

# Kryptoutmaningarna mot aktiebolagslagen del 1

*Robert Sevenius analyserar den explosivt växande marknaden för så kallade ICO:er, där företag emitterar kryptotillgångar baserade på så kallad blockkedjeteknik - en utveckling som påverkar och kommer att påverka många juridiska områden. Kan svenska myndigheter och finansmarknaden möta dessa utmaningar?*



**Robert Sevenius**

Ekon. lic., jur.kand.

Rättsområde  
Affärsjuridik

Publicerad  
01 OCT 2018

## Kryptoutmaningarna mot aktiebolagslagen del 1

Marknaden för kryptovalutor har haft en uppgång och ett fall, men tekniken bakom kryptovalutor som Bitcoin och Ethereum kommer att leva länge än. Blockkedjetekniken - DLT (*distributed ledger technology*) - revolutionerar den IT-utveckling som utgjort motorn i mycket av näringslivets moderna utveckling. Sedan datorn utvecklades har information blivit en alltmer fungibel egendom med avtagande marginal- och transaktionskostnad, men med DLT introduceras möjligheten att ha unik och exklusiv information som kan hanteras inom den befintliga informationstekniska infrastrukturen. Eftersom informationen här skyddas genom kryptering och automatiserade avstämningar som är omöjliga att forcera kan information nu få ett beständigt eller ökande värde istället för att som tidigare

ha ett värde som kontinuerligt urlakas. DLT är ännu i ett relativt tidigt skede men potentialen med fullt utvecklade och accepterade standarder och applikationer är lovande.

Blockkedjeteknik påverkar och kommer att påverka många juridiska områden. När juridiken får tillgång till verktyg som kan hantera unik information på samma sätt som vi blivit vana att hantera annan information inom moderna informationssystem, exempelvis internet, så kan flertalet juridiska processer - som många gånger innebär verifiering, hantering och förvaring av specificerad information - gå in i en ny tidsålder. Ett exempel där denna potential utforskas är Lantmäteriets projekt att lägga ut sina register på blockkedjeteknik (se rapporten *Fastighetsköp och lagfart genom en blockkedja - governance och juridik*, Kairos Future, 2018).

Blockkedjeteknik kommer även att påverka aktiebolagsrätten. Övergripande kan man säga att tekniken utmanar aktiebolagslagens båda grundläggande funktioner: den standardiserade och verifierbara strukturen för extern finansiering av företagande samt den transparenta men flexibla strukturen för organisation av externt finansierat företagande. I denna och följande artiklar behandlas de tre mest närliggande utmaningarna (ungefär i fallande aktualitetsordning):  
Finansiering genom kryptotillgångar

Tokenisering av aktier

Kryptoorganisationer

## **Kort om blockkedjeteknik och svenska myndigheter**

Inledningsvis förtjänar att nämnas att svenska myndigheter givetvis har påbörjat sin resa mot att möta dessa utmaningar, särskilt inom finansmarknaden. Flera utredningar och uttalanden från myndigheterna visar på svårigheterna med att samordna ny teknologi med etablerade regelverk. Riksbanken väljer att definiera den dominerande kryptovalutan Bitcoin som varandes en "spekulativ virtuell tillgång vars värde ingen garanterar". Riksbanken ser således inte kryptovaluta som pengar eftersom den inte anses tillräckligt väl uppfylla pengars funktioner som betalningsmedel, räkneenhet och värdebevarare (riksbankschefen Stefan Ingves anförande vid Handelshögskolan i Stockholm, juni 2018).

Skatteverket har en delvis annorlunda inställning. Skatteverket anser att bland annat kryptovalutan Bitcoin är "ett betalningsnätverk och en ny typ av valuta" som kan användas för att överföra kapital via internet, säljas på digitala handelsplatser och i vissa sammanhang även användas som ett betalningsmedel. Bitcoin har således ett värde för innehavaren och är därför en tillgång. Den likställs dock inte med en lagreglerad valuta, som en utländsk valuta.

Finansinspektionen har varnat för emissioner av blockkedjebaserade digitala tillgångar (så kallade token). Enligt FI är en tokenemission en beteckning på lansering av någon form av digital tillgång baserad på en kryptovaluta. Syftet med emissionen är att skaffa finansiering från allmänheten för att utveckla en affärsidé till ett färdigt företag, inte olik en gräsrotsfinansiering. Varningen återges i större detalj nedan.

Sammantagen är myndigheternas bild splittrad där man dels underkänner värdet av blockkedjebaserade tillgångar, dels erkänner att privatpersoner och företag har en annan uppfattning. Transaktioner beskattas som om de vore vanliga tillgångar, men det spekulativa momentet tycks skilja dem från etablerade investeringsobjekt. Från svenska myndigheter kan urskönjas en skepsis medan andra stater

(bland andra Schweiz, USA och Singapore) är mer tillåtande.

