

Blendow Lexnova Expertkommentar - Affärsjuridik, februari 2014

Gräsrotsfinansiering - en värdepappersrättslig utmaning i vardande

Gräsrotsfinansiering (GF), "crowdfunding" - som även kallas folkfinansiering - är ett cirka tio år gammalt fenomen som under senare tid börjat få allt större utrymme i media. Gräsrotsfinansiering är ett intressant sätt för mindre projekt att ta in pengar från investerare via internet. Regelmakarna på båda sidor Atlanten ligger i startgroparna för att, med viss vanda, reglera finansieringsformen. Behövs egentligen särreglering och hur kan den se ut?

GF är en form av kapitalanskaffning för mindre affärsprojekt där entreprenören vänder sig till privatpersoner direkt, utan att gå via etablerade intermediärer såsom banker, mäklare, riskkapitalbolag, fonder eller marknadsplatser. In nuce är GF inget nytt under solen. Aktörer, projekt och mål är desamma som vid annan investering. Aktiebolagsformen har som bekant etablerats och utvecklats för att möjliggöra att många, proportionellt små, investerare tillsammans kan finansiera affärsprojekt och få avkastning i relation till sitt risktagande. Aktiebolagets utveckling har dock inte varit helt utan missöden, utan mången aktieägare har förlorat både förmögenhet och framtidstro. Med kraften av internet kommer denna utveckling att fortsätta, i gigabit per sekund och med världsomspännande access. Som ofta ligger den tekniska utvecklingen före lagstiftningen och står delvis i strid med den. GF har kallats "en legal katastrof som väntar på att hända" (Sullivan och Ma, Forbes, oktober 2012).

Gräsrotsfinansieringens ABC

GF bör nog egentligen beskrivas som finansiering via internet. Det är internetaspekten som ger den kraft och som också är den största utmaningen. Att anskaffa små kapitalmängder från en stor mängd investerare har funnits inom många områden, t.ex. mottagaren av Nobels fredspris 2006 Mohammad Yunus som grundade mikrofinansiering för entreprenörer i utvecklingsländer. Konceptet finns dock även utanför finansieringsområdet där i princip vilken vara, tjänst, råd, idé eller förslag som helst utvecklas med hjälp av många små bidrag. Det parallella fenomenet utanför finansieringen kallas "crowdsourcing" som på förslag översatts till tänktalko (Språkrådet, april 2013), men "storskaliga internetbaserade samarbetsprojekt" kan fungera som operationell beskrivning. Wikipedia är ett av de framgångsrika exemplen på internetbaserade samarbetsprojekt.

GF har rönt intresse från officiella håll i Sverige, se t.ex. Tillväxtverket, *Tillväxt genom crowdfunding*, maj 2013, Myndigheten för Kulturanalys, *Jakten på medborgarfinansiering*, februari 2013; Sveriges Kommuner och Landsting, *Den digitala folkrörelsen*, januari 2014). Dessa rapporter utgör även bra introduktioner till GF.

Intresset för GF ligger i att fenomenet kan bidra till att stödja tillväxt och jobbskapande. Det har uppmärksammats att det finns ett finansiellt gap mellan nyföretagandets egentliga finansieringsmöjligheter ("family, friends and fools") och etablerade finansieringskällor i samhället. Gapet sägs ha tilltagit i sviterna efter finanskrisen. Det är notoriskt svårt för små och nystartade företag att få kapital till sin affärsutveckling och verksamhet. GF kan således vara ett viktigt verktyg för att överbrygga svårigheterna mellan uppstart och etablering av företag, vilket kan bidra till samhällsekonomin.

