



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Amalie Söllested

Informationsgivning vid
andelsbaserad gräsrotsfinansiering i
privata aktiebolag
- En utredning av regleringsbehovet

LAGF03 Rättsvetenskaplig uppsats

Kandidatuppsats på juristprogrammet

15 högskolepoäng

Handledare: Anna Zemskova

Termin: HT23

Innehåll

SUMMARY	1
SAMMANFATTNING	2
FÖRKORTNINGAR	3
1 INLEDNING	4
1.1 Bakgrund.....	4
1.2 Syfte och frågeställningar.....	5
1.3 Avgränsningar	5
1.4 Metod och material.....	6
1.5 Forskningsläge.....	8
1.6 Disposition.....	8
2 GRÄSROTSFINANSIERING	10
2.1 Grundläggande om gräsrotsfinansiering	10
2.2 Tidigare utredning och kartläggning.....	11
2.3 Svensk och EU-rättslig reglering.....	11
3 FÖRHÅLLET MELLAN PRIVATA OCH PUBLIKA	
AKTIEBOLAG	15
3.1 Uppdelningen i olika bolagsformer	15
3.2 Spridningsförbudet i privata aktiebolag.....	15
4 INFORMATIONASASYMMETRIER OCH REGLERINGSBEHOVET	18
4.1 Vikten av ett starkt investerarskydd och krav på informationsgivning.....	18
4.2 Informationsasymmetrier i privata gräsrotsfinansierade aktiebolag.....	19
4.3 Informationsgivning i privata gräsrotsfinansierade aktiebolag	20
4.4 Sammanfattande reflektioner.....	24
5 EN ÄNDAMÅLSENLIK REGLERING	26
5.1 Bakgrund och behovet av en reglering	26
5.2 Förslag till lagstiftning genom 2018 års utredningsbetänkande och 2022 års promemoria.....	26
5.3 Kritik och alternativa åtgärder för ökat investerarskydd och förutsebarhet ..	29
5.4 Sammanfattande slutsatser	31
6 SAMMANFATTNING	33
KÄLLFÖRTECKNING	34

Summary

Equity crowdfunding in private limited liability companies currently lacks a regulation on information obligations in Swedish law, as the existing regulation only covers public limited liability companies. Since there are no information-sharing requirements among these companies, there are practically no incentives for either the capital-seeking company or the investment platform to share information that could inhibit investment opportunities and consumer protection. The lack of regulation, in the long run, therefore, risks contributing to information asymmetries between the company seeking capital and the investors.

To avoid this problem, it appears necessary to introduce a regulation outlining specific disclosure requirements for equity crowdfunding in private limited companies. The essay focuses on the EU Crowdfunding Regulation and the two legislative proposals on crowdfunding previously presented in Swedish law. Taking these into account, the presentation discusses how a regulation is best designed to meet different interests.

The conclusion is that, given the nature of crowdfunding, it would be most appropriate for the regulation to strive to maintain the same disclosure requirements as those in the EU Crowdfunding Regulation, which only applies to public limited liability companies. Especially since there are few differences between private and public limited companies in the case of equity crowdfunding.

Sammanfattning

Andelsbaserad gräsrotsfinansiering i privata aktiebolag saknar för närvarande en reglering som ställer krav på informationsgivning i svensk rätt, då befintlig reglering endast omfattar publika aktiebolag. Då det inte ställs krav på informationsgivning finns det få incitament för det kapitalsökande bolaget och investeringsplattformen att vid gräsrotsfinansiering dela med sig av information som riskerar att hämma investeringsmöjligheterna och investerskyddet. Avsaknaden av en reglering riskerar därför i längden att bidra till informationsasymmetrier mellan det kapitalsökande bolaget och investerare.

För att undkomma problematiken framstår det som nödvändigt att införa en reglering som fastställer specifika krav på informationsgivning vid andelsbaserad gräsrotsfinansiering i privata aktiebolag. Dessutom utreds hur en sådan reglering bäst genomförs. Centralt för utredningen är EU:s gräsrotsförordning samt de två lagförslag om gräsrotsfinansiering som tidigare lagts fram i svensk rätt. Med lagförslagen i beaktande diskuteras det i uppsatsen hur en reglering bäst utformas för att tillvarata olika intressen.

I uppsatsen dras slutsatsen att det sett till gräsrotsfinansieringens karaktär, vore mest ändamålsenligt om regleringen eftersträvar att upprätthålla samma krav på informationsgivning som i EU:s gräsrotsförordning, vilken endast är tillämplig i publika aktiebolag. Framförallt då det finns få skillnaderna mellan privata och publika aktiebolag vid andelsbaserad gräsrotsfinansiering.

Förkortningar

EU	Europeiska unionen
Dnr	Diarienummer
FI	Finansinspektionen
MiFID	Market in Financial Instruments Directive
SOU	Statens offentliga utredningar

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Företagande utgör en viktig pelare i den svenska samhällsekonomin. Det är därför av betydelse att lagstiftningen främjar en sund företagsmarknad.¹ Traditionellt sett har nystartade företag haft begränsade möjligheter att anskaffa kapital och andelsbaserad gräsrotsfinansiering har därför växt fram som ett effektivt alternativ till traditionella riskkapitalinvesteringar.² Andelsbaserad gräsrotsfinansiering innebär att ett kapitalsökande bolag vänder sig till en finansieringsplattform via internet som länkar samman bolaget med investerare, som i sin tur erbjuder kapital i utbyte mot andelar i bolaget.³ Gräsrotsfinansiering utgör ett konkurrenskraftigt alternativ till traditionella investeringsformer och bidrar till en ökad tillväxt i små och medelstora företag. Tillväxten stimulerar i sin tur innovationsutveckling, vilket genererar positiva samhällsekonomiska effekter.⁴

Förtroende bland konsumenter för marknaden är ytterligare en aspekt som fordrar en hållbar utveckling av marknads funktioner.⁵ I detta avseende finns det brister i privata aktiebolag som anskaffar kapital genom andelsbaserad gräsrotsfinansiering, då det saknas en reglering som ställer krav på informationsgivning.⁶ Gräsrotsfinansiering är dessutom förknippat med stort risktagande. För att upprätthålla en stabil marknad med hållbara investeringar och kapitalallokeringar måste konsumenters intressen därför tillvaratas.⁷ Frågan om denna ordning är ändamålsenlig har ställts på sin spets vid flera tillfällen. Det finns de som menar att det behövs en enhetlig reglering som ställer krav på informationsgivning, medan andra menar att en reglering inte är praktiskt nödvändig. Uppsatsen ämnar därför att utreda om lagstiftaren bör överväga att förstärka investerarskyddet genom krav på

¹ Härkönen (2017a), s. 45.

² SOU 2018:20, s. 93.

³ Ahonen & Mathisen, s. 9–11, s. 14.

⁴ Dnr 15–17414, s. 12; SOU 2018:20, s. 471.

⁵ Sevenius & Örtengren, s. 29.

⁶ Jfr Fi2022/00473, s. 64.

⁷ Härkönen (2017b), s. 688; SOU 2018:20, s. 335–337.

informationsgivning i privata gräsrotsfinansierade aktiebolag genom en enhetlig svensk reglering. Ovan nämnda problematik ställs på sin spets i ett utredningsbetänkande från 2018 och i en promemoria från 2022.⁸

1.2 Syfte och frågeställningar

Syftet med uppsatsen är att utreda huruvida bristen på informationsgivning i privata gräsrotsfinansierade aktiebolag riskerar att leda till informationsasymmetrier och om det därför finns ett regleringsbehov. Uppsatsen avser därtill att undersöka hur kraven på informationsgivning bör utformas med utgångspunkt i utredningsbetänkande SOU 2018:20 och promemoria Fi2022/00473. Uppsatsen avser i denna del att utreda om lagförslagets krav på informationsgivning uppnår syftet bakom regleringsbehovet på ett ändamålsenligt sätt, i ljuset av EU:s förordning 2020/1503 om gräsrotsfinansiering⁹. Frågeställningarna är enligt följande:

- 1. Hur regleras andelsbaserad gräsrotsfinansiering i privata aktiebolag enligt nuvarande lagstiftning, och på vilket sätt kan det befintliga rättsläget riskera att skapa informationsasymmetrier som motiverar införandet av ny lagstiftning?*
- 2. Hur bör kraven på informationsgivning i privata gräsrotsfinansierade aktiebolag utformas för att uppnå ett ändamålsenligt investerarskydd, i ljuset av föreslagna lagändringar och EU-förordning 2020/1503 om gräsrotsfinansiering?*

1.3 Avgränsningar

Uppsatsen behandlar endast informationsgivning inför en investering och därför inte löpande informationsgivning. Den andra frågeställningen tar utgångspunkt i de två lagförslag som lagts fram på området, men endast i de delar som direkt behandlar informationsgivningen mellan emittent och

⁸ Fi2022/00473; SOU 2018:20.

