensk gräsrotsfinansieringskampanj har hittills nått upp till de gränobelopp som gäller för att prospektreglerna ska aktualiseras. Jag ställer mig frågande till dessa undantag från prospektreglerna. Enligt min mening bör lagstiftarna se över dessa gränobelopp, då de i nuläget resulterar i att prospektreglerna blir verkningslösa i situationer för gräsrotsfinansiering. Finansinspektionen anser att prospektreglernas syfte borde användas som utgångspunkt vid upprättande av regler för gräsrotsfinansiering. Jag delar som sagt delvis denna åsikt men anser att man vid bedömningen av eventuella beloppsgränser bör ta hänsyn till att gräsrotsfinansiering främst riktar sig till privata investerare, varför investeringssumman blir lägre.

Som konstaterades i avsnitt 3 omfattas de svenska plattformarna för gräsrotsfinansiering inte av MiFID II eftersom aktierna enligt svensk tolkning inte utgör överlåtbara värdepapper. ESMA har godtagit den svenska tolkningen, men denna åsikt kan komma att ändras. Eftersom de

svenska plattformarna enligt MiFID II troligtvis utför investeringstjänster skulle det i så fall innebära att MiFID II blir tillämpligt. Det som talar för att ESMA skulle ändra sin uppfattning om den svenska tolkningen av överlåtbara värdepapper är att möjligheten till nationell särreglering som avviker från EU-rätten har försämrats i samband med MiFID II. Om ESMA ändrar uppfattning om den svenska tolkningen skulle det för svenskt vidkommande innebära att de svenska plattformarna måste se över sina affärsmodeller, så att de överensstämmer med reglerna i MiFID II. På grund av den osäkerhet som råder kring den svenska regleringen av gräsrotsfinansiering, vilket plattformarna påpekar själva, är min rekommendation att de redan nu anpassar sina affärsmodeller utefter MiFID II.

6.2 Är andelsbaserad gräsrotsfinansiering en lämplig finansieringsmetod ur en kapitalsökandes respektive investerares perspektiv?

För att besvara denna fråga måste flera aspekter tas i beaktning. Fördelarna ur den kapitalsökandes perspektiv måste ställas mot riskerna för investerarna. Som uppsatsen påvisat finns flera fördelar med gräsrotsfinansiering. Dels möjliggör det för företag i ett tidigt skede att anskaffa kapital som de kanske inte annars hade kunnat tillgå. Eftersom kapital ofta är en grundläggande förutsättning för att företag i ett tidigt skede ska lyckas är det viktigt att skapa denna möjlighet. För banker och andra traditionella kreditinstitut saknar dessa företag ofta kredibilitet och beviljas därför inte lån hur som helst. Att vända sig till släkt och vänner för att samla kapital är varken en långsiktigt hållbar eller effektiv finansieringsmetod. Genom att använda gräsrotsfinansiering kan företag på ett smidigt sätt skaffa kapital och snabbt nå ut till en bredare konsumentkrets. Företagen får ut sina produkter eller tjänster snabbt på marknaden samtidigt som kampanjerna bidrar på plattformarna till

marknadsföring av företaget. Kampanjerna kan utöver att bidra med marknadsföring hjälpa företagen att knyta värdefulla kontakter med investerare och dessutom ge delägare som investerar en plats att interagera.

Gräsrotsfinansiering öppnar även en möjlighet för andra än professionella aktörer att investera i olika projekt, vilket möjliggör finansiering av innovationsprojekt, forskning och utveckling. Detta främjar i sin tur den ekonomiska tillväxten. Genom att tillskjuta de kapitalsökande bolagen kapital och därmed skapa möjligheter för företagen att utvecklas skapas även jobbmöjligheter, vilket är samhällsekonomiskt gynnsamt.

Det föreligger en risk att investerare inte får tillräcklig information i samband med förvärv samt att informationen som lämnas kan vara missvisande. Investerarna riskerar således att hamna i ett informationsunderläge. Det faktum att det inte finns någon sekundärmarknad för privata aktiebolag medför att det finns en likviditetsrisk för investerarna. Att investera i ett företag i ett tidigt skede är mer riskfyllt än att investera i ett mer etablerat företag med god likviditet. Det finns inga garantier för att det kapitalsökande bolaget kommer lyfta trots tillskjutet kapital. Många av dessa företag är nya på marknaden och har oprövade affärsidéer som inte går hem hos konsumenter. Därmed finns en risk att investerarna inte får någon utdelning på sina investeringar.

