

Blendow Lexnova Expertkommentar - Affärsjuridik, juni 2018

Mot ny reglering av gräsrotsfinansiering i Sverige och EU

Gräsrotsfinansiering av nystartade och mer etablerade företag får allt större momentum i Sverige och Europa. Flera länder har infört särskilda regleringar, däribland Italien, Frankrike och Finland. Flera stater har också uttryckligen inlemmat gräsrotsfinansieringen i sina existerande regelverk, däribland Storbritannien och Nederländerna. Sverige och även EU har förhållit sig avvaktande med att reglera området, bland annat på grund av att många av finansieringsformens positiva egenskaper kan gå om intet med en för inträngande reglering.

Nu har dock två initiativ till reglering kommit. I Sverige kom Utredningen om gräsrotsfinansiering med sitt betänkande ([SOU 2018:20 Gräsrotsfinansiering](#)) från den 19 mars, efter nästan två års utredningstid. Även om utredningstiden förlängts en gång hade nog ytterligare en förlängning varit på sin plats eftersom den svenska utredningen inte hunnit ta höjd för det förslag till förordning om gränsöverskridande gräsrotsfinansiering ([COM \(2018\) 113 final](#)) som EU publicerade den 8 mars, alltså efter det att den svenska utredningen gått till tryck.

Nedan analyseras i korthet de två förslagen.

1. Förslaget till svensk "gräsrotslag"

Den svenska utredningen bygger på en relativt omfattande kartläggning av gräsrotsfinansiering, både i Sverige och internationellt. Det var en del av utredningsuppdraget att göra avstamp i en bredare analys av marknaden samt aktörernas roller, funktioner och incitament. Enligt mitt förmenande är dock framförallt följande tre delar utredningens viktigaste: finansieringsformens laglighet, innehållet i en specialreglering samt samordningen med finansmarknadens övriga regelverk (bland annat EU-rätten).

1.1 Walk-over gällande spridningsförbudet

Utredningen har förtjänstfullt ägnat ett helt kapital åt diskussionen om det aktiebolagsrättsliga hotet mot gräsrotsfinansiering, det vill säga att gräsrotsfinansiering i privata aktiebolag strider mot spridningsförbudet i ABL 1:7 (se [Lexnova Expertkommentarer Affärsjuridik April 2014](#)).

I delar tycks utredningens diskussion vara riktad mot att vederlägga spridningsförbudet visavi sentida legal, finansiell och teknisk utveckling. Utredningen tycks hävda att spridningsförbudet är överspelat. Till exempel framförs att förbudets syfte *inte* är att skapa ett skydd för investerare utan enkom att lagtekniskt skapa en anpassning till dåvarande EG-rätt och sedermera inträde i unionen. Ett märkligt påstående där två explicita lagrum (ABL 1:7-8) fränkänns materiell juridisk betydelse med hänvisning till att de har en funktionellt rättspolitisk upprinnelse. Är detta en ny metod för lagtolkning?

Utredningen ska dock ha ett erkännande för insikten att spridningsförbudet består av två separata förbud - annonseringsförbudet och kompletteringsförbudet. Denna grundförståelse tycks dock ha

passerat obemärkt förbi för många tillämpare av regelverket bland gräsrotsfinansieringen. Uppdelningen i två fristående förbud framstår i tydlig dager ifall man bemödar sig med att läsa förarbetena till spridningsförbudet ([prop. 1993/94:196](#) s 142 f; Lagrådet underkände det ursprungliga förbudet, som nu utgör andra stycket, varvid ett mer generellt förbud, första stycket, infördes). Det innebär att det i praktiken inte juridiskt har någon betydelse att gräsrotsplattformarna försöker lirka in sin finansieringsprocess under undantagen i ABL 1:7 2 stycket. Det är ändå inte tillåtet att genom annonsering sprida värdepapper i privata aktiebolag. Det gäller bolaget, aktieägare, plattform eller annan.

Detta konstaterar även Finansinspektionen i sin [kartläggning 2015](#):

Finansinspektionen gör bedömningen att den annonsering som sker på plattformarnas hemsidor med erbjudanden att investera i privata aktiebolag får anses som annonsering och därmed strider mot spridningsförbudet. Det krävs enligt Finansinspektionens bedömning att spridningsförbudet ses över för klargöra hur bestämmelsen förhåller sig till gräsrotsfinansiering via en internetbaserad plattform.

