



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Mikael Kihlberg

Andelsbaserad gräsrotsfinansiering som alternativ finansieringsform?

- En studie av de juridiska förutsättningarna för privata aktiebolag

LAGF03 Rättsvetenskaplig uppsats

Kandidatuppsats på juristprogrammet
15 högskolepoäng

Handledare: Kacper Szkalej

Termin: HT2021

Innehåll

SUMMARY	1
SAMMANFATTNING	2
BEGREPPSLISTA & FÖRKORTNINGAR	3
1 INLEDNING	4
1.1 Bakgrund	4
1.2 Syfte & frågeställningar	5
1.3 Avgränsningar	5
1.4 Metod & material	6
1.5 Forskningsläge	7
1.6 Disposition	8
2 GRÄSROTSFINANSIERING	9
2.1 Aktörer	9
2.2 Former av gräsrotsfinansiering	9
2.3 Aktiva och passiva plattformar	10
3 RÄTTSLÄGET FÖRE DEN 10 NOVEMBER 2021	11
3.1 Nationell lagstiftning	11
3.2 EU-rätt	12
3.2.1 Finansiella instrument	12
3.2.2 Prospektskyldighet	12
3.3 Spridningsförbudet	13
3.3.1 1 kap. 7§ ABL	13
3.3.2 Spridningsförbudets betydelse för andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag	15
4 RÄTTSLÄGET EFTER DEN 10 NOVEMBER 2021	17
4.1 Gräsrotsfinansieringsförordningen	17
4.1.1 Syfte	17
4.1.2 Tillämpningsområde	17
4.1.3 Andelsbaserad gräsrotsfinansiering	18
4.1.4 Prospektskyldighet	19

4.2	Kompletteringsbestämmelserna	20
4.3	Alternativa investeringsvägar	21
5	KONSEKVENSANALYS	22
5.1	Status quo	22
5.2	En internationell utblick	23
6	AVSLUTANDE KOMMENTARER	26
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	28

Summary

Crowdfunding is a growing alternative form of financing, both in Sweden and internationally. This form of financing is characterized by the fact that many investors together invest a relatively small but overall significant amount of capital in a business idea or project. Equity crowdfunding is a variant of crowdfunding which means that the investor acquires shares in the invested company in. The digital development has made it easier for companies to reach a significant group of people via digital platforms with offers of such crowdfunding. Equity crowdfunding is suitable for companies that are in a capital-intensive development phase and constitutes a relevant complement to other forms of financing.

Sweden is one of the world's most innovative countries and as a result new companies that demand financing are continuously formed. Crowdfunding has the potential to have several positive effects for such companies and on the Swedish market in general. At government level, such a development seems desirable. Crowdfunding has long lacked a special regulation and has thus been able to be subject to several different regulations, or none. On November 10, 2021, an EU regulation came into force that specifically regulates crowdfunding. In the case of Sweden, regarding equity crowdfunding financing of private limited companies, the applicability of the regulation is uncertain due to Swedish company law regulation. Private limited companies and their shareholders are not allowed to distribute the company's shares to the public, according to the distribution ban in chapter 1 § 7 Companies Act (SFS 2005:551). Depending on the interpretation of the distribution ban, it may be an obstacle for private limited companies to apply for equity crowdfunding, and it may be an obstacle for such crowdfunding to be covered by the new EU regulation.

The thesis aims to investigate the legal conditions that exist for equity crowdfunding of private limited companies. The area in focus is the new EU regulation and how the uncertain legal situation may change as a result. The thesis concludes that the regulation of equity crowdfunding of private limited companies is unsatisfactory as the uncertain legal situation risks hampering the development of crowdfunding. The legislator intends to regulate the area to develop this form of financing, which, in the light of the dissertation's conclusions, is desirable.

Sammanfattning

Gräsrotsfinansiering är en växande alternativ finansieringsform, både i Sverige och internationellt. Finansieringsformen kännetecknas av att många investerare tillsammans investerar en relativt liten men totalt sett betydande summa kapital i en affärsidé eller ett projekt. Andelsbaserad gräsrotsfinansiering är en variant av gräsrotsfinansiering som innebär att investeraren erhåller andelar i det investerade företaget i utbyte mot det kapital som bolaget tillgodoses. Den digitala utvecklingen har förenklats för bolag att via digitala plattformar nå ut till en betydande personkrets med erbjudande om sådan gräsrotsfinansiering. Kapitalanskaffningsmetoden lämpar sig för bolag som befinner sig i en kapitalkrävande utvecklingsfas och utgör ett relevant komplement till andra finansieringsformer.

Sverige är ett av världens mest innovativa länder och som en följd bildas kontinuerligt nya bolag som efterfrågar finansiering. Gräsrotsfinansiering har potential att medföra flera positiva effekter för sådana bolag och på den svenska marknaden i stort. På regeringsnivå tycks en sådan utveckling vara önskvärd. Gräsrotsfinansiering har länge saknat en särskild reglering och har således kunnat bli föremål för flera olika regelverk, eller inget alls. Den 10 november 2021 trädde en EU-förordning i kraft som särskilt reglerar gräsrotsfinansiering. För svenskt vidkommande, med avseende på andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag, är förordningens tillämpbarhet ovisst till följd av svensk aktiebolagsrättslig reglering. Av spridningsförbudet i 1 kap. 7 § Aktiebolagslag (2005:551) följer att privata aktiebolag och dess aktieägare som huvudregel inte får sprida bolagets andelar till allmänheten. Beroende på tolkningen av spridningsförbudet kan det dels utgöra ett hinder för privata aktiebolag att söka kapital genom andelsbaserad gräsrotsfinansiering, dels utgöra ett hinder för att sådan gräsrotsfinansiering ska omfattas av den nya EU-förordningen.

Uppsatsen syftar till att utreda vilka juridiska förutsättningar som finns för andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag. Utredningen har tagit avstamp i införandet av den nya EU-förordningen och hur det ovissa rättsläget kan komma att förändras som en följd. I uppsatsen konkluderas att regleringen av andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag inte är tillfredsställande då det ovissa rättsläget riskerar hämma utvecklingen av gräsrotsfinansiering. Lagstiftaren avser att reglera området för att finansieringsformen ska kunna utvecklas vilket, mot bakgrund av uppsatsens slutsatser, är önskvärt.

Begreppslista & förkortningar

ABL – Aktiebolagslag (2005:551).

COBS – Conduct of Business Sourcebook.

Emittent – Är den institution som ger ut ett värdepapper, exempelvis ett aktiebolag som ger ut aktier mot betlaning. Emittenten emitterar aktier via en emission.

EU – Europeiska unionen.

Gräsrotsfinansieringsförordningen – Europaparlamentets och Rådets förordning (EU) 2020/1503 av den 7 oktober 2020 om europeiska leverantörer av gräsrotsfinansieringstjänster för företag och om ändring av förordning (EU) 2017/1129 och direktiv (EU) 2019/1937.

Kompletteringsbestämmelser – Promemoria. Finansdepartementet. Finansmarknadsavdelningen. Kompletterande bestämmelser till EU:s förordning om gräsrotsfinansiering.

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.

Prospektförordningen – Europaparlamentets och Rådets förordning (EU) 2017/1129 av den 14 juni 2017 om prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad, och om upphävande av direktiv 2003/71/EG.

Ändringsdirektivet – Europaparlamentet och rådets direktiv (EU) 2020/1504 av den 7 oktober 2020 om ändring av direktiv 2014/65/EU om marknader för finansiella instrument.

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Tillväxtverket har på uppdrag av regeringen utfört en förhandsbedömning av små och medelstora företags förutsättningar för kapitalförsörjning på kredit- och riskkapitalmarknaden för perioden 2021–2027. I rapporten konstateras dels att sådana företag i alla delar av landet är viktiga för tillväxt, arbetstillfällen och samhällsutveckling, dels att många företag upplever en bristande tillgång till extern finansiering.¹ I Sverige finns det ungefär 1,2 miljoner företag varav 99,9 procent utgörs av små och medelstora bolag (0–249 anställda). Småföretagen (0–49 anställda) utgör ungefär 40 procent av omsättningen och förädlingsvärdet, samt cirka 45 procent av de anställda i näringslivet.² Tillväxtverket drar i sin rapport slutsatsen att svensk finansmarknad lider av två typer av finansieringsgap: gap i tidiga utvecklingsfaser samt regionala finansieringsgap. EU-kommissionen har i en undersökning från 2019 bedömt finansieringsgapen inom svensk kapitalförsörjning som betydande och uppskattar dem på kreditmarknaden till 50 miljarder kronor och på riskkapitalmarknaden till 1 000 miljarder kronor. Som förslag på hur finansieringsbehoven skulle kunna mötas framhålls bland annat alternativa finansieringskällor och finansieringsprocesser, så som gräsrotsfinansiering.³

Gräsrotsfinansiering (engelska: crowdfunding) är en modern kapitalanskaffningsmetod som används för att finansiera ett visst projekt. Finansieringen kännetecknas av att många investerare, oftast privatpersoner, investerar ett relativt litet belopp men som tillsammans utgör en betydande mängd kapital för projektägaren. Gräsrotsfinansiering är visserligen ingen ny finansieringsmetod men det är en snabbt växande sådan, både sett till tillväxt och omsättning. Under åren 2010–2017 förmedlades gräsrotsfinansieringstjänster till ett värde av 16,9 miljarder euro i Europa med en genomsnittlig årlig tillväxttakt om 85 procent. Den svenska marknaden är i europeiska mått mätt relativt stor, även om den är långt mindre än exempelvis motsvarande marknad i Storbritannien, och omsatte år 2017 omkring 100 miljoner euro vilket var en ökning med 88 procent från året innan.⁴

¹ Se Tillväxtverket (2021b) s. 22.

