

Juridiska Institutionen

Juristprogrammet höstterminen 2018
Examensarbete, 30 hp

Andelsbaserad gräsrotsfinansiering och spridningsförbudet

En studie om hur spridningsförbudet i 1 kap. 7 § ABL påverkar
kapitalanskaffningen i privata bolag

Albin Moberg

Handledare: Magdalena Giertz

Examinator: Leif Östling



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Innehållsförteckning

Förkortningar.....	4
1 Inledning.....	5
1.1 Bakgrund	5
1.2 Syfte och frågeställningar.....	6
1.3 Metod och material.....	7
1.4 Avgränsningar	8
1.5 Disposition.....	9
2 Gräsrotsfinansiering	10
2.1 Begreppet gräsrotsfinansiering.....	10
2.2 Något om finansieringsmetodens ursprung och utveckling	11
2.2.1 Andelsbaserad gräsrotsfinansiering.....	12
2.2.2 Övriga former av gräsrotsfinansiering	12
2.3 Något om fördelarna med gräsrotsfinansiering	13
2.3.1 Alternativ finansiering till små bolag.....	13
2.3.2 Finansieringsmetodens betydelse för konceptvalidering	14
2.3.3 Gruppen som bolagets företrädare	14
2.3.4 Genusperspektiv	15
2.4 Något om nackdelarna med gräsrotsfinansiering	15
2.4.1 Icke-professionella investerare.....	16
2.4.2 Informationsasymmetri	17
2.4.3 Intressekonflikter.....	17
2.4.4 Spridning	17
2.4.5 Oseriösa och oerfarna plattformar	18
2.4.6 Avsaknaden av andrahandsmarknader	18
3 Det privata och det publika aktiebolaget.....	19
3.1 Något om bakgrunden till kategoriindelningen i svensk rätt	19
3.2 Skillnader mellan bolagskategorierna	20
4 Spridningsförbudet	21
4.1 Annonseringsförbudet	21
4.2 Kompletteringsförbudet.....	22
4.3 Föranmälningsundantaget	22
4.4 Undantag för erbjudande till högst 10 förvärvare	23
4.5 Undantag för aktiebolag med särskild vinstutdelningsbegränsning.....	23

4.6	Något om sanktionsbestämmelsen	24
5	De digitala plattformarna och spridningsförbudet.....	25
5.1	Plattformens betydelse för gräsrotsfinansiering	25
5.2	Fundedbyme	26
5.2.1	Fundedbyme och spridningsförbudet	28
5.2.2	Fundedbyme och annonseringsförbudet.....	28
5.2.3	Fundedbyme och kompletteringsförbudet.....	30
5.2.4	Fundedbyme och föranmälningsundantaget.....	32
5.3	Pepins	34
5.3.1	Pepins och spridningsförbudet	35
6	Något om aktuella lagstiftningsöverväganden	37
6.1	Europakommissionens förslag till harmoniserad lagstiftning	37
6.1.1	Förordningens tillämpbarhet på svenska privata bolag.....	38
6.2	Finansdepartementets betänkande om gräsrotsfinansiering	38
6.2.1	Tillståndsplikt	39
6.2.2	Informationsskyldighet.....	40
6.2.3	Aktiv hantering av intressekonflikter	40
6.2.4	Passandebedömning av investeraren	40
6.2.5	Remissinstansernas kritik	41
7	Konklusion: Spridningsförbudets inverkan på utvecklingen av andelsbaserad gräsrotsfinansiering i Sverige	42
8	Möjliga regleringsåtgärder i förhållande till spridningsförbudet	45
8.1	Civilrättslig ogiltighetsbestämmelse?.....	45
8.2	Prövning genom rättstillämpningen?.....	46
8.3	Är det möjligt att bort spridningsförbudet ur ABL?.....	50
8.4	Uttryckligt undantag i likhet med vad som gäller för SVB-bolag?.....	51
8.5	Införande av en ny bolagskategori?.....	54
8.6	En genomgripande förändring av ABL – tre aktiebolagslagar?.....	57
9	Avslutande överväganden och slutsatser.....	59
	Källförteckning.....	63

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag (2005:551)
COBS	Conduct of Business Sourcebook
EBA	European Banking Authority
EES	Europeiska Ekonomiska Samarbetsområdet
EG	Europeiska Gemenskapen
ESMA	European Securities and Markets Authority
FCA	Financial Conduct Authority
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
SME	Small and Medium sized Enterprise
SOU	Statens Offentliga Utredningar
SPV	Special Purpose Vehicle
SVB-bolag	Aktiebolag med särskild vinstutdelningsbegränsning
Prop.	Proposition

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Den digitala utvecklingen har medfört alternativ till de traditionella finansieringslösningarna. Privata bolag som historiskt sett haft svårt att tillgodogöra sig start-up- och tillväxtkapital kan numera finansiera sig med hjälp av *gruppen*. Banker och andra traditionella aktörer på finansmarknaden har på så sätt fått konkurrens av en sammansättning av icke-professionella aktörer. Dessa utgör tillsammans en grundsten i den internationellt växande finansieringsmetoden som kallas för *gräsrotsfinansiering*.

Såväl nationellt som internationellt befinner sig denna relativt unga finansieringsmetod i en betydande tillväxtfas.¹ I Europa ökade omsättningen genom gräsrotsfinansiering med 580 procent mellan 2013 och 2016.² Utvecklingen av alternativa finansieringsmetoder kan i allt väsentligt anses positiv med beaktande av att tillgången till kapital ofta är avgörande för att ett bolag ska ges adekvata förutsättningar att bedriva en långsiktigt hållbar verksamhet. I Sverige går omkring vart tredje nystartat bolag i konkurs inom en treårsperiod, trots att många av dessa säkerligen har potential att bedriva en lukrativ verksamhet på sikt.³ Gräsrotsfinansiering har visat sig förmå att överbygga flera av de finansiella hinder som privata bolag normalt står inför vilket föranlett fler entreprenörer att nyttja metoden för att finansiera sin verksamhet.

Även om utvecklingen på flera sätt är fördelaktig föranleder den emellertid betydande utmaningar ur ett regulatoriskt perspektiv. Eftersom finansieringsmetoden typiskt sett sammanfogar oerfarna investerare och högriskbolag har flera länder på senare tid infört specifika regelverk för att förebygga investerarrisker och kontrollera finansieringsstrukturen. Behovet av sådan reglering utreds både på EU-nivå och i Sverige. I ett nationellt perspektiv väcker gräsrotsfinansiering frågeställningar i relation till den aktiebolagsrättsliga regleringen. Ett svenskt privat aktiebolag lyder nämligen under ett så kallat *spridningsförbud*. Förbudet innebär att bolaget och aktieägarna inte får försöka sprida bolagets värdepapper genom annonsering eller på annat sätt.⁴ Eftersom gräsrotsfinansiering möjliggörs genom att digitala

¹ SOU 2018:20 s. 169.

² Cambridge Centre for Alternative Finance, *expanding horizons*, the 3rd European Alternative Finance Industry Benchmarking Report, s. 21.

³ Veckans affärer, 18/11 2016.

⁴ 1 kap. 7 § ABL.

plattformar sammankopplar kapitalsökande bolag och stora grupper av presumtiva investerare i syfte att genomföra aktietransaktioner är det osäkert hur denna finansieringsmetod förhåller sig till spridningsförbudet.

1.2 Syfte och frågeställningar

Med beaktande av att gräsrotsfinansiering används av allt fler bolag är det relevant att utreda om de marknadsföringsåtgärder som vidtas i samband med kapitalanskaffningen är tillåtna enligt ABL. Eftersom det huvudsakligen är små och medelstora privata bolag som utnyttjar finansieringsmetoden i Sverige ska examensarbetets första del besvara frågan om spridningsförbudet hindrar privata bolag från att anskaffa kapital genom andelsbaserad gräsrotsfinansiering.

Oaktat svaret på den första frågeställningen avses även att utredas om rättsläget kan bedömas som tillfredställande. Med tillfredställande avses då huruvida regelverket i tillräckligt hög utsträckning förmedlar vad som utgör gällande rätt. Ledordet i den andra frågeställningen är således *rättssäkerhet*. Som kommer framgå av utredningen kan så inte anses vara fallet, varför det i uppsatsens tredje frågeställning kommer att diskuteras vilka konkreta åtgärder som kan vidtas för att öka rättssäkerheten.

Examensarbetet har således tre frågeställningar vilka är följande:

1. Hindras privata bolag från att använda andelsbaserad gräsrotsfinansiering på grund av spridningsförbudet i 1 kap. 7 § ABL?
2. Är rättsläget tillfredställande ur ett rättssäkerhetsperspektiv?
3. Om inte, vilka konkreta åtgärder kan vidtas för att lösa detta problem?

1.3 Metod och material

För att besvara den första frågeställningen krävs en undersökning av de relevanta normerna för att försöka klargöra vad som utgör gällande rätt. Jag i denna del valt att använda den rättsdogmatiska metoden, eftersom den tillåter en undersökning av de accepterade rättskällorna i syfte att besvara en konkret problemformulering.⁵ Då frågeställningen kräver att rättskällorna tillämpas i en praktisk kontext har jag valt använda metoden för att analysera spridningsförbudets effekter på två av de största plattformarna som tillhandahåller andelsbaserad gräsrotsfinansiering i Sverige.