Utredningen SOU 2018:20 landar till slut, förefallande motvilligt, i att gräsrotsfinansiering *kan* strida mot spridningsförbudet, men att det måste slutligt avgöras av domstol. Det konstateras dock att hos Ekobrottsmyndigheten, som har ansvar för utredning och lagföring av överträdelse, finns inga pågående ärenden. Gräsrotsfinansieringens överensstämmelse med spridningsförbudet är enligt utredningen alltså fortsatt oklar. Utredningen föreslår följaktligen inte någon förändring av spridningsförbudet. De framförda juridiska argumenten för att lämna walk-over i denna helt centrala fråga är två:

- Utredningens uppdrag är begränsat av att den inte får föreslå några ändringar i aktiebolagslagens kategoriindelning.
- Utredningen förde fram att en uppluckring av gränsdragningen mellan privata och publika aktiebolag riskerar att svensk lagstiftning inte längre anses vara förenlig med EU:s bolagsrätt.

Argumenten är dels undfallande, dels långsökta. I grunden förefaller det oansvarigt att låta en central rättslig osäkerhet bestå för involverade personer och företag. De ifrågavarande bestämmelserna är straffsanktionerade, vilket understryker vikten av att hantera denna risk. I praktiken sprider privata aktiebolag aktier till allmänheten, om inte varje vecka så varje månad och med den nya lagen som föreslagits kommer detta troligtvis att öka.

Att bilda en egen underkategori av privata aktiebolag med en öppen aktieägarkrets är fullt möjligt. Nya underkategorier har instiftats tidigare (aktiebolag med särskild vinstutdelningsbegränsning). Som Bo Svensson skrev i sin ursprungliga utredning (SOU 1992:83) om den EG-rättsliga uppdelningen:

Bolaget skall självt bestämma om det ska ha möjlighet att vända sig till allmänheten för kapitalanskaffning. Vill bolaget ha denna möjlighet skall detta komma till uttryck i bolagets firma.

1.2 Förslaget till ny "gräsrotslag"

Trots en walk-over i denna helt avgörande fråga går utredningen utan tvekan vidare med att föreslå en ny "gräsrotslag", kallad lag om viss verksamhet med förmedling av finansiering. Huvudpunkten i förslaget till "gräsrotslag" är att gräsrotsfinansiering med bland annat privata aktiebolag blir möjlig efter tillstånd från Finansinspektionen.

Först en kort notering om terminologi. Utredningen har valt att inte använda ordet gräsrotsfinansiering eller det engelska *crowdfunding*, vare sig i rubricering eller precisering av aktörerna. Motivet till detta sägs vara att de använda uttrycken inte till fullo ringar in vad företeelsen innebär eller i framtiden kan komma att innefatta." Istället används alltså "viss verksamhet" för själva gräsrotsfinansieringen och "kapitalförmedlare" för plattformar för gräsrotsfinansiering. Resultatet är en vag och i viss utsträckning missvisande lagtext. I kontrast kan man konstatera att de flesta utländska regelverk inte haft problem med beteckningen *crowdfunding*. Det är vanligtvis bättre att kalla en spade för en spade.

Den föreslagna "gräsrotslagen" omfattar samtliga de grundläggande formerna av gräsrotsfinansiering, det vill säga donationsbaserad, belöningsbaserad, lånebaserad och andelsbaserad gräsrotsfinansiering. Detta uttrycks genom att identifiera den motprestation som finansören erhåller för sin investering. Det är (i samma ordning som ovan): utan vederlag, vara eller tjänst, ägar- eller skuldandelar samt krediter. Lagen omfattar således verksamheter som är relativt väsensskilda. Att investera i ett aktiebolag måste anses vara en helt annan rättsfigur i förhållande till exempel ett förköp av en mobilapplikation eller en sponsring av en reportageresa.

Lagförslaget gäller näringsverksamheter som har till ändamål att mot ersättning sammanföra fysiska eller juridiska personer som avser att anskaffa finansiering med fysiska eller juridiska personer som avser att tillhandahålla finansiering, om finansieringen sker med de omtalade motprestationerna. Sådana verksamheter är skyldiga att söka tillstånd respektive anmälas för registrering.

