

## Blendow Lexnova Expertkommentar - Affärsjuridik, april 2014

### GRÄSROTSFINANSIERING I SVENSK RÄTT

I en tidigare artikel (Blendow Lexnova, [Affärsjuridik februari 2014](#), *Gräsrotsfinansiering - en värdepappersrättslig utmaning i vardande*) gjordes en internationell utblick rörande kommande reglering av *crowdfunding* (på svenska gräsrotsfinansiering, GF). I denna artikel följs den internationella rapporten upp med en exposé över svenska regelverk inom bolagsrätt och börsrätt som aktualiseras vid GF.

#### Probleminventering

I den tidigare artikeln noterades inledningsvis en rad praktiska och rättsliga problem i samband med GF. Eftersom det lösligt definierade fenomenet GF inrymmer många olika typer av finansiering och samverkan kan flera olika rättsområden och regelverk bli tillämpliga. Det kan exempelvis vara konsumenträttsliga frågeställningar, bl.a. förköp och distansavtal, eller konkurrensrättsliga och immaterialrättsliga aspekter, bl.a. lag om skydd för företagshemligheter och upphovsrättslagen. Här kommer dock framställningen begränsas till mer strikt affärsjuridiska problemställningar inom bolagsrätt och börsrätt. Nedan kommer följande problemställningar (regelverk) diskuteras:

- Spridning av aktier till allmänheten (ABL)
- Informationsgivning vid emission av finansiella instrument (LHF)
- Tillståndsplikt för värdepappersrörelse (VPML)
- Minoritetsskydd i aktiebolag (ABL)

#### 1. Spridningsförbudet i aktiebolagslagen

I ABL 1:7 finns ett förbud mot spridning av aktier i privata aktiebolag.<sup>[1]</sup> Syftet är att privata aktiebolag inte ska kunna vända sig till allmänheten för sin kapitalanskaffning. Regelns första stycke föreskriver att bolag inte *genom annonsering* får försöka sprida olika värdepapper.

Annonseringsförbudet är strikt men inkluderar ett något orealistisk undantag i tredje stycket om erbjudanden till högst tio personer - annonsering till en sådan begränsad krets känns ologisk. Regelns andra stycke öppnar för en begränsad spridning med andra medel. Förbud gäller enligt andra stycket för att *på annat sätt* försöka sprida värdepappren genom erbjudande till *fler än 200 personer*. Spridning får således ske till färre än 200 personer, men bara genom andra medel än annonsering. Andra styckets förbud gäller dock inte om erbjudandet riktar sig enbart mot en krets som i förväg anmält intresse av sådana erbjudanden och antalet poster inte överstiger 200. Den andra delen av förbudet innebär att lagstiftaren i princip inte accepterar att privata aktiebolag har fler än 200 aktieägare.

Den svenska GF-plattformen FundedByMe försöker orientera sig i ABL 1:7 andra stycket. Först läggs en förrunda inför emission ("equity pre-round") upp på företagets internetsajt. I förrundan får den potentiella investeraren information om bl.a. emissionens syfte, personerna bakom företaget, aktuell aktiestruktur och planerad emission, hur många som reserverat aktier, hur stor andel som

redan är investerat och hur många dagar kvar det är för erbjudandet. Efter att ha registrerat sig som användare av sajten får investeraren tillgång till dokumentation och information om hur många aktier som finns att tillgå och hur stor andel av företaget aktierna representerar. Investeraren kan teckna sig för en investeringssumma vilket omräknas till ett antal aktier. När förrundan fyllts och stängts vidtar en öppen runda ("open round"), som enligt upplägget innebär att projektföretagets erbjudande riktas till de som i förväg anmält sitt intresse för aktieposter. GF-plattformen försöker således utnyttja undantaget från andra styckets spridningsförbud. I användaravtalet stadgar GF-plattformen att den inte tar ansvar för att aktiespridningen är lagenlig utan hela detta ansvar är emittentens.