Vissa plattformar, Pepins bland annat, genomför due diligence-liknande undersökningar av det kapitalsökande bolaget. Om företaget i fråga inte når upp till de av Pepins ställda kraven får de inte använda sig av Pepins för att söka finansiering. Detta innebär att en kvalitetssäkring genomförs som kan minska risken för att investerare sammankopplas med oseriösa företag och företag som troligtvis inte hade varit lönsamma.

Att sprida aktier över ett större antal delägare innebär att det finns fler aktörer som är berättigade att ställa krav och få information, vilket kan bli påfrestande för företaget. Det finns dock en fördel med att sprida

finansieringen över flera investerare eftersom det innebär att även risken sprids.

Med beaktande av ovan sagda anser jag att det finns fler fördelar med gräsrotsfinansiering än nackdelar. Jag anser att det är en nödvändig finansieringsmetod som bidrar till att fylla det finansiella gap som finns för bland annat mindre och nystartade företag. Eftersom dessa företag utgör en stor andel av de svenska företagen är det viktigt att dessa främjas. I nuläget finns ingen alternativ finansieringsmetod som är tillräckligt effektiv. Jag anser även att de risker gräsrotsfinansiering kan innebära skulle kunna undvikas genom att tydliggöra lagstiftningen för gräsrotsfinansiering. Hur detta skulle kunna ske presenteras i nästa avsnitt.

6.3 Bör ett särskilt regelverk för andelsbaserad gräsrotsfinansiering införas i svensk rätt?

Den sista frågan att besvara är huruvida jag anser, med utgångspunkt i uppsatsens tidigare avsnitt, att regler för gräsrotsfinansiering bör införas i svensk rätt.

Först och främst finns en tydlig uppdelning i svensk rätt mellan privata och publika aktiebolag. Aktierna i privata bolag är inte avsedda att spridas till en bredare krets, medan aktierna i publika bolag får spridas till en bredare krets. Publika aktiebolag måste därmed förhålla sig till striktare regler vid emission än privata aktiebolag. Exempelvis måste publika aktiebolag förhålla sig till prospektreglerna i LHF, vilka inte gäller för privat aktiebolag. Eftersom emissioner som genomförs vid gräsrotsfinansiering liknar emissioner som genomförs för publika aktiebolag anser jag att det borde finnas prospektliknande regler även för dessa situationer. För att uppnå ett tillräckligt investerarskydd bör säkerställas att informationen som lämnas är professionellt utformad och kvalitetssäkrad, vilket är en

förutsättning för att fatta ett välgrundat investeringsbeslut. När det kommer till gräsrotsfinansiering är det särskilt viktigt att den informationen som lämnas inte är missvisande, eftersom investeraren i dessa fall oftast inte är professionell. Bolag som verkar oseriösa kan på så vis sällas bort. Detta skulle även gynna plattformarnas rykte eftersom färre dåliga investeringar skulle ske i oseriösa bolag. För att reglerna inte ska bli alltför ekonomiskt betungande för de kapitalsökande bolagen bör kraven på dessa prospekt vara lägre ställda än de befintliga regler som finns för publika aktiebolag i LHF.

Enligt min mening skulle en tydligare reglering av gräsrotsfinansiering kunna gynna plattformarna för gräsrotsfinansiering. Av intervjuerna framgår att plattformarna själva inte ställer sig helt främmande till en reglering. För dem skulle det givetvis vara fördelaktigt att veta vilka spelregler de har att förhålla sig till, då detta i nuläget är tämligen oklart. Denna oklarhet tar sig uttryck i plattformarnas olika affärsmodeller som i nuläget är något spretiga. De flesta plattformarna försöker tillgodose konsumentskyddet, men de har olika syn på hur detta görs på bästa sett. Pepins har exempelvis valt en särskild affärsmodell där ett publikt holdingbolag investerar i det kapitalsökande bolaget, vilket till viss del kringgår problematiken med det spridda ägandet i det kapitalsökande bolaget. Jag anser att deras affärsmodell hamnar i någon slags gråzon mellan reglerna för privata aktiebolag och reglerna för publika aktiebolag. Med ett tydligare regelverk kan Pepins och övriga plattformar få ramar att förhålla sig till vid utformande av sina affärsmodeller.