GF har de senaste åren utvecklats radikalt och nu finns flera olika former:

Typ	Motprestation	Legal karaktäristika
Donation	Ingen	Gåva
Sponsring	Marknadsföring	Immateralrätt
Belöning	Orelaterade varor av mindre värde	Reklamgåva
Förköp	Producerade varor eller tjänster	Konsumentköp; Distansavtal
Lån	Ränta	Kreditgivning
Aktie	Aktier och avkastning	Aktieemission; värdepappershandel

De olika typerna av GF kan även kombineras. Det förekommer ofta mellanformer, t.ex. att en nyinspelad musik-CD (den primära motprestationen) levereras till gräsroten, men att det även ingår signaturer, tröjor, affischer eller biljetter om hen bidrar med ytterligare belopp – se exempelvis projekten på PledgeMusic. I stort finns det tre, delvis samverkande, syften för en projektskapare att vända sig till GF för sitt projekt. Att få kapital till verksamhetsföremålet, testa och skapa en marknad eller att motivera till socialt engagemang och återkoppling från investerarna. Vart och ett av motiven är i sig tillräckligt starka för att motivera en GF-kampanj. De flesta GF-plattformar har en metod som bygger på att den projektansvariga sätter ett mål för kapitalanskaffningen och kampanjen fullbordas endast om målet uppfylls eller överträffas ("all or nothing"). GF-plattformen tar vanligtvis en avgift i relation till det totalt anskaffade beloppet, vanligen runt 5%.

Antalet GF-plattformar växer explosionsartat. Det finns många hundra plattformar, med olika fokus och affärsmodell. En av de äldsta är australiensiska Australian Small Scale Offerings Board (ASSOB) som startades 2005 och har totalt förmedlat AUD 137 miljoner (ca 795 miljoner kronor) till dags dato. De största och mest kända plattformarna är dock de amerikanska Kickstarter (startad 2009) och IndieGoGo (2008). De kända brittiska CrowdCube (2011) och Seedrs (2012) är registrerade hos den brittiska finansinspektionen, FCA. Crowdcube etablerade sig även i Sverige förra året. Svenska plattformar är bland andra FundedByMe (2011) och CrowdCulture (2010). Globalt sett har GF vuxit med ca 80 procent per år de senaste två åren. Det ansamlade kapitalet förväntades uppgå till USD 5,1 miljarder 2013.

Projekt i Sverige som nått framgång i en GF-kampanj är bland andra Memoto/Narrative (USD 500 000 på plattformen Kickstarter) och Flippin' burgers (drygt 36 000 kronor på FundedByMe vilket godtogs som ett marknadstest och ledde till ett banklån). Det finns redan ett svenskt exempel på baksidan av GF genom företaget Cefour, noterat på Aktietorget, som genomförde en emission (bl.a. på Crowdcube) där aktieägare sedermera svindlades vilket ledde till tre fängelsedomar i tingsrätt (Stockholms tingsrätt [B 12961-13](#)).

Pyrande brandhärdar

Aktiemarknadens historia består av både upp- och nedgång; framgång och misslyckanden. Våra regler kring investeringar bygger på dyrköpta erfarenheter och kritisk framsynthet. GF är inte och kommer inte att vara något undantag. Det finns redan exempel på misslyckanden och falskriarier, men det är först när fenomenet spridits till den stora massan som de stora misslyckandena kommer att realiseras.

En orientering om potentiella problem kan utgöra en inledning till diskussion om regleringen av GF. Här följer några korta, icke uttömmande, punkter:

- Investeringarna är i gemen oerfarna. De har dessutom vare sig hjälp att förstå projekten före investering eller möjligheter att påverka situationen efter investeringen. Behovet av reglering och intermediärer är således stort.
- Projektägarna är mestadels oerfarna. Många är nya entreprenörer som drivs av en idé snarare än av att starta och förvalta ett rörelsedrivande företag, särskilt ett med en bred krets av investerare och disparata krav.
- Plattformarna är inte tillräckligt erfarna av att hantera en primärmarknadsplats för investeringar. Det saknas kontroller för att betalningar och värdepapper hanteras korrekt. Det finns brister gällande information, risker, hantering och affärsmodell.
- Såddinvesteringar är en i grunden mycket riskfylld aktivitet. Värderingen är svår, för att inte säga omöjlig, och vid GF är priset inte ens föremål för förhandling. I GF finns inte heller någon som gör en ordentlig och öppen företagsbesiktning.
- I alla nystartade företag tar det tid, lång tid, innan avkastningen kan komma. De flesta projekt kommer att misslyckas med att nå kommersiell framgång. Professionella riskkapitalinvestorer har vanligen någon form av portföljstrategi för att försäkra sig om avkastning, men gräsrotsinvestorer har sällan den möjligheten eller förståelsen.
- Det finns normalt ingen organiserad sekundärhandel för mindre aktieposter i privata aktiebolag. Illikvida minoritetsposter betingar en rabatt, om de överhuvudtaget kan överlåtas utan restriktioner. En öppen fråga är även hur utspädning vid efterföljande kapitalanskaffning ska hanteras, sannolikt räcker inte GF-kapitalet till en långsiktig affärs- och företagsutveckling.
- Att förvalta ett aktiebolag med en större krets heterogena aktieägare kräver administrativa och organisatoriska förmågor. Det är ofta väsensskilt från de egenskaper som präglar en entreprenör.
- Inte minst finns en överhängande risk för bedrägerier och marknadsmanipulationer.