De primära rättskällorna som har använts för denna analys är bestämmelsen i 1 kap. 7 § ABL och dess förarbeten. Det saknas praxis på området och trots att kunskapen om gräsrotsfinansiering vuxit under de senaste åren är förekomsten av relevant doktrin starkt begränsad. Den finansieringsmetod som avses att undersökas är varken uttryckligt reglerad i lag eller de förarbeten som utarbetades innan digitaliseringen, vilket föranlett en svårighet att tillämpa en rent bokstavstrogen tolkning av rättskällorna. Vid analysen har en ändamålsenlig tolkning använts för att beakta spridningsförbudets bakomliggande syften och ändamål.⁶ Detta har ansetts nödvändigt då den relevanta bestämmelsen inte har reviderats sedan den infördes i mitten av 1990-talet.

Enligt Sandgren är den rättsanalytiska metoden friare än den dogmatiska på så sätt att den inte stannar vid att fastställa gällande rätt. Den tillåter dels ett mer kritiskt förhållningssätt till rätten men den ger även utrymme åt värderingar som är allmänt erkända i samhället.⁷ Inom ramen för detta examensarbete har jag utgått från att rättssäkerhet är en sådan värdering. Eftersom den andra frågeställningen handlar om att bedöma rättsläget ur ett rättssäkerhetsperspektiv har jag därför använt den rättsanalytiska metoden i denna del. Metoden är även lämplig i sammanhanget eftersom den tillåter studenten att ta hänsyn till sådant material som inte nödvändigtvis skapar gällande rätt.⁸ I anledning av detta har jag särskilt valt att beakta Finansdepartementets betänkande om gräsrotsfinansiering, SOU 2018:20. Eftersom departementets uppdrag var att utreda hur finansieringsmetoden förhåller sig till ABL samt ge

⁵ Nääv & Zamboni, s. 21 f.

⁶ Lehrberg, s. 162.

⁷ Sandgren, s. 45 f.

⁸ Sandgren, s. 46.

förslag till lagstiftningsåtgärder, har jag använt betänkandet för att kritiskt analysera dess konsekvenser för rättssäkerheten.

Så som examensarbetet kommer att visa är det ingen enkel uppgift att fastställa gällande rätt i förhållande till gräsrotsfinansiering. Eftersom utgångspunkten för den tredje frågeställningen är att analysera vilka konkreta åtgärder som kan lösa ett rättsosäkerhetsproblem, har det skapat ett behov av överväganden *de lege ferenda*. Jag har valt att använda en rättspolitisk metod i detta sammanhang eftersom den tillåter en lösningsorienterad och lagteknisk argumentation för att diskutera hur ett lagrum kan ändras för att bättre uppnå sitt syfte.⁹

Eftersom rättssäkerheten är det centrala ledordet även för den tredje frågeställningen har jag i analysen varit ödmjuk inför att det kan finnas flera olika lösningar. Således är det inte nödvändigtvis fråga om vad rätten *ska* vara, utan snarare vad den *kan* vara. Den rättspolitiska metoden har därvid tillåtit mig att ta hänsyn till andra objektiva argument som kan ha relevans i sammanhanget, såsom att lagstiftningen ska vara effektiv, fördelaktig för bolagen eller vara anpassad till nutiden.¹⁰ Analysen har även vissa komparativa inslag, då jag har ansett att det relevant att inhämta viss vägledning ur andra rättsordningar, inte minst då Sverige hittills inte reglerat gräsrotsfinansiering.

1.4 Avgränsningar

Finansieringen sker ofta genom att privata bolag emitterar nya aktier. Då spridningsförbudet primärt tar sikte på sådana andelar har jag valt att avgränsa undersökningen till sådan gräsrotsfinansiering som är *andelsbaserad*. Det finns även en form av gräsrotsfinansiering som bygger på att bolaget ger ut skuldebrev, så kallad lånebaserad gräsrotsfinansiering. Denna form är vanlig men torde endast kunna komma i konflikt med spridningsförbudet om det kopplats en konverteringsrätt, optionsrätt eller vinstandelsrätt till lånet, vilket inte är lika vanligt. Oaktat detta torde den grundläggande problematiken vara densamma som i fallet med andelsbaserad gräsrotsfinansiering. Därför har jag inte ansett att det varit angeläget i ett materiellt avseende att utreda denna finansieringsform särskilt.

⁹ Sandgren, s. 48.

¹⁰ Sandgren, s. 48.

Det finns studenter som tidigare behandlat gräsrotsfinansiering ur ett aktiebolagsrättsligt perspektiv. Eftersom Sverige saknar en specifik reglering för finansieringsmetoden har det i flera fall bedömts att det föreligger skäl att reglera de digitala plattformarna. Inte sällan har studenterna använt en komparativ metod för att diskutera utformningen av en sådan lagstiftning. Även om dessa överväganden är relevanta är min uppfattning att spridningsförbudet många gånger lämnas utan vidare diskussion och analys. Av denna anledning har studieobjektet i detta examensarbete avgränsats till att omfatta förhållandet mellan gräsrotsfinansiering och aktiebolagslagens spridningsförbud. Vidare har jag valt att avgränsa undersökningen såtillvida att jag utelämnat eventuella problem och frågeställningar om de avtalsförhållanden som uppkommer mellan parterna.

1.5 Disposition

Uppsatsen disponeras över nio olika avsnitt. Avsnitt två till sju hör till den första och den andra frågeställningen medan avsnitt åtta hör till den tredje. I avsnitt två ges en bakgrund till gräsrotsfinansiering. Dels behandlas hur finansieringsmetoden har definierats och hur den har vuxit fram men även vilka positiva negativa aspekter som brukar förknippas med metoden. Avsnitt tre behandlar uppdelningen mellan det privata och det publika bolaget i svensk rätt och de motiv som föranledde Sverige att införa en sådan kategoriindelning. Avsnitt fyra introducerar och behandlar spridningsförbudet mer detaljerat. Avsnitt fem innehåller en tillämpande analys av de två största svenska plattformarna för andelsbaserad gräsrotsfinansiering i relation till spridningsförbudet. Avsnitt sex redovisar aktuella lagstiftningsöverväganden på EU-nivå och i Sverige. Avsnitt sju problematiserar vad dessa har för konsekvenser för andelsbaserad gräsrotsfinansiering i Sverige och redovisar slutsatser i relation till den första och den andra frågeställningen. Avsnitt åtta diskuterar vilka konkreta åtgärder som kan bidra till en förbättrad klarhet och rättssäkerhet för aktörerna som använder andelsbaserad gräsrotsfinansiering i Sverige. Avsnitt nio sammanfattar utredningen och presenterar slutsatser.

2 Gräsrotsfinansiering

2.1 Begreppet gräsrotsfinansiering

Begreppet *gräsrotsfinansiering* har sin motsvarighet i engelskans *crowdfunding*, vilket i sin tur har sitt ursprung i begreppet *crowdsourcing*. Enligt Cambridge Dictionary innebär crowdsourcing ”*the activity of giving tasks to a large group of people or to the general public, for example, by asking for help on the internet*”.¹¹ Crowdsourcing erbjuder således allmänheten eller en stor grupp av människor att delta i en aktivitet för ett specifikt ändamål. Ett återkommande exempel på crowdsourcing är kunskapsportalen Wikipedia, som tillåter vem som helst att bidra med kunskap för informationsspridning på internet.

Detta examensarbete handlar om gräsrotsfinansiering, vilket är en finansieringsmetod som också kännetecknas av involverandet av en stor grupp av fysiska eller juridiska personer. I Sverige finns ingen vedertagen och etablerad definition av vad gräsrotsfinansiering är men oftast är definitionerna relativt homogena. Nationalencyklopedin definierar finansieringsmetoden som ”*en metod för projektfinansiering genom att, oftast via internet, samla in mindre belopp från ett större antal personer. Insamlingen av kapital kan ske på olika villkor, vanligast är att ett delägarskap ges i utbyte, men även donationer, lån och olika typer av belöningar förekommer*”.¹² EU-myndigheterna ESMA¹³ och EBA¹⁴ definierar gräsrotsfinansiering som ”*kapitalanskaffning från allmänheten till ett specifikt projekt och vanligtvis genom användandet av internet. I sin typiska form används en digital plattform som sammankopplar kapitalsökande och finansiärer*”.¹⁵

¹¹ Cambridge Dictionary, ”*crowdsourcing*”.

¹² Nationalencyklopedin, ”*gräsrotsfinansiering*”.

¹³ European Securities and Markets Authority är en oberoende EU-myndighet som har till uppgift att övervaka och skydda den finansiella stabiliteten i Europa och öka investerarskyddet.

¹⁴ European Banking Authority är en oberoende EU-myndighet som har till uppgift att säkerställa ett effektivt och konsekvent regelverk inom den europeiska banksektorn.