⁹ 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.

investerarare. Gräsrotsfinansiering kan även förekomma i olika konstellationer. Uppsatsen fokuserar endast på förhållandet mellan ett kapitalsökande aktiebolag och privatpersoner.

1.4 Metod och material

Uppsatsen utgår från en rättsdogmatisk metod. Genom att undersöka rättskällor utreds vad som är gällande rätt. Med rättskällor avses lagtext, lagförarbeten, rättspraxis samt doktrin.¹⁰ Det bör särskilt noteras att Kleineman betraktar doktrin som en rättskälla vid tolkning av gällande rätt, vilket är en uppfattning som likaså kan tillskrivas Strömholm, Lyles och Valguarnera.¹¹ Det ska även framhåvas att den rättsdogmatiska metoden inte har någon enhetlig definition.¹² Med det sagt är det av betydelse att närmare i detalj beskriva på vilket sätt frågeställningarna analyseras i uppsatsen.

Den första frågeställningen tar sin utgångspunkt i lagtext och lagförarbeten eftersom det saknas rättspraxis på området. Därtill beaktas även ett antal EU-förordningar. För att utröna och nyansera gällande rätt beaktas även doktrin i form av litteratur och artiklar.

För att besvara den andra frågeställningen tar uppsatsen utgångspunkt i två lagförslag. Då förarbetena inte resulterat i gällande lagar går det att ifrågasätta om en analys utifrån lagförslagen går att inrymma i den rättsdogmatiska metoden. Som nämnts kan emellertid den rättsdogmatiska metoden uppträda i olika former. Jareborg betonar att rättsdogmatisk metodologi kan omfatta en bredare syn på rättsliga aspekter än de som formellt anses vara en del av gällande rätt.¹³ Med detta synsätt kan det argumenteras för att metoden sträcker sig bortom gällande rätt och därför kan innefatta en redogörelse för ett lagförslag. Uppsatsens andra frågeställningen syftar därtill att på ett kritiskt sätt värdera de lagförslag som lagts fram utifrån vilka tänkbara konsekvenser lagförslagen kan få. I denna del rör det sig därför om en kritisk rättsdogmatisk metod, i den mening att jag i uppsatsen, genom att utgå från

¹⁰ Kleineman, s. 26; se även Peczenik, s. 33–36.

¹¹ Strömholm, Lyles och Valguarnera, s. 429, s. 529–531; Kleineman, s. 28.

¹² Heuman, s. 61–64.

¹³ Jareborg, s. 4.

gällande rätt och med hjälp av ändamålsargumentation, redogör för varför rättsläget för stunden är otillfredsställande.¹⁴ Att olika rättskällor är motstridiga vid tillämpningen av sådan metod, är enligt Kleineman inget problem, så länge samtlig argumentation presenteras och redogörs för.¹⁵

För att på ett ändamålsenligt sätt redogöra för den svenska bolagsrätten beaktas även ett normativt rättsekonomiskt perspektiv i uppsatsen. Det är inte möjligt att redogöra för bolagsrätten isolerat ifrån ekonomiska och praktiska överväganden. Perspektivet är förvisso kritiserat för att inte ta hänsyn till moral och rättvisa, men är trots detta användbart för att dra slutsatser kring hur rättsliga problem som befinner sig i en ekonomisk kontext bör lösas.¹⁶ I den mån det är nödvändigt kommer därför rättsekonomiska perspektiv framföras för att bredda diskussionen från teoretisk till praktisk.

Dessutom görs i båda delar en jämförelse med EU:s förordning 2020/1503 om gräsrotsfinansiering. Förordningen äger inte tillämpning på de privata gräsrotsfinansierade aktiebolag som uppsatsen avser, utan belyses endast för att läsaren ska förstå vilka skillnader som finns vid informationsgivning i olika typer av aktiebolag.

Doktrinen som specifikt behandlar gräsrotfinansiering har framförallt formulerats av Elif Härkönen, Daniel Stattin och Robert Sevenius. Härkönen har ägnat betydande del av sin forskning åt gräsrotsfinansiering, medan Stattin och Sevenius har bidragit med relevanta infallsvinklar ur ett bolagsrättsligt perspektiv. Vidare används litteratur inom associationsrätt av bland annat Karin Eklund, Clas Bergström och Erik Sjöman, vilka alla forskar inom bolagsrätt, kapitalmarknadsrätt eller finansiell ekonomi. Därtill används en del litteratur som berör informationsgivning på kapitalmarknaden, vilket i första hand avser börsnoterade bolag, men som i uppsatsen används för en generell argumentation kring ekonomiska teorier.

¹⁴ Kleineman, s. 40–41.

¹⁵ Kleineman, s. 40–41.

¹⁶ Stattin & Eklund, s. 37–38.

Flera argumentationslinjer i uppsatsen hämtas även från juridiska tidskrifter. Bland dessa kan nämnas Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, Nordic Journal of Commercial Law, Svensk Juristtidning och Ny Juridik. Samtliga tidskrifter har genomgått peer-review eller består av redaktioner med professorer inom bolagsrätt.

För att analysera lagförslaget studeras även remissyttranden som lämnats på lagförslagen. De remissyttranden som valts ut i uppsatsen är de som särskilt belyser informationslämning. Dessa används framförallt i syfte att framföra praktiska och funktionella invändningar mot lagförslagen. För att beskriva fenomenets och gräsrotsfinansieringens förekomst används även Finansinspektionens kartläggning från 2015.

1.5 Forskningsläge

Större delen av svensk forskning som gjorts kring gräsrotsfinansiering kom mellan 2015 och 2018 efter att Finansinspektionen genom sin kartläggning uppmärksammade fenomenet och regleringsbehovet.¹⁷ Nyare forskning på området är därför begränsad, sannolikt till följd av att problematiken inte uppmärksammats på senare tid. Det ska dock framhävas att det material som producerats fortfarande är relevant, eftersom det inte skett några betydelsefulla förändringar i vare sig lagstiftningen eller gräsrotsfinansieringsverksamheten. Då frågeställningarna avser att utreda det svenska regleringsbehovet utifrån en svensk tolkning av aktiers överlåtbarhet i privata aktiebolag, används inte internationell forskning.

1.6 Disposition

Kapitel 2 inleds med en redogörelse för andelsbaserad gräsrotsfinansiering, dess aktörer samt vilken reglering som träffar finansieringsformen. I kapitel 3 redogörs för grundläggande skillnader mellan privata och publika aktiebolag, samt hur andelsbaserad gräsrotsfinansiering förhåller sig till spridningsförbudet i aktiebolagslagen. I kapitel 4 redogörs för hur bristen på reglering av informationsgivning i privata gräsrotsfinansierade aktiebolag

¹⁷ Dnr 15–17414, s. 19–21.

riskerar att leda till informationsasymmetrier samt huruvida en reglering med krav på informationsgivning bör införas. Avslutningsvis redogörs i kapitel 5 för på vilket sätt kraven på informationsgivning bör utformas med utgångspunkt i två lagförslag och EU:s förordning 2020/1503 om gräsrotsfinansiering. Frågeställningarna besvaras löpande och avslutas med en kortare sammanfattning.