² Se Tillväxtverket (2021a).

³ Se Tillväxtverket (2021b) s. 8.

⁴ Se Bruegel (2019) s. 2.

Den 10 november 2021 trädde både den unionsrättsliga gräsrotsfinansieringsförordningen och de nationella kompletteringsbestämmelserna i kraft. Lagstiftningen är i ett unionsrättsligt sammanhang det första harmoniserande regelverket för gräsrotsfinansiering och för svenskt vidkommande den första regleringen av gräsrotsfinansiering.

Med tanke på Tillväxtverkets analys av finansieringsgap inom svensk finansmarknad, gräsrotsfinansiering som en snabbt växande alternativ kapitalanskaffningsform och ny lagstiftning på området så finns anledning att utreda vilka juridiska förutsättningar det finns att minska finansieringsgapet genom gräsrotsfinansiering.

1.2 Syfte & frågeställningar

Syftet med uppsatsen är att utreda vilka juridiska förutsättningar det finns för privata aktiebolag att anskaffa kapital genom andelsbaserad gräsrotsfinansiering.

Följande frågeställningar kommer att utredas:

- 1) Vilken lagstiftning reglerar andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag i Sverige?
- 2) Hur kommer gräsrotsfinansieringsförordningen att påverka rättsläget för andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag i Sverige?
- 3) I vilken utsträckning tillmötesgår lagstiftningen marknadsbehovet av andelsbaserad gräsrotsfinansiering som en alternativ kapitalanskaffningsform för privata aktiebolag i Sverige?

1.3 Avgränsningar

Lånebaserad och andelsbaserad gräsrotsfinansiering aktualiserar olika associationsrättsliga områden. Till följd av uppsatsens omfång har det inte varit möjligt att behandla båda varianterna på ett tillfredsställande vis. Endast andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag behandlas därför. Avgränsningen innebär att den lånebaserade gräsrotsfinansieringen åsidosätts trots att den globalt sett är den dominerande gräsrotsfinansieringsvarianten. Andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag har identifierats som ett särskilt problemområde i svensk rätt till följd av det så kallade spridningsförbudet (se avsnitt 3.3). Det finns därmed ett aktuellt juridiskt problemområde att studera. Avgränsningen är även motiverad ur ett ekonomiskt

perspektiv då finansieringsgapet på riskkapitalmarknaden bedömts vara betydligt mycket större än motsvarande på kreditmarknaden.

I praktiken är det endast relevant att studera privata aktiebolag. År 2017 fanns 544 236 svenska aktiebolag varav endast 1 557 var publika.⁵ Av dessa publika aktiebolag var 680 upptagna till handel på en reglerad marknad eller handelsplattform och hade således inte behov av gräsrotsfinansiering eftersom de kan nå ut till allmänheten med erbjudanden på handelsplatsen som bolaget är registrerat på. Intresset för andelsbaserad gräsrotsfinansiering återfinns alltså inom den privata bolagskategorin. Därför kommer andelsbaserad gräsrotsfinansiering av publika aktiebolag inte behandlas. För att detaljstudera den andelsbaserade gräsrotsfinansieringen av privata aktiebolag krävs emellertid en generell redogörelse av vad gräsrotsfinansiering är och vilka regelverk som är av betydelse.

Det har i svensk rätt saknats särskild lagstiftning för gräsrotsfinansiering med konsekvensen att det förelegat en ovisshet kring vilka lagstiftningar som varit tillämpliga. Med hänsyn till den omfattande ekonomiska lagstiftning som återfinns inom EU har det inte varit möjligt att gå närmre in på all relevant lagstiftning. Endast sådan lagstiftning som ansetts relevant för att besvara uppsatsens frågeställning har behandlats.

Till följd av det trepartsförhållande som uppstår vid gräsrotsfinansiering så kan frågeställningen analyseras ur olika perspektiv. Förevarande uppsats redogör för de möjligheter och begränsningar för andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag som följer av lag. Det innebär att vissa perspektiv exkluderas, så som konsumentskyddande intressen och innebörden av lagstadgade krav på leverantör av gräsrotsfinansieringstjänster.

1.4 Metod & material

I uppsatsen redogörs för gällande rätt för gräsrotsfinansiering. I viss utsträckning har brister i lagstiftningen identifierats och analyserats. Inom uppsatsens teoretiska ram har den rättsdogmatiska metoden tillämpats. Metoden innebär att gällande rätt redogörs för genom de traditionella

⁵ Se SOU 2018:20 s. 305.

rättskällorna: lagar, förarbeten, rättsfall och doktrin.⁶ Rättsdogmatisk metod tillåter även kritisk granskning och problematisering av det redogjorda rättsläget.⁷

I analysen har en ändamålsinriktad tolkning tillämpats. Metoden innebär att syftet med gällande rätt redogörs för i de teoretiska avsnitten och som sedan utgör grund för analysen.⁸ I uppsatsens analysdel återfinns även en kortare komparativ analys (se avsnitt 5.2). Den komparativa analysen består i en jämförelse av hur svensk och brittisk rätt reglerat andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag. Anledningen till att just dessa rättsordningar jämförts är för att de har en snarlik associationsrättslig reglering med två bolagskategorier och ett spridningsförbud av aktier i privata aktiebolag. Rättsordningarna har emellertid reglerat andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag olika.

Gräsrotsfinansiering har i Sverige saknat särskild lagstiftning fram till den 10 november 2021 och teoridelen har delats upp utifrån den tidpunkten. Det ena teoretiska avsnittet utgörs av en redogörelse för den lagstiftning som haft betydelse för gräsrotsfinansiering, i synnerhet med avseende på andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag. I uppsatsens andra teoretiska avsnitt redogörs för den nya lagstiftningen och hur den kan komma att påverka rättsläget. Det material som använts i uppsatsen består därför i stor utsträckning av traditionella rättskällor såsom lagar, förarbeten och statliga utredningar. Till följd av att gräsrotsfinansieringsförordningen trädde i kraft så tätt inpå uppsatsens skrivande så har litteratur som beaktat den nya regleringen varit mycket begränsad.

1.5 Forskningsläge

Inledningsvis kan konstateras att forskning inom gräsrotsfinansiering ur en juridisk aspekt är begränsad. Den forskning som finns att tillgå återfinns särskilt bland propositioner, statens offentliga utredningar, promemorior och betänkanden. Ämnet har visserligen varit föremål för juridiska uppsatser på mastersnivå men förevarande uppsats är hitintills ensam om att studera ämnet i ljuset av den nya särskilda unionsrättsliga regleringen. Det finns emellertid ett större utbud av forskning inom det nationalekonomiska fältet. Denna forskning är högst intressant att beakta

⁶ Se Nääv & Zamboni (2018) s. 21.

⁷ Se Nääv & Zamboni (2018) s. 35–36 och 40–41.

⁸ Se Nääv & Zamboni (2018) s. 37.

vid juridiska avväganden och ligger ofta till grund för policyförslag, men har mindre betydelse för en redogörelse av gällande rätt.

1.6 Disposition

I avsnitt *två* introduceras fenomenet gräsrotsfinansiering och associerade begrepp i syfte att förse läsaren med en grundläggande förståelse för ämnet.

Avsnitt *tre* redogör för rättsläget i Sverige innan den 10 november 2021 då den nya lagstiftningen trädde i kraft. Avsnittet redogör för gräsrotsfinansiering i allmänhet och för andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag i synnerhet. Samtlig rätt som redogörs för i avsnittet utgör fortsatt gällande rätt men dess betydelse för gräsrotsfinansiering har i viss utsträckning förändrats till följd av den nya lagstiftningen. Avsnittet belyser även den fragmenterade lagstiftning som gräsrotsfinansiering varit föremål för.