1.3 Tillstånds- och registreringsplikt samt tillsyn

De olika former av gräsrotsfinansiering som lagen omfattar hanteras olika. Lagen fokuserar främst på låne- och andelsbaserad gräsrotsfinansiering som bara får bedrivas efter tillstånd från Finansinspektionen. Donations- och belöningsbaserad gräsrotsfinansiering ska ansöka om registrering hos sagda myndighet.

Registreringen innehåller förhållandevis grundläggande krav rörande att allmän näringsrättslig vandel, det vill säga efterlevnad av penningtvättslagen, näringsförbudsfrågor och straffrättsliga påföljder. I den mer betydelsefulla tillståndsgivningen ska Finansinspektionen företa även en mer omfattande lämplighetsprövning av verksamheten och personer med inflytande i verksamheten.

Finansinspektionens tillsyn rör plattformsföretag med tillstånd. Om ett företag åsidosätter sina skyldigheter enligt lagen, vilket också inkluderar efterlevnad av angränsade lagar, kan Finansinspektionen utfärda förelägganden om att begränsa verksamheten, minska riskerna eller vidta annan åtgärd. Finansinspektionen kan även utfärda förbud mot beslutsverkställan, sanktionsavgift, anmärkning, varning och återkalla tillstånd samt även ingripa mot personer i företagets bolagsledning och meddela förbud mot att i framtiden vara funktionär i plattformsföretag.

1.4 Verksamhets- och uppföranderegler

En nödvändig del av ett regelverk för gräsrotsfinansiering är att plattformarnas verksamhet regleras så att en viss standard kan upprätthållas och sanktioneras. Branschen har inte kommit så långt att de själva försökt att fastställa en god sed eller standarder. I den föreslagna lagen har vissa

grundläggande uppförande- och rörelse regler införts.

Plattformsföretagens verksamhet ska uppvisa en grundläggande transparens och sundhet, både avseende verksamhetens art och dess omfattning. Företagens organisation, förbindelser och ställning ska också kunna överblickas. Även i andra avseenden ska verksamheten bedrivas sunt. Företagen ska åta rimliga åtgärder för att redovisa och hantera intressekonflikter. Intressekonflikter är extra intressanta eftersom plattformsföretagen får sin huvudsakliga ersättning från lyckade finansieringar; företagen har ett egenintresse i att investerarna satsar så mycket pengar som möjligt i emittentföretagen.

En central fråga är vilka krav på informationsförmedling som bör ställas i samband med gräsrotsfinansiering. Som bekant är informationskraven för marknadsplatser och emittenter på den reglerade värdepappersmarknaden mycket omfattande och om sådan omfattande informationsplikt skulle införas på detta område skulle det säkerligen omöjliggöra verksamheten. Lagförslaget nöjer sig med att plattformsföretaget ska lämna den information som krävs för att finansiären "ska kunna fatta välgrundade beslut". Företaget ska även kräva in information om finansiärens kunskap, erfarenhet och riskförståelse. Plattformsföretag ska på den grunden göra en lämplighetsbedömning rörande finansiärens investering och vid behov avråda finansiären från investeringen.

2. EU-förslaget till gränsöverskridande gräsrotsfinansiering

Även EU har alltså utarbetat ett förslag till ramverk för låne- och andelsbaserad gräsrotsfinansiering, inom ramen för kapitalmarknadsunionen. Förslaget (COM (2018) 113 final) är ett förslag till förordning som således kan komma att få direkt effekt i alla medlemsstater samtidigt. Syftet med förslaget är inte att ersätta de nationella specialregleringarna eller tillämpningar av värdepappersmarknadsregler på gräsrotsfinansiering, utan att möjliggöra för gränsöverskridande gräsrotsfinansiering.

Regleringen har en betydligt mer begränsad omfattning än det svenska lagförslaget och är fokuserad på finansiering av företag, inte en generell reglering av gräsrotsfinansiering till alla rättssubjekt som kan tänkas använda finansieringsformen. Därmed innefattas inte lån till privatpersoner och inte heller donations- och belöningsbaserad gräsrotsfinansiering.

EU-förslaget ska endast gälla överlåtbara värdepapper, vilket enligt svensk tolkning av värdepappersmarknadsdirektivet MiFID inte innefattar aktier i privata aktiebolag ([prop. 2006/07:115](#)). Svensk gräsrotsfinansiering bygger framförallt på privata aktiebolag och kan därför med den svenska tolkningen inte utnyttja de möjligheter som EU-förslaget medför. Problematiken kring tillämpningen av EU:s finansiella regelverk kompliceras dock av att olika medlemsstater gjort olika tolkningar på detta område.