2 Gräsrotsfinansiering

2.1 Grundläggande om gräsrotsfinansiering

Gräsrotsfinansiering (eng. crowdfunding) är en nyare metod för finansiering som framförallt används av mindre tillväxtbolag. Konceptet går ut på att ett aktiebolag vänder sig till en finansieringsplattform som sammanför bolaget med investerare. Genom finansieringsplattformen kan flera investerare därigenom bidra med små belopp för att tillsammans finansiera ett projekt.¹⁸

Det finns fyra typer av gräsrotsfinansiering: andelsbaserad, lånebaserad, belöningsbaserad och donationsbaserad.¹⁹ Andelsbaserad gräsrotsfinansiering (eng. equity crowdfunding) innebär att investeraren tillför kapital till bolaget i utbyte mot aktier vilka förmedlas genom en investeringsplattform. Gräsrotsfinansiering fungerar som ett effektivt alternativ för kapitalanskaffning i mindre bolag som saknar en tillräckligt etablerad affärsidé för bankfinansiering eller riskkapitalisering, samtidigt som det saknas tillräckligt stort kapital för en börsnotering.²⁰ Andelsbaserad gräsrotsfinansiering förekommer i både privata och publika aktiebolag men är vanligast i privata aktiebolag.²¹

Gräsrotsfinansiering involverar vanligtvis tre aktörer. En av aktörerna är det kapitalsökande bolaget, vilken i det följande kan komma att kallas för emittent. En annan aktör är finansieringsplattformarna som, vanligtvis via internet, för samman emittenten med potentiella investerare. Den sista aktören är de presumtiva investerarna. Investerarna kan vara juridiska personer, men är vanligtvis privatpersoner.²²

¹⁸ Fi2022/00473, s. 50; Ahonen & Mathisen, s. 30–31.

¹⁹ Fi2022/00473, s. 50.

²⁰ Stattin (2021), s. 9.

²¹ Dnr 15–17414, s. 32; SOU 2018:20, s. 359; Härkönen (2017b), s. 689.

²² SOU 2018:20, s. 341; Stattin (2021), s. 9.

2.2 Tidigare utredning och kartläggning

Trots att gräsrotsfinansiering blivit en vanligare finansieringsform har det länge saknats en enhetlig reglering på området.²³ År 2015 fick Finansinspektionen i uppdrag av regeringen att kartlägga gräsrotsfinansiering i Sverige. Finansinspektionens utredning mynnade ut i ett förslag till åtgärder vilka innefattade att lagstiftaren borde överväga en reglering med syfte att öka konsumentskydd och informationsgivning. Den första föreslagna regleringen kom i ett utredningsbetänkande 2018, efter att regeringen år 2016 tillsatte en särskild utredare med uppgift att undersöka vilken befintlig reglering som kunde träffa gräsrotsfinansiering.²⁴ Utredaren bedömde att det fanns ett behov av en ny reglering och att lagen skulle kallas för ”Lag om viss verksamhet med förmedling av finansiering” för att ta höjd för den framtida utvecklingen av gräsrotsfinansiering.²⁵ Vid ungefär samma tidpunkt påbörjade EU-kommissionen sitt arbete med en enhetlig gräsrotsfinansieringsreglering inom EU, och det svenska lagstiftningsarbetet fick därför avvakta.²⁶

2.3 Svensk och EU-rättslig reglering

Det dröjde fram till år 2020 innan det infördes en harmoniserad reglering av gräsrotsfinansiering inom EU i förordning 2020/1503, vilken delvis ersatte förordning 2017/1129²⁷ och direktiv 2019/1937.²⁸ Förordningen, som i det följande benämns gräsrotsförordningen, tar framförallt sikte på en enhetlig reglering vid gränsöverskridande gräsrotsfinansiering.²⁹ Gräsrotsförordningens tillämpningsområde omfattar andelsbaserad och

²³ Stattin (2021), s. 7–8.

²⁴ Dir. 2016:70; SOU 2018:20.

²⁵ SOU 2018:20, s. 37–54; Sevenius, ”Mot ny reglering av gräsrotsfinansiering i Sverige och EU” under rubriken Förslaget till en ny ”gräsrotslag”.

²⁶ Fi2022/00473, s. 63.

²⁷ 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.

²⁸ Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2019/1936 av den 23 oktober 2019 om skydd för personer som rapporterar om överträdelser av unionsrätten; Fi2022/00473, s. 51.

²⁹ Prop. 2020/21: 206, s. 1.

lånebaserad gräsrotsfinansiering som inte överstiger fem miljoner euro.³⁰ I gräsrotsförordningen ställs bland annat krav på informationsgivning, där information ska lämnas till investerarna i ett investeringsfaktablad innan bolaget bjuder ut sina aktier via en investeringsplattform.³¹ I och med gräsrotsförordningen antogs även en svensk lag och förordning med kompletterande bestämmelser.³²

På grund av en svensk tolkning av värdepappersdirektivet³³, betraktar man i svensk rätt inte aktier i privata aktiebolag som överlåtbara. Detta får konsekvensen att gräsrotsförordningen inte är tillämplig i privata aktiebolag.³⁴ Privata aktiebolag träffas inte heller av lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden eller EU:s harmoniserade regler om marknader för finansiella instrument.³⁵ Detsamma gäller kraven på informationsgivning i EU:s prospektförordning som ställer krav på att publika aktiebolag måste ge ut ett informationsdokument innan bolagets värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad.³⁶ Även detta beror på att aktier i privata aktiebolag inte betraktas som överlåtbara.³⁷ Prospektskyldigheten har till syfte att ge investerare möjlighet att fatta välgrundade beslut inför investeringar, och på så sätt minska asymmetrier mellan emittent och investerare.³⁸ Anledningen till att det ställs höga krav på informationsgivning i publika aktiebolag är att det traditionellt sett endast är publika aktiebolag som får sprida aktier till allmänheten.³⁹

Den befintliga reglering som ställer krav på investerarskydd och informationsgivning omfattar enligt det ovan redogjorda endast publika

³⁰ Fi2022/00473, s. 53; art. 2 i gräsrotsförordningen.

³¹ Art. 19.1, art 23–24 i gräsrotsförordningen.

³² Lag (2021:899) med kompletterande bestämmelser till EU:s förordning om gräsrotsfinansiering; förordning (2021:905) med kompletterande bestämmelser till EU:s förordning om gräsrotsfinansiering.

³³ Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument.

³⁴ Prop. 2004/05:158, s. 68; prop. 2006/07:115, s. 282.

³⁵ MiFID I och II; Fi2022/00473, s. 59; Dir. 2014/65/EU.

³⁶ 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.

³⁷ Prop. 2006/07:115, s. 282.

³⁸ Prop. 2004/05:158, s. 58–59.

³⁹ Fi2022/00473, s. 99.

aktiebolag. Det saknas därmed en reglering som träffar privata aktiebolags kapitalanskaffning genom utgivande av aktier via gräsrotsfinansiering.⁴⁰ I detta avseende betonar Härkönen att skiljelinjen som gjorts i svensk rätt mellan aktier i publika och privata aktiebolag har fått stor betydelse för den svenska gräsrotsfinansieringen.⁴¹

För att sammanfatta den snåriga regleringen gäller följande förordningars krav på informationsgivning för respektive bolagsform. För noterade aktiebolag gäller kraven på informationsgivning i prospektförordningen. Om beloppet av de erbjudna aktierna understiger fem miljoner euro i ett publikt och noterat aktiebolag, gäller dock inte prospektförordningen, utan istället gräsrotsförordningen.⁴² Gräsrotsförordningen är också tillämplig på publika men onoterade aktiebolag, då onoterade aktiebolag per definition inte omfattas av prospektförordningen.⁴³ Privata aktiebolag faller som tidigare nämnts utanför all reglering.

Det ska i sammanhanget noteras att Finansinspektionen i 2015 års utredning bedömde att publika onoterade aktiebolag som sökte kapital via gräsrotsfinansiering var sällsynta, medan noterade aktiebolag inte påträffades alls.⁴⁴ Av detta kan slutsatsen dras att det i Sverige framförallt är privata aktiebolag som erbjuder aktier genom gräsrotsfinansiering, vilket också är bolagsformen som helt saknar krav på informationsgivning.⁴⁵

År 2022 lade Finansdepartementet fram det andra lagförslaget till en enhetlig reglering av gräsrotsfinansiering i svensk rätt.⁴⁶ Finansdepartementet bedömde i 2022 års promemoria att behovet av en svensk reglering kvarstod trots gräsrotsförordningen, då regleringarna skulle få olika tillämpningsområden.⁴⁷ I den föreslagna lagen är syftet framförallt att reglera finansieringsplattformarnas verksamhet och säkerställa ett högt skydd för

⁴⁰ Fi2022/00473, s. 72.

⁴¹ Härkönen (2017b), s. 688.

⁴² Art. 1.4 k) i prospektförordningen med hänvisning till art. 1.2 c) i gräsrotsförordningen.

⁴³ Jfr art. 1.1 i prospektförordningen.

