

# Gräsrotsfinansiering: bland drömmar och verkligheter

Gräsrotsfinansiering (crowdfunding) är en ny utmaning för finansvärlden. Fenomenet växer hastigt; estimerad global omsättning om cirka 33 miljarder kronor 2013 (+90% från föregående år). Kända aktörer är bland annat Kickstarter, Indiegogo, Crowdcube och svenska Fundedby.me. Bland de framgångsrika projekten finns Pebble (smart klocka), Formlabs (3D-skriver) och Oculus rift (bärbar skärm). Finansieringsformen väcker både förhoppningar och farhågor. Är det räddningen för småföretagande och jobbskapande i en allt njuiggare bankvärld eller är det en legal katastrof i vardande?

**G**räsrotsfinansiering (GF) kan beskrivas som kapitalanskaffning via internet för mindre affärsprojekt där entreprenören vänder sig direkt till privatpersoner på en GF-plattform, utan etablerade mellanhänder som banker, fonder eller marknadsplatser. Intressenter, verksamheter och mål är desamma som vid traditionella investeringar. Men med kraften av internet växer potentialen exponentiellt, i gigabit per sekund och med världsomspännande räckvidd. Trots en enkel grundmodell (se figur) kan GF visa sig vara en omstörtande (*disruptive*) innovation.

Det näringspolitiska intresset ligger i att finansieringsformen bidrar till att stödja tillväxt, nyföretagande, jobbskapande och innovation. Den senaste finanskrisen har breddat det finansiella

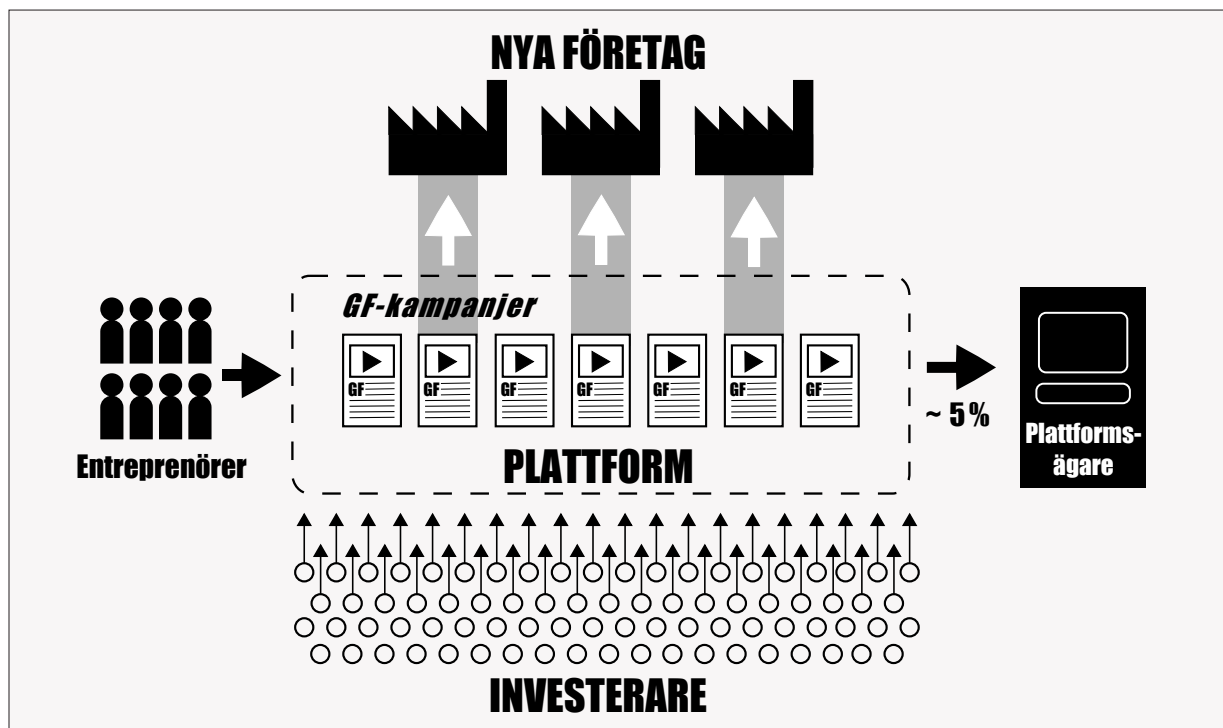
gap som råder mellan nyföretagandets praktiska möjligheter till kapital (*dvs. family, friends and fools*) och etablerade finansieringskällor i näringslivet. Det är notoriskt svårt för små och nystartade företag att finansiera sin affärsutveckling och verksamhet. GF kan således bli viktigt för att överbygga svårigheterna mellan start och etablering av företag, vilket i sin tur kan bidra till samhällsekonomin.