I avsnitt *fyra* redogörs för gräsrotsfinansieringsförordningen och kompletteringsbestämmelserna, ikraftträdande den 10 november 2021. Uppsatsen ämnar inte detaljstudera den nya regleringen. Det är emellertid relevant att på ett övergripande plan redogöra för den nya lagstiftningens syfte, dess tillämpningsområde samt i vilken utsträckning den kommer påverka andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag. Sådan redogörelse utgör en fundamental grund för att besvara uppsatsens frågeställning.

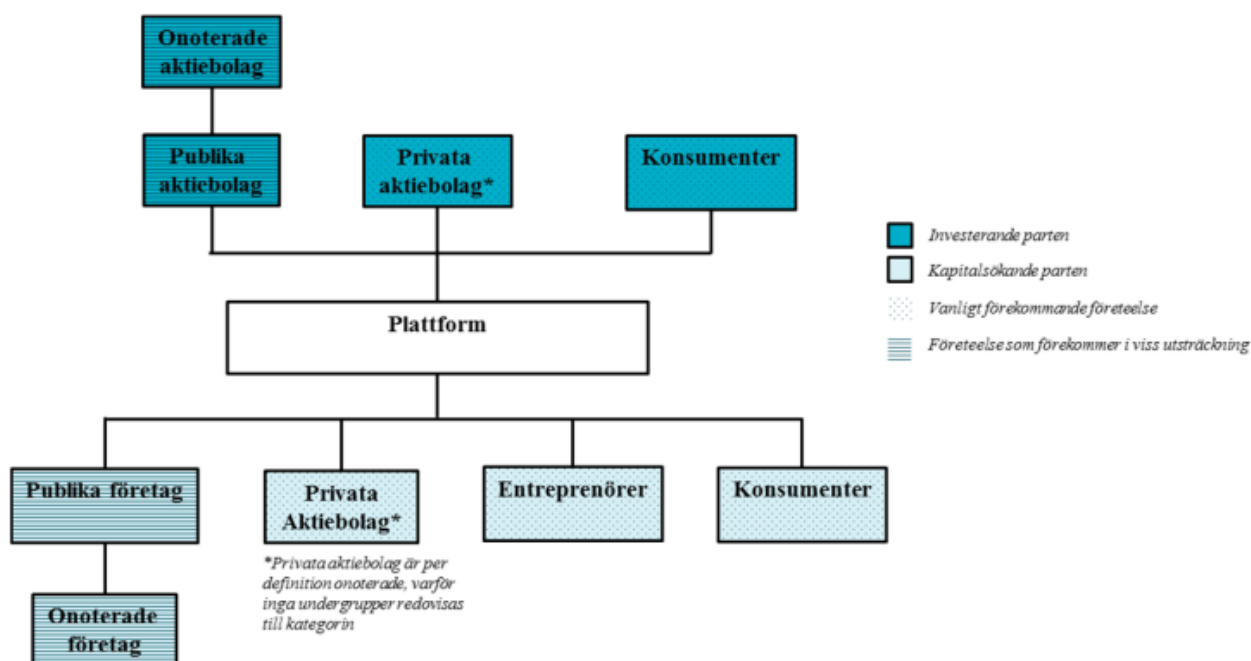
I avsnitt *fem* sammanfattas och analyseras rättsläget för andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag i Sverige. I synnerhet förs en framåtblickande diskussion kring hur rättsläget kan komma att utvecklas. Även alternativa investeringsupplägg som kringgår den rättsliga problematiken diskuteras och huruvida dessa upplägg är juridiskt tillfredsställande. Därtill genomförs en komparativ studie mellan svensk och brittisk rätt som ett led i att redogöra för hur en framtida svensk lagstiftning skulle kunna utformas.

Slutligen presenteras i avsnitt *sex* arbetets avslutande reflektioner och slutsatser. Avsnittet ämnar besvara frågeställningen och tillfredsställa uppsatsens syfte.

2 Gräsrotsfinansiering

2.1 Aktörer

Gräsrotsfinansiering kännetecknas av tre aktörer: projektägaren, investeraren och leverantören. Projektägaren är en fysisk eller en juridisk person, eller en kombination av dessa och söker finansiering för sin affärsidé eller sitt projekt. Även investeraren kan vara såväl en fysisk som en juridisk person och kännetecknas av en vilja att investera en relativt liten mängd kapital i en affärsidé eller ett projekt. Därtill kännetecknas investerarna av att de är många vilket återspeglas i det engelska begreppet crowdfunding. Leverantören är entiteten som, utan att ta på sig egen risk, tillhandahåller en plattform (internetbaserad marknad) som underlättar för presumtiva investerare och projektägare att mötas och avtala om investeringar på standardiserade villkor.



Strukturen för gräsrotsfinansiering.⁹

2.2 Former av gräsrotsfinansiering

Gräsrotsfinansiering kan delas upp i fyra huvudtyper: andelsbaserad, lånebaserad, donationsbaserad och belöningsbaserad. Formen av gräsrotsfinansiering är av betydelse för vilken lagstiftning som verksamheten omfattas av. Endast lånebaserad och andelsbaserad gräsrotsfinansiering omfattas av den nya lagstiftningen.

⁹ Se Finansinspektionen (2015) s. 6.

Lånebaserad gräsrotsfinansiering innebär att investerare genom avtal lånar ut kapital mot ränta till en projektägaren. För företaget innebär sådan finansiering att dess skulder ökar men att ägandestrukturen bibehålls. Med andelsbaserad gräsrotsfinansiering förstås att investeraren erhåller aktier eller andra typer av andelsinstrument i projektägarens företag som vederlag för investeringen. För ett företaget innebär sådan finansiering att dess skulder bibehålls men att ägandestrukturen späs ut. Sett till omsättning så dominerade den lånebaserade gräsrotsfinansieringen i Europa år 2017. I Sverige var den lånebaserade och den andelsbaserade gräsrotsfinansieringen lika stor.¹⁰ I praktiken är gränsdragningen mellan andelsbaserad och lånebaserad gräsrotsfinansiering emellertid inte alltid så tydlig då det förekommer hybridinstrument bestående av olika blandningar av formerna.¹¹ Som nämnts under avgränsningar utreder uppsatsen i synnerhet andelsbaserad gräsrotsfinansiering.

2.3 Aktiva och passiva plattformar

Ytterligare en distinktion av vikt för regleringen av gräsrotsfinansieringsverksamhet är plattformens karaktär. Passiva plattformar kännetecknas av att de förser investerare och projektägare med en mötesplats. Därtill hanterar plattformen den administrativa process som möjliggör investeringen, vilket plattformen tar en avgift för. Investeraren står således ensam att utvärdera projektet mot bakgrund av den information som presenteras på plattformen av projektägaren. Sådant presentationsmaterial består vanligtvis av videoklipp, statistik, simuleringar, investeringsmemorandum, förutsättningarna för investeringen och liknande.¹²

En aktiv plattform kännetecknas motsatsvis av att de, förutom att erbjuda en mötesplats och hanterar den administrativa processen också tillhandahåller aktiva tjänster. Sådana aktiva tjänster kan bestå utav due diligence, riskutvärderingar, analyser, rådgivnings- och förvaltningstjänster samt projektvärderingar. Gemensamt för rådgivnings- och förvaltningsverksamheter är att de i varierande utsträckning styr investerarens val. Båda verksamhetsmodellerna återfinns i Sverige. Investeringsrådgivning innebär att plattformen förser investeraren med rekommendationer eller investeringsförslag. Plattformar av förvaltningsliknande karaktär är mer långtgående då de övertar investerarnas investeringsansvar mot en avgift. Därigenom uppkommer i praktiken snarare ett indirekt trepartsförhållande, likt fondportföljförvaltning, än ett bilateralt förhållande mellan investerare och projektägare.¹³

¹⁰ Se Bruegel (2019) s. 7.

¹¹ Se Stattin (2021) s. 8.

¹² Se Finansinspektionen (2015) s. 8.

¹³ Se Finansinspektionen (2015) s. 8.

3 Rättsläget före den 10 november 2021

3.1 Nationell lagstiftning

Finansinspektionen redovisade, på uppdrag av regeringen, i en rapport från december 2015 en analys av gräsrotsfinansieringsverksamheten i Sverige. I rapporten beskrivs den gemensamma nämnaren för gräsrotsfinansieringsverksamheter vara att agera intermediär part åt projektägaren och investerare. Därtill konstaterades att det varken existerade en legal definition av eller särskild reglering för gräsrotsfinansiering. Därav hade gräsrotsfinansieringsverksamheter kommit att bli föremål för olika regelverk, såväl nationella som unionsrättsliga, beroende på verksamhetens utformning.