¹⁵ ESMA/2014/1278, s. 6; EBA/Op/2015/03, s. 8.

2.2 Något om finansieringsmetodens ursprung och utveckling

Som finansieringsform kan gräsrotsfinansiering härledas mer än hundra år tillbaka i tiden. Ett tidigt exempel är finansieringen av frihetsgudinnan i New York under slutet av 1800-talet.¹⁶ Under projektets gång uppstod ekonomiska problem och när guvernören inte ville använda mer av stadens medel startade Joseph Pulitzer en insamlingskampanj i tidningen The New York World. Efter fem månader hade 160 000 donationer samlat in över 100 000 dollar vilket föranledde att projektet kunde färdigställas.¹⁷ I utbyte fick många av finansiärerna sitt namn publicerat i tidningen och vissa fick sitt namn ingraverat vid statyn.

I början var gräsrotsfinansieringskampanjerna huvudsakligen lokala, vilket säkerligen berott på att tekniska begränsningar föranlett svårigheter att nå ut till en större krets. Digitaliseringen har emellertid medfört att gruppens interaktion inte längre är beroende av att träffas fysiskt, en grupp kan numera agera virtuellt genom digitala nätverk. Utvecklingen av internet har därav expanderat omfattningen och användningsområdet för gräsrotsfinansiering. Ett av de första exemplen på lyckade digitala gräsrotsfinansieringskampanjer skedde 1997, då rockgruppen Marillion kunde finansiera och genomföra en turné med hjälp av donationer från sina fans.¹⁸

Succesivt har det därefter vuxit fram fler och fler bolag som tillhandahåller gräsrotsfinansieringstjänster genom att bedriva så kallade *plattformar*. Tre av de största plattformarna i västvärlden är idag Indiegogo, Kickstarter och Crowdcube. Under 2016 omsattes 86 miljoner euro genom gräsrotsfinansiering i Sverige, vilket motsvarade en ökning med 548 procent från föregående år.¹⁹ Andelsbaserad gräsrotsfinansiering har vuxit starkt i Europa vilket kan bero på bankernas generella återhållsamhet med att bevilja krediter i efterdyningarna av Lehman Brothers och finanskrisen 2008.²⁰ I Storbritannien omsattes 456 miljoner euro genom andelsbaserad gräsrotsfinansiering under 2015, en ökning med 400 procent mot föregående år. I Europa ökade omsättningen med 91 procent mot föregående år under 2016.²¹

¹⁶ Kuppuswammy & Bayus, s. 1.

¹⁷ Short med flera, s. 150.

¹⁸ SOU 2018:20 s. 82.

¹⁹ Cambridge Centre for Alternative Finance, *expanding horizons*, the 3rd European Alternative Finance Industry Benchmarking Report, s. 78.

²⁰ COM(2018) 113 final, s. 1.

²¹ Cambridge Centre for Alternative Finance, *expanding horizons*, the 3rd European Alternative Finance Industry Benchmarking Report, s. 32 f.

2.2.1 Andelsbaserad gräsrotsfinansiering

Gräsrotsfinansiering kännetecknas av en trepartsrelation som involverar en kapitalsökande part, en intermediär och normalt många investerare.²² Den kapitalsökande parten är normalt sett ett företag, intermediären en digital plattform och investeraren en privatperson. Utgångspunkten för detta examensarbete är att den kapitalsökande parten är ett privat aktiebolag. Andelsbaserad gräsrotsfinansiering innebär att ett bolag införskaffar kapital genom att bolaget emitterar värdepapper som investerarna sedan förvärvar. Oftast är det fråga om aktier eller preferensaktier men det kan även vara fråga om andra typer av värdepapper.²³ En investering motiveras i många fall av att andelarna ska generera avkastning till investeraren, men det kan även finnas andra skäl till att en investerare vill ingå delägarskap.

Syftet med den digitala plattformen är således att sammankoppla det kapitalsökande bolaget och den presumtiva investeraren för att möjliggöra transaktioner mellan dem. Oftast investerar varje enskild privatperson en förhållandevis liten summa men sammantaget kan gruppens investering bli betydande. Finansieringsmetoden brukar delas in i fyra olika underkategorier där det förutom andelsbaserad även finns lånebaserad, belöningsbaserad och donationsbaserad gräsrotsfinansiering. Eftersom examensarbetet i första hand avser att undersöka formen som är andelsbaserad, kommer inte övriga former beskrivas ingående. För att läsaren ska få en heltäckande bild av finansieringsformen kan det dock vara relevant att även säga något om dessa.

2.2.2 Övriga former av gräsrotsfinansiering

Lånebaserad gräsrotsfinansiering har en liknande struktur. Bolaget kan finansieras genom att gruppen lånar ut pengar och varje enskild investerare kan generera avkastning i form av ränta. Belöningsbaserad gräsrotsfinansiering innebär att gruppen finansierar ett bolag eller projekt och i gengäld ges möjlighet att få någon form av materiell eller immateriell belöning. Donationsbaserad gräsrotsfinansiering innebär att gruppen finansierar ett projekt eller bolag utan anspråk på motprestation, transaktionens karaktär är med andra ord rent benefik.

²² ESMA/2014/1278, s. 6 f; Finansinspektionen, *Gräsrotsfinansiering I Sverige – en kartläggning*, s. 5.

²³ SOU 2018:20 s. 89.

2.3 Något om fördelarna med gräsrotsfinansiering

I första hand är det ekonomiska incitament som motiverar bolag att finansiera sin verksamhet med hjälp av gräsrotsfinansiering. Det kan dock även finnas andra anledningar, såsom fördelarna av en utökad delägarkrets eller att bolaget kan få indikationer på hur marknaden bedömer affärsidén. Det kommande avsnittet avser därför att visa på några av de fördelar som förknippas med finansieringsmetoden.

2.3.1 Alternativ finansiering till små bolag

Att små och nystartade företag har en bristande tillgång till kapital är ingen nyhet. Varannatt bolag som går i konkurs i Sverige är mellan ett och tre år gammalt.²⁴ Under 2010 publicerade Tillväxtverket en rapport²⁵ som undersöker behovet av kapital i små företag. Rapporten visade att det föreligger ett så kallat *finansieringsgap* på den svenska marknaden. Ett finansieringsgap innebär att kreditmarknaden inte fungerar optimalt och att bolagen har svårare att få tillgång till kapital än vad som är motiverat med hänsyn till deras framtida intjäningsförmåga. Enligt rapporten framträder detta tydligast vid (i) finansiering av mindre företag (ii) finansiering av nystartade företag (iii) finansiering av företag som startas eller drivs i vissa branscher (iv) finansiering av företag som drivs av kvinnor och företagare med utländsk bakgrund och (v) finansiering av företag som startas eller drivs på lands- och glesbygdsregioner.²⁶ Rapporten anför att det föreligger en betydande efterfrågan både på ett mer lättillgängligt ägarkapital och på ett mer lättillgängligt lånekapital.

Anledningarna till detta finansieringsgap förefaller vara flera. En av anledningarna är att bankernas lånekapital koncentreras till större bolag eftersom de mindre bolagen har svårigheter att ställa de säkerheter som bankerna kräver. En annan anledning är att många finansstarka aktörer undviker att investera i bolag som saknar historik. Det kan exempelvis vara så att bolaget ännu inte en säljbar produkt eller en tydligt definierad kundkrets. I en senare rapport där tillväxtverket undersökt möjligheterna för tillväxt med hjälp av gräsrotsfinansiering anför

²⁴ Damberg, UC, 24/4 2017.

²⁵ Rapporten togs fram av Kontigo, ett analys- och strategiföretag och genomför analyser och utvärderingar bland annat inom innovation, näringslivsutveckling och arbetsmarknad.

²⁶ Kontigo, *Små företags behov av krediter och systemen för att tillgodose dem*, s. 16.

att finansieringsmetoden har unik potential i detta sammanhang.²⁷ Eftersom finansiering kan sökas från en större mängd aktörer innebär det dels att behovet av kapitalstarka aktörer minskar men även att det sker en större riskspridning mellan aktörerna. Istället för att en enskild aktör investerar 200 000 kronor kan samma resultat nås genom att 200 personer investerar 1000 kronor vardera. Det poängteras därför att gräsrotsfinansiering skulle kunna spela en central roll för att minska och överbrygga finansieringsgapet.²⁸

Även den Europeiska Kommissionen har aviserat att gräsrotsfinansiering kan gynna SMEs som inte får tillgång till banklån, riskkapital eller som inte når stadiet för en möjlig börsnotering.²⁹ Det sägs att gräsrotsfinansiering kan minska förekomsten av kapitalhinder och på sikt leda till fler framgångsrika företag och arbetstillfällen. Kommissionen har under 2018 lagt fram ett förslag om harmoniserad lagstiftning på området, vilket kommer att behandlas kort under avsnitt sex.