Den finansiella reglering som finns på plats i dag har en lång utvecklingshistoria. Regleringen har mejslats fram av marknadsbehov, misslyckanden, förändringar och politik. Det övergripande syftet är att ordna finansvärdens kapitalförsörjningsbehov samtidigt som dess intressenter skyddas, inklusive samhället i stort. Men teknisk utveckling ligger ofta före lagstiftningen och kan delvis stå i strid med den. (Figur: Gräsrotsfinansieringens struktur)

## Drömmar möter pengar

Ifall aktiebaserad GF ska bidra till samhällsekonomin måste ett antal praktiska och legala frågetecken rätas ut. Det finns redan exempel på misslyckanden och falskriering inom GF, om problemen inte adresseras och fenomenet fortsätter växa kan misslyckanden förvandlas till finansiella katastrofer. Ett huvudproblem går att beskriva som bristande erfarenhet och okunskap hos de involverade aktörerna. Därtill hänförs även institutionernas ovana vid ett diffust fenomen, utanför normal övervakning och reglering. De känsligaste bristerna finns hos de tre aktörerna i en GF:

1. Investeringarna är oerfarna. Det finns många nyskapande och roliga projekt som erbjuds att ta del i. Flera kan för den ytlige betraktaren synes vara nästa Apple, Facebook eller Minecraft. Investeringarna har varit sig själva att utvärdera projekten före investering eller möjligheter att påverka situationen efter investeringen.
2. Entreprenörerna är oerfarna. Många är nya entreprenörer som drivs av en idé snarare än att förvalta ett rörelsedrivande företag med en större krets investeringar. Det kräver administrativa och organisatoriska förmågor som troligen är främmande för entreprenören.
3. Plattformägarna är oerfarna. Det är ett stort ansvar att hantera en primärmarknadsplats för investeringar.



Figur: Gräsrotsfinansieringsens grundmodell.

Att vara finansiell intermediär är en känslig och ofta rättsligt reglerad roll. Det krävs grundläggande policier och kontroller för att betalningar och värdepapper hanteras korrekt, det gäller även information, risker och affärsmodell.

Bristande erfarenhet och kunskap kan dock relativt enkelt avhjälpas med utbildning och normer. Erfarenhet och kunskapskrav kommer lösa sig med tiden. I bakgrunden finns dock andra problem som inte är lika lätta att hantera.

Att investera i nystartade företag, så kallade säddinvesteringar, är mycket riskfyllt. En av anledningarna till att det finansiella gapet uppstår är att riskkapitalister skyr säddinvesteringar. Staten har försökt avhjälpa detta, men som Riksrevisionen visat i en rapport från början av året satsas endast 0,2 % av statligt riskkapital i denna "dödens dal". I alla nystartade företag tar det tid – lång tid – innan avkastningen eventuellt kan komma. Majoriteten når inte kommersiell framgång.

Värderingen av säddföretag är svår, kanske omöjlig, och vid GF är priset inte ens föremål för förhandling. Professionella riskkapitalister tillämpar vanligen någon form av portföljstrategi för att nå avkastning. Gräsrotsinvesteraren har sällan möjlighet till en sådan riskhantering.