⁴⁴ Dnr 15–17414, s. 7.

⁴⁵ SOU 2018:20, s. 359.

⁴⁶ Fi2022/00473, s. 7–29.

⁴⁷ Fi2022/00473, s. 64.

investerare i gräsrotsfinansierade bolag som inte träffas av gräsrotsförordningen.⁴⁸ Lagen föreslogs träda i kraft 1 januari 2023, men lagstiftningsprocessen har stagnerat. Huruvida en reglering kommer att införas är inte föremål för uppsatsen.

⁴⁸ Fi2022/00473, s. 6, s. 64–65.

3 Förhållandet mellan privata och publika aktiebolag

3.1 Uppdelningen i olika bolagsformer

Den svenska uppdelningen i privata och publika aktiebolag följer av en EU-rättslig harmonisering av bolagsrätten 1995. Publika aktiebolag har traditionellt sett varit ägnade att tillgodose stora bolag med spridd ägarkrets, medan privata aktiebolag ämnar tillgodose mindre och mellanstora bolag med färre aktieägare.⁴⁹ Behovet av en hård reglering har därför varit större i stora bolag, medan det har varit önskvärt med utrymme för egna överenskommelser bland aktieägarna i mindre bolag.⁵⁰ Reglerna för respektive bolagsform är alltså utformade utifrån den traditionella sammansättningen av bolagen.

3.2 Spridningsförbudet i privata aktiebolag

I privat aktiebolag gäller, till skillnad för i publika aktiebolag, ett förbud mot att vända sig till allmänheten för kapitalanskaffning. Privata aktiebolag är även förhindrade att på börsen eller på en annan organiserad handelsplats bedriva handel med värdepapper som getts ut av aktiebolaget.⁵¹ Detta kallas för spridningsförbudet och privata aktiebolag som bryter mot förbudet riskerar straffrättsliga sanktioner.⁵² Eftersom det framförallt är privata aktiebolag som använder sig av gräsrotsfinansiering vid kapitalanskaffning riskerar spridningsförbudet i samband med detta att brytas.⁵³

Förbudet gäller i första hand spridning av värdepapper genom annonsering.⁵⁴ Ett privat aktiebolag får inte heller på annat sätt än genom annonsering sprida bolagets värdepapper genom att erbjuda teckning av dessa värdepapper till mer än sammanlagt 200 personer. Erbjudandet begränsas däremot inte till 200

⁴⁹ SOU 2018:20, s. 303–304; Johansson (2007), s. 61–62.

⁵⁰ Fi2022/00473, s. 98–99; Beshar s. 453–454; prop. 1993/94:196, s. 74–75.

⁵¹ 1 kap. 7–8 §§ (2005:551) aktiebolagslagen.

⁵² 30 kap. 1 § aktiebolagslagen.

⁵³ Härkönen (2017b), s. 689; SOU 2018:20, s. 359.

⁵⁴ 1 kap. 7 § första stycket aktiebolagslagen.

personer om det riktas till en krets som i förväg har anmält intresse för teckning av värdepapper och antalet erbjudna aktieposter inte överstiger 200.⁵⁵ Bolag som riktar sitt erbjudande till högst tio nya förvärvare, överlåter bolaget i sin helhet eller som omfattas av särskilda vinstutdelningsbegränsningar träffas inte heller av spridningsförbudet.⁵⁶

Anledningen till att andelsbaserad gräsrotsfinansiering inte träffas av spridningsförbudet, trots det ovan sagda, är att investeringsplattformarna kräver att både det kapitalsökande bolaget och presumtiva aktieägare registrerar sig på plattformen. På så sätt kan det hävdas att investerarna på förhand anmält intresse för teckning av bolagets aktier.⁵⁷ Gräsrotsfinansieringen faller därför inom undantaget till spridningsförbudet. Det innebär att erbjudanden om aktieteckning vid gräsrotsfinansiering får rikta sig till fler än 200 intresserade aktietecknare, men får som mest omfatta 200 aktieposter.⁵⁸

Skillnaden mellan privata och publika aktiebolag handlar alltså inte om huruvida aktierna ges ut på en särskild marknad eller hur spritt ägande bolaget har. Det handlar huvudsakligen om aktiebolaget får eller inte får vända sig till allmänheten för kapitalanskaffning. Anledningen är framförallt att kapitalanskaffning kan påverka ägarförhållandena i aktiebolaget.⁵⁹

Då privata aktiebolag genom gräsrotsfinansiering kan använda sig av ovan nämnda undantag vid kapitalanskaffning, kan det antas att även privata aktiebolag på detta sätt kan få spridd ägarkrets.⁶⁰ I och med en ökad marknad för gräsrotsfinansiering där ägarkretsen sprids genom erbjudanden om aktieteckning till allmänheten, syns tendenser till en uppluckring av den traditionella uppdelningen av bolagsformerna.⁶¹ I och med att det saknas en

⁵⁵ 1 kap. 7 § andra stycket aktiebolagslagen; SOU 2018:20, s. 307.

⁵⁶ Andersson m.fl. (2022, JUNO) under 1 kap 7 § tredje stycket aktiebolagslagen under Ytterligare undantag; SOU 2018:20, s. 307.

⁵⁷ SOU 2018:20, s. 316–317.

⁵⁸ 1 kap. 7 § andra stycket aktiebolagslagen.

⁵⁹ Johansson (2022), s. 48; SOU 2018:20, s. 305.

⁶⁰ Sevenius, "Mot ny reglering av gräsrotsfinansiering i Sverige och EU" under rubriken Sammanfattande slutord.

⁶¹ Jfr Ahonen & Mathisen, s. 29

reglering som ställer krav på investerarskydd och informationsgivning i privata aktiebolag, finns anledning att utreda huruvida det sagda riskerar att leda till informationsasymmetrier.

4 Informationsasymmetrier och regleringsbehovet

4.1 Vikten av ett starkt investerarskydd och krav på informationsgivning

Informationsasymmetrier innebär att olika aktörer på marknaden – i det här fallet det emitterande bolaget och de investeraende konsumenterna – har olika tillgång till information.⁶² För stora informationsasymmetrier kan enligt Härkönen leda till både ineffektivitet och minskat förtroende för marknaden.⁶³

Ett sätt att undvika informationsasymmetrier och stärka investerarskyddet är enligt Sjöman att ställa krav på informationsgivning.⁶⁴ Ett starkt investerarskydd är enligt Härkönen dessutom viktigt för investerares fortsatta förtroende för marknaden.⁶⁵ Detta är också ett av de motiv som enligt Sevenius och Örtengren ligger bakom regleringar på värdepappersmarknadens område.⁶⁶ Stattin och Eklund menar i samma linje att investerarskyddet är ett underliggande syfte med aktiemarknadsrätten⁶⁷, medan Sjöman i sin tur ser investerarnas förtroende som ett nödvändigt villkor för en välfungerande och likvid marknad.⁶⁸

Det kan därför konstateras vara viktigt med ett starkt investerarskydd. Vad som däremot inte är självklart är vilken nivå av investerarskydd som bör upprätthållas. Problematiken gör sig särskilt gällande vid krav på informationsgivning, då det ofta finns flera beaktansvärda intressen. Å ena sidan är det möjligt att kräva bolagen på så mycket information att alla investerares intressen tillgodoses i alla avseenden. I praktiken skulle det

⁶² SOU 2006:50, s. 141.

⁶³ Härkönen (2017a), s. 48.

⁶⁴ Sjöman, s. 770–772.

⁶⁵ Sjöman, s. 770; Härkönen (2017a), s. 48–49; Härkönen (2017b), s. 688; jfr även Sevenius & Örtengren, s. 29.

⁶⁶ Sevenius & Örtengren, s. 30.

⁶⁷ Stattin & Eklund, s. 37.