Det finns flera problem med modellen. Oavsett personkrets och föranmälan är annonseringsförbudet intakt, dvs. privata företag får inte annonsera till allmänheten om aktiespridning. De olika GF-kampanjerna är öppet tillgängliga på internet genom annonser (kampanjer) på GF-plattformens webbsida. Samtliga detaljer som krävs för att fatta ett initierat investeringsbeslut är inte tillgängliga, men enligt min mening tillräckligt mycket för att det ska konstituera ett "försök till spridning av aktier". En intressent kan se att det finns ett erbjudande och hur investeringsläget ser ut, även om åtkomsten till detaljerna blir möjlig först efter en enkel gratis registrering. Efter registrering man också kan boka sig för aktier. Den bärande idén i GF bygger på bred tillgänglighet genom annonsering inte bara genom plattformens internetsajt utan även på ett antal internetbaserade sociala media (bl.a. Facebook, LinkedIn och Twitter), utan detta försvinner finansieringsformens potential. Det är inte bara GF-plattformen som annonserar kampanjer utan projektföretagens representanter har också ett intresse att göra detta genom sina internetburna kanaler. Annonsering via internet är kärnan i affärsmodellen.

Undantagen från förbudet mot spridning till över 200 personer gäller för personer som i förväg anmält intresse för sådana erbjudanden, men max 200 poster. Uttrycket poster i sammanhanget är något obestämt, en aktiepost kan som bekant innehålla ett varierande antal aktier. Uttrycket används inte på andra ställen i ABL. I andra stycket avses troligen en begräsning i undantaget. Ett erbjudande med andra medel än annonsering får spridas till fler än 200 förhandsintresserade personer men antalet poster som finns tillgängliga för teckning får ändå inte vara fler än 200. Det kan bara finnas 200 aktieposter att fördela oavsett erbjudandekretsen. I de flesta av dagens GF-projekt torde detta inte vara något problem, det är ofta bara några få personer som är intresserade. Men i framgångsrika kampanjer och i framtiden om GF blir mer populärt så kommer även undantaget i ABL 1:7 2 st 2 meningens bli ett problem. Genom att genomföra flera trancher inom samma GF-kampanj kan fler än 200 poster emitteras. Generellt sett står detta dock i konflikt med ändamålet för ABL 7:1; privata aktiebolag ska i allmänhet inte ha fler än 200 aktieägare.

Det bör även noteras att regeln är underkastad den generella straffbestämmelsen i ABL 30:1. Det innebär dels att brott mot bestämmelsen kan leda till böter eller fängelse upp till 1 år, dels att bestämmelsen bör tolkas med viss restriktivitet. I sammanhanget är det tämligen avskräckande att den vidsträckt handlingen "försöka sprida" aktier till allmänheten är kriminaliserad. Ett sätt att undvika reglerna vore att göra det emitterande bolaget publikt, men det medför ett mer betungande regelpaket. Sammantaget innebär ABL 1:7 således ett problem för GF och regleringen måste reformeras för att GF ska kunna växa i Sverige. Privata aktiebolag ska normalt sett inte ha särskilt många aktieägare, i ABL sätts gränsen till 200. Lagstiftarens avsikt var att dela upp aktiebolag i privata och publika, där bara den senare formen skulle ha möjlighet till aktiespridning till allmänheten.

## **2. Informationskrav vid emissioner**

När aktier emitteras till allmänheten finns strikta krav på informationsgivningen. Kärnan i dessa regler är andra kapitlet i lag om handel med finansiella instrument, LHF. LHF 2:1 stadgar att prospekt ska upprättas av emittenten när "överlåtbara värdepapper erbjuds till allmänheten" eller tas upp till handel på en reglerad marknad om inte annat följer av lagens undantag för prospektskyldighet. Det finns ett antal undantag vid erbjudande till allmänheten (LHF 2:4); om erbjudandet är riktat till kvalificerade investerare, om varje investerare erbjuds värdepapper till minst EUR 100 tusen, om varje värdepapper har ett nominellt belopp om minst EUR 100 tusen eller om det sammanlagda investeringsbeloppet uppgår till minst EUR 2,5 miljoner under en tolv månadersperiod.

Den svenska regleringen följer prospektdirektivet (2003/71/EG). I direktivet ges två viktiga ribbor. En låg ribba om emissioner understigande EUR 100 tusen under en tolv månadersperiod. Under denna ribba behöver inte prospekt upprättas och nationell lagstiftning får inte heller föreskriva några prospektkrav. En hög ribba för emissioner överstigande EUR 5 miljoner där EU-reglerna för prospekt måste tillämpas (s.k. EU-prospekt). Däremellan, dvs. i emissioner mellan EUR 100 tusen - EUR 5 miljoner, tillåts medlemsländerna själva reglera prospektskyldigheten. Sverige har valt att inte ha några nationella prospekt men att lägga ribban för EU-prospekt vid EUR 2,5 miljoner och undanta emissioner under detta belopp från prospektskyldighet.