En investerare som gjort sin investering har en prekär sits. Investeringen är då en tagen kostnad (*sunk cost*), men avkastningen ligger i framtiden och är i princip utom kontroll. Det finns inga praktiska möjligheter att avhända sig denna risk eftersom det inte finns någon organiserad sekundärhandel för mindre aktiepöster i privata aktiebolag. Därutöver är det sannolikt att investeraren får vidkänna upprepade utspändningar av sitt innehav vid efterföljande kapitalanskaffningar, då kapitalet sällan räcker till en långsiktig affärs- och företagsutveckling.

Utöver dessa inneboende risker finns inte minst en överhäng-

ande risk för bedrägerier och marknadsmanipulationer. Platser där drömmar och pengar möts har i alla tider lockat till sig tvivelaktiga aktörer.

### Drömmar möter normer

Eftersom det lösligt definierade fenomenet GF inrymmer många olika typer av finansiering och samverkan kan flera olika rättsområden och regelverk bli tillämpliga (se tabell: Gräsrotsfinansieringsformer). Nedan beskrivs tre problemställningar inom bolagsrätt och börsrätt för aktiebaserad GF.

| GF-form   | Motprestation                     | Legal karaktäristika              |
|-----------|-----------------------------------|-----------------------------------|
| Donation  | Ingen                             | Gåva (beskattning)                |
| Sponsring | Marknadsföring                    | Immateriellrätt                   |
| Belöning  | Orelaterade varor av mindre värde | Reklamgåva (beskattning)          |
| Förköp    | Producerade varor eller tjänster  | Konsumentköp; distansavtal        |
| Lån       | Ränta                             | Kreditgivning                     |
| Aktie     | Avkastning                        | Aktieemission; värdepappershandel |

Tabell: Gräsrotsfinansieringsformer.

### Spridningsförbudet i aktiebolagslagen

Nystartade verksamheter inom GF blir vanligen privata aktiebolag. Då aktualiseras aktiebolagslagens så kallade spridningsförbud (ABL 1:7). Förbudets syfte är att privata aktiebolag inte ska kunna vända sig till allmänheten för sin kapitalanskaffning. Det tillkom i samband med att svensk bolagsrätt anpassades till europeisk rätt. Lagrummets första stycke föreskriver att

bolag inte genom annonsering får försöka sprida olika värdepapper. Annonseringsförbudet är strikt, men det andra stycket öppnar för en begränsad spridning med *andra medel*. Det är dock inte tillåtet att sprida värdepappren till fler än 200 personer. Från andra styckets förbud gäller inte om erbjudandet riktar sig enbart mot en krets som i förväg anmält intresse av sådana erbjudanden och antalet poster inte överstiger 200. ABL 1:7 är sanktionerad av straffbestämmelsen i ABL 30:1, men transaktioner i strid med förbudet är civilrättsligt giltiga. ABL:s spridningsförbud skapar problem för svensk GF; oavsett

Ett privat aktiebolag eller en aktieägare i ett sådant bolag får inte genom annonsering försöka sprida aktier eller teckningsrätter i bolaget eller skuldebrev eller teckningsoptioner som bolaget har gett ut.

Ett privat aktiebolag eller en aktieägare i ett sådant bolag får inte heller på annat sätt försöka sprida i första stycket angivna värdepapper genom att erbjuda fler än 200 personer att teckna eller förvärva värdepapperen. Detta gäller dock inte om erbjudandet riktar sig enbart till en krets som i förväg har anmält intresse av sådana erbjudanden och antalet utbudna poster inte överstiger 200.

Förbuden i första och andra styckena gäller inte erbjudanden som avser överlåtelse till högst tio förvärvare. Förbuden gäller inte heller i fråga om aktiebolag med särskild vinstutdelningsbegränsning.