⁶⁸ Sjöman, s. 770–772.

däremot leda till för höga kostnader och ineffektivitet på marknaden. Å andra sidan kan informationsgivningen läggas på en nivå där alla investerare vid samma tidpunkt har tillgång till endast den information som är nödvändig för att konsumenten ska kunna fatta ett välavvägt beslut.⁶⁹ Vilken typ av information som ska krävas för att uppnå detta är inte heller självklart. Oavsett kan det, som konstateras av Lindskog, sammanfattningsvis sägas att ju mer informerade marknads aktörer är, desto mer välfungerande blir marknaden.⁷⁰

4.2 Informationsasymmetrier i privata gräsrotsfinansierade aktiebolag

Som tidigare redogjorts för finns det inga krav på vare sig investerarskydd eller informationsgivning i privata gräsrotsfinansierade aktiebolag.⁷¹ Sådana krav har inte ansetts nödvändiga eftersom privata aktiebolag traditionellt sett inte får erbjuda sina aktier till allmänheten. I och med en ökad marknad för gräsrotsfinansiering uppstår dock nya utmaningar.⁷²

Till skillnad från vid övriga investeringsformer finns det inför en gräsrotsinvestering begränsade möjligheter för presumtiva investerare att interagera med bolagets företagsledning och andra potentiella investerare.⁷³ I övrigt är det upp till bolaget vilken information som tillgängliggörs på finansieringsplattformen.⁷⁴ En fråga i sammanhanget är om den bristande regleringen och därmed godtyckliga informationslämningen i förlängningen leder till informationsasymmetrier.

Finansinspektionen uppmärksammade informationsgapet som riskerar att uppstå redan 2015 i sin kartläggning av gräsrotsfinansieringar.⁷⁵ Även Finansdepartementet delar denna uppfattning i 2018 års

⁶⁹ Stattin & Eklund, s. 36–37.

⁷⁰ Lindskog, s. 51.

⁷¹ Jfr Fi2022/00473, s. 102–103

⁷² Fi2022/00473, s. 103; se avsnitt 3.2.

⁷³ SOU 2018:20, s. 315.

⁷⁴ Härkönen (2017b), s. 691.

⁷⁵ Dnr 15–17414, s. 11.

utredningsbetänkande, och framhåller att investerare ofta befinner sig i ett informationsunderläge i förhållande till emittenten vid gräsrotsfinansiering.⁷⁶ Investeringar i gräsrotsfinansierade bolag är dessutom förknippade med stort risktagande. I 2018 års utredningsbetänkande framhävs att till och med erfarna investerare kan ha svårt att få full insikt i ett gräsrotsfinansierat bolags verksamhet och potentiella lönsamhet. Dessutom skriver utredaren att investerare i gräsrotsfinansierade bolag måste förhålla sig till ”den asymmetriska informationsfördelning som alltid föreligger vid en emission” och att informationsrisken ofta är större än vid mer reglerade investeringar.⁷⁷ Det fordras därför att investeraren genomför egna efterforskningar om bolaget, något som kan försvåras av bristfällig informationslämning.⁷⁸

Det är svårt att besvara huruvida informationsasymmetrier övergripande förekommer i gräsrotsfinansierade privata aktiebolag utan vidare efterforskning. Trots detta kan det med utgångspunkt i lagförslagen och Finansinspektionens kartläggning hävdas att systematiken i finansieringsformen och den nuvarande bristen på reglering riskerar att leda till informationsasymmetrier – något som i längden skulle kunna motivera en reglering.

4.3 Informationsgivning i privata gräsrotsfinansierade aktiebolag

Eftersom det konstaterats finnas en risk för informationsasymmetrier i privata gräsrotsfinansierade aktiebolag är frågan om det finns ett behov av en reglering som ställer krav på informationsgivning och därigenom minskar informationsasymmetrierna.

I förarbetet till den nya regleringen av värdepappersmarknaden vidhålls att enbart förekomsten av informationsasymmetrier inte utgör skäl för en reglering. Skillnader i informationstillgång kan till och med utgöra en viktig

⁷⁶ Fi2022/00473, s. 65.

⁷⁷ SOU 2018:20, s. 335–337.

⁷⁸ Jfr Ahonen & Mathisen, s. 38.

drivkraft på den finansiella marknaden. En reglering skulle däremot kunna motiveras av exempelvis konsumentskydds – och effektivitetsintressen.⁷⁹

Som konsumentskyddsinstresse kan i fallet nämnas att det finns en begränsad andrahandsmarknad för aktier som emitterats genom gräsrotsfinansiering i privata aktiebolag och risken för inlåsnings av kapitalet är därför stor.⁸⁰ En investering via gräsrotsfinansiering i ett privat aktiebolag blir därför mer riskfylld än en investering på en reglerad marknad, något en privatperson på förhand kan ha svårt att förhålla sig till.⁸¹

Härkönen är som tidigare nämnts av uppfattningen att bristen på en reglering riskerar att leda till informationsasymmetrier som på sikt leder till minskat förtroende för marknaden.⁸² Samma bedömning görs i Finansinspektionens kartläggning.⁸³ Huruvida något behov och intresse av mer information än den som redan tillhandahålls på finansieringsplattformarna ställer sig Härkönen frågande till. Anledningen är att det ofta handlar om mindre summor och att det därför inte finns något behov av information inför en investering.⁸⁴ Härkönen framhäver även att tunga kostnader som förknippas med hårda regleringar måste vägas mot de fördelar och det skydd en eventuell reglering skulle medföra.⁸⁵ Att till exempel ställa krav på upprättandet av ett prospekt kan medföra kostnader på upp emot en miljon euro inom EU.⁸⁶ Kedner är även av uppfattningen att små bolag i regel har sämre ekonomiska resurser och därmed begränsade möjligheter att lämna information.⁸⁷ Gräsrotsfinansiering är dessutom ett effektivt alternativ för tillväxtbolag som har svårt att finna finansiering på annat håll och en alltför reglerad marknad kan riskera att hämma syftet bakom finansieringsformen.⁸⁸

⁷⁹ SOU 2006:50, s. 141–142.

⁸⁰ Mathisen & Ahonen, s. 89; Dnr 15–17414, s. 11; SOU 2018:20, s. 337.

⁸¹ Jfr Fi2022/00473, s. 65–66.

⁸² Härkönen (2017a), s. 48–49.

⁸³ Dnr 15–17414, s. 11.

⁸⁴ Jfr Härkönen (2017a), s. 49.

⁸⁵ Härkönen (2017a), s. 49, s. 54–55; jfr avsnitt 4.2 och 4.3.

⁸⁶ Härkönen (2017a), s. 54.

⁸⁷ Kedner, s. 7.

⁸⁸ Härkönen (2017a), s. 49.

Trots det som framförts menar Härkönen att gräsrotsfinansiering skulle gynnas av ett krav på informationsgivning, eftersom kostnaderna på en marknad med en effektiv reglering är lägre än kostnaderna på en marknad med en obefintlig eller sporadisk reglering. Det beror på att minskat konsumentskydd riskerar att skada förtroendet för marknaden, vilket i längden leder till sparsammare investeringar och ökade transaktionskostnader.⁸⁹ Som nämnts ovan, innebär gräsrotsinvesteringar generellt sett större risker för investeraren än vid en vanlig investering på börsen, varför krav på informationsgivning kan anses motiverat.⁹⁰

Något som också talar för behovet av en reglering är, enligt Härkönen, att finansieringsplattformarna kan antas ha ett egenintresse i att deras verksamhet blir framgångsrik och vinstdrivande. Det finns därtill få incitament för finansieringsplattformarna att bidra till långsiktiga värdeökningar bland emittenterna.⁹¹ Man kan därför tänka sig att finansieringsplattformarna gynnas av att undanhålla information som leder till försiktigare investeringar.⁹² Det är heller inte ovanligt att finansieringsplattformarna tar ut en fast avgift om det kapitalsökande aktiebolaget når sitt finansieringsmål. Av denna anledning kan det antas finnas ett kortsiktigt intresse bland investeringsplattformarna i att undanhålla information, vilket i längden drabbar konsumenterna. En reglering på området skulle enligt mig motverka problematiken.

Det sagda kan även motiveras utifrån ekonomisk teori, i vilken Söderström beskriver att en extern reglering kan anses nödvändig om det uppstår så kallade marknadsmisslyckanden.⁹³ Ett marknadsmisslyckande sker när marknaden bidrar till att samhällets resurser inte fördelas optimalt.⁹⁴ Härkönen framhåller i sammanhanget att några marknadsmisslyckanden avseende andelsbaserad gräsrotsfinansiering inte har påvisats i Sverige, men att det istället kan hävdas finnas marknadsimperfectioner vilket skulle kunna

⁸⁹ Härkönen (2017a), s. 46; Härkönen (2017b), s. 691.

⁹⁰ SOU 2018:20, s. 335–336.

⁹¹ Härkönen (2017a), s. 48–49.