2.3.2 Finansieringsmetodens betydelse för konceptvalidering

Gräsrotsfinansiering kan gynna unga företag då gruppens investeringsbeteende kan förmedla signaler på affärsidéns marknadsmottagande.³⁰ Sådana indikationer kan vara betydelsefulla för bolagets ledning rörande beslut om verksamheten. Om en finansieringskampanj blir framgångsrik kan det vara ett tecken på att det är värt att satsa på affärsidén och vid det motsatta utfallet kan det finnas skäl att ändra inriktning. Studier har vidare visat att bolag som har finansierats med hjälp av gräsrotsfinansiering har större sannolikhet att senare få tillgång till kapital av traditionella aktörer. Kuppuswammy och Roth har anfört att denna konceptvaliderings-faktor torde vara särskilt betydelsefull för bolag som använder andelsbaserad gräsrotsfinansiering.³¹

2.3.3 Gruppen som bolagets företrädare

²⁷ Tillväxtverket, *Tillväxt genom Crowdfunding?*, s. 21.

²⁸ Tillväxtverket, *Tillväxt genom Crowdfunding?*, s. 23.

²⁹ European Commission, Press Release, 27/3 2014.

³⁰ Kuppuswammy & Roth, s. 3.

³¹ Kuppuswammy & Roth, s. 3.

Andelsbaserad gräsrotsfinansiering leder typiskt sett till att bolaget får in många nya aktieägare. En större delägarkrets kan gynna bolaget eftersom fler kan agera som företrädare för bolagets räkning, något som kan vara särskilt betydelsefullt för bolag i tillväxtfasen. Gruppen kan exempelvis förbättra marknads kändedom om bolagets affärsidé och i förlängningen öka efterfrågan av bolagets produkter eller tjänster. Det sägs därför att andelsbaserad gräsrotsfinansiering har visat sig vara särskilt effektivt för bolag som säljer varor eller tjänster.³²

2.3.4 Genusperspektiv

Forskning har visat att finansmarknaden missgynnar bolag med kvinnligt ledarskap. Sådana bolag tycks ha sämre tillgång till riskkapital än bolag som representeras av män. Trots att kvinnor äger omkring 40 procent av alla företag i USA har endast 6 procent av allt riskkapital investerats i bolag med kvinnliga verkställande direktörer.³³ En orsak till detta tycks vara att manliga normer i hög grad styr finansmarknaden och att män därför tenderar att investera i bolag som leds av andra män.³⁴

Forskning har visat att investeringsbeteendet vid gräsrotsfinansiering inte i lika hög utsträckning påverkas av könspreferenser.³⁵ Klyftorna mellan män och kvinnor verkar således vara mindre i detta sammanhang, vilket på sikt kan minska förekomsten av sådana orättvisor på finansmarknaden. En studie föreslår exempelvis att bolag som använt gräsrotsfinansiering har lika stora möjligheter att få efterfinansiering av andra aktörer, oavsett om de leds av män eller kvinnor.³⁶

2.4 Något om nackdelarna med gräsrotsfinansiering

Gräsrotsfinansiering har inte enbart positiva attribut. Bland annat betonas risker för investerarna, dels för att verksamheten i de kapitalsökande bolagen sällan är etablerad och dels för att investerarna själva sällan har någon större investeringskunskap. Detta har föranlett flera

³² SOU 2018:20 s. 338.

³³ Mollick, *Swept away by the Crowd?*, s. 8

³⁴ Mollick, *Swept away by the Crowd?*, s. 8

³⁵ Leboef, & Schweinbacher, s. 19.

³⁶ Kuppuswammy & Roth, s. 25.

länder att vidta lagstiftningsåtgärder på senare år och det är av intresse att lyfta några av de kännetecknande nackdelarna inom ramen för examensarbetet.

2.4.1 Icke-professionella investerare

Till skillnad mot sedvanliga aktörer på finansieringsmarknaden är investeraren i gräsrotsfinansieringsprojekt typiskt sett inte professionell. Ofta är det fråga om privatpersoner utan djupare erfarenheter och kunskap om att riskanalys och investeringar.³⁷ Det antas därför att investeraren har sämre förutsättningar att bedöma riskfaktorer än aktörer som banker, riskkapitalbolag och affärsänglar.³⁸ Dessutom exponeras investeraren generellt sett för en högre risk än vad som är fallet med andra mer traditionella typer av investeringar.³⁹ Visserligen kan en enskild person vara beredd att ta en högre risk när den investerade summan är liten, trots det är det ofta osäkert om investeringen över huvud taget kommer att generera avkastning. Vidare har investeraren sällan någon säkerhet för sitt anspråk. Å andra sidan har anförts att gräsrotsfinansiering medför en form av säkerhet eftersom en stor grupp av människor kollektivt kan utöva tillsyn över det kapitalsökande bolaget. Tillväxtverket har liknat detta med att bolaget som finansieras pantsätter sitt eget förtroende.⁴⁰

Forskning har emellertid visat att även amatörmässiga investerare bedömer risk på ett rationellt sätt. Eftersom informationsasymmetrin i nystartade och tillväxtbolag medför att det inte finns något stort beslutsunderlag, får kvaliteten i informationsunderlaget, humankapitalet och bekräftelser från tredje parter och sociala nätverk större betydelse för investerarnas beslut.⁴¹ Det anförts att detta är sådana kvalitetssignaler som både professionella och icke-professionella investerare tar hänsyn till.⁴² Studier har även visat att bolagens sannolikhet att få gräsrotsfinansiering ökar vid kvalitativt humankapital och tillgång till immateriella resurser.⁴³

³⁷ Ralcheva & Roosenboom, s. 2.

³⁸ Ahlers med flera, s. 7.

³⁹ Finansinspektionen, *Gräsrotsfinansiering i Sverige – en kartläggning*, s. 11.

⁴⁰ Tillväxtverket, *Tillväxt genom crowdfunding?*, s. 26.

⁴¹ Mollick, *Swept away by the crowd?*, s. 5.

⁴² Mollick, *Dynamics of crowdfunding*, s. 9; Mollick, *Swept away by the crowd?*, s. 3.

⁴³ Ahlers med flera, s. 30; Ralcheva & Roosenboom, s. 16.

2.4.2 Informationsasymmetri

I små tillväxtbolag finns sällan ett större informationsunderlag i form av historiska försäljningssiffror eller kunddata som kan ligga till grund för riskbedömningen.⁴⁴ Detta innebär att investeraren kan behöva lita på grundarna som har bättre kännedom om bolagets förhållanden, vilket i sin tur skapar en informationsasymmetri mellan bolaget och den presumtiva investeraren.⁴⁵ Studier har även visat att informationsasymmetrin ökar när investeraren befinner sig på en annan ort än bolaget och därför inte har någon god lokalkännedom, vilket inte sällan är fallet med gräsrotsfinansiering.⁴⁶

2.4.3 Intressekonflikter

Plattformarnas primära inkomstkälla är avgiftsbetalningar från de kapitalsökande bolagen. Detta innebär att det uppstår en inte obetydlig intressekonflikt i plattformens förhållande mellan det kapitalsökande bolaget och den presumtiva investeraren. Eftersom plattformens intäkter ofta villkoras av kampanjernas framgång och då flera plattformar bistår de kapitalsökande bolagen med att upprätta reklam och information kan investerarens risk öka ytterligare. Det kan föranleda att informationen som ligger till grund för investerarens beslut är vinklad eller överdriven till det kapitalsökande bolagets fördel.

2.4.4 Spridning

Så som har beskrivits i avsnitt 2.3.3 kan en större delägarkrets gynna bolaget på grund av ett utökat företrädarskap, men detta är inte nödvändigtvis enbart positivt för ett bolag i utvecklingsfasen. En stor delägarkrets kan även föranleda administrativa utmaningar, eftersom fler ska kallas till bolagstämma och förses med information över de ärenden som ska beredas. Vidare kan en spridd delägarkrets medföra att beslutsprocessen blir krångligare och att bolaget blir svårare att styra.

⁴⁴ Tillväxtverket, *Tillväxt genom crowdfunding?*, s. 25.

⁴⁵ Ahlers med flera, s. 7.

⁴⁶ Silver, Berggren & Fili, s. 227.

2.4.5 Oseriösa och oerfarna plattformar

En risk som har framförts är förekomsten av plattformar som inte bedriver sin verksamhet professionellt, utan den kunskap som krävs eller till och med bedrägligt. Ett exempel är Trustbuddy, en svensk plattform för lånebaserad gräsrotsfinansiering som gick i konkurs 2015. Bolaget hade inte skött ekonomin och hade omkring 3000 fordringsägare vid konkursutbrottet. Av de 250 miljonerna som lånats ut var det endast en del av fordringarna som täcktes i konkursen.⁴⁷ Mollick har emellertid undersökt förekomsten av bedrägerier på plattformen Kickstarter och forskningsresultatet tyder på att bedrägeririsken är förhållandevis låg.⁴⁸ Enligt studien levererade 95 procent av projekten vad de utlovat och endast 2,3 procent hade tendenser på bedrägeri, trots avsaknaden av verkställighetsmekanismer.