Eftersom det inte finns något harmoniserande regelverk för gräsrotsfinansiering och EU-kommissionen tidigare inte har ansett att något sådant är nödvändigt råder en diskrepans mellan medlemsstaternas regelverk för finansieringsmetoden. MiFID II och prospektdirektivet gäller för samtliga medlemsstater, men eftersom det är upp till medlemsstaterna att tolka dessa finns det stora skillnader i implementeringen av direktivet i nationell rätt. Utrymmet till tolkning av MiFID II har vidare lämnats stort då det är upp till varje medlemsstats tillsynsmyndighet att bedöma huruvida

verksamheter ska omfattas av direktivet eller inte. Eftersom medlemsstaterna har valt att tolka direktivet på olika sätt uppstår stora skillnader mellan medlemsstaterna emellan. En del medlemsstater har valt att ändra befintlig lagstiftning för att den ska omfatta även gräsrotsfinansiering, andra har valt att införa särskild reglering för finansieringsformen. Om ett kapitalsökande bolag exempelvis vill använda en plattform i ett annat medlemsland krävs att bolaget sätter sig in i det landets regler för gräsrotsfinansiering. Vidare är det inte säkert att dessa regler överensstämmer med det kapitalsökande bolagets nationella rätt, vilket kan ge upphov till problematik för bolaget. Diskrepansen kan således missgynna gränsöverskridande handel mellan medlemsstaterna emellan.

Sverige är ett av få länder i EU som i nuläget inte har vidtagit några lagstiftningsåtgärder. Om uppfattningen om att aktier i privata aktiebolag inte utgör överlåtbara värdepapper ändras, skulle det innebära att MiFID II blir tillämpligt. Det finns då en möjlighet för Sverige att tillämpa undantaget i artikel 3 MiFID II som gäller för en juridisk person som inte innehar kundens medel eller värdepapper, endast mottar och vidarebefordrar order och detta endast sker till värdepappersbolag eller andra auktoriserade institut, förutsatt att verksamheten är reglerad på nationell nivå. Finland har valt att tillämpa detta undantag, genom att införa ett särskilt regelverk för gräsrotsfinansiering. Vägledning kan således hittas i det finska regelverket. Risken med att införa ett särskilt regelverk är att det inte anses förenligt med undantaget i MiFID II, eftersom det inte lämnar lika stort utrymme till nationell särreglering som MiFID.

Oavsett om utredningen fastslår att en reglering för gräsrotsfinansiering bör införas i svensk rätt anser jag att åtgärder bör genomföras på EU-nivå. EU-kommissionen har tidigare ansett att ett harmoniserande regelverk inte är nödvändigt då medlemsstaterna bäst reglerar gräsrotsfinansiering på nationell nivå. Men under senare tid, troligtvis med anledning av att gräsrotsfinansiering ständigt expanderar, har EU-kommissionen presenterat utlåtanden som talar för ett harmoniserande regelverk. För att minska

diskrepanen medlemsländerna emellan anser jag att ett harmoniserande regelverk hade varit att föredra.

6.4 Avslutande kommentarer

För att återkoppla till det fiktiva exemplet som presenterades inledningsvis kan konstateras att det finns svenska plattformar vars affärsmodeller strider mot spridningsförbudet i ABL. Eftersom förbudet är straffsanktionerat skulle det kunna medföra att den som olovligen spridit aktier kan bli skyldig att ersätta den som drabbats av ekonomisk förlust till följd av överträdelsen. Jag rekommenderar således inte X AB att använda en sådan plattform för gräsrotsfinansiering. Eftersom Pepins har fått Finansinspektionens godkännande och använder en annorlunda affärsmodell som inte nödvändigtvis strider mot spridningsförbudet, anser jag att det är det bästa alternativet för X AB i nuläget. Men då utredningen för gräsrotsfinansiering presenteras i mitten av mars 2018 skulle jag rekommendera X AB att avvakta och se vad utredningen fastslår innan företaget fattar något beslut om hur de ska gå tillväga för att söka finansiering.