⁹² Jfr Mathisen & Ahonen, s. 38.

⁹³ Söderström, s. 41.

⁹⁴ Frydinger, s. 73.

motivera en reglering.⁹⁵ Något som talar för Härkörens uppfattning är att informationsasymmetrier enligt Söderström normalt inte rätar ut sig själva. För en optimalt fungerande marknad är det därför nödvändigt med reglering och kontroll.⁹⁶ Marknaden riskerar annars att bli en ”market for lemons”, vilket är ett uttryck myntat av ekonomen George Akerlöf.⁹⁷ Teorin innebär i korthet att det är svårt för en köpare att på förhand ta reda på kvaliteten av en produkt, om inte informationen tillhandahålls av säljaren. Den ojämlika tillgången till information försämrar i längden kvaliteten på marknaden.⁹⁸

I detta avseende understryker Söderström att enbart det faktum att ekonomisk forskning pekar i olika riktningar för hur kapitalmarknaden bäst regleras, innebär det inte att lagstiftaren bör lämna området oreglerat. Tvärtom menar samma författare att lagstiftaren måste bestämma sig för det argument som i den givna situationen väger tyngst och fatta beslut därefter.⁹⁹ Det sagda tyder på att marknaden för gräsrotsfinansieringar skulle gynnas av en reglering då att lämna området oreglerat kan få kritiska konsekvenser för finansieringsformens fortsatta utveckling. Finansdepartementet är i 2018 års utredningsbetänkande av samma uppfattning och menar att det vore olämpligt att lämna området oreglerat då investerarskyddet för stunden är otillräckligt.¹⁰⁰

Finansinspektionen är däremot inte enig. I sitt remissvar till 2022 års promemoria framhäver Finansinspektionen att det inte finns något praktiskt behov av en reglering och att det saknas en tydlig analys av intresset bakom regleringsbehovet. Finansinspektionens kritiska inställning till lagförslaget är framförallt baserad på ett praktiskt perspektiv utifrån hur gräsrotsfinansieringsverksamheter bedrivs idag och att finansieringsformen endast förekommer i begränsad omfattning.¹⁰¹ Det ska dock framhävas att Finansinspektionen varit passiv när det gäller utvecklingen av

⁹⁵ Härkönen (2017a), s. 48.

⁹⁶ Söderström, s. 42.

⁹⁷ Uttrycket avser i grunden begagnade bilar men har använts i ekonomisk teori för att förklara kapitalmarknadens funktioner.

⁹⁸ Härkönen (2017b), s. 690–691; Söderström, s. 42.

⁹⁹ Söderström, s. 29.

¹⁰⁰ Fi2022/00473, s. 211.

¹⁰¹ FI dnr 22–4029, s. 2.

gräsrotsfinansiering, och har enligt Mathisen och Ahonen i huvudsak följt utvecklingen utan vidare inblandning.¹⁰² Samma författare beskriver i linje med detta att det inte är tillräckligt att beakta fenomenet som det ser ut idag, utan det krävs också en reflektion över hur fenomenet kan komma att utvecklas framöver.¹⁰³ Finansinspektionen är även motsägelsefull i sitt remissvar då Finansinspektionen i sin kartläggning från år 2015 beskrev att det i ljuset av en potentiell utveckling av gräsrotsfinansiering är viktigt med ett högt förtroende för finansieringsformen.¹⁰⁴ Samma utgångspunkt bör gälla även idag, om inte vara ännu mer aktuell, i och med en ökad marknad för gräsrotsfinansiering.¹⁰⁵

Trots Finansinspektionens praktiska infallsvinkel finns enligt mig flera goda skäl bakom behovet av en reglering på området. Dessutom riskerar bristen på en reglering att orsaka informationsasymmetrier och i längden en osäker marknad för investerare. Jag vill, olikt Finansinspektionen, mena att den snabba utvecklingen av gräsrotsfinansiering föranleder ett behov av en reglering, inte minst då gräsrotsfinansieringars förekomst sannolikt ökar i framtiden.¹⁰⁶

4.4 Sammanfattande reflektioner

Utifrån det anförda kan det enligt mig anses motiverat att överväga införandet av krav på informationsgivning för att minska informationsasymmetrier på marknaden. Analysen i kapitlet antyder att det för närvarande inte finns några hinder för vare sig investerare eller investeringsplattformar med ett informationsövertag från att utnyttja ekonomiska fördelar på bekostnad av andra investerare. Bristen på nödvändig informationsgivning kan även i förlängningen riskera att underminera förtroendet för finansieringsformen, då samtliga aktörer inte agerar på samma informationsunderlag. Detta kan i sin tur leda till att överskottskapital riktas mot andra investeringsalternativ där liknande risker inte är lika påtagliga. Ett konkret exempel är att investera i ett

¹⁰² Ahonen & Mathisen, s. 73.

¹⁰³ Ahonen & Mathisen, s. 95.

¹⁰⁴ Dnr 15–17414, s. 5.

¹⁰⁵ Jfr Fi2022/00473, s. 10.

¹⁰⁶ Jfr SOU 2018:20, s. 150, s. 169; Härkönen (2017b), s. 689.

publikt bolag som ska noteras på en reglerad marknad, där upprättandet av ett prospekt är ett krav för att tillhandahålla nödvändig information och främja öppenhet. Det sagda bör dock vägas mot kostnaderna en reglering skulle innebära. Det framstår dock utifrån de resonemang som framförts av Härkönen och Söderström, att de kostnader en reglering skulle innebära är acceptabla i förhållande till de konsekvenser en oreglerad marknad skulle medföra över tid.

5 En ändamålsenlig reglering

5.1 Bakgrund och behovet av en reglering

Eftersom det fortsatt saknas en reglering som ställer krav på informationsgivning i privata gräsrotsfinansierade aktiebolag och det konstaterats finnas flera skäl som talar för att sådan reglering bör införas, är en naturlig följdfråga hur det bäst genomförs i praktiken sett till den reglering som redan finns på området. Som nämnts har förslag till en svensk gräsrotsfinansieringslag lagts fram vid två tillfällen.¹⁰⁷ Syftet bakom båda lagförslag har varit att bland annat säkerställa ett starkt investerarskydd och öka förutsebarheten bland konsumenter vid gräsrotsinvesteringar.¹⁰⁸ Ett sätt att göra detta på är att ställa krav på informationsgivning, något som också minskar risken för informationsasymmetrier.¹⁰⁹ Huruvida lagförslagen hanterar denna fråga på ett ändamålsenligt sätt behandlas nedan.

5.2 Förslag till lagstiftning genom 2018 års utredningsbetänkande och 2022 års promemoria

Det första lagförslaget där det ställdes krav på informationsgivning i privata gräsrotsfinansierade aktiebolag var i 2018 års utredningsbetänkande. Lagförslaget lades fram innan gräsrotsförordningen implementerades 2020.¹¹⁰ Kraven på informationsgivning i lagförslaget är därför något mer begränsade än de krav som ställs på publika aktiebolag genom gräsrotsförordningen. I 2018 års utredningsbetänkande räckte det att kapitalförmedlaren skulle lämna tillräckligt med information för att investeraren vid en investering kunde fatta välgrundade beslut.¹¹¹

¹⁰⁷ SOU 2018:20; Fi2022/00473.

¹⁰⁸ SOU 2018:20, s. 338–339; Fi2022/00473, s. 73–75.

¹⁰⁹ SOU 2018:20, s. 337; Fi2022/00473, s. 142.

¹¹⁰ Jfr Fi2022/00473, s. 63–64.

¹¹¹ SOU 2018:20, s. 43, s. 22; 3 kap. 3 § förslag till lag om vissa plattformar för förmedling av finansiering.

På grund av att 2018 års utredningsbetänkande inte är utformat med hänsyn till EU:s förordning om gräsrotsfinansiering bedömer Finansdepartementet i sin tur i 2022 års promemoria att informationsskyldigheten i det äldre lagförslaget inte är tillräckligt omfattande.¹¹² Det ska observeras att gräsrotsförordningen, som tidigare nämnts, inte är tillämplig på privata aktiebolag. Oaktat detta vill Finansdepartementet i promemorian att en ny lagstiftning på området för privata bolag så långt som möjligt ska uppnå samma investerarskydd som i gräsrotsförordningen.