Det finns fler problem, de flesta är bekanta problem som finns vid alla typer av investeringar och företagande. Det försvar mot många av svårigheterna som förespråkarna för GF ofta brukar ta till oavsett problemställning är begreppet "the wisdom of the crowd", dvs. en form av kollektiv problemlösningsförmåga. Begreppet bygger på att helheten är större än delarna, att alla små bidrag kan addera till något bättre än varje individs bidrag. "Flockens visdom" har dock knappast visat sig vara tillförlitlig gällande aktieinvesteringar, snarast tvärtom. Det finns inga rationella skäl att tro att investeringen är sund bara för att det är många som investerar. De många småinvesteringarna har sällan incitament att göra en besiktning, istället finns en tendens att försöka åka snålskjuts på andras kunskap och aktivitet. Aktiemarknadens historia är full av exempel på flockmentalitet som ändat i marknadsmisslyckanden, t.ex. Scanmining, Prosolvias och Countermines. Det finns mycket som talar för att dessa problem ökar mångfald på en marknad som riktar sig till oerfarna investerare med drömmar om att hitta nästa Skype, Spotify eller Minecraft.

Rättsliga problem

De ovan noterade praktiska problemen sammanfaller med en mängd rättsliga problem. Här lämnas de konsumenträttsliga frågeställningarna, bl.a. förköp och distansavtal, därhän till förmån för de affärsjuridiska spörsmålen. De viktigaste problemområdena ligger då inom börsrätt, bolagsrätt och immaterialrätt.

En kort botanisering i den affärsjuridiska floran ger följande bukett:

- Begränsning för spridning av aktier i privata aktiebolag till allmänheten
- Tillstånd för bedrivande av värdepappersrörelse kräver tillstånd
- Informationsgivning och transparens av finansiella investeringar
- Bolagsstyrning av aktiebolag med många minoritetsaktieägare
- Informationsspridning av affärsidéer och företagshemligheter

- Användning, skydd och intrång av immateriella rättigheter

Utrymmet är dock för litet för att ge ens en kortfattad beskrivning av problemen och av deras legala ställning i Sverige. Istället är fokus en kort internationell utblick till USA och EU där samma problem föranlett att ny reglering initieras eller diskuteras. Redogörelsen är således inriktad mot vad som komma skall, snarare än rättsläget idag (vilket är en intressant fråga som jag hoppas kunna återkomma till i en senare artikel).

Regleringen av gräsrotsfinansiering i USA

GF har under ett par år varit på den amerikanska lagstiftarens agenda. Jobbskapande i nystartade företag framstår som ett sätt att tackla sviterna av finanskrisen. Redan den 5 april 2012 undertecknades "Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act)", men lagen kräver omfattande detaljreglering av den amerikanska finansinspektionen SEC. De har inte varit fullt lika entusiastiska som politikerna på grund av ovanstående problem. 23 oktober 2013 färdigställde SEC ett 585 sidor långt dokument med förslag och frågor rörande möjlig normgivning. Frågetiden gick ut den 3 februari 2014 efter hundratals kommentarer (av olika kvalitet) så det dröjer ännu innan de amerikanska reglerna på området konkretiseras.