### **Finansiering genom tokenemissioner**

En grundläggande bolagsrättslig hotbild är själva aktiebolagsformens dominans som den ledande legala formen för anskaffning av riskkapital. Istället för emission av aktier och andelar kan bolag börja finansiera sig genom att sälja skraddarsydda blockkedjebaserade kryptotillgångar. Dessa tillgångar kallas på engelska *token* (det vill säga polletter eller kuponger). På basis av de svenska myndigheternas definitioner är kryptovalutor eller annan kryptobaserad egendom att anse som ”virtuella tillgångar” - de ska alltså jämföras med andra virtuella pengar eller artefakter som skapas, erövrar och överläts i avgränsade digitala system såsom onlinevärldar.

Ett svenskt aktiebolag kan då istället för att emittera aktier, ta banklån eller annan finansiering välja att skapa och sälja kryptotillgångar till sina intressenter. Det finns åtminstone två svenska aktiebolag som planerar eller har inlett sådana försäljningar. Bildoptimeringsföretaget Orgo Tech AB, vars aktie är noterad på Spotlight stockmarket (tidigare Aktietorget), offentliggjorde i februari 2018 att man avser etablera en egen kryptovaluta (OrgoToken). Kryptotillgången syftar till att bredda betalningslösningarna i företagets tjänst och är baserad på blockkedjeprotokollet Ethereum. Ett annat svenskt företag, ett nätverksföretag för så kallade influencers vid namn Starflow AB, har också inlett en process för att sälja en egen kryptovaluta (StarCoin) som ska underlätta transaktionerna på företagets plattform. Även StarCoin ska baseras på blockkedjeprotokollet Ethereum.

Även om dessa och andra försäljningar av kryptotillgångar i första rummet innebär en överföring av kryptovalutor (till exempel Ethereum eller Bitcoin) till bolagen så representerar de monetärt värde eftersom dessa kryptovalutor i sin tur kan omvandlas till pengar på relativt likvida handelsplatser. Bolagen kan alltså skapa en finansieringsform som är sidoordnad de som förutsätts i aktiebolagslagen. Ur bolagsrättsligt perspektiv är finansieringen mer att likna vid vanliga intäkter för bolaget, det vill säga bolaget har en försäljning av en digital tillgång eller tjänst som finansierar övrig verksamhet. Bolaget är alltså snarast kundfinansierat i förskott och relationen är närmast konsumenträttslig. Från både köparnas och företagsledningens perspektiv är dock syftet snarare att skapa en investerare- eller intressentrelation likt en aktieägares eller långgivares. Den som satsat kapital i en försäljning av kryptotillgångar har ett intresse i det underliggande affärsprojektet och förväntar sig att satsningen ska ge avkastning i form av värdetillväxt för bolagets emitterade kryptotillgångar.

Dessa tokenemissioner, så kallad ICO:er (*initial coin offerings*), det vill säga publik utgivning av en ny kryptovaluta eller kryptotillgång, har vuxit kraftig under det senaste året. Termen ICO är hämtad från börsrättslig terminologi där IPO (*initial public offering*) närmast representerar en börsintroduktion. Eftersom det inte behöver finnas ett värdepappersliknande instrument i bakgrunden är termen missvisande. Revisionsbyrån PwC tillsammans med den schweiziska intressentföreningen Crypto valley rapporterar i en undersökning att den totala volymen av tokenemissioner uppgick till ett värde om USD 13,7 miljarder mellan januari och maj 2018.

Emissionerna har föranlett Finansinspektionen (och motsvarande utländska myndigheter) att varna för tokenemissioner. I november 2017 utfärdade FI en varning där man vill göra köparna uppmärksamma på fem punkter:

Inga rättigheter. De flesta tokenemissioner är oreglerade och utan tillsyn. Det finns ingen garanti för att kryptotillgången verkligen ger innehavaren någon typ av rättighet eller annan fordran mot utgivaren.

Ingen marknadsvärdering. Det finns inga krav på att tillgångarna värderats av oberoende part eller att priset motsvaras av ett reellt marknadsvärde.

Ingen garanterad andrahandsmarknad. Utgivaren har inga krav på sig att köpa tillbaka tillgången och det kan vara svårt att sälja den vidare.

Inga informationskrav. Det finns inga fasta krav på att utgivaren ska tillhandahålla all väsentlig information eller att alla köpare får samma information och vid samma tidpunkt.

Risk för bedrägerier. Kryptoemissionerna lockar till sig oseriösa aktörer, vilka inte har till avsikt att fullfölja affärsprojekten utan bara försöker tillskansa sig pengar.