Om verksamheten innefattade betaltjänster eller kreditförmedling bedömdes verksamheten kunna vara tillståndspliktig enligt något av följande regelverk: lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse, lagen (2014:275) om viss verksamhet med konsumentkrediter eller lagen (2010:751) om betaltjänster. För det fall att nämnda lagar inte var tillämpliga på verksamheten så kunde i stället registreringsplikt bli aktuellt för verksamheten enligt lagen (1996:1006) om anmälningsskyldighet avseende finansiell verksamhet.¹⁴ Som en konsekvens av avsaknaden av adekvat lagstiftning ansågs gräsrotsfinansieringsverksamheter kunna konstruera investeringsupplägg som, för investeraren, liknade en reglerad verksamhet men som i praktiken inte omfattades av något befintligt regelverk. Situationen ansågs ha konstituerat en grund för regelarbete.¹⁵ I rapporten identifieras även att viss civil- och marknadsrättslig lagstiftning kunde bli tillämplig, så som lagen (1994:1512) om avtalsvillkor i konsumentförhållanden och Marknadsföringslagen (2008:486).¹⁶

I en statlig offentlig utredning från 2018 (SOU 2018:20) gavs Finansdepartementet i uppdrag att analysera gräsrotsfinansieringen i Sverige. Uppdraget innefattade bland annat att kartlägga vilka rättsregler som var tillämpliga på andelsbaserad gräsrotsfinansiering och ifall det fanns behov av ny lagstiftning. Utgångspunkten för uppdraget var att förbättra förutsättningarna för utvecklingen av och förtroendet för finansieringsformen som en alternativ kapitalanskaffningsform för små- och medelstora företag.¹⁷ Regeringens principiella ställningstagande i delegerandet av uppdraget var

¹⁴ Se Finansinspektionen (2015) s. 14.

¹⁵ Se Finansinspektionen (2015) s. 13 f.

¹⁶ Se Finansinspektionen (2015) s. 14.

¹⁷ Se SOU 2018:20 s. 15.

således att gräsrotsfinansiering skulle främjas. Utredningen resulterade inte i någon lagstiftning, på grund av EU:s parallella lagstiftningsarbete som mynnade ut i gräsrotsfinansieringsförordningen.¹⁸ Den statliga offentliga utredningen mynnade dock ut i flertalet essentiella statliga ställningstaganden kring andelsbaserad gräsrotsfinansiering, vilka kommer behandlas senare i uppsatsen.

3.2 EU-rätt

3.2.1 Finansiella instrument

MiFID II omfattar juridiska personer vars regelmässiga verksamhet består i att tillhandahålla och/eller utföra investeringstjänster i fråga om finansiella instrument. Direktivet har implementerats i svensk rätt genom lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (VpmL). Direktivet utgör ett omfattande ramverk för värdepappersmarknaden som sammanfattningsvis syftar till att skydda investerare samtidigt som en effektiv och välfungerande värdepappersmarknad upprätthålls.¹⁹

Enligt direktivet utgörs finansiella instrument bland annat av överlåtbara värdepapper.²⁰ För svenskt vidkommande har aktier i svenska privata aktiebolag bedömts inte utgöra överlåtbara värdepapper och därmed inte heller finansiella instrument.²¹ Det svenska ställningstagandet härrör ur det så kallade spridningsförbudet (se avsnitt 3.2) och att de till följd av det inte kan bli föremål för handel på en kapitalmarknad.²² Plattformer som har förmedlat andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag har därmed inte ansetts omfattas av direktivet. Konsekvensen av bedömningen var att flera lagstiftningar inte ansetts applicerbara på sådan gräsrotsfinansiering, så som lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument, VpmL och Prospektförordningen.²³

3.2.2 Prospektskyldighet

Prospektförordningen syftar till att underlätta gränsöverskridande kapitalanskaffning inom EES genom att eliminera informationsasymmetrier inför ett investeringsbeslut mellan investerare och emittent. När överlåtbara värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad inom unionen uppstår som huvudregel en skyldighet att upprätta ett offentligt

¹⁸ Se prop. 2020/21:206 s. 46 f.

¹⁹ Se skäl 7 MiFID II.

²⁰ Se artikel 4.2, bilaga I avsnitt A och C MiFID II.; 1 kap. 4 § VpmL.

²¹ Se Finansdepartementet (2020) s. 38.

²² Se prop. 2004/05:158 s. 68; prop. 2006/07:115 s. 282.

²³ Se Finansinspektionen (2015) s. 14.

prospekt.²⁴ Ett prospekt utgörs av den information som krävs för investeraren att utvärdera risker och avkastningspotential förenat med investeringen. Företagsspecifika uppgifter är nödvändig information i ett prospekt, så som dess finansiella ställning, tillgångar och skulder, vinster och förluster, framtidsutsikter, skälen till emissionen och de rättigheter som är förenade med värdepappret. Prospektskyldigheten innebär att emittenten ska offentliggöra ett prospekt för investerarens räkning när erbjudanden av värdepapper till allmänheten, under en tolv månadersperiod, överstiger det så kallade tröskelvärdet.²⁵ Med hänsyn till finansmarknadernas varierande storlekar har medlemsstaterna givits möjlighet att fastställa ett nationellt tröskelvärde inom ett spann om 1 000 000 och 8 000 000 euro.²⁶ Sverige har fastställt det inhemska tröskelvärdet till 2 500 000 euro.²⁷

Då aktier i svenska privata aktieföretag inte kan bli föremål för allmän omsättning på kapitalmarknaden föreligger inte prospektskyldighet för andelsbaserad gräsrotsfinansiering av aktier i privata aktieföretag.²⁸ Finansinspektionen har emellertid anfört att reglerna bör användas som referenspunkt vid lagstiftning av gräsrotsfinansiering.²⁹ Det finns anledning att anta att regleringen för andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktieföretag kan komma att ändras (se avsnitt 4.2). Gräsrotsfinansieringsförordningen föreskriver prospektskyldighet för gräsrotsfinansiering (se avsnitt 4.3). Skyldigheten att offentliggöra prospekt är en omfattande skyldighet och är ur projektägarens perspektiv betungande. Ovan redogörelse av prospektreglerna är därför av intresse trots att de i nuläget inte är tillämpbara över andelsbaserad gräsrotsfinansiering.

3.3 Spridningsförbudet

3.3.1 1 kap. 7§ ABL

Sedan år 1995 uppdelas svenska aktieföretag i två kategorier: privata och publika.³⁰ Bolagsformerna aktualiserar i viss utsträckning olika bestämmelser. Det primära skälet till kategoriseringen var anpassning till den unionsrättsliga bolagsrätten. Flera europeiska länder hade vid tiden åtminstone två bolagsalternativ att bedriva verksamhet genom utan personligt ansvar. Uppdelningen bestod i större företag med stor aktiespridning (publika) och små eller medelstora företag med liten

²⁴ Se artikel 1.1 & artikel 3.1 prospektförordningen.

²⁵ Se artikel 3.2 prospektförordningen.

²⁶ Se artikel 1.3 & artikel 3.2 b) i) prospektförordningen.

²⁷ Se Finansinspektionen (2019) s. 8.

²⁸ Se prop. 2018/19:83 s. 42.

²⁹ Se Finansinspektionen (2015), s 20.

³⁰ Se 1 kap. 2 § ABL.

aktiespridning (privata). Flera unionsrättsliga bolagsdirektiv skraddarsyddes utefter bolagsformerna och det ansågs därför som en praktisk nödvändighet att i svensk rätt införa en liknande uppdelning.³¹ I de svenska förarbetena motiverades uppdelningen med att mer gynnsamma förutsättningar skapades för allmän handel av aktier. I publika bolag formulerades högre krav på aktiekapitalet. En ordentlig kapitalbas och ett stort antal aktier ansågs som vitala faktorer för en väl fungerande aktiemarknad.³² I samband med uppdelningen infördes även en gränsdragning att publika men inte privata aktiebolag tilläts rikta erbjudanden till allmänheten om att teckna emitterade bolagsandelar, det så kallade spridningsförbudet (1 kap. 7 § ABL).³³