Det finns dock en del att lära från den underliggande lagen. JOBS Act är inriktad på att göra det lättare för nystartade och små företag att skaffa kapital. Med erfarenheter från "den stora börskraschen" 1929 är de amerikanska värdepapperslagarna inriktade på bl.a. att säkra att relevant information om emittenter kommer till investerarens kännedom och att motarbeta felaktig samt bristfällig information samt ytterst beivra rena bedrägerier och svindlerier. Två verktyg i normgivningen är registrering av marknadsplatser och emittenter samt informationskrav för värdepapper. Lagstiftningens krav upplevs dock för komplicerade för nystartade och snabbväxande småföretag - vilket måste sägas vara en del av syftet med normerna. Den nya JOBS Act fokuserar på att förenkla kraven så att mindre företag kan vända sig till en bredare allmänhet för att "resa kapital".

I GF-sammanhang är det framförallt Titel III av JOBS Act som är av intresse. Titeln har undertiteln "Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-disclosure (CROWDFUND Act)" - de förvisso fyndiga akronymerna i regleringen drar ned intrycket. Titel III är utformad som ett nytt undantag från registrering av värdepapper och emissionsinformation, genom att införa regeln Section 4 (a) (6) i Securities Act. För att kunna utnyttja undantaget uppställs dock följande kriterier:

1. Emittentens kapitalanskaffning uppgår sammanlagt till maximalt en miljon USD under en tolv månadersperiod och
2. Varje investerarens individuella satsning är begränsad beroende på förmögenhet
 1. Maximalt det högsta av USD 2 000 eller 5 % av investerarens nettoinkomst eller -förmögenhet om denna understiger USD 100 000, eller
 2. 10 % av investerarens nettoinkomst eller -förmögenhet om denna motsvarar eller överstiger USD 100 000
3. Investeringen måste vara genomförd med hjälp av en intermediär, en "funding portal" (som ska registreras hos SEC).
4. Intermediär och emittent möter de informationskrav som ställs upp av SEC.

Det gäller relativt strikta krav för GF-plattformar. Plattformarna får inte erbjuda rådgivning, inhämta sälj- eller köpbud, betala för bud eller ha incitament baserat på handel, kontrollera investeringsfonder eller andra aktiviteter som bestäms av SEC. Plattformarna är skyldiga att lämna information om risker och utbilda sina investerare om förutsättningarna för att satsa pengar i GF-projekt. Plattformarna är även ansvariga för att göra en begränsad besiktning av projekt man släpper fram.

Regleringen ställer därutöver krav på informationsgivning rörande GF-projekten. Emittenterna måste lämna information om:

- Namn, juridisk form, adress, webbsida
- Namn på styrelseledamöter och ledningspersoner samt ägare till mer än 20 % av aktierna.
- Beskrivning av verksamheten och den förväntade affärsplanen
- Beskrivning av emittentens finansiella situation
- Beskrivning av vad investerat kapital ska användas till
- Måbeloppet för kapitalanskaffningen, sluttid för anskaffningen och kontinuerliga uppdateringar av utvecklingen
- Priset för andelarna och metoden för prisets beräkning
- Beskrivning av ägar- och kapitalstrukturen

Möjlig reglering av gräsrotsfinansiering i MiFID-2

Även EU har uppmärksammat att GF kan hjälpa Europas nyföretagande och innovationstakt. I en konsultation från EU-kommissionen "Crowdfunding in the EU - Exploring the added value of potential EU action" och informationsförfrågan med slutdatum 31 december 2013 tar man upp frågan om reglering av GF i samband med den kommande MiFID-2.

Kommissionens konsultation innehåller inte konkreta förslag till reglering men pekar på några centrala direktiv som tillämpliga, bland andra E-handelsdirektivet och Penningtvättsdirektivet. Men den svåra frågan är om EU behöver agera för att underlätta GF:s tillgång till den europeiska finansiella marknaden. Genom Prospektivdirektivet och MiFID finns vissa regler och undantag som kan påverka GF:s rättsliga status och expansion.