Tokenemissioner har designats - funktionsriktigt eller medvetet - till att efterlikna publika emissioner av värdepapper trots att varken det finansiella instrumentet, emittenten eller transaktionen har denna rättsliga grund. Det råder ingen tvekan om att emissionerna kan fylla samma finansiella funktion som etablerade former av kapitalanskaffning. Därför innebär emissionerna en utmaning för aktiebolagsrätten på bland andra följande sätt:

Bolag behöver inte emittera aktier som en primär källa till riskvilligt kapital, vilket innebär att aktier i sin tur endast utnyttjas i sin kapacitet för bolagsstyrning – om ens det. Aktiebolaget som finansieringsform kan därmed bli överflödig; reglerna som ska möjliggöra aktiernas överlåtbarhet och finansiella rättigheter mister sin relevans och status. Istället byggs konkurrerande strukturer upp på mestadels kontraktuell basis och rättspraxis kring dessa transaktioner blir dominerande.

Köparna av kryptotillgångar framstår idag främst som kunder till bolaget och ägare till en digital tillgång, som i många fall ger dem rättighet att utföra transaktioner och aktiviteter inom den digitala plattform som bolaget utvecklar. De är inte investerare i den mening att de kan få utdelning från bolagets vinst. Den eventuella avkastning de kan hoppas på är eventuell värdeökning i samband med handel i kryptotillgångarna. Fokus för regelutvecklingen blir således formerna för överlåtelse, medan reglerna för styrning och kontroll av bolag blir föråldrade.

Ett aktiebolag som finansierats genom tokenemissioner ligger alltså i aktiebolagsrättsligt orubbat bo. Aktieägarna styr bolaget som enda aktieägare och bolagsstyrare, med eller utan revisor. "Kryptokonsumenterna" har ingen insyn, inflytande eller rättigheter som investerare. Det finns varken för aktieägaren eller kryptokonsumenten anledning att använda aktiebolagets organisationsdesign när bolaget inte uppfyller denna funktion för deras relation. I en senare artikel ska alternativa kryptoorganisationer diskuteras.

Utvecklingen av tokenemissioner har också anpassats till de olika internationella reglerna. Framförallt har den amerikanska värdepapperslagstiftningen blivit avgörande för internationella tokenemissioner. Den amerikanska finansinspektionen SEC tillämpar särskilda kriterier för att avgöra om värdepapperslagarna är tillämpliga på en emission, det så kallade Howey-testet. Testet utformades redan 1946 i rättsfallet *SEC v W J Howey Co* där högsta domstolen avgjorde att ett leasebackavtal utgjorde ett investeringskontrakt som var att se som ett värdepapper. Testets kriterier för när ett avtal utgör ett värdepapper är: det rör sig om en investering av pengar, det finns en förväntan om vinst från investeringen, ett företag är mottagare av det investerade kapitalet och vinsterna uppstår på grund av aktiviteter utom investerarens kontroll. Uppfyller en tokenemission dessa kriterier faller den således inom SEC:s jurisdiktion. Den mest kända granskningen rörde emissionen av den Ethereum-baserade

virtuella organisationen DAO (*Decentralised Autonomous Organisation*) 2016 då SEC valde att inte vidta åtgärder, men uttalade att värdepapperslagarnas kriterier var tillämpliga oavsett betalningsmedel, organisation och teknik (*SEC Release No. 81207 / 25 juli 2017*).

SEC:s tillämpning har påverkat tokenemissionerna. Det har utkristalliserats tre typer av token: funktionspollett (*utility token*) som ger innehavaren access till en produkt eller tjänst, värdepollett (*security token*) som ger innehavaren ett omsättningsbart värdepapper och aktiepollett (*equity token*) som ger innehavaren rättigheter som en investerare. För att undvika amerikansk värdepapperslagstiftning är de flesta emissioner utformade som utgivning av funktionspolletter, det vill säga polletten utgör en integrerad del av affärsverksamheten men har även till syftet att finansiera utvecklingen av verksamhet.

I nästa del kommer diskuteras det institutionella svaret på utmaningen från tokenemissioner. Aktiebolagsrätten kan utformas för att utnyttja blockkedjetekniken till att modernisera och digitalisera aktiebolagsrätten. Här kan blockkedjeteknik bli en bärare av aktien och dess rättigheter, vilket kan innebära många fördelar. Identifiering, överföring och förvaring av aktier blir snabbare, effektivare och säkrare.

#### LEXNOVA EXPERTKOMMENTARER

### Skriftliga juridiska analyser

Med Lexnova Expertkommentarer är du alltid uppdaterad på de viktigaste nyheterna inom ditt rättsområde. Landets ledande juridiska experter analyserar aktuella händelser och rättsfall samt kommenterar ny lagstiftning ur ett praktiskt perspektiv. Expertkommentarerna kommer ut månadsvis och finns inom 16 olika områden.

[Läs mer på \[lexnova.se/expertkommentarer\]\(https://lexnova.se/expertkommentarer\)](https://lexnova.se/expertkommentarer)