Spridningsförbudet innebär att privata aktiebolag och dess aktieägare är förhindrade att genom annonsering eller på annat sätt sprida aktier, skuldebrev, teckningsrätter och optioner. Därtill får dessa värdepapper inte bli föremål för handel på en kapitalmarknad, en motsvarande marknad utanför EES eller annan organiserad marknadsplats.³⁴ Att sprida innebär i sammanhanget ett erbjudande om att förvärva eller teckna aktier riktat bortom den befintliga ägarkretsen. Även uppdrag å bolagets eller aktieägares räkning att förmedla värdepapper till en större krets omfattas av innebörden.³⁵ Rekvisiten *annonsering* och *på annat sätt* förklaras inte närmare i ABL trots att skiljelinjen är av betydelse för undantagsreglerna i andra stycket. Dessa aktualiseras endast för spridning av värdepapper som sker på annat vis än annonsering. Av förarbetena till lagen framgår att *annonsering* anses vara en marknadsföringsmetod särskilt ägnad att leda till en vid spridning av aktier. Även *tidningsannonsering* och *annonsering i andra former* omfattas av rekvisitet. Med skrivelsen att sprida aktier på *annat sätt* åsyftas att förhindra erbjudanden riktade till en större mängd personer genom omfattande rundskrivelser eller andra liknande åtgärder.³⁶

Av spridningsförbudets andra stycke följer som undantag att ett privat aktiebolag eller dess aktieägare tillåts att på annat sätt än annonsering sprida sina värdepapper till en krets som utgörs av mindre än 200 personer. Kretsen tillåts emellertid överstiga 200 personer ifall erbjudandet enbart riktar sig till en krets som i förväg har anmält sitt intresse och antalet utbudna poster inte överstiger 200. I lagförarbetet motiveras undantaget med att erbjudanden riktade till professionella investerare föranleder en mindre restriktiv reglering då sådana investerare har anmält eller på annat sätt demonstrerat sitt intresse, till bolaget eller dess aktieägare, att de vill bli kontaktade vid emission

³¹ Se SOU 2018:20 s. 304 f.

³² Se prop. 1993/94:196, s. 79.

³³ Se SOU 2018:20 s. 304 f.

³⁴ Se 1 kap. 2, 7–8 §§ ABL.

³⁵ Se prop. 1993/94:196, s. 141.

³⁶ Se prop. 1993/94:196 s. 143.

eller försäljning av bolagets värdepapper.³⁷ Av tredje stycket följer att aktieägare, oaktat första och andra stycket, får rikta ett erbjudande genom annonsering eller på annat sätt till allmänheten såvida överlåtelsen inte kommer inbegripa fler än tio förvärvare. Av undantagen framgår sammanfattningsvis att förbudet inte är avsett att vara så snävt utformat att privata aktiebolag förhindras att öka sitt kapital genom erbjudanden som inte syftar till större spridning av bolagets värdepapper.³⁸

Spridningsförbudet för värdepapper är straffsanktionerat enligt 30 kap. 1 § p. 1 ABL. Överträdande av spridningsförbudet föranleder emellertid inte civilrättslig ogiltighetsverkan utan endast ersättningsskyldighet för parter som medverkat till den otillåtna spridningen.³⁹

3.3.2 Spridningsförbudets betydelse för andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag

Av tidigare avsnitt följer sammantaget att det föreligger en grundläggande konflikt och spänning mellan ändamålet med andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag och spridningsförbudets syfte. Motsatsförhållandet är inte på något vis en nyhet utan har länge varit föremål för statlig utredning. Samtidigt har sådan gräsrotsfinansiering fortsatt i Sverige utan ett enda åtal väckts för att spridningsförbudet skulle ha överträtt.

Finansinspektionen ställde sig i rapporten från 2015 frågande till huruvida gräsrotsfinansieringsverksamheten stred mot spridningsförbudet. I rapporten konstaterades att i synnerhet privata aktiebolag använde sig av andelsbaserad gräsrotsfinansiering samt att erbjudanden om investering mot andelar i privata aktiebolag var vanligt förekommande på svenska gräsrotsfinansieringsplattformar. Mot den bakgrunden framhölls det att spridning av privata aktiebolags andelar de facto förenklats till följd av gräsrotsfinansieringsverksamheter. Därtill fastställdes att plattformars krav på inloggning i sig inte nödvändigtvis ska anses uppfylla undantaget om förhandsanmälan som stadgas i spridningsförbudsregelns andra stycke.⁴⁰ Sammanfattningsvis bedömde Finansinspektionen att andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag förmodat överträder spridningsförbudet. Därtill identifierades spridningsförbudet som ett problemområde vid gränsöverskridande verksamhet eftersom alla länder inte har uppdelningen

³⁷ Se prop. 1993/94:196 s. 143.

³⁸ Se prop. 1993/94:196, s. 143.

³⁹ Se Sandström (2017), s. 61.

⁴⁰ Se Finansinspektionen (2015) s. 14.

privata och publika aktiebolag.⁴¹ I ett direktiv från 2016 instämmer regeringen i Finansinspektionens ståndpunkt och fastslog att spridningsförbudet sannolikt omfattar plattformar för gräsrotsfinansiering.⁴²

I SOU 2018:20 identifierades andelsbaserad gräsrotsfinansieringsverksamhet av privata aktiebolag och spridningsförbudet som problematisk. Med anledning av Finansinspektionens uttalande från 2015 poängterades emellertid att ingen rättslig prövning ägt rum, att tolkningen av spridningsförbudet är en fråga för rättstillämpningen och att generella juridiska uttalanden från icke-rättsliga myndigheter är vanskliga. Vidare konstaterades att sådan gräsrotsfinansiering inte nödvändigtvis träffas av spridningsförbudet och att gräsrotsfinansieringsverksamheter kan tänkas uppfylla något av lagregelns undantag. I sammanhanget erinrades att den brittiska aktiebolagslagstiftningen varit förebild för den svenska vid uppdelningen av privata och publika aktiebolag. Därmed ansågs det beaktansvärt att privata aktiebolag i Storbritannien inte tycktes förhindrade att nyttja andelsbaserad gräsrotsfinansiering.⁴³

⁴¹ Se Finansinspektionen (2015) s. 19.

⁴² Se dir. 2016:70 s. 4.

⁴³ Se SOU 2018:20 s. 318 ff.

4 Rättsläget efter den 10 november 2021

4.1 Gräsrotsfinansieringsförordningen

4.1.1 Syfte

I gräsrotsfinansieringsförordningens ingress redogörs för flera syften med förordningen som i all väsentlighet kan koncentreras till tre. För det första, att åtgärda den bristande tillgång på finansiering av nystartade, små och medelstora företag, som har identifierats vara ett unionsgemensamt problem.⁴⁴ För det andra, att tillgodose investerarskyddsintressen. För det tredje, att inom unionen harmonisera och möjliggöra gränsöverskridande gräsrotsfinansiering. Mot bakgrund av att området varit oreglerat har olika nationella regelverk vuxit fram vilket skapat en fragmenterad rätt inom unionen. Detta har utgjort ett hinder för gränsöverskridande gräsrotsfinansieringsverksamhet och har således haft en direkt påverkan på den inre marknadens funktion.⁴⁵

Utöver att gräsrotsfinansieringsförordningen sätter ramarna för vad som kategoriseras som gräsrotsfinansiering föreskrivs skyldigheter och krav för leverantörer av gräsrotsfinansieringstjänster. Exempelvis har Finansinspektionen utsetts till tillsynsmyndighet i Sverige och dess inträde i relationen mellan investerare, plattform och projektägare är en nyhet.⁴⁶ För svenskt vidkommande är regleringen helt ny då gräsrotsfinansiering tidigare saknat särskild reglering. Verksamheter har i stället, beroende på utformning, blivit föremål för varierad nationell och unionsrättslig lagstiftning.

4.1.2 Tillämpningsområde

Förordningen fastställer enhetliga krav för tillhandahållande av gräsrotsfinansieringstjänster, för organisation, auktorisation och tillsyn av leverantörer av gräsrotsfinansieringstjänster och för drift av plattformar för gräsrotsfinansiering avseende tillhandahållande av gräsrotsfinansieringstjänster inom unionen.⁴⁷ Gräsrotsfinansieringstjänster definieras som en matchning mellan å ena sidan investerares intresse av att finansiera företag och å andra sidan projektägares intresse av finansiering av sitt företag genom användning av en allmänt tillgänglig internetbaserad plattform för

⁴⁴ Se skäl 1 gräsrotsfinansieringsförordningen.

⁴⁵ Se skäl 6 gräsrotsfinansieringsförordningen.

⁴⁶ Se 1 kap. 2 § lag (2021:899) med kompletterande bestämmelser till EU:s förordning om gräsrotsfinansiering.