Prospekt ska innehålla all information om emittenten och värdepappren som är nödvändig för att investeraren ska kunna göra en välgrundad bedömning av emittentens tillgångar och skulder, finansiella ställning, resultat och framtidsutsikter (LHF 4:11). Prospektreglerna är således en viktig byggsten i investerarskyddet på finansmarknaden. Detaljerna i prospektets innehåll finns i prospektförordningen och ESMA:s prospektregler. Finansinspektionen godkänner och registrerar prospekt. Reglerna är relativt omfattande och kräver en stor arbetsinsats från emittenter och deras rådgivare.

GF-projekt ligger i allmänhet under den ribba som lagstiftaren satt för prospektskyldighet. I dagsläget har inga svenska projekt nått upp till gränsen EUR 2,5 miljoner. Därmed behöver emittenten inte upprätta ett prospekt och därmed finns inget offentligt register avseende emissionen. I allmänhet upprättas dock inom GF ett prospektliknande informationsmemorandum (IM), vilket i det yttre innehåller många av de punkter som ska inkluderas i ett prospekt. I andra finansieringssammanhang är IM ett dokument framställt av professionella rådgivare och håller normalt sett viss finansiell och legal verkshöjd. I GF-sammanhang är IM en jämförelsevis amatörmässig handling som är formulerad av projektägarna själva. Bristande kvalitet och uppblåsta prognoser är därför legio. Eftersom det vanligtvis rör sig om nya affärsverksamheter eller innovationer är bristande historik att förvänta. Det ursprungliga syftet med ett IM i finansiella sammanhang är vanligtvis att investeraren ska ha möjlighet att bedöma företagets framtid och göra en värdering. GF efterliknar således vissa former av en professionell investeringsprocess, men faller många gånger kort om målet ifråga om materiellt innehåll. Det finns som sagt inga regler rörande informationsgivningen vid denna typ av aktiespridning och för emissioner om mindre än EUR 100 tusen är den svenska lagstiftaren också förhindrad att införa regler. För större GF-emissioner finns dock möjlighet att reglera informationsgivningen. Den svenska lagstiftaren har alltså möjlighet att införa ett "lättprospekt" för aktiespridningar till allmänheten av mindre storlek, ifall man vill stödja GF-utvecklingen genom att stärka investerarskyddet.

### **3. Bedrivande av värdepappersverksamhet**

EU-direktivet för marknader för finansiella instrument, MiFID (implementerad genom bl.a. lag om värdepappersmarknaden, VPML), kräver registrering av vissa finansiella företag och innehåller

därtill vissa investerarskyddsregler. En fråga för EU i dess pågående utredning om GF har varit om MiFID erbjuder en optimal rättslig miljö för att möjliggöra expansion av GF på nationell och europeisk nivå.

Att bedriva värdepappersrörelse kräver tillstånd från Finansinspektionen (VPML 2:1). Värdepappersrörelse kan innehålla investeringstjänster, investeringsverksamheter, vissa sidotjänster och sidoverksamheter. Detta inkluderar bland annat följande aktiviteter: mottagande och vidarebefordran av order i fråga om finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kunds uppdrag, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument och drift av handelsplattformar.

I Storbritannien har den brittiska finansinspektionen FCA ansett att GF utgör en auktorisationspliktig verksamhet. I Sverige har FI inte tagit några definitiva steg att reglera GF utan bevakar utvecklingen och deltar i det arbete som bedrivs på EU-nivå. Den ledande svenska GF-plattformen Fundedbyme har inte tillstånd från FI. Plattformen definierar sig enligt sitt användaravtal som en "mötesplattform" och säger att de inte ger råd eller tar någon del i den öppna rundan. Vidare säger de sig inte ha någon del i att sätta förutsättningarna för kampanjerna. Detta ska ställas mot de faktiska aktiviteterna, bl.a. annonsering av emissioner, registrering av investerare, mottagande av intresse och ordrar samt förmedling av information mellan emittenter och investerare. Plattformens ensidig uttalande i ett oförhandlat användaravtal är knappast tillfyllest för att undvika tillståndsplikt. Det är sannolikt att GF-verksamheter som rör värdepapper eller lån relativt snart, troligen som en följd av internationell normgivning, kommer att behöva söka FI:s tillstånd.