Det är också med denna utgångspunkt som kraven på informationsgivning i Finansdepartementets lagförslag utformats.¹¹³ I Finansdepartementets lagförslag ska det emitterande bolaget ansvara för att information lämnas till investerare i ett investeringsfaktablad.¹¹⁴ Det är tydligt i detta avseende att de utökade kraven på informationsgivning är inspirerade av gräsrotsförordningen, då det likt i lagförslaget ställs krav på informationsgivning genom ett investerarfaktablad i artikel 19.1 i gräsrotsförordningen.¹¹⁵ Syftet med detta är som nämnts att uppnå samma investerarskydd. I sammanhanget menar Finansdepartementet däremot att vissa anpassningar är nödvändiga avseende informationsgivningen, för att regleringen på ett ändamålsenligt sätt ska vara anpassad utefter aktuella kapitalförmedlingar.¹¹⁶ Finansdepartementet motiverar inte vidare detta uttalande.

I 2022 års promemoria beskrivs därtill vad för typ av information investeringsfaktabladet förväntas ange.¹¹⁷ Faktabladet ska enligt lagförslaget innehålla information om den som söker kapital, ändamålet för finansieringen, processen för kapitalförmedlingen, villkoren för erbjudandet, risker med investeringen, vilka andelar som förmedlas samt vilka kostnader

¹¹² Fi2022/00473, s. 63.

¹¹³ Fi2022/00473, s. 64, s. 75–76, s. 148.

¹¹⁴ Fi2022/00473, s. 142.

¹¹⁵ Fi2022/00473, s. 73–75; 4 kap. 3 § förslag till lag om vissa plattformar för förmedling av finansiering.

¹¹⁶ Fi2022/00473, s. 148.

¹¹⁷ 4 kap. 3 §, 4 kap. 4 § förslag till lag om vissa plattformar för förmedling av finansiering.

och avgifter som förknippas med finansieringen.¹¹⁸ I denna del stämmer kraven till stor del överens med kraven som ställs i gräsrotsförordningen. Det som skiljer sig åt är att gräsrotsförordningen hänvisar till en bilaga, i vilken det ingående beskrivs vilka krav som ställs på respektive part och vad ett investeringsfaktablad ska innehålla.¹¹⁹

Avvikelsen från gräsrotsförordningen är medveten, eftersom Finansdepartementet vidhåller att kraven i den föreslagna lagen ska hållas generella. Tanken är istället att de preciserade kraven på investeringsfaktabladet ska anges i föreskrifter utgivna av behöriga myndigheter.¹²⁰ Sannolikt vill Finansdepartementet genom detta tillgodose en flexibel och anpassningsbar reglering, som skapar utrymme för framtida förändringar i hur gräsrotsfinansieringsverksamheter bedrivs.¹²¹ Detta uppnås visserligen genom att överlåta föreskriftsmakten till behöriga myndigheter, men det kan ifrågasättas om det bakomliggande motivet till lagstiftningen – att skapa förutsebarhet bland konsumenter – bäst uppnås på detta sätt. En generell reglering riskerar också att leda till diskretionär tillämpning vilket, enligt mig, skulle förvanska syftet bakom informationsgivning som ett medel för att motverka informationsasymmetrier. Finansinspektionen gör en liknande bedömning i sitt remissvar till promemorian.¹²²

Det oklara rättsläget på gräsrotsfinansierings område uppmärksammades redan i 2018 års utredningsbetänkande som ett problem, då det ansågs kunna leda till ökade transaktionskostnader och att oseriösa aktörer lockas till marknaden.¹²³ Att fortsatt skapa osäkerhet genom att ställa krav på att konsumenter själva ska ta reda på föreskrifternas innehåll förvanskar enligt min uppfattning ytterligare ett av regleringens syften, vilket är att underlätta informationstillgången för konsumenter. Konsumentverket ställer sig också kritisk till regleringen av innehållet i investeringsfaktabladet och framhäver att otydligheter kan leda till att innehållet inte anpassas på ett adekvat sätt

¹¹⁸ Fi2022/00473, s. 144.

¹¹⁹ Art. 23–24, art. 23.6 (1) i gräsrotsförordningen; bilaga 1 till gräsrotsförordningen.

¹²⁰ Fi 2022/00473, s. 148–149.

¹²¹ Jfr Fi2022/00473, s. 73–75.

¹²² FI dnr 22–4029, s. 1, s. 5.

¹²³ SOU 2018:20, s. 341.

efter konsumenternas behov.¹²⁴ När det gäller de förslagna kraven på informationsgivning ställer jag mig, i likhet med flera remissinstanser, kritisk till regleringens alltför generella utformning och lämplighet.

Utöver investeringsfaktabladet vill Finansdepartementet även införa regler kring hanteringen av ”bristfällig, felaktig eller missvisande information”. Hanteringen riktar sig framförallt till investeringsplattformen, men även Finansinspektionen ska ges befogenhet att korrigera sådan information. Reglerna ska utformas med gräsrotsförordningen som förebild. De nya reglerna vill man, till skillnad från i övrigt, ska ge en vidare utformning än regleringen i gräsrotsförordningen.¹²⁵ I gräsrotsförordningen används nämligen formuleringen ”utelämnande, ett misstag eller en oriktighet”.¹²⁶ Anledningen till avvikelserna från gräsrotsförordningen är enligt Finansdepartementet att det inte anses finnas anledning att göra skillnad på felaktigheter som beror på misstag och andra oriktigheter. Någon förklaring till varför man gjort nämnda avvikelser och även ändrat rekvisitens ordalydelse till ”bristfällig, felaktig och missvisande information” ges dock inte.¹²⁷

5.3 Kritik och alternativa åtgärder för ökat investerarskydd och förutsebarhet

Det finns sammantaget flera exempel på ställen där Finansdepartementet i 2022 års promemoria valt att frångå ordningen i gräsrotsförordningens krav på informationsgivning. Detta görs trots att Finansdepartementet i samma promemoria redogör för varför avvikelser kan medföra negativa konsekvenser för finansieringsformen. Som exempel nämner Finansdepartementet att om den föreslagna lagen och gräsrotsförordningen skiljer sig i något betydelsefullt avseende kan det påverka valet av investeringsform på ett icke-önskvärt sätt. Olika nivåer av krav i de olika regelverken kan också riskera att skapa incitament att bedriva en verksamhet

¹²⁴ Dnr 2022/171, s. 1.

¹²⁵ Fi2022/00473, s. 149–150, s. 177.

¹²⁶ Art. 23.12, art. 24.7 i gräsrotsförordningen.

¹²⁷ Fi2022/00473, s. 149.

över en annan för att slippa falla inom ett av regelverkens tillämpningsområde.¹²⁸

Dessutom är det endast privata aktiebolag som skulle omfattas av lagförslaget, medan publika aktiebolag fortsatt omfattas av gräsrotsförordningen eller prospektförordningen. Jag vill i detta avseende hävda att tendenserna till en uppluckring av bolagsformerna – då aktier i privata aktiebolag genom gräsrotsfinansiering får spridas till allmänheten trots spridningsförbudet – bör föranleda att privata aktiebolag och publika aktiebolag ska behandlas lika avseende informationsgivning till investerare vid gräsrotsfinansiering. Följaktligen borde kraven på informationsgivning i privata aktiebolag motsvara kraven som ställs upp i gräsrotsförordningen.

Det ska däremot inte glömmas att det finns organisatoriska skillnader som syftar till att tillgodose den traditionella uppdelningen av privata och publika aktiebolag. Som exempel kan nämnas vissa bolagsorgans sammansättningar, bolagsstyrning och regler om kapitalanskaffning. Det kan också ha avgörande betydelse att publika aktiebolag som omfattas av gräsrotsförordningen generellt sett är större och mer utvecklade, medan privata aktiebolag som använder sig av gräsrotsfinansiering ofta befinner sig i en utvecklingsfas.¹²⁹ Det är av samma anledning som Johansson menar att en särreglering för publika aktiebolag kan motiveras.¹³⁰ Det kan därför hävdas finnas beaktansvärda skillnader som rättfärdigar att göra skillnad på informationsgivning i privata och publika aktiebolag vid gräsrotsfinansiering.

I samma avseenden gör Johansson däremot också gällande att en särreglering av publika aktiebolag kan motiveras utifrån hur spridd ett bolags aktieägarkrets är samt vikten av allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden, något som i uppsatsen konstaterats vara aktuellt även för privata gräsrotsfinansierade aktiebolag.¹³¹

¹²⁸ Fi2022/00473, s. 75.