2.4.6 Avsaknaden av andrahandsmarknader

Typiskt sett finns det inte någon andrahandsmarknad för aktier som förvärvas genom andelsbaserad gräsrotsfinansiering. Aktier i ett privat bolag är illikvida eftersom de inte utgör omsättningsbara värdepapper och inte heller får tas upp till handel på en reglerad marknad.⁴⁹ Den bristande likviditeten utgör en risk för investeraren eftersom det kan vara svårt att hitta en köpare om investeraren vill realisera sin investering eller försöka undvika en förlust. Avsaknaden av andrahandsmarknader medför även att det kan vara svårare att prissätta aktierna.⁵⁰ Aktier i noterade publika bolag prissätts löpande genom att marknaden köper och säljer aktierna. Det innebär att det är mycket enklare att bedöma värdet av ett aktieinnehav men även att det normalt finns en kontinuerlig efterfrågan och en handel, vilket typiskt sett inte är fallet för privata bolag. Eftersom det inte sällan dessutom finns särskilda överlåtelsebegränsningar såsom hembuds-, samtyckes-, eller förköpsklausuler intagna bolagsordningen eller i aktieägaravtal kan en köpares förvärvsrätt begränsas ytterligare.

⁴⁷ Mølne, Dagens industri, 11/9 2017.

⁴⁸ Mollick, *Dynamics of crowdfunding*, s. 12.

⁴⁹ 1 kap. 8 § ABL.

⁵⁰ SOU 2018:20 s. 337.

3 Det privata och det publika aktiebolaget

3.1 Något om bakgrunden till kategoriindelningen i svensk rätt

Fram till i mitten av 1990-talet fanns endast en aktiebolagsform i svensk rätt. Detta innebar att samma regelverk tillämpades på alla aktiebolag, oavsett verksamhet, storlek och omsättning.⁵¹ Överväganden om att införa flera aktiebolagsformer med ett begränsat personligt betalningsansvar aktualiserades dock mycket tidigare än så.

Vid översynen av den svenska aktiebolagsrätten under 1940-talet aktualiserades skärpta ansvars- och redovisningsregler, särskilt mot bakgrund av Kreuger-kraschen. Lagberedningen diskuterade då om den föreslagna regleringen skulle bli onödigt betungande för de mindre bolagen, vilket kunde motivera införandet av flera aktiebolagsformer likt fallet i brittisk, tysk och fransk rätt.⁵² Det ansågs dock att en sådan förändring skulle innebära ökade risker för bolagets borgenärer och någon sådan ändring kom därför inte att genomföras. Liknande överväganden aktualiserades även i förarbetena till 1975 års aktiebolag. Översynen avsåg då främst att stärka den nordiska gemenskapen inom bolagsrättens område för att främja näringslivet i Norden. Vid detta tillfälle enades länderna emellertid om att inte konkretisera något förslag om att införa en sådan indelning,⁵³ varför det dröjde ända till 1995 innan Sverige införde den nu gällande uppdelningen mellan privata och publika aktiebolag.

Uppdelningen var en följd av ett föregående reformarbete där det anfördes att Sverige var det enda EU-landet som inte tillät två bolagsformer med begränsat personligt betalningsansvar för delägarna.⁵⁴ Jämförelser gjordes återigen med flera utländska rättsordningar, exempelvis den tyska och den brittiska. Det anfördes att ett lägre krav på aktiekapital och större möjligheter att inbördes styra rättigheter och skyldigheter mellan delägarna var väl lämpat för små bolag med en begränsad delägarkrets.⁵⁵ Emellertid var den viktigaste orsaken till uppdelningen att den svenska anpassningen till EG-rätten skulle försvåras om ABL behölls utan ändring.⁵⁶ Flera EG-direktiv tog sikte på en bolagskategori som inte fanns i svensk rätt och implementeringen av

⁵¹ Sandström, s. 60.

⁵² SOU 1941:9 s. 5.

⁵³ SOU 1971:15 s. 120.

⁵⁴ Prop. 1993/94:196 s. 73.

⁵⁵ Prop. 1993/94:196 s. 72.

⁵⁶ Prop. 1993/94:196 s. 74; SOU 1992:83 s. 121.

direktiven skulle därför komma att leda till önskade effekter. Det anfördes att Sverige skulle behöva tillämpa direktiven på samtliga aktiebolag, vilket exempelvis skulle innebära skärpta krav på aktiekapital.⁵⁷ En uppdelning skulle även förenkla tillvaratagandet av etableringsfriheten inom det dåvarande EES-området och med anledning av detta föreslogs att aktiebolagen skulle delas in i två kategorier, privata och publika.⁵⁸

3.2 Skillnader mellan bolagskategorierna

Majoriteten av aktiebolagslagens regler gäller för alla aktiebolag, oavsett val av bolagskategori. För båda bolagskategorierna gäller exempelvis att delägarna är fria från personligt betalningsansvar för bolagets förpliktelser.⁵⁹ Till skillnad mot handelsbolag kan risken således begränsas till det satsade kapitalet.⁶⁰ Det finns dock även viktiga skillnader mellan bolagskategorierna. För det första krävs ett högre aktiekapital för att bilda ett publikt bolag, 500 000 kronor istället för 50 000 kronor. Vidare lyder det publika bolaget under strängare krav i relation till bolagets styrning. Det måste finnas minst tre styrelseledamöter, det måste utses en verkställande direktör och det ska alltid finnas en revisor. Det privata bolaget har förmånen av lättnader i flera av dessa avseenden.

Den viktigaste skillnaden mellan bolagskategorierna är emellertid den som följer av det så kallade *spridningsförbudet*, som innebär att det privata bolaget inte har rätt att införskaffa kapital genom att vända sig till allmänheten. Förbudet har sin föregångare i utländsk rätt. För att bestämma skiljelinjen mellan bolagskategorierna söktes vägledning ur andra europeiska rättsordningar. Varken det tyska Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) eller det brittiska Private Company fick vända sig till allmänheten för att anskaffa kapital och en liknande lösning var föreslagen att införas i norsk och finländsk rätt.⁶¹ Det ansågs därför ändamålsenligt att detsamma skulle gälla i Sverige.⁶² Bestämmelsen, som kommer till uttryck i 1 kap. 7 § ABL, avses att beskrivas mer ingående i det följande avsnittet.

⁵⁷ SOU 1992:83 s. 120. EGs andra bolagsdirektiv föreskrev exempelvis att minsta aktiekapital om 25 000 EUC, vilket skulle tvinga tre fjärdedelar av de svenska aktiebolagen att markant höja sitt aktiekapital.

⁵⁸ Prop. 1993/94:196 s. 72; Se även SOU 1992:83 s. 122. Det övervägdes om det istället skulle införas två separata regelverk för respektive bolagsform. Då regleringen i hög utsträckningen var avsedd att gälla för båda bolagsalternativen valdes istället två bolagskategorier, en lösning som användes i Storbritannien.

⁵⁹ Se 1 kap. 3 § ABL.

⁶⁰ Jämför 2 kap. 20 § BL.

⁶¹ SOU 1992:83 s. 124.

⁶² Prop. 1993/94:196 s. 75.

4 Spridningsförbudet

4.1 Annonseringsförbudet

Av 1 kap. 7 § första stycket framgår att ”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”. Som innan har poängterats utgör detta *spridningsförbud* skiljelinjen mellan det privata och det publika bolaget.

I propositionen anförde regeringen att bestämmelsen skulle utformas på ett sådant sätt att den skulle förhindra åtgärder som var ägnade att leda till att privata bolags värdepappers sprids till allmänheten. Med försöka sprida avses enligt förarbetena att bolaget eller aktieägare vänder sig utanför den befintliga delägarkretsen med erbjudande om förvärv eller teckning av aktier.⁶³ De åtgärder som träffas av förbudet är i första hand kapitalanskaffning genom utgivande av aktier eller teckningsrätter eller genom upptagande av lån mot utfärdande av värdepapper.⁶⁴

Annonsering ansågs utgöra en sådan marknadsföringsmetod som är särskilt ägnad att leda till en vid spridning av aktier och som därför inte är förenlig med de principer som ligger till grund för aktiebolagslagens kategoriindelning.⁶⁵ Om det är fråga om annonsering anses erbjudandet alltid nå ut till en obestämd krets personer och är således förbjudet enligt det första stycket. Emellertid är inte annonseringsbegreppet vidare definierat av lagstiftaren, vilket vållar vissa problem vid den praktiska tillämpningen av regeln. Detta avses att diskuteras mer ingående i de kommande avsnitten.

I bestämmelsens ursprungliga lydelse var rekvisitetet ”söka sprida”, vilket sedan ändrades till ”försöka sprida” vid ikraftträdandet av den nya aktiebolagslagen (SFS 2005:551). Den ändrade ordalydelsen var emellertid inte ägnad att medföra någon förändring av rekvisitets innebörd utan får antas vara en ren formativ ändring av lagtexten i vanligt språkbruk.⁶⁶

⁶³ Prop. 1993/94:196 s. 141.

⁶⁴ Prop. 1993/94:196 s. 141.

⁶⁵ Prop. 1993/94:196 s. 143.

⁶⁶ Jag kan inte finna några överväganden i detta sammanhang i förarbeten till aktiebolagslag (2005:551).