#### **4. Bolagsstyrning i aktiebolag med många minoritetsaktieägare**

Problemen inom GF förekommer inte bara i samband med själva emissionen. Även efter transaktionen kommer det finnas svårigheter som uppkommit på grund av hur företaget finansierats, både för bolagsledningen och för aktieägarna. De flesta problem faller in under kategorin styrningsproblem, men GF innebär även utmaningar gällande efterföljande emissioner, aktieöverlåtelse och kapitalförsörjning.

Aktiebolagslagen består till stor del av regler för balansera inflytandet mellan bolagsorganen och aktiebolagets funktionärer; bolagsstyrningsregler. Aktiebolaget inrymmer i detta avseende vissa inneboende konflikter, bl.a. bolagsledning kontra aktieägare och majoritetsaktieägare kontra minoritetsaktieägare. I de allra flesta privata aktiebolag aktualiseras inte dessa konflikter eftersom det finns en persongemenskap mellan alla dessa funktionsroller. I GF-företag kan dock konflikterna bli en pågående utmaning för parterna. Hur ska majoritetsaktieägare och bolagsledning kunna leda bolagets affärsutveckling med en månghövdad engagerad minoritet? Och omvänt, hur ska en minoritetsaktieägare kunna tillvarata sina rättigheter i ett nystartat företag med korta beslutsvägar och bristfällig information?

Aktiebolagslagens minoritetsskydd innebär en risk för bolagsledning och majoritetsaktieägare, men en trygghet för minoritetsaktieägare. Minoritetsskyddet innehåller regler på olika plan:

- Regler som tillkommer alla aktieägare och är knutna till själva aktien; bl.a. begränsat personligt ansvar, fri överlåtbarhet, rätt till information, rösträtt och rätt till utdelning.
- Procedurregler för bolagsstämman; bl.a. kallelse, obligatoriska beslutspunkter och röstningsförfarande.
- Kvorumregler, dvs. de regler som stadgar med vilken majoritet ett beslut måste fattas för att vara giltigt. Till exempel, de så kallade Leo-reglerna i ABL 16 kap. där beslut måste fattas av 90% av

både avgivna röster och företrädde aktier.

- Egentliga minoritetsskyddsregler, dvs. de särskilda mekanismer i ABL som avser att kunna tas i bruk av en förfördelad minoritet.

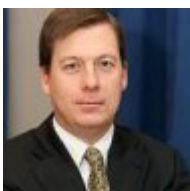
De egentliga minoritetsskyddsreglerna ger utrymme för två försvarsstrategier som är baserade på dels utökad information och kontroll, dels påtvingad vinstutdelning och aktiedispositioner. Den första strategin är att minoritetsaktieägaren har rätt att begära mer information från bolagsledningen (bl.a. ABL 7:33) eller begära utökad kontroll (bl.a. ABL 10 kap). Den andra strategin är att tvinga bolagsledningen och majoritetsaktieägaren att lämna utdelning (ABL 18:11) eller att lösa in minoritetens aktier (ABL 22:1). Reglerna är kraftfulla påtryckningsmedel och omgärdade med många buffertar och säkerhetsventiler. I sin helhet innebär dock minoritetsreglerna en användbar arsenal för aktieägare att få insyn och medbestämmande i aktiebolag trots att de inte utgör vare sig majoritet eller ledning. Majoritetsaktieägare och bolagsledning anlägger ofta åsikten att ianspråktagandet av dessa regler är minoritetens sätt att obstruera viktiga affärsmässiga beslut. Reglerna har mejslats fram av nödvändighet under aktiebolagets månghundraåriga historia och bygger på dyrköpta erfarenheter. Det aktiebolagsrättsliga minoritetsskyddet framstår som GF-företagens både gissel och frälsarkrans.

## 5. Slutsatser

Den probleminventering som skisserats ovan gör tydligt att både lagstiftare, rättstillämpare, GF-plattformar, GF-emittenter och investerare står inför stora utmaningar om fenomenet växer och sprids. Lagstiftningen kan till stora delar ses som ett skydd för investerare och försök till att hitta balans mellan utveckling av de finansiella marknaderna och begränsning av de risker som aktiemarknadens avnämare ska tvingas bära. Det finns flera vägar att gå; problemen kan lösas både med normer och med tekniska lösningar. Troligtvis krävs en kombination; utan normgivningstryck från auktoritativa organ kommer förmodligen inte tekniska lösningar utarbetas.

---

[1] Här förutsätts att GF-projektet som ska finansieras tar formen av ett privat aktiebolag, vilket torde vara det vanligast vid värdepappersbaserad GF.



### 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.