Slutsatserna som dragits i uppsatsen är att gräsrotsfinansiering är en nödvändig finansieringsmetod som bidrar till att fylla det finansiella gapet. Eftersom nystartade och mindre företag utgör en stor andel av de svenska företagen är det viktigt att de främjas. Jag anser även att de risker gräsrotsfinansiering kan innebära skulle kunna undvikas genom att tydliggöra lagstiftningen för gräsrotsfinansiering. För att säkerställa ett skydd för investerare vid emission via en plattform anser jag att prospektliknande regler bör införas för andelsbaserad gräsrotsfinansiering. En harmonisering på EU-nivå hade även varit att föredra, för såväl kapitalsökande bolag, plattformarna för gräsrotsfinansiering som investerare, i syfte att minska diskrepanen medlemsstaterna emellan och för att gynna gränsöverskridande handel.

Bilaga A

Intervju per email, den 7 februari 2018, med Edvard Gustafsson, compliance-chef på Pepins

Vad anser du/ni crowdfunding har för betydelse för tillväxtföretag?

Jag anser att Crowdfunding är ett perfekt alternativ för företag som har stannat av i sin tillväxt och fastnat i "the valley of death" eller för företag som är redo att växla upp och ta nästa steg. Equity Crowdfunding kan sägas ha en betydelse som ett alternativ för företag som vill växa och ta hjälp av andra människor. Med Equity Crowdfunding får företaget kapital, kunder och marknadsföring i ett. Det skapar även ett engagemang hos de nya delägarna som skapar en slags community som finns där för att hjälpa företaget. Detta utan att ägarna behöver avhända sig en för stor kontroll av företaget.

För vissa tillväxtföretag kan det vara svårt att attrahera kapital och då är Equity Crowdfunding möjligtvis ett alternativ vilken är konstruktionens främsta betydelse.

Vad finns det för fördelar med crowdfunding jämfört med andra finansieringsalternativ?

Som jag skrev ovan är en fördel att du får kunder och marknadsföring samt kapital i samma veva.

Hur ser du/ni på de eventuella risker som uppstår för investerade när de investerar i privata tillväxtföretag? Anser du/ni att konsumentskyddet tillgodoses på er plattform?

Jag anser att det föreligger en viss risk i samtliga investeringar som görs. Dock så tar vi inte in vilket företag som helst på Pepins, utan vi utvärderar företagen som genomför en emission hos Pepins. Vi gör även en due diligence på företaget och upprättar flera avtal för att ta tillvara på investerarnas intressen. Vi upprättar även ett memorandum som kan jämföras med ett mindre omfattande prospekt. Vi kan även erbjuda handel i företagen vilket skapar en likviditet och minskar inlåsnings effekter för investerarna och därmed riskerna.

Om utredningen fastslår att det bör införas en särskild reglering för crowdfunding i svensk rätt eller att nuvarande regler bör omformuleras för att även omfatta crowdfunding, vilka konsekvenser tror du/ni att det hade medfört för tillväxtföretag? Vilka konsekvenser hade det medfört för er som plattform?

Jag tror inte att Pepins kommer att påverkas särskilt mycket av den rapport som kommer. Genom våran investeringsstruktur där vi upprättar ett holdingbolag som investerarna investerar i och där holdingbolaget sedan investerar i målbolaget så strider vi inte på spridningsförbudet i 1:7 ABL.

Vidare så tillvaratar vi investerarnas intressen och har ett starkt konsumentskydd genom de avtal vi upprättar med företaget som crowdfundas.

För mindre bolag som inte direkt är tillväxtföretag utan nystartade bolag kan det kanske bli mer problematiskt.

Jag tror dock att nya regler är bra för Crowdfunding så att spelplanen för vad som gäller blir klar och tydlig. Då kan Crowdfunding-företag snabbare utvecklas och det blir inte oklart vad som gäller.

Bilaga B

Intervju per email, den 9 februari 2018, med Lovisa Strömsholm, ansvarig för investerarrelationer på FundedByMe

Vad anser ni crowdfunding har för betydelse för tillväxtföretag?