⁴⁷ Se artikel 1 gräsrotsfinansieringsförordningen.

gräsrotsfinansiering och som utgörs av antingen i) förmedling av långivning eller ii) placering utan fast åtagande och mottagande och vidarebefordran av kundorder i fråga om överlåtbara värdepapper och andra tillåtna instrument för gräsrotsfinansieringsändamål.⁴⁸

Från förordningens tillämpningsområde undantas följande tre gräsrotsfinansieringstjänster: i) Gräsrotsfinansieringstjänster som tillhandahålls projektägare som är en fysisk person som handlar för ändamål utanför dennes närings- eller yrkesverksamhet.⁴⁹ ii) Andra tjänster med anknytning till gräsrotsfinansieringstjänster enligt förordningens definition och som tillhandahålls i enlighet med nationell rätt.⁵⁰ iii) Erbjudanden om gräsrotsfinansiering som överstiger ett tröskelvärde om 5 000 000 euro beräknat över en tolv månadersperiod (se avsnitt 3.2.2).

4.1.3 Andelsbaserad gräsrotsfinansiering

Andelsbaserad gräsrotsfinansiering definieras i förordningen som sådan matchning som utgörs av verksamheternas placering av finansiella instrument utan fast åtagande och mottagande och vidarebefordran av order av *överlåtbara värdepapper* och *andra tillåtna instrument för gräsrotsfinansieringsändamål*.⁵¹

Rekvisitet *överlåtbara värdepapper* har samma innebörd som enligt MiFID II (se avsnitt 3.2.1). Som redogjorts för så har Finansdepartementet för svenskt vidkommande tolkat det så kallade spridningsförbudet på sådant vis att aktier i svenska privata aktiebolag inte kategoriseras som överlåtbara värdepapper.⁵² Med *tillåtna instrument för gräsrotsfinansiering* avses (bland annat) aktier i privata aktiebolag som inte omfattas av nationella begränsningar som i praktiken förhindrar dess spridning, inbegripet begränsningar av hur dessa aktier erbjuds eller marknadsförs till allmänheten.⁵³ Då vissa medlemsstater tillåter spridning av privata aktiebolags aktier så anses det ändamålsenligt att sådana omfattas av gräsrotsfinansieringsförordningen. Gränsdragningen har gjorts mot bakgrund att avveckling av investeringen, i form av fri avyttring på kapitalmarknaderna, anses utgöra ett fundamentalt investerarskydd.⁵⁴ Med beaktande av det svenska spridningsförbudet och Finansdepartementets tolkning så tycks andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag falla utanför förordningens tillämpningsområde.

⁴⁸ Se artikel 2.1 a) gräsrotsfinansieringsförordningen.

⁴⁹ Se artikel 1.2 a) gräsrotsfinansieringsförordningen.

⁵⁰ Se artikel 1.2 b) gräsrotsfinansieringsförordningen.

⁵¹ Se bilaga I, avsnitt A p. 1 & 7 gräsrotsfinansieringsförordningen.

⁵² Se Finansdepartementet (2020) s. 38.

⁵³ Se artikel 2.1 n) gräsrotsfinansieringsförordningen.

⁵⁴ Se skäl 13 gräsrotsfinansieringsförordningen.

Professor Daniel Stattin⁵⁵ har ställt sig tveksam till Finansdepartementets tolkning. Han anser det oförsiktigt att utan förbehåll konstatera att spridningsförbudet medför att gräsrotsfinansieringsförordningen inte blir tillämplig på aktier i svenska privata aktiebolag. Till stöd för argumentet redogörs två exempel för när förordningens regler om andelsbaserad gräsrotsfinansiering kan komma att omfatta privata aktiebolag.

- 1) Förordningens lokution för rekvisitet *tillåttna instrument för gräsrotsfinansiering*: ”i praktiken skulle förhindras att de (aktierna) sprids” inte nödvändigtvis föreligger för svenskt vidkommande. Spridningsförbudet i 1 kap. 7 § 2st. ABL innehåller undantagsregler som redan används av befintliga gräsrotsfinansieringsplattformar. Beroende på gräsrotsfinansieringsverksamhetens utformning så menar Stattin att verksamheten kan omfattas av spridningsförbudets undantagsregel och därmed komma att omfattas av gräsrotsfinansieringsförordningen.⁵⁶
- 2) Gräsrotsfinansieringsförordningen kan vara tillämplig då privata aktiebolag ger ut skuldinstrument, så som konvertibler. En konvertibel är en skuldförbindelse som utges av ett aktiebolag i utbyte mot kapital. Konvertibeln ger innehavaren, beroende på utformning, en rätt eller en skyldighet, att helt eller delvis byta sin fordran mot aktier i ett bolag. Ett sådant instrument utgivet av privata aktiebolag tycks i gräsrotsfinansieringsförordningen kategoriseras som förmedling av långivning (art. 2.1 a) i) eftersom instrumentet inte enbart utgörs av aktier. Således omfattas sådan andelsbaserad gräsrotsfinansiering de facto av gräsrotsfinansieringsförordningen. Eftersom konvertibler förekommer som gräsrotsfinansieringsinstrument så existerar problemet inte enbart i teorin utan även i praktiken.⁵⁷

4.1.4 Prospektskyldighet

I gräsrotsfinansieringsförordningen undantas skyldigheten att offentliggöra prospekt (se avsnitt 3.2.2), såvida erbjudandet inte överstiger tröskelvärdet om 5 000 000 euro.⁵⁸ För de medlemsstater som genom prospektförordningen beslutat om ett lägre tröskelvärde, så gäller under en tvåårig övergångsperiod från och med den 10 november 2021 det lägre tröskelvärdet.⁵⁹ Undantagets syfte är att minska risken för regelarbiter och lindra den negativa inverkan på tillgången till finansiering och utvecklingen av kapitalmarknaderna. För svenskt vidkommande innebär övergångsregeln att,

⁵⁵ Daniel Stattin är professor inom civilrätt med särskild inriktning mot associationsrätt vid Uppsala universitet.

⁵⁶ Se Stattin (2021) s. 14.

⁵⁷ Se Stattin (2021) s. 14.

⁵⁸ Se artikel 46 gräsrotsfinansieringsförordningen.

⁵⁹ Se skäl 17 i gräsrotsfinansieringsförordningen.

under de två påfallande åren, omfattas endast erbjudanden om gräsrotsfinansiering som understiger 2 500 000 euro av gräsrotsfinansieringsförordningen.⁶⁰

4.2 Kompletteringsbestämmelserna

En EU-förordning är direkt tillämplig i varje medlemsstat. Det betyder att rättsakten varken får eller ska införlivas i eller anpassas till nationell rätt. Däremot förutsätter gräsrotsfinansieringsförordningen att vissa kompletterande åtgärder införs i svensk rätt. Därför antogs en nationell lag med kompletterande bestämmelser samt beslut om ändringar i befintlig lagstiftning, som trädde i kraft den 10 november 2021. Sammanfattningsvis utgör dessa lagstiftningsåtgärder just kompletterande bestämmelser och är snarast av praktisk betydelse för förordningens tillämpbarhet. Förutom att Finansinspektionen utsetts till behörig myndighet så regleras bland annat utrednings- och tillsynsbefogenheter, ingripanden och sanktioner vid överträdelse av förordningen, tystnadsplikt, skadestånd vid brister i investeringsfaktablad, och avgifter för Finansinspektionens verksamhet enligt förordningen.

Avsaknaden av reglering för andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag och förhållandet till spridningsförbudet kritiserades av remissinstanserna till lagförslaget. Bolagsverket påpekade att aktier i privata aktiebolag inte skulle komma att omfattas av gräsrotsfinansieringsförordningen. Därmed ansåg Bolagsverket att det fortsatt kommer saknas adekvat reglering inom gräsrotsfinansiering för de företag som är i störst behov av finansieringsformen. Ekobrottsmyndigheten konstaterade att det i gräsrotsfinansieringsförordningen delegerats ett nationellt beslutsmandat för bestämmelser om spridning av aktier i privata aktiebolag inom gräsrotsfinansieringsverksamhet. För svenskt vidkommande ansåg Ekobrottsmyndigheten att ett sådant särskilt regleringsbehov föreligger. Swedish Fintech Association jämte Sveriges advokatsamfund anförde att införandet av ett särskilt undantag för spridning av aktier i privata aktiebolag för auktoriserade gräsrotsfinansieringsverksamheter bör övervägas. Även Finansinspektionen identifierade avsaknaden av särskild lagstiftning angående spridningsförbudet och anförde att de regelbundet tar emot klagomål från konsumenter avseende sådana tjänster och poängterade att området fortsatt kommer sakna adekvat konsumentskydd. Regeringen kommenterade den samlade kritiken genom att understryka att lagstiftningsärendet endast behandlat kompletterande lagstiftning och inte frågor om spridningsförbudet.⁶¹ Regeringen påpekade också att problemet identifierats i SOU

⁶⁰ Se 2 kap. 1 § lag (2019:414) med kompletterande bestämmelser till EU:s prospektförordning.

⁶¹ Se prop. 2020/21:206 s. 35.