Faktaruta: Aktiebolagens spridningsförbud (ABL 1:7).

undantaget för föranmälan är annonseringsförbudet intakt. De olika GF-kampanjerna är öppettillgängliga genom annonser på GF-plattformarna. Även övriga intressenter sprider kampanjerna genom sina egna internetburna kanaler, bland annat bloggar och sociala medier. Utan dessa brett tillgängliga kontaktytor försvinner finansieringsformens potential.

#### Informationskrav vid emissioner

När aktier emitteras till allmänheten finns strikta normer för informationsgivning. Kärnan är lagen om handel med finansiella instrument (LHF). Enligt LHF 2:1 ska ett prospekt upprättas av emittenten när "överlåtbara värdepapper erbjuds till allmänheten". LHF följer prospektivdirektivet (2003/71/EG) som ger två viktiga ribbor. En låg ribba om emissioner understigande EUR 100 tusen under 12 månader, då prospekt inte behöver upprättas och nationell lagstiftning inte heller får föreskriva några prospektkrav. En hög ribba för emissioner överstigande EUR 5 miljoner där EU-reglerna för prospekt måste tillämpas (s.k. EU-prospekt). Däremellan, det vill säga för 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.

GF-kampanjer ligger i allmänhet under den ribba som LHF satt för prospektskyldighet. Därmed behöver emittenten inte upprätta ett prospekt och då finns inte heller något offentligt register avseende emissionen. I GF upprättas dock budhandlingar och kompletterande material, vilka till det ytre innehåller många av de punkter som ingår i prospekt. Det rör sig dock ofta om relativt amatörmässigt material. Bristande kvalitet och upp-

blåsta prognoser är legio; det rör sig om nya affärsverksamheter så bristande historik är att förvänta. Tillgången på information är således minimalt samtidigt som behovet är maximalt.

#### Bedrivande av värdepappersverksamhet

EU-direktivet om marknader för finansiella instrument (MiFID), implementerad genom bland annat lag om värdepappersmarknaden (VPML), kräver registrering av vissa finansiella företag och innehåller därtill vissa investerarskyddsregler. Att bedriva värdepappersrörelse kräver tillstånd från Finansinspektionen (VPML 2:1). Värdepappersrörelse kan innehålla investeringstjänster, investeringsverksamheter och sidotjänster. Det 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-plattformar utgör en auktorisationspliktig verksamhet. Svenska FI har inte tagit några steg för att reglera GF; de bevakar utvecklingen och deltar i det arbete som bedrivs på EU-nivå. Plattformarna ser sig själva som "mötesplattformar" och anser inte att de ger råd eller tar någon del i finansieringen. Detta ska ställas mot de faktiska aktiviteterna, bland annat annonsering av emissioner, registrering av investerare mottagande av intresse och beställning, förmedling av information mellan emittenter och investerare. Normgivare och övervakare har därmed ännu att precisera plattformarnas rättsliga status.

#### Omvärlden reglerar

GF har under ett par år varit på lagstiftarens agenda i USA. Redan i april 2012 undertecknades *Jumpstart Our Business Start-ups Act* (JOBS Act), men för ikraftträdande krävs omfattande detaljreglering av den amerikanska finansinspektionen SEC. I oktober 2013 färdigställde SEC ett omfattande dokument med förslag och frågor rörande normgivning. Den amerikanska värdepapperslagstiftningens krav upplevs för komplicerade för nystartade och snabbväxande småföretag. JOBS Act förenklar kraven så att mindre företag kan vända sig till en bredare allmänhet för att resa kapital.

*Lagens Title III* bär undertiteln *Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-disclosure* (CROWDFUND Act). Regeln, Securities Act Section 4 (a) (6), är ett nytt undantag från registrering av värdepapper och emissionsinformation. För att kunna utnyttja undantaget uppställs följande kriterier:

1. Kapitalanskaffning får uppgå till maximalt USD 1 miljon under 12 månader.
2. Varje investerares individuella satsning är begränsad i relation till inkomst eller förmögenhet.
3. Investeringen måste genomföras av en GF-plattform registrerad hos SEC.