Crowdfunding har stor betydelse för tillväxtbolag och ger flera olika fördelar som exempelvis en bredare investerarbas, som kan bidra till bolaget genom både kunskap och ambassadörsskap. Med 100 nya delägare får du exempelvis 100 nya, lojala, engagerade kunder som för ditt varumärke vidare till sina kontaktnät. Crowdfunding kan även erbjuda ägarspridning när det behövs (ofta någonting vissa bolag behöver innan de børsintroduceras eller liknande). Crowdfunding ger även en chans för bolag att växa som inte lyckats landa något VC-bolag, och funkar extra bra för entreprenörer som inte premieras i samma grad, det vill säga kvinnor och utlandsfödda lyckas ofta väldigt bra med sina kampanjer trots att de kanske fått nej av andra större firmor tidigare. Crowdfunding boostar startups och ger dem en chans som annars kanske inte funnits. Ökar man chanserna för små bolag att växa bidrar man till framtida tillväxt för hela näringslivet.

Vad finns det för fördelar med crowdfunding jämfört med andra finansieringsalternativ?

Se ovan, + att det ger en möjlighet för gemene man att investera i tillväxtbolag, något som annars enbart erbjuds för VC-bolag och etablerade affärsänglar.

Hur ser ni på de eventuella risker som uppstår för investerare när de investerar i privata tillväxtföretag? Tillgodoses konsumentskyddet?

Investeringar i startups är klassade som högre risk, och vi har flertalet varningar på siden och i vår kommunikation. Investerar du i Startups kan du riskera att bli av med hela din investering, men du har också chans till stor vinst om bolaget går bra längre fram.

Om utredningen fastslår att det bör införas en särskild reglering för crowdfunding i svensk rätt eller att nuvarande regler bör omformuleras för att även omfatta crowdfunding, vilka konsekvenser tror ni att det hade medfört för tillväxtföretag? Vilka konsekvenser hade det medfört för er som plattform?

Allt beror på, någon form av reglering är alltid bra, det är viktigt för branschen och för "crowdfundingens rykte" att det inte är oseriösa aktörer som förstör för andra, men det är också viktigt att inte strypa fenomenet. En svår balansgång som vi hoppas de lyckas uppnå.

Bilaga C

Investeringmöjligheter Börja investera Sök kapital Mer

Home

SVENSKA SEK Logga in Registrera dig

FundedByMe

Crowdfunding för smart tillväxt

Skapa framgångsrika företag tillsammans med passionerade människor

Investera

Anslut dig till företag du tror på för att dela deras tillväxt och framgång

Investeringmöjligheter

Entreprenörer

Skapa en kampanj för att finansiera och utveckla ditt företag

Sök kapital

EUR 48,964,085 Investerat i företag

106,605 Registrerade medlemmar

Chat icon

Hämtad 2018-02-18 från FundedByMe.se

Bilaga D

Plantagon® - CityFarm Stockholm

Närodlad, hållbar och lönsam mat produceras mitt i stan.

[engelska](#) | [Svenska](#) 📍 Sverige 🔗 Teknologi 📄 Aktier

[Företagets hemsida](#) [Facebook](#) [Twitter](#) [LinkedIn](#)

Varför skulle inte ett **salladshuvud kunna vara smart?**

Nu har du chansen att investera i ett hållbart sätt att producera **mat mitt i Stockholm!**

Under DN-skrapan bygger Plantagon den första av tio storskaliga odlingsanläggningar i Stockholm. Genom traditionell odlingskunskap kombinerad med ny teknologi och resurssmarta system, producerar vi grönsaker med mycket hög kvalitet, överkomligt pris och levererar dem direkt till konsumenter i staden.

- 100 kg **färska, näringsrika** grönsaker. **Dagligen.**
- Vi **sparar** 216 ton CO2, varje år, jämfört med traditionellt jordbruk.
- Vi **sparar** 8 109 600 liter vatten, varje år.
- Vi **sparar** 37 000 kvadratmeter mark.
- **Minimala** transporter.
- **Inga** bekämpningsmedel.

[f](#) Dela [t](#) Tweet [in](#) Dela [✉](#) Mail

SEK 4,470,400 rest

559 investerare

4.40% av företagets aktier

Kampanjen har nått sitt maximala finansieringsmål och är inte längre öppen för investeringar. Om du vill bli satt på väntelistan kan du klicka på knappen nedan och ange en estimerad summa du vill investera.