2018:20 och att den utredningen fortsatt är relevant men pausats i väntan på gräsrotsfinansieringsförordningen.⁶² Mellan raderna utläses att regeringen sammantaget anser det nödvändigt med ytterligare utredning kring andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag och spridningsförbudet.

4.3 Alternativa investeringsvägar

Ett sätt att undvika den problematik som spridningsförbudet ger upphov till är att omvandla det privata aktiebolaget till ett publikt. Så kallad successivbildning, att vända sig till allmänheten för att finansiera en bolagsbildning, är inte tillåtet. Det krävs alltså att omvandlingen finansieras med eget kapital. Kapitalet som krävs är 500 000 kronor. Ytterligare en konsekvens av en sådan bolagsomvandling är att ett nytt, och mindre liberalt, regelpaket aktualiseras. Omvandlingen vållar alltså dels direkta kostnader till följd av det ökade kapitalkravet, dels indirekta kostnader till följd av att bolaget måste anpassa sig till ett helt nytt regelpaket. Alternativet är teoretiskt möjligt men tycks inte vara ett reellt alternativ. Bolag som söker gräsrotsfinansiering är i stor utsträckning mindre bolag som står inför en utvecklingsfas och som efterfrågar tillväxtkapital. Dessa besitter i regel inte de ekonomiska muskler som krävs för att genomgå en bolagsomvandling.⁶³

Ett annat alternativ är att använda ett Special Purpose Vehicle (SPV). Ett SPV är ett publikt aktiebolag som investerare kan förvärva andelar i och som i förlängningen är ägare till det emitterande privata bolaget. Med hjälp av denna konstruktion kringgås spridningsförbudet och det emitterande bolaget undviker dessutom investerares aktieägarinflytande eftersom investerarna endast blir aktieägare i SPV:t och inte i det emitterande bolaget. Finansieringen av det egna kapitlet i ett SPV utgörs emellertid av emissionen i fråga och därför lämpar sig konstruktionen inte för nystartade bolag utan kräver att bolaget kommit längre i sin ekonomiska utveckling.⁶⁴

⁶² Se prop. 2020/21:206 s. 46 f.

⁶³ Se SOU 2018:20 s. 320 f.

⁶⁴ Se SOU 2018:20 s. 320 f.

5 Konsekvensanalys

5.1 Status quo

Finansdepartementet har tolkat spridningsförbudet på så vis att aktier i privata aktiebolag inte ska anses vara varken överlåtbara värdepapper eller tillåtna instrument för gräsrotsfinansiering. Tolkningen innebär att sådan gräsrotsfinansiering inte omfattas av gräsrotsfinansieringsförordningen. Därmed kvarstår regelovissheten för andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag. Beroende på verksamhetens utformning kan både nationell och unionsrättslig lagstiftning vara tillämplig alternativt kan situationen vara oreglerad. I slutändan riskerar oförutsebarheten resultera i att gräsrotsfinansieringsleverantörer utformar sin verksamhet så att investeraren, oftast en privatperson, åläggs risken för regelovissheten. Sådan risk kan bestå dels av juridisk risk på så vis att investeraren inte åtnjuter något investerarskydd, dels av ekonomisk risk på så vis att investeraren åläggs betala högre avgifter till följd av att plattformarna räknar med oförutsebara kostnader till följd av regelovissheten.

Regeringen har dock anfört att tolkning av lagrum och dess rekvisit ytterst är en fråga för en rättslig myndighet, något som Finansdepartementet inte är. Regeringen har visserligen instämt i att spridningsförbudet kan utgöra ett hinder mot sådan gräsrotsfinansiering, men poängterar att en särskild bedömning bör göras från fall till fall. Daniel Stattins resonemang – att det finns scenarion av praktisk betydelse där andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag kan komma att omfattas av gräsrotsfinansieringsförordningen – är i detta sammanhang av intresse. Det finns alltså ingen garanti för att Finansdepartementets tolkning skulle överensstämma med en rättslig prövning.

Sådan andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag, som enligt Finansdepartementets tolkning, strider mot spridningsförbudet har med stor sannolikhet bedrivits. En projektägares erbjudanden om andelsbaserad gräsrotsfinansiering erbjuds sannolikt till fler än 200 personer samt utgörs av fler än 200 utbudna poster. Detta tyder på att gräsrotsfinansieringsverksamheter inte fullt ut respekterar spridningsförbudet. Trots detta har ingen rättslig prövning ägt rum. Regeringens principiella ställningstagande, att gräsrotsfinansieringen ska främjas (se avsnitt 3.3.2 och 4.2) förmodas kvarstå. Den statliga åtalpassiviteten kan därför tolkas som en ovilja att få ett rättsligt utslag i frågan. En domstolsprövning med utfallet att finansieringsmetoden bedöms vara otillåten riskerar avskräcka leverantörer från att bedriva gräsrotsfinansieringsverksamhet i Sverige.

Följaktligen skulle utvecklingen av den andelsbaserade gräsrotsfinansieringen som alternativ kapitalanskaffningsform hämmas. Ur ett rättssäkerhetsperspektiv är det dock ytterst problematiskt att det i Sverige finns regelverk som inte tillämpas i praktiken.

Spridningsförbudets eventuella inverkan på andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag kan undgås genom alternativa investeringsupplägg. De två investeringsmetoder som presenterats i avsnitt 4.3 är emellertid omständliga och urholkar lagens syfte. Det borde alltid ligga i lagstiftarens intresse att ha en så pass tydlig lagstiftning att det går att förutse ifall ett handlande är tillåtet eller förbjudet. Förekomsten av alternativa investeringsupplägg belyser problematiken med avsaknaden av en adekvat reglering.

Rättsläget för den andelsbaserade gräsrotsfinansieringen av privata aktiebolag i Sverige tycks vara oförändrad, trots den nya lagstiftningen. Regelovissheten som präglat sådan gräsrotsfinansiering kvarstår därmed än idag. Det tycks dessutom ha tillkommit en ovisshet kring huruvida spridningsförbudet utgör ett hinder för att andelsbaserad gräsrotsfinansiering omfattas av gräsrotsfinansieringsförordningen. Sammantaget kan konstateras att regelovissheten är problematisk. Ytterligare reglering för andelsbaserad gräsrotsfinansieringen av privata aktiebolag och dess förhållande till spridningsförbudet är önskvärd.

5.2 En internationell utblick

Spridningsförbudet införlivades för att harmonisera svensk bolagsrätt med unionsrättslig. Som uppsatsen redogjort för så har detta lett till ett problematiskt rättsläge för den andelsbaserade gräsrotsfinansieringen av privata aktiebolag i Sverige. Det finns därför anledning att studera hur frågan reglerats inom en liknande rättsordning. Storbritannien har en europeisk särställning inom gräsrotsfinansiering då de år 2018 stod för 80 procent av omsättningen på den europeiska marknaden.⁶⁵ Dessutom influerades svensk rätt i stor utsträckning av brittisk lagstiftning vid införandet av två bolagskategorier och spridningsförbudet. Det är därför intressant att studera vilka rättsliga förutsättningar andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag har i Storbritannien.

I Storbritannien har särskilda regler införts för att reglera förhållandet mellan spridningsförbudet och andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag. Gräsrotsfinansieringsleverantörer

⁶⁵ Se Cambridge Centre for Alternative Finance (2018) s. 2.

måste förhålla sig till Conduct of Business Sourcebook (COBS). Särskilda krav ställs på leverantören avseende dennes lämplighet som finansiell aktör.⁶⁶ Endast investerare som är särskilt utpekade i lag får erbjudas andelar i privata aktiebolag via gräsrotsfinansiering. Sådana investerare utgörs av så kallade sofistikerade- och erfarna investerare, personer med viss nettoförmögenhet samt restricted investors. Med restricted investors avses personer som kan garantera att investeringar i icke omedelbart omsättningsbara värdepapper inte överstiger tio procent av personens tillgångar under vare sig den föregående eller den efterföljande tolv månadersperioden.⁶⁷

Av den brittiska regleringen följer således ett konsumentskydd i att investeraren åläggs visa att denne inte tar på sig för stor risk. Genom att reglera investerarsidan så minskar behovet av att reglera projektägare och leverantörer. Det omvända scenariot, att reglera projektägare och leverantörer, riskerar medföra att finansieringsformens attraktivitet reduceras till följd av ökade kostnader. Nystartade bolag som kan tänkas söka kapital genom gräsrotsfinansiering kan avskräckas av exempelvis en långtgående prospektskyldighet. Om i stället leverantören regleras kan kostnaderna för plattformen komma att stiga. De ökade kostnaderna kommer tas ur investeringskapitalet. Transaktionskostnaderna ökar alltså i takt med kostnaden för plattformen samtidigt som kostnaderna för plattformen ökar i takt med skärpt reglering. Den enkelhet som gör gräsrotsfinansiering till en unik och attraktiv finansieringsform riskerar gå förlorad till följd av för hård reglering.