4.2 Kompletteringsförbudet

Regeringen ansåg att även andra åtgärder än annonsering kunde föranleda en spridning av värdepapper till allmänheten.⁶⁷ Av 1 kap. 7 § andra stycket framgår därför att ett privat bolag eller en aktieägare inte heller ”på annat sätt” får ”försöka sprida i första stycket angivna värdepapper genom att erbjuda fler än 200 personer att teckna eller förvärva värdepapperen”. Syftet med detta stycke är att förbjuda åtgärder som innebär att erbjudanden riktar sig till en stor mängd personer, exempelvis genom omfattande rundskrivelser och andra liknande åtgärder. Det anges explicit i propositionen till bestämmelsen att ett privat aktiebolag och aktieägarna inte får skicka rundskrivelser eller prospekt till fler än 200 personer.⁶⁸ Det torde även vara så att rundskrivelser som skickas till färre än 200 personer, men i flera omgångar och inom kort tid, kan betraktas som ett kringgående av regeln och därför ska omfattas av förbudet.⁶⁹ Det är dock inte helt klart vilka andra åtgärder som innebär spridning ”på annat sätt” eftersom detta inte preciseras närmare.

Gränsen om att erbjudanden får riktas till högst 200 personer har sitt ursprung i rekvisitetet ”*en vidare krets*” i bankaktiebolagslagen. Regeln innebar att styrelsen i det publika bankaktiebolaget var skyldigt att upprätta ett emissionsprospekt vid inbjudan till fler än 200 personer att förvärva aktier eller teckningsrätter i bolaget.⁷⁰ Denna gräns blev ett riktmärke för utformningen av kompletteringsförbudet i det andra stycket. Möjligen kan det sägas att lagstiftaren ansett att det privata aktiebolaget under alla omständigheter aldrig ska ha fler än 200 delägare.

4.3 Föranmälningsundantaget

I paragrafens andra stycke andra mening görs ett undantag till förbudet att sprida aktier på annat sätt till över 200 personer. Förbudet gäller inte om (i) erbjudandet riktar sig enbart till en krets som i förväg har föränmält ett intresse av sådana erbjudanden och (ii), antalet utbudna poster inte överstiger 200. Regeringen ansåg att införandet av denna bestämmelse var motiverat i

⁶⁷ Prop. 1993/94:196 s. 143.

⁶⁸ Prop. 1993/94:196 s. 143.

⁶⁹ Andersson, Johansson & Skog, kommentar till 1 kap. 7 § ABL.

⁷⁰ Prop. 1993/94:196 s. 142; Se även 4 kap. 19 § Bankaktiebolagslagen, som upphörde att gälla per den 1 januari 1999.

förhållande till professionella investerare.⁷¹ Förutsatt att erbjudandet endast riktar sig till de som anmält ett intresse av att teckna aktier eller på annat sätt markerat ett intresse av att ta del av sådana erbjudanden och posterna samtidigt understiger 200, är sådana försök till spridning alltså undantagna förbudet i andra stycket. Undantaget kan dock inte tillämpas om det är fråga om annonsering. Vad som åsyftas med *poster* är dock inte klart eftersom detta inte preciserats närmare i aktiebolagslagens förarbeten.

4.4 Undantag för erbjudande till högst 10 förvärvare

I förarbeten anförs att vissa fall motiverar särskilda undantag från spridningsförbudet. Så är fallet när bolaget överlåts i dess helhet eller när syftet med annonseringen eller rundskrivelsen endast är att finna ett fåtal kompanjoner.⁷² Regeringen ansåg inte att sådana erbjudanden medför en spridning till allmänheten i regelns avsedda bemärkelse. I paragrafens tredje stycke görs därför ett undantag för erbjudanden som avser överlåtelse till högst tio förvärvare.

4.5 Undantag för aktiebolag med särskild vinstutdelningsbegränsning

I samband med den nya aktiebolagslagen (SFS 2005:812) infördes även ett särskilt undantag för SVB-bolag. Det anfördes att sådana bolag har ett särskilt kapitalbehov och förmodas ha många olika intressenter vilket motiverar att de ska ha möjlighet att rikta erbjudanden till allmänheten.⁷³ Enligt paragrafens tredje stycke omfattas därför sådana bolag inte av spridningsförbudet.

⁷¹ Prop. 1993/94:196 s. 143.

⁷² Prop. 1993/94:196 s. 144.

⁷³ Prop. 2004/05:178 s. 25.

4.6 Något om sanktionsbestämmelsen

Den som med uppsåt bryter mot spridningsförbudet riskerar straffsanktioner såsom böter eller fängelse i högst ett år.⁷⁴ Även den som medverkat till olovlig aktiespridning riskerar skadeståndsskyldighet i förhållande till den som drabbats av en ekonomisk förlust.⁷⁵ Brottet är kriminaliserat redan på försöksstadiet, vilket innebär att brottet inte behöver fullbordas för att straffansvar ska kunna åläggas bolaget eller aktieägaren. Straffbestämmelsen torde påverka den praktiska tillämpningen såtillvida att legalitetsprincipen medför ett förbud mot extensiva tolkningar av bestämmelsen.⁷⁶

Införandet av straffbestämmelsen motiverades av att det ansågs betydelsefullt för att diskrepansen mellan det publika och det privata bolaget ska respekteras.⁷⁷ En aktieteckning som sker med bakgrund i brott mot spridningsförbudet föranleder dock inte att avtalet eller överlåtelsen i sig blir ogiltig.⁷⁸ Kommittén anförde att en sådan en sådan ogiltighetsbestämmelse kunde motiveras av effektivitetsskäl.⁷⁹ Regeringen var å andra sidan av åsikten att en det inte skulle vara nödvändigt för att spridningsförbudet skulle respekteras.

Det finns emellertid dokumenterad historik om att överträdelse av bestämmelsen har lett till åtal eller straff. Inte heller finns någon dokumentation om att överträdelse har anmälts. Frågan kan därför ställas i vilken utsträckning straffbestämmelsen har haft betydelse för spridningsförbudets efterlevnad.

⁷⁴ Se 30 kap. 1 § ABL.

⁷⁵ Sandström, s. 61.

⁷⁶ Nerep, Adestam & Samuelsson, kommentar till 1 kap. 7 § ABL.

⁷⁷ Prop. 1993/94:196 s. 86 f.

⁷⁸ Prop. 1993/94:196 s. 144.

⁷⁹ SOU 1992:83 s. 123.

5 De digitala plattformarna och spridningsförbudet

5.1 Plattformens betydelse för gräsrotsfinansiering

En digital plattform kan beskrivas som ett företag som kopplar samman två eller flera grupper av aktörer som värderar varandras närvaro på plattformen.⁸⁰ I sökmotorer som Google, digitala betalningssystem som Klarna och nätverkstjänstbolag som Facebook utgör online-baserade plattformar stommen i verksamheten.⁸¹ Även den kapitalanskaffning som sker med hjälp av gräsrotsfinansiering möjliggörs av en digital plattform som tillhandahålls av ett externt företag. Fördelen med att använda en plattform är som bekant att bolagets kapitalanskaffning inte blir avhängig sedvanliga aktörer som banker, riskkapitalister, affärsänglar eller andra professionella investerare. Likaså minskar behovet av närståendefinansiering, exempelvis från aktieägarens familjemedlemmar eller andra personer i det sociala nätverket.

Syftet med plattformen är att sammankoppla det kapitalsökande bolaget och den presumtiva investeraren, den utgör således en typ av mellanman i förhållandet dem emellan. Bolag kan genom plattformar nå ut till en stor mängd presumtiva investerare och erbjuda dessa att teckna aktier. Vanligtvis sker detta genom att det på plattformen publiceras information om bolagets verksamhet och affärsidé i syfte att väcka ett investeringsintresse hos tredje man. Eftersom detta sker på internet blir informationsspridningen och räckvidden teoretiskt sett obegränsad, vilket i förlängningen även ökar sannolikheten för att kapitalanskaffningen lyckas. Informationen och materialet som tillhandahålls liknar på flera sätt sådana prospekt som publika bolag är skyldiga att upprätta när de tar in kapital från allmänheten eller notera sina andelar på börsen, om än i begränsad omfattning.⁸²

Både i Sverige och internationellt finns idag många olika plattformar som möjliggör kapitalanskaffning på detta sätt. Hur strukturen ser ut och vilken typ av tjänster som erbjuds kan dock variera, vissa tillhandahåller exempelvis endast andelsbaserad eller lånebaserad gräsrotsfinansiering. Vidare varierar graden av delaktighet. Passiva plattformar tillhandahåller endast informationsförmedling och varken ansvarar eller utformar informationen som

⁸⁰ Tåg, s. 83.

⁸¹ COM(2016) 288 final, s. 2.

⁸² I en sådan situation omfattas de publika bolagen som utgångspunkt av en prospektskyldighet. Se 2 kap. 1 § lag (1991:980) om finansiella instrument.

publiceras. Inte heller deltar plattformen i så fall vid eventuella transaktioner utan de sker då utanför plattformen, oavsett om det är fråga om en aktieöverlåtelse, ett lån, eller en donation. Andra plattformar medverkar i processen i högre utsträckning, exempelvis genom att tillhandahålla kreditupplysningstjänster eller avsätta investeringssummorna på ett särskilt klientmedelskonto.