Du behöver vara [inloggad](#) för att skicka in ditt erbjudande.



Hämtad 2018-02-21 från [FundedByMe.se](#)

Bilaga E

Vill du bli delägare i AIK Ishockey?

OPEN

AIK ISHOCKEY

AIK Ishockey ska tillbaka till SHL. Hjälp ditt lag nå målet.

Alla fans får möjlighet att bli delägare i sin egen ishockeyklubb och ta del av resultatet vid framgångar. Kapitaltillskott möjliggör en offensiv satsning!

Antal delägare:	2411
Mål:	6 - 16 MSEK
Minsta investering:	490 SEK

LOGGA IN

Twitter, Email, LinkedIn, Facebook

AIK Ishockey – AIK Ishockey ska tillbaka till SHL. Hjälp ditt lag nå målet.

ERBJUDANDE/VÄRDERING
AIK Ishockey AB (publ) genomför en riktad nyemission om maximalt 16 MSEK. Lägsta accepterade emissionsvolym är 6 MSEK. Värderingen av AIK Ishockey AB ... [läs mer](#)

HANDEL MED AKTIEN
AIK Ishockey AB vill via Pepins nå långsiktiga och engagerade delägare som kan hjälpa bolaget att nå sina mål. Trots långsiktiga ambitioner kan... [läs mer](#)

RISKFaktorER
Ägande och investeringar i aktier är alltid förenat med risker. Ett antal faktorer kan komma att få negativa effekter på Bolagets verksamhet, resultat... [läs mer](#)

Support

Hämtad 2018-02-21 från Pepins.se.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

Sverige

Direktiv

- Dir. 2016:70 Gräsrotsfinansiering
- Dir. 2017:112 Tilläggsdirektiv till Utredningen om gräsrotsfinansiering

Propositioner

- Prop. 1993/94:196 Ändringar i aktiebolagslagen (1975:1385) m.m.
- Prop. 2004/05:158 Prospekt
- Prop. 2006/07:115 Ny lag om värdepappersmarknaden
- Prop. 2011/12:129 Nya regler om prospekt
- Prop. 2016/17:162 Nya regler om marknaden för finansiella instrument (MiFID II och MiFIR)

Myndighetspublikationer

- Finansinspektionen, *Gräsrotsfinansiering i Sverige – en kartläggning*, Dnr. 15-17414, 15 december 2015. [cit. Finansinspektionen (2015)]

Tillväxtverket, *Tillväxt genom crowdfunding*, Rapport 0156, Stockholm, maj 2013. [cit. Tillväxtverket (2013)]

Finland

Propositioner

RP 46/2016 rd Regeringens proposition till Riksdagen med förslag till lag om gräsrotsfinansiering och till vissa lagar som har samband med den

Europeiska unionen

Europeiska kommissionen

Crowdfunding in the EU Capital Markets Union, Commission Staff Working Document, SWD (2016) 154 final, 3 maj 2016. [cit. SWD (2016) 154 final]

Att genomföra handlingsramen för finansmarknaderna: en handlingsplan, KOM(1999) 232 slutlig, 11 maj 1999. [cit. KOM(1999) 232 slutlig]

Legislative proposal for an EU framework on crowd and peer to peer finance, Ref. Ares (2017)5288649, 30 oktober 2017. [cit. Ref. Ares (2017)5288649]

Övrigt

Opinion Investment-based crowdfunding, SWD, 18 december 2014. [cit. ESMA (2014/1378)]

Litteratur

Ahonen, Nicholas och Mathisen, Rasmus, *Gräsrotsfinansiering/crowdfunding: en alternativ finansmarknad*. Jure Förlag AB, Stockholm, 2016. [cit. Ahonen och Mathisen (2016)]

Dresner, Steven, *Crowdfunding: a guide to raising capital on the Internet*, John Wiley & Sons, Hoboken, 2014. [cit. Dresner (2014)]

Korling, Fredric och Zamboni, Mauro (red.), *Juridisk metodlära*, Studentlitteratur, 2013. [cit. Korling och Zamboni (red.) (2013)]

Sandgren, Claes, *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare – Ämne, material, metod och argumentation*, 3 uppl. Norstedts Juridik, Stockholm 2015. [cit. Sandgren (2015)]