Storbritannien omfattas emellertid inte av gräsrotsfinansieringsförordningen till följd av Brexit, varför det kan ifrågasättas i vilken utsträckning som brittisk lagstiftning kan influera en eventuell svensk reglering. Den brittiska regleringen tycks emellertid inte stå i motsatsförhållande till gräsrotsfinansieringsförordningen. Tvärtom tycks regleringen överensstämma med det nationella beslutsmandat som delegerats av gräsrotsfinansieringsförordningen för bestämmelser om spridning av aktier i privata aktiebolag inom gräsrotsfinansieringsverksamhet.

Av gräsrotsfinansieringsförordningen följer emellertid att gränsdragningen, för rekvisitet *tillåtna instrument för gräsrotsfinansiering*, har gjorts mot bakgrund av att fri avyttring av investeringen på en kapitalmarknad ska vara möjlig då det anses utgöra ett fundamentalt investerarskydd. Att själva emissionen av aktier i privata aktiebolag skulle tillåtas innebär inte att de därefter fritt kan avyttras på en kapitalmarknad. För svenskt vidkommande är sådan handel förbjuden genom 1 kap. 8 §

⁶⁶ Se COBS 9; COBS 10.

⁶⁷ Se COBS 4.7.7 R.

ABL. Sammanfattningsvis tycks brittisk rätt visserligen kunna vara av intresse för en eventuell framtida lagstiftningsutredning men kan även komma att ge upphov till nya ekonomiskrättsliga ställningstaganden.

6 Avslutande kommentarer

Uppsatsen har redogjort för den juridiska ovisshet som omger andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag i Sverige. Utgångspunkt för uppsatsen har varit att utreda hur rättsläget för den andelsbaserade gräsrotsfinansieringen av privata aktiebolag i Sverige kan komma att förändras till följd av gräsrotsfinansieringsförordningen.

Beroende på hur spridningsförbudet tolkas så besvaras frågan, om vilken lagstiftning som är tillämplig på andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag i Sverige, olika. Att spridningsförbudet kan utgöra ett hinder för sådan gräsrotsfinansiering är okontroversiellt. Åsikterna går emellertid isär för huruvida spridningsförbudets undantagsregler kan tillämpas. Ena tolkningen utgörs av att spridningsförbudet presumeras utgöra ett hinder för andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag och att gräsrotsfinansieringsförordningen därför inte är tillämplig. Den andra tolkningen består i att gräsrotsfinansieringsförordningen kan vara tillämplig till följd av undantagen i spridningsförbudet. Trots att Finansdepartementets uttalanden ger viss tyngd åt den förstnämnda tolkningen så är det inte säkert att en rättslig prövning skulle ge samma utslag.

Regelovissheten innebär en ökad risk för de privata aktiebolag som är intresserade av att nyttja andelsbaserad gräsrotsfinansiering. Den ökade risken minskar troligen finansieringsformens attraktivitet. Följaktligen minskar finansieringsformens förutsättningar att vara en bidragande faktor till att krympa de finansieringsgap som identifierats av Tillväxtverket. Därför tillmötesgår lagstiftningen inte marknadsbehovet av andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag.

I kompletteringsbestämmelserna ger regeringen uttryck för att ytterligare statlig utredning är att vänta inom gräsrotsfinansiering. Särskilt adresseras förhållandet mellan andelsbaserad gräsrotsfinansiering av privata aktiebolag och spridningsförbudet. Att riva upp spridningsförbudet skulle visserligen åtgärda problematiken men frågan är ifall det kan anses ändamålsenligt då bestämmelsen inte enbart tar sikte på gräsrotsfinansiering. Ett annat alternativ är att lämna rättsläget oförändrat och låta marknaden anpassa sig därefter. Mot bakgrund av regeringens tidigare ställningstaganden tycks alternativet inte reellt. Ett tredje alternativ är att klargöra rättsläget genom särskild lagstiftning, såsom ett särskilt undantag till spridningsförbudet som uttryckligen tillåter gräsrotsfinansiering eller en helt ny lagstiftning. Sådan ny lagstiftning skulle i viss utsträckning kunna hämta influenser från brittisk rätt (se avsnitt 5.2). Att låta brittisk lagstiftning influera svensk

är till synes realistiskt ur ett juridiskt perspektiv då ländernas associationsrättsliga lagstiftning vilar på samma bolagskategorisering. Även ur ett marknadsekonomiskt perspektiv tycks det motiverat att hämta influenser från brittisk rätt eftersom Storbritannien har en särställning på den europeiska gräsrotsfinansieringsmarknaden.

Vilken väg lagstiftaren väljer att gå återstår att se. Utifrån uppsatsens slutsatser kan det konstateras att det nuvarande rättsläget är otillfredsställande, i synnerhet om regeringens målsättning är att gräsrotsfinansiering ska främjas.

Käll- och litteraturförteckning

Källor

Offentligt tryck

Sverige

Utredningsbetänkanden

SOU 2018:20 Gräsrotsfinansiering.

Propositioner & kommittédirektiv

Kommittédirektiv 2016:70 Gräsrotsfinansiering.

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

Proposition 2004/05:158 Prospekt.

Proposition 2006/07:115 Ny lag om värdepappersmarknaden.

Proposition 2018/19:83 Kompletterande bestämmelser till EU:s prospektförordning.

Proposition 2020/21:206 Kompletterande bestämmelser till EU:s förordning om gräsrotsfinansiering.

Litteratur

Bruegel (2019), *How to make crowdfunding work in Europe*, mars 2019, tillgänglig på <https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/2019/03/PC-06_2019_-1.pdf> (besökt 2021-12-05).

Cambridge Centre for Alternative Finance (2018), *Expanding Horizons: The 3rd European Alternative Finance Report*, januari 2018, tillgänglig på <<https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/08/2018-02-ccaf-exp-horizons.pdf>> (besökt 2021-12-15).

Nääv, Maria & Zamboni, Mauro (2018), 'Juridisk metodlära', 2 uppl., Lund: Studentlitteratur.

Sandgren, Claes (2015), Rättsvetenskap för uppsatsförfattare, 'Ämne, material, metod och argumentation' 3 uppl., Norstedts Juridik AB, Stockholm, 2015.

Sandström, Torsten (2017), 'Svensk aktiebolagsrätt', 6.1 uppl., Wolters Kluwer AB, Stockholm, 2017.

Stattin, Daniel (2021), 'Nya regler om gräsrotsfinansiering', Ny Juridik 2:21, tillgänglig på https://juno-nj-se.ludwig.lub.lu.se/b/documents/3578323?dq=gr%C3%A4srotsfinansiering&tab=literature_for#NYJUR_2021_2_S_0007> (besökt 2021-12-01).

Övrigt

Finansdepartementet (2020), 'Kompletterande bestämmelser till EU:s förordning om gräsrotsfinansiering' (Ds ??), 2020-12-01, Fi2020/05177, tillgängligt på <https://www.regeringen.se/4aff64/contentassets/46f38d1f19544aad943d1b5a2bd8738d/kompletterande-bestammelser-till-eus-forordning-om-grasrotsfinansiering.pdf>> (besökt 2021-12-05).

Finansinspektionen (2015), 'Gräsrotsfinansiering i Sverige – en kartläggning' (Ds ???), 2015-15-12, Dnr 15–17414, tillgängligt på https://www.fi.se/contentassets/0ffe196bc6ba4569bc16682da5faae14/grasrotsfinansiering_151215.pdf> (besökt 2021-12-01).

Finansinspektionen (2019), 'Vägledning Prospekt' (Ds ???), 2019-06-26, Dnr 19–3182, tillgängligt på <https://www.fi.se/contentassets/baee78b0d69e4a0a9bb9a69d35c11bf4/vagledning-prospekt-2019-06-26.pdf>> (besökt 2021-12-10).

Tillväxtverket (2021a), 'Basfakta om företag', 2021-10-27, tillgängligt på https://tillvaxtverket.se/statistik/foretagande/basfakta-om-foretag.html?chartCollection=2#svi12_f607e5d15aeacd3b3d1f441> (besökt 2021-11-19).

Tillväxtverket (2021b), 'Kapitalförsörjning små och medelstora företag', 2021-05-31, Dnr N2020/00895/RTL, tillgängligt på https://tillvaxtverket.se/download/18.45dc835c179c0f8f6b13ad52/1623076359017/F%C3%B6rhandsbed%C3%B6mning%20ERUF%202021-2027_SMF%20finansiering%20generellt_SLUTGILTIG.pdf> (besökt 2021-11-21).