I det följande avsnittet kommer två av de största plattformarna på den svenska marknaden att beskrivas, Fundedbyme och Pepins. Syftet med detta är att läsaren ska få en förståelse av hur finansieringsprocessen normalt går till och hur informationsspridningen ser ut. Sedan följer en analys av hur plattformarna och bolagen som använder dem förhåller sig till spridningsförbudet i ABL.

5.2 Fundedbyme

Fundedbyme är ett svenskt publikt aktiebolag och en plattform som primärt tillhandahåller andelsbaserad gräsrotsfinansiering. Bolaget har verksamhet i Sverige men även utomlands. Enligt den egna hemsidan har plattformen hittills omsatt 55 744 027 euro, dvs över en halv miljard kronor, in i olika företag som har använt plattformen för kapitalanskaffning. Plattformens målgrupp är privata bolag som befinner sig i en tillväxtfas och som har ett kapitalbehov mellan 250 000 och 20 000 000 kronor.⁸³ Fundedbyme har idag över 250 000 medlemmar och säger sig vara en av de snabbast växande gräsrotsfinansieringsplattformarna i världen.

En medlem kan ansöka om att få en *finansieringskampanj* publicerad på plattformen. En finansieringskampanj skapas av det kapitalsökande bolaget och är som bekant avsedd att väcka ett investeringsintresse för att mottagaren ska vilja förvärva aktier. En kampanj förmedlar information om det kapitalsökande bolaget, hur många personer som hittills reserverat ett investeringsbelopp, hur många dagar kampanjen löper och många procent av målbeloppet som är uppnått. Vidare tillgängliggörs ett investeringsförslag som bland annat beskriver bolagets produkt eller tjänst, ägarstruktur och organisation, inkomstkällor, vad finansieringen avses användas till, den relevanta marknaden, en riskanalys och bolagets målavkastning.

⁸³ SOU 2018:20 s. 156.

Fundedbyme ansvarar emellertid inte för informationens riktighet.⁸⁴ Inledningsvis når kampanjen ett begränsat antal medlemmar och om den visar sig ha ett positivt mottagande expanderas kampanjen att nå samtliga medlemmar och andra som besöker plattformen.⁸⁵ Ofta marknadsförs kampanjerna även på andra hemsidor såsom Facebook och Twitter.

Kampanjerna är typiskt sett av allt-eller-inget-karaktär. Detta betyder att det kapitalsökande bolaget på förhand har bestämt ett visst målbelopp som måste uppnås för en emission ska genomföras. Målbeloppet uppnås i takt med att besökare bestämmer en investeringssumma som registreras i systemet. Om målbeloppet uppnås genomför det kapitalsökande bolaget en riktad nyemission och investerare förvärvar det antal aktier som motsvaras av investeringssumman. Det finns ingen begränsning i hur många personer som kan genomföra en investering i ett specifikt bolag. När målbeloppet uppnås genomförs emissionen, oavsett om det är en enskild investerare eller om det är fråga om 400 enskilda investerare som avser att köpa aktier. Om målbeloppet inte uppnås sker ingen emission och investeraren är inte skyldig att erlagga betalning. Alla eventuella transaktioner sker helt utanför plattformen och Fundedbyme är inte involverad i utfärdandet eller teckningen.⁸⁶

Även om en stor mängd information finns tillgänglig för vem som helst, kan endast den som har skapat ett medlemskap genomföra en investering. En medlem får vidare tillgång till samtliga pågående finansieringskampanjer på plattformen, full tillgång till bolagens finansiella information, målbeloppets faktiska storlek och hur stor aktieandel det är som erbjuds. Den kan även aktivt delta i kampanjer och interagera med bolagens ledning genom en chattfunktion. För att få publicera en finansieringskampanj på Fundedbymes plattform måste bolaget först betala 2000 EU i publiceringsavgift och om kampanjen genomförs erhåller Fundedbyme en avgift som motsvarar 8 procent av det totala genererade kapitalet.⁸⁷

⁸⁴ Fundedbyme, "terms of service".

⁸⁵ SOU 2018:20 s. 156.

⁸⁶ SOU 2018:20 s. 156.

⁸⁷ Fundedbyme, "terms of service".

5.2.1 Fundedbyme och spridningsförbudet

Det finns flera skäl till att det är lämpligt att använda Fundedbymes plattform för en analys i förhållande spridningsförbudet i ABL. För det första är det en av de största svenska plattformarna som tillhandahåller andelsbaserad gräsrotsfinansiering i Sverige och det sägs även att det är en av de snabbast växande plattformarna i världen. För det andra inriktar sig verksamheten primärt mot svenska privata bolag och finansieringen sker huvudsakligen genom emissioner av aktier. Eventuella slutsatser torde därför inte endast gälla för Fundedbyme utan även vara av betydelse för bedömningen av andra plattformar med en liknande struktur.

5.2.2 Fundedbyme och annonseringsförbudet

Det krävs inte att det är bolaget eller aktieägaren som *de facto* förmedlar ett erbjudande för att åtgärden ska falla inom tillämpningsområdet för 1 kap. 7 § ABL. I förarbeten anges att förbudet även omfattar det fall då bolaget eller aktieägaren låter ett värdepappersinstitut eller *någon annan* förmedla aktier eller värdepapper till en större krets personer.⁸⁸ Således är spridningsförbudet tillämpligt även på det fall då erbjudanden om att förvärva aktier eller andra värdepapper förmedlas med hjälp av en intermediär som en gräsrotsfinansieringsplattform.

I första stycket anges att annonseringsförbudet avser sådana aktier och andra värdepapper som ”bolaget har gett ut”. Eftersom de kapitalsökande bolagen finansieras genom att emittera nya värdepapper, är det relevant att ställa frågan om det endast är befintliga värdepapper som omfattas av spridningsförbudet i ABL. Flera skäl kan anföras till att så inte är fallet. För det första är annonseringsförbudet avsett att förhindra en större spridning av värdepapper. Det vore djupt ologiskt om förbudet endast skulle tillämpas på redan existerande värdepapper, eftersom en större spridning teoretiskt kan ske genom att bolaget utfärdar nya andelar genom en nyemission. Vidare finns ingen sådan begränsning i paragrafens andra stycke. Där anges att det är förbjudet att ”erbjuda fler än 200 personer att *teckna* eller förvärva” värdepapper. Eftersom annonseringsförbudet i det första stycket utgör en strängare regel än det andra stycket måste det

⁸⁸ Prop. 1993/94:196 s. 141 f.

förhålla sig så att annonseringsförbudet gäller för såväl befintliga värdepapper som för sådana som kan skapas efter en nyemission.

Annonseringsförbudet infördes i mitten av 1990-talet då digitaliseringen och internet endast hade ett begränsat genomslag. Regeringen hade knappast kunnat förutse digitaliseringens betydelse för hur vi kommunicerar idag. Även om annonseringsförbudet i första hand avsåg att gälla för tidningsannonser anfördes emellertid att det även var avsett att gälla för ”*annonsering i andra former*”.⁸⁹ Andersson, Johansson och Skog har anført att ”annonsering även får antas avse utbudanden till försäljning på internet”.⁹⁰ Nerep, Adestam och Samuelsson har anført att ”alla former av annonsering i media omfattas av förbudet”.⁹¹ Annonseringsförbudet är således teknikneutralt, vilket innebär att användandet av ett digitalt medium (som en plattform) inte utesluter annonsering i lagens mening. En svårighet i sammanhanget är emellertid att begreppet annonsering inte är vidare preciserat i lag eller i förarbeten.⁹²

I lagregeln föreligger till synes inget särskilt uppställt krav på hur annonseringen ska gå till för att vara oförenlig med spridningsförbudet.⁹³ En annons är enligt nationalencyklopedin ”*ett meddelande som avsändaren har betalat för att få publicera*”.⁹⁴ Gemensamt för all form av annonsering torde vara att informationsinnehållet är avsett att få en vid exponering och påverka mottagaren. Så får även antas vara fallet med att publicera en finansieringskampanj på Fundedbymes plattform. Trots att besökaren inte får tillgång till all information är det tillgängliga underlaget omfattande. Finansinspektionen har i en tidigare kartläggning av andelsbaserad gräsrotsfinansiering gjort bedömningen att den exponering som sker på plattformarna är att bedöma som sådan annonsering som strider mot spridningsförbudet.⁹⁵ Även Sevenius anser att informationen är tillräcklig för att det ska vara fråga om spridningsförsök i lagens mening.⁹⁶

Sannolikheten för att en finansieringskampanj blir framgångsrik får antas öka vid en större medial spridning. Vid användandet av Fundedbymes plattform blir informationsspridningen i

⁸⁹ Prop. 1993/94:196 s. 141 f.

⁹⁰ Andersson, Johansson & Skog, kommentar till 1 kap. 7 § ABL.

⁹¹ Nerep, Adestam & Samuelsson, kommentar till 1 kap. 7 § ABL.