Därutöver ställs krav på plattformarna. De får inte erbjuda rådgivning, skaffa sälj- eller köpbud, betala för bud eller ha incitament baserade på handel. Plattformarna är skyldiga att lämna information om risker och utbilda sina investerare om förutsättningarna. De ska även göra en viss besiktning av kampanjerna. Även information från entreprenörer och kampanjer krävs, bland annat juridisk form, styrelseledamöter, ledningspersoner, större aktieägare, verksamhet, affärsplan, finansiell situation, målbelopp och tidpunkter för kapitalanskaffningen

samt vad investerat kapital ska användas till.

Även EU har uppmärksammat att GF kan hjälpa Europas nyföretagande och innovationstakt. I december 2013 avslutades en så kallad konsultation från *EU-kommissionen Crowdfunding in the EU – Exploring the added value of potential EU action* där man tar upp frågan om reglering av GF i den kommande MiFID-2. Kärnfrågan är om MiFID erbjuder en optimal rättslig miljö för att möjliggöra expansion av GF på nationell och europeisk nivå. Konsultationen innehåller inte konkreta förslag till reglering men pekar på några gällande direktiv som är tillämpliga. Genom Prospektdirektivet och MiFID finns vissa regler och undantag som kan påverka GF:s rättsliga status och expansion. Men även bland annat E-handelsdirektivet och Penningtvättsdirektivet kan aktualiseras.

Onekligen är kraven i MiFID relativt extensiva oavsett om GF-plattformarna definieras som marknadsplats eller som intermediär. EU står inför ett val. Att använda mjuka medel för att öka kunskap och informera om GF så att finansieringsformen kan nå sin fulla potential. Att förekomma problem genom att implementera regler i den kommande revisionen av MiFID. Men man kan också göra ingenting alls och se hur GF utvecklar sig. Enskilda medlemsländer har redan reglerat GF, bland annat Storbritannien och Italien.

#### *Reglering eller teknikutveckling*

GF växer snabbt och de flesta plattformar har ambitionen att skala upp internationellt så fort som möjligt – en typisk dotcom-hype. Mycket talar för att många investerare kommer att attraheras av affärsidéerna. Många entreprenörer kommer att försöka resa kapital genom GF, till allt från sunda affärsverksamheter till galna satsningar. Risken för en investeringsbubbla är överhängande.

Politiker har förhoppningar om att GF ska vara en vitamininjektion för innovationer, nyföretagande och jobbskapande. Övervakningsorgan är skeptiska och senfärdiga. Reglering blir komplicerat; det behöver vara en flexibel normgivning, som inte ställer så höga krav att de positiva möjligheterna med finansieringsformen förgås. Men för att GF ska växa i ordnade former är ett starkt investerarskydd centralt. Samtidigt har inget egentligen hänt; kapitalanskaffning av riskfyllda affärsprojekt har alltid skett genom att entreprenörer vänder sig till många relativt små investerare. Det borde inte vara ogörligt att inkorporera GF i nuvarande regelverk med små ingrepp. I framtiden kommer säkerligen internetbaserad gräsrotsfinansiering vara så vanlig att speciallagstiftning inte behövs.

Det är inte säkert att lagstiftaren och övervakningsorganen är de bästa skickade att hantera utmaningarna. Det finns tekniska möjligheter att arbeta bort problemen; plattformarna kan hantera flera risker om de intar ett långsiktigt perspektiv. Men här finns också ett viktigt uppdrag för revisorer, redovisningskonsulter och jurister att bidra med erfarenhet, kunskap och hantverk. Det finns en ny grupp av företagare som är i behov av grundläggande ordning och reda samt förtroendeskapande arbete mellan företagets funktionärer och intressenter.

---

**Robert Sevenius** är ekon.lic. och jur.kand. Han är fristående rådgivare och författare inom företagsöverlåtelse och bolagsstyrning.