Vad gäller prospektregleringen (implementerad i lag om handel med finansiella instrument, LHF) finns två viktiga ribbor. En låg ribba om emissioner understigande EUR 100 000 under en tolv månadersperiod. Under denna ribba behöver inte prospekt upprättas och nationell lagstiftning får inte föreskriva prospektkrav. En hög ribba för emissioner överstigande EUR 5 miljoner där EU-reglerna för prospekt måste tillämpas (s.k. EU-prospekt). EU-prospekt ska även upprättas om värdepappret noteras på en reglerad marknad. Däremellan, dvs. i emissioner mellan EUR 100 tusen - 5 miljoner, får medlemsländerna själva reglera prospektskyldigheten. Sverige har valt att lägga ribban för EU-prospekt vid EUR 2,5 miljoner (LHF 2:4 pkt 5) och emissioner under detta är undantagna från prospektskyldighet. Den EU-rättsliga regleringen innebär att GF som ligger inom det ifrågasatt intervall kan underkastas olika prospektkrav i olika medlemsstater.

MiFID (implementerad genom lag om värdepappersmarknaden, VPML) kräver registrering av vissa finansiella intermediärer och innehåller därtill vissa investerarskyddsregler. Kommissionen vill genom sin konsultation ha svar på om MiFID erbjuder en optimal rättslig miljö för att möjliggöra expansion av GF på nationell och europeisk nivå. Onekligen är kraven i VPML mycket extensiva oavsett om GF-plattformarna definieras som marknadsplats eller som intermediär. EU står inför ett val mellan att använda mjuka medel för att öka kunskap och informera om GF så att

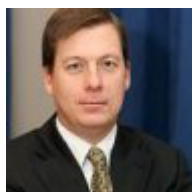
finansieringsformen kan nå sin fulla potential eller att förekomma problem genom att implementera regler i den kommande revisionen av MiFID. Man kan också göra ingenting alls och se hur GF utvecklar sig.

Fortsättning följer

GF växer snabbt och de flesta etablerade plattformar har ambitionen att växa internationellt så fort som möjligt. Det finns inget som talar för att GF inte kommer att attrahera fler och fler investerare. Många entreprenörer kommer att försöka skaffa kapital till allt från sunda affärsverksamheter till halvgalna satsningar. Riskerna för en kommande investeringsbubbla tycks överhängande.

Politiker i USA och EU när förhoppningar om att GF ska vara en vitamininjektion för innovationer, nyföretagande och jobbskapande. Övervakningsorgan har dock varit sena med att hantera fenomenet på ett genomarbetat och strukturerat sätt. En reglering av GF kräver en flexibel normgivning, som inte ställer för höga krav så att de positiva möjligheterna med finansieringsformen kvävs. Samtidigt är inte GF egentligen något nytt; kapitalanskaffning av riskfyllda affärsprojekt har alltid skett genom att entreprenörer vänder sig till många små investerare. Det borde inte vara ogörligt att inkorporera GF i nuvarande regelverk med små ingrepp. I framtiden kommer säkerligen internetbaserad gräsrotsfinansiering att vara så vanligt att speciallagstiftning inte behövs.

Lagstiftarna har visat sig senfärdiga i att arbeta fram klagörande tolkningar eller detaljregler. Även om de amerikanska normgivarna ligger före övriga världen i regleringen av GF ligger man ändå sent i förhållande till teknikutvecklingen och affärsmodellerna. Det finns även tekniska möjligheter att arbeta bort många av de problem och farhågor som åtföljer GF. Det finns redan en viss framväxt av rådgivare som hjälper entreprenörer och investerare. Det är inte säkert att lagstiftaren och övervakningsorganen är de bäst skickade att hantera utmaningarna. Men så länge normgivarna inte behandlat frågan finns en rättslig risk att ta in i kalkylen. Fortsättning lär följa.



Robert Sevenius

Ekon. lic., jur.kand., verksam som rådgivare och författare inom företagsförvärv och bolagsstyrning samt kursledare vid Stockholms universitet, Företagsekonomiska Institutet, Advokatsamfundet m fl.