¹²⁹ SOU 2018:20, s. 305–306.

¹³⁰ Johansson (2007), s. 63.

¹³¹ Johansson (2007), s. 63.

Utifrån det sagda vill jag därför påstå att Finansdepartementets lagförslag på ett otillräckligt sätt redogör för varför andra regler bör gälla för privata gräsrotsfinansierade aktiebolag jämfört med aktiebolag som omfattas av gräsrotsförordningen. Lagförslaget tar sin utgångspunkt i gräsrotsförordningen, men avviker ändå från förordningen i flera avseenden. Finansdepartementet är dessutom motsägelsefullt i sin syn på förutsebarheten i förhållande till konsumenter. Enligt Finansdepartementet ska lagförslaget upprätthålla samma nivå på konsumentskydd som gräsrotsförordningen för att öka förutsebarhet. Samtidigt anför Finansdepartementet att en avvikande reglering riskerar att minska förutsebarheten, men väljer ändå att frångå ordningen i gräsrotsförordningen.¹³² Som anförts finns dessutom väsentliga skillnader mellan bolagsformerna och en indelning kan därför tänkas vara nödvändig. De skillnader som föreslås i den nya lagen är dock svagt motiverade och uppnår enligt min uppfattning inte det syfte som ligger bakom att skilja på regleringen för de olika bolagsformerna. Ett rimligt skäl hade varit att ställa mindre krav på informationsgivning i privata gräsrotsfinansierade bolag, framförallt på grund av för omfattande kostnader i privata aktiebolag. Något sådant övervägande gör dock varken Finansdepartementet eller utredningskommittén.

5.4 Sammanfattande slutsatser

Utifrån det som framhävts i analysen kan följande slutsats formuleras. Sammanfattningsvis anser jag att det är rimligt att kraven på informationsgivning i privata gräsrotsfinansierade aktiebolag bör vara i linje med de krav som fastställs i gräsrotsförordningen. Detta synsätt grundar sig dels på min uppfattning om att det finns få betydande skillnader mellan bolagsformerna som motiverar olika informationskrav, dels på den potentiella risken att varierande krav kan skapa oönskade incitament vid val av bolags- och finansieringsform. Detta kan därtill anses leda till oförutsägbarhet bland konsumenter. En reglering med samma omfattning som gräsrotsförordningen framstår därför som mer ändamålsenlig för att uppfylla de bakomliggande

¹³² Fi2022/00473, s. 75–76.

syften som presenteras i lagförslagen, samt för att säkerställa förutsebarhet och ett gott skydd för investerare.

6 Sammanfattning

Inledningsvis kan det konstateras att det finns en risk för informationsasymmetrier i gräsrotsfinansierade privata aktiebolag. Det finns förvisso argument som talar emot en reglering som ställer krav på informationsgivning, framförallt på grund av praktiska överväganden. Trots detta överväger, enligt min uppfattning, de argument som talar för en reglering, exempelvis då kostnader på marknaden i längden blir mindre på grund av ökat förtroende för marknaden bland investerare. En sådan reglering har föreslagits två gånger men har ännu inte resulterat i någon förändring på området. Det råder därtill oenighet kring hur en reglering bäst utformas, men enligt min slutsats bör kraven på informationsgivning i privata gräsrotsfinansierade aktiebolag vara lika omfattande som i gräsrotsförordningen.

Sammanfattningsvis skulle finansieringsformen gynnas av en lagstiftning som uppställer krav på informationsgivning och för att undvika oönskade konsekvenser bör kraven vara likt högt ställda som i gräsrotsförordningen.

Källförteckning

KÄLLOR

Offentligt tryck

Utredningsbetänkanden

SOU 2018:20 Gräsrotsfinansiering.

Promemoria Fi2022/00473 Nya regler för viss gräsrotsfinansiering.

Kommittédirektiv

Dir. 2016:70 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. 2020/21:206 Kompletterande bestämmelser till EU:s förordning om gräsrotsfinansiering.

Litteratur

Litteratur

Ahonen, Nicholas & Mathisen, Rasmus, *Gräsrotsfinansiering/crowdfunding – en alternativ finansmarknad*. 1 uppl., Jure Förlag, Stockholm 2016.

Andersson, Sten & Johansson, Svante & Skog, Rolf, *Aktiebolagslagen En kommentar*, Norstedts Juridik (2022-06-14, Juno). [cit. Andersson m.fl. (2022, JUNO)]

Besher, Alexander, *Aktiebolagets och försäkringsföretagets organisation*. 1 uppl., Norstedts Juridik, Stockholm 2022.

Eklund, Karin & Stattin, Daniel, *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*. 3 uppl., Iustus Förlag, Uppsala 2021.

Frydlinger, David, *Spelregler för hållbar affärsverksamhet*. 1 uppl., Norstedts Juridik, Stockholm 2023.

Heuman, Lars, *Metoder för rättstillämpning och lagtolkning*. 1 uppl., Jure Förlag, Stockholm 2018.

Härkönen, Elif, 'Investerar skyddet vid gräsrotsfinansiering - om intressekonflikter, asymmetrisk information och effektiva marknader', *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret* 2017, volym 1, s. 45–61. [cit. Härkönen (2017a)]

Härkönen, Elif, 'Investeringsbaserad gräsrotsfinansiering – En expanderande marknad utan reglering', *Juridisk Tidsskrift* 2017, volym 3, s. 674–698. [cit. Härkönen (2017b)]

Jareborg, Nils, 'Rättsdogmatik som vetenskap', *Svensk Juristtidning* 2004, volym 1, s. 1–10.

Johansson, Svante, 'Publika respektive privata aktiebolag samt några andra bolagstyper', i: Sevenius, Robert & Örtengren, Torsten (red.), *Börsrätt*. 5 uppl., Studentlitteratur, Lund 2007, s. 61–72.

Johansson, Svante, *Svensk associationsrätt i huvuddrag*. 13 uppl., Norstedts Juridik, Stockholm 2022.

- Kedner, Gösta, *Svenska aktiebolags informationsgivning*. 1 uppl., Hermods Studentlitteratur, Lund 1970.
- Kleineman, Jan, 'Rättsdogmatisk metod', i: Nääv, Maria och Zamboni, Mauro (red.), *Juridisk metodlära*, Studentlitteratur, Lund 2018, s. 21–46.
- Lindskog, Stefan, 'I gränslandet mellan aktiebolagsrätt och börsrätt', i: Sevenius, Robert & Örtengren, Torsten (red.), *Börsrätt*. 5 uppl., Studentlitteratur, Lund 2007, s. 45–60.
- Peczenik, Alexander, *Juridikens teori och metod*. 1 uppl., Fritze, Stockholm 1995.
- Sevenius, Robert & Örtengren, Torsten: 'Introduktion', i: Sevenius, Robert & Örtengren, Torsten (red.), *Börsrätt*. 5 uppl., Studentlitteratur, Lund 2007, s. 27–44.
- Sevenius Robert, 'Gräsrotsfinansiering i svensk rätt', *Blendow Lexnova Expertkommentar - Affärsjuridik* 4/2014.
- Sjöman, Erik, 'Förtroende och effektivitet i kapitalmarknadsrätten', *Svensk Juristtidning* 2023, s. 765–775.
- Stattin, Daniel, 'Nya regler om gräsrotsfinansiering', *Ny Juridik* 2021, volym 2, s. 7–22.
- Strömholm, Stig & Lyles, Max & Valguarnera, Filippo, *Rätt, rättskällor och rättstillämpning*. 6 uppl., Norstedts Juridik, Stockholm 2020.
- Söderström, Rebecca, *Kapitalmarknadsrätt*. 3 uppl., Iustus Förlag, Uppsala 2023.
- Örtengren, Torsten, 'Notering på börs och handelsplattform', i: Sevenius, Robert & Örtengren, Torsten (red.), *Börsrätt*. 5 uppl., Studentlitteratur, Lund 2007, s. 141–162.

Övrigt

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

Konsumentverket, *remissyttrande över promemorian Nya regler för viss gräsrotsfinansiering (Fi2022/00473)*, 2022-05-06, Dnr 2022/171.

Finansinspektionen, *remissyttrande över promemorian Nya regler för viss gräsrotsfinansiering (Fi2022/00473)*, 2022-05-09, FI dnr 22–4029.