Sandström, Torsten, *Svensk aktiebolagsrätt*, 6.1 uppl., Wolters Kluwer AB, Stockholm, 2017. [cit. Sandström (2017)]

Sevenius, Robert och Örtengren, Torsten, *Börsrätt*, 3. uppl., Studentlitteratur, Lund, 2012. [cit. Sevenius och Örtengren (2012)]

Artiklar

Bjerkeshö, Peter, Hallin Göran, Silver, Lars & Spangenberg, Klara, *Små företags behov av krediter och systemen för att tillgodose dem – Om kunskapsläget, främjandesystemet och Tillväxtens roll*, Kontigo AB, Stockholm & Östersund 2/2011. [cit. Bjerkeshö m.fl. (2011)]

Härkönen, Elif, *Investeringsbaserad gräsrotsfinansiering – En expanderande marknad utan reglering*, Juridisk Tidsskrift (2016/2017). Nr.

3, 674-698. [cit. Härkönen (2016/2017)]

Sevenius, Robert, *Gräsrotsfinansiering i svensk rätt*, Blendow Lexnova
Expertkommentar - Affärsjuridik 4/2014.[cit. Sevenius (2014)]

Elektroniska källor

Lagkommentarer

Lycke, Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument 1 kap. 1 §,
Lexino 2016-02-05, besökt 2017-12-10.

Lycke, Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden 1 kap. 1 §, Lexino
2016-10-03, besökt 2017-12-10.

Lycke, Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden 8 kap. 1 §, Lexino
2015-01-26, besökt 2017-12-10.

Lycke, Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden 8 kap. 22 §, Lexino
2016-10-03, besökt 2017-12-10.

Nerep, Adestam och Samuelsson, Aktiebolagslag (2005:551) 1 kap. 7 §,
Lexino 2016-11-22, besökt 2017-12-10

Per Samuelsson, Karnov lagkommentar till 1 kap. 7 § ABL, besökt 2017-
12-10.

Myndigheter

"Basfakta om företag", Tillväxtverket,
<<https://tillvaxtverket.se/statistik/foretagande/basfakta-om-fore->

tag.html?chartCollection=2#svid12_f607e5d15aeacd3b3d1f441>, besökt 2018-02-10.

"Om MiFID/MiFIR", Finansinspektionen,
<<http://www.fi.se/sv/marknad/vardepappersmarknad-mifidmifir/om-mifidmifir/>>, besökt 2017-01-16.

"MiFID/MiFIR - Reglerna i korthet", Finansinspektionen,
<<http://www.fi.se/sv/marknad/vardepappersmarknad-mifidmifir/reglerna-i-korthet/>>, besökt 2018-01-20.

Övrigt

"Användarvillkor", FundedByMe <<https://www.fundedbyme.com/sv/terms-of-service/>>, besökt 2018-01-18.

[cit. FundedByMe:s användarvillkor"]

"Capital markets union action plan", European Commission,
<http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_en.pdf>, besökt 2018-01-15.

"Fler företag låter kunder bli delägare", Dagens Industri,
<<https://www.di.se/nyheter/flu-foretag-later-kunder-bli-delagare/>>, besökt 2017-11-20.

Jonas de Lange, "FundedByMe kan bryta mot lagen, grundarna helt obekymrade", Breakit, <<https://www.breakit.se/artikel/2356/fundedbyme-kan-bryta-mot-lagen-grundarna-helt-obekymrade>>, besökt 2017-12-10.

Karin Olander, "Uniti visar upp sin nya e-bil", Dagens Industri,
<<https://www.di.se/bil/uniti-visar-upp-sin-nya-elbil/>>, besökt 2017-12-10.

"Om FundedByMe", FundedByMe,
<<https://www.fundedbyme.com/sv/press-office/#tags=&page=1>>, besökt
2018-01-18.

"Om Pepins", Pepins, <<https://www.pepins.com/press>>, besökt 2018-01-31.

"Pepins förklarar", Pepins, <<https://www.pepins.com/pepins-explains>>,
besökt 2017-01-31.

"Pepins medlemsvillkor", Pepins, <<https://www.pepins.com/terms-and-conditions>>, besökt 2018-01-31. [cit. Pepins medlemsvillkor]