EU-förslaget ska inte tillämpas på gräsrotsfinansiering som tillhandahålls i enlighet med nationell lagstiftning. Gränsöverskridande gräsrotsfinansiering och nationell gräsrotsfinansiering kommer således existera parallellt, men kommer inte heller kunna samverka. En kampanj för gräsrotsfinansiering kan därför inte samtidigt åtnjuta fördelar i båda systemen. EU:s regelverk sätter en övre gräns för kampanjens storlek: 1 miljon euro över 12 månader.

I övrigt finns många jämförbara delar i förslagen. Även i EU-förslaget föreligger krav på auktorisation med medföljande tillsyn och möjliga ingripanden. För gränsöverskridande gräsrotsfinansiering är tillsynsmyndigheten ESMA (*European securities and market authority*) med säte i Paris. EU-förslaget har krav på verksamhet och uppförande i form av bland annat effektiv och

ansvarsfull ledning, hantering av klagomål, intressekonflikter och utkontraktering.

Ett intressant inslag i EU-förslaget är kraven på informationsgivning från projektägaren till investerarna, vilket i dag vanligtvis sker genom ett sammanhållet informationsmemorandum eller genom separata dokument. I förslaget finns ett utvecklat informationsdokument förkortat KIIS (*key investment information sheet*), vilket på svenska översatts till "faktablad med viktig investeringsinformation". KIIS ska upprättas av projektägaren men granskas av plattformsföretaget. Till skillnad mot bland annat prospektreglerna finns inget krav på förhandsanmälan eller granskning från ESMA. KIIS ska innehålla en del standardformuleringar, givna i förordningen samt en bilaga med bland annat information om projektägaren, gräsrotsfinansieringsprojektet, de viktigaste delarna av processen och villkoren, riskfaktorer samt investerarens rättigheter. Allt ska dock få rum på maximalt sex A4-sidor, vilket framgår av den föreslagna artikel 16.

3. Sammanfattande slutord

Även om det är positivt att en gedigen utredning av den växande företeelsen gräsrotsfinansiering har kommit till stånd är det generella intrycket att man endast kommit halvvägs. Förslaget till ny "gräsrotslag" är i och för sig rimligt, men saknar några av de grundläggande ställningstagandena för att föra upp företeelsen på säkrare juridisk mark.

För det första, utredningen vill införa en "gräsrotslag" som ger tillstånd till en verksamhet som kan vara lagstridig. Det stora flertalet av aktiebaserade gräsrotsfinansieringar sker med privata aktiebolag - ibland med vissa kringgående upplägg - och därmed riskerar de stora flertalet av gräsrotsfinansieringar rendera straff för beslutsfattare och medverkande. Aktiebolag borde vara skyddade från sådana konsekvenser om de genomför aktiviteter enligt tillstånd från svensk myndighet. Det är mycket olyckligt att problematiken inte adresserats eftersom en tillgänglig lösning vore att helt sonika undanta spridning genom gräsrotsfinansiering med tillstånd av Finansinspektionen från förbuden i ABL 1:7 - 8. Just en sådan bestämmelse infördes beträffande aktiebolag med särskild vinstutdelningsbegränsning.

Därtill borde högre aktiebolagsrättsliga krav ställas på gräsrotsfinansierade privata aktiebolag, till exempel revisionsplikt. En aktiebolagsrättslig reform blir nödvändig eftersom fler och fler privata aktiebolag i framtiden kommer ha spridda ägarkretsar.

Samordningen med EU-regelverket är också av förklarliga skäl inte helt fullbordad. I stor utsträckning överensstämmer kraven på verksamhet och uppförande, men de kan harmoniera än mer. EU-förslagets regler för information från emittentföretagen till investerarna, så kallade KIIS, bör vara en inspiration för den svenska lagstiftningen. Informationsasymmetrin mellan emittent och investerare är en grundläggande problematik som gör all finansiering riskfylld och ett grundläggande informationsformulär inskräper viss disciplin i relationen.



Robert Sevenius

Ekon. lic., jur.kand., verksam som rådgivare inom företagsförvärv vid Arkios Sweden samt författare till böcker om företagsförvärv och bolagsstyrning samt kursledare vid Sveriges Advokatsamfund, Linköpings universitet, Företagsekonomiska Institutet m fl.