⁹² SOU 2018:20 s. 311.

⁹³ SOU 2018:20 s. 311.

⁹⁴ Nationalencyklopedin, ”*annons*”.

⁹⁵ Finansinspektionen, *Gräsrotsfinansiering i Sverige – en kartläggning*, s. 19.

⁹⁶ Sevenius, Blendow Lexnova.

allt väsentligt obegränsad. Med tanke på att plattformen har över 250 000 medlemmar och besökare därutöver, kan en kampanj få minst lika stor medial exponering som en sedvanlig tidningsannons. Alla som har tillgång till internet kan potentiellt nås av ett erbjudande att teckna aktier. Eftersom en finansieringskampanj når en obegränsad personkrets, vilket lagstiftaren avsett att annonseringsförbudet ska förhindra⁹⁷ bör det därför vara fråga om sådan annonsering som avses i 1 kap. 7 § ABL.

Annonseringsförbudet är avsett att förhindra bolag och aktieägare att vända sig utanför den befintliga delägarkretsen och erbjuda andra att förvärva eller teckna aktier.⁹⁸ På grund av att det utgör gränsdragningen mellan det publika och det privata bolaget har lagstiftaren ansett att det så viktigt att det ska komma till uttryck redan i aktiebolagslagens första kapitel.⁹⁹ Ur detta perspektiv är det relevant att de bolag som anlitar Fundedbyme gör detta i syfte att nå investerare som befinner sig utanför bolagets närmaste krets. Erbjudandet riktar sig således till personer som lagstiftaren velat undvika att exponeras för sådana erbjudanden.¹⁰⁰ Med anledning av detta måste det anses att bolaget som anlitar Fundedbyme försöker sprida värdepapper i lagens mening.

5.2.3 Fundedbyme och kompletteringsförbudet

Om den information som tillhandahålls på Fundedbymes plattform är av sådan karaktär att den ska betraktas som annonsering står marknadsföringsåtgärden i strid med ABL. Det medför även det att det andra stycket i 1 kap. 7 § ABL inte kan tillämpas. Eftersom det emellertid inte är helt klart hur annonseringsrekvisitet ska tillämpas är det för utredningens skull även relevant att bedöma åtgärderna i relation till det andra stycket. Det kan även vara av betydelse med tanke på att alla kampanjer, då de torde behöva bedömas var för sig, kanske inte uppfyller annonseringskravet.

Enligt 1 kap. 7 § andra stycket första meningen får bolaget eller aktieägaren inte försöka sprida aktier på annat sätt genom att erbjuda fler än 200 personer att teckna eller förvärva aktier i

⁹⁷ Prop. 1993/94:196 s. 143.

⁹⁸ Prop. 1993/94:196 s. 143.

⁹⁹ SOU 1992:83 s. 123.

¹⁰⁰ Prop. 1993/94:196 s. 141.

bolaget. Som har behandlats i avsnitt 4.2 har lagstiftaren velat förbjuda att erbjudanden förmedlas genom omfattande rundskrivelser eller prospekt.¹⁰¹ I betänkandet som föregick propositionen anförde kommittén att regeln skulle tillämpas när en inbjudan riktas till ett obestämt eller större antal mottagare i syfte att dessa ska teckna eller förvärva värdepapper.¹⁰²

Publicering av en finansieringskampanj på internet innebär potentiellt en stor medial exponering och måste därför anses vara direkt jämförbart med att skicka omfattande rundskrivelser. Det är inte otänkbart en finansieringskampanj får en större medial exponering än vad som är fallet med sådana rundskrivelser. Så som har beskrivits innan syftar publiceringsåtgärden till att erbjuda personer utanför den befintliga delägarkretsen att genomföra en aktieinvestering. Även om det inte är fråga om annonsering utgör publicering av en finansieringskampanj i vart fall en sådan åtgärd som innebär att bolaget eller aktieägaren på annat sätt försöker sprida värdepapper.

Så som innan beskrivits finns på Fundedbymes plattform inga begränsningar i hur många fysiska eller juridiska personer som får teckna aktier i ett kapitalsökande bolag. Tvärt om framgår att ”*vem som helst kan bli en crowd-investerare*”.¹⁰³ Med några få knapptryck kan alla som har rättshandlingsförmåga och en nätverksanslutning delta i en kampanj och genomföra en investering. Eftersom Fundedbyme har över 250 000 medlemmar och besökare, innebär detta att väsentligt fler personer erbjuds att teckna eller förvärva aktier än de 200 som lagen tillåter. Det är således fråga om en vid och obestämd krets som är mottagare av investeringserbjudanden och åtgärderna är således som utgångspunkt förbjudna även i relation till paragrafens andra stycke första mening. Det gör det relevant att bedöma om föransmälningssundantaget kan tillämpas.

¹⁰¹ Prop. 1993/94:196 s. 143.

¹⁰² SOU 1992:83 s. 146.

¹⁰³ Fundedbyme, ”*börja investera*”.

5.2.4 Fundedbyme och föranmälningsundantaget

Ett bolag och dess aktieägare har rätt att sprida aktier på annat sätt till mer än 200 personer om mottagarna av erbjudandet i förväg anmält intresse av sådana erbjudanden och posterna inte överstiger 200.¹⁰⁴ Detta undantag förutsätter att dock åtgärden inte är att betrakta som annonsering enligt det första stycket. Eftersom det emellertid inte är helt klart vad som utgör annonsering aktualiseras frågan om ett medlemskap på Fundedbyme kan likställas med en sådan föranmälan som avses i lagen. Eftersom det i förarbeten inte är vidare preciserat vad som avses med en föranmälan uppstår dock ett liknande tolkningsproblem som i relation till annonseringsrekvisitet.¹⁰⁵

Motivet bakom undantaget var att lagstiftaren ansåg att det fanns anledning att vara mindre restriktiv i förhållande till professionella placerare.¹⁰⁶ I förarbetena har det emellertid inte motiverats varför sådana placerare premieras av att kunna bli föremål för erbjudanden. Inte heller definieras vad som avses med en professionell placerare annat än att förarbetena exemplifierar denne som en ”penningplacerare”. Ett tänkbart skäl kan vara att lagstiftaren antagit att en sådan person besitter en viss professionell arbetslivserfarenhet och fackmannamässig kunskap om risk vilket den amatörmässiga investeraren typiskt sett inte gör. Det är möjligt att lagstiftaren ansett att sådana professionella placerare inte har samma skyddsbehov ur ett investeringsperspektiv.

I sammanhanget är det relevant att belysa att den typiske investeraren på Fundedbymes plattform inte är professionell i denna bemärkelse. Tvärt om är majoriteten av medlemmarna privatpersoner som sannolikt i ofta saknar den kunskap och erfarenhet som en professionell placerare typiskt sett har. Utifrån dessa omständigheter kan det anföras att undantaget inte är ägnat att tillämpas på sådana erbjudanden som riktas till investerare på en gräsrotsfinansieringsplattform, även för det fall dessa har anmält ett intresse.

Oavsett diskussionen ovan torde det vara regelns formulering ”*i förväg anmält intresse av sådana erbjudanden*” som har avgörande relevans i sammanhanget. Även om propositionen inte klargör exakt hur detta ska gå till, har det till viss del beskrivits vad som avses med detta:

¹⁰⁴ Se 1 kap. 7 § ABL andra stycket andra meningen.

¹⁰⁵ SOU 2018:20 s. 317.

¹⁰⁶ Prop. 1993/94:196 s. 143.

Det kan vara fråga om erbjudanden till sådana penningplacerare som särskilt har anmält till bolaget eller dess aktieägare att de önskar bli kontaktade i händelse av försäljning eller emission av aktier och andra värdepapper. Det kan också vara fråga om erbjudanden till penningplacerare som visserligen inte har varit i direkt kontakt med bolaget eller dess aktieägare men som på annat sätt har markerat sitt intresse av att få del av erbjudanden om eventuella försäljningar och emissioner.¹⁰⁷

Användningen av det definierade begreppet ”bolaget” kan tyda på att lagstiftaren avsett regeln att få betydelse för placerare som på förhand känner till bolaget i fråga.¹⁰⁸ Det får antas att investerare på Fundedbymes plattform normalt inte har sådan kännedom. Sannolikt exponeras den presumtiva investeraren för erbjudanden från bolag som den aldrig ens hört talas om. Det torde emellertid vara omöjligt att tillämpa bestämmelsen på det sättet eftersom investerarens förkunskaper om verksamheten i ett visst bolag inte utgör ett eget rekvisit och vidare skulle det vara omöjligt att kontrollera i praktiken.

Vad som utmärker en föransmälning verkar således vara att en person på ett eller annat sätt har uttryckt en önskan om att få ta del av eventuella aktieförsäljningar eller emissioner. Det föreligger till synes inget krav på att personen måste ha direkt kontakt med bolaget, aktieägaren eller styrelsen utan det räcker att personen på något sätt *markerat ett intresse* som mer eller mindre har förmedlats vidare. Detta torde tala för att rekvisitet bör ges en extensiv tolkning och att en föransmälning kan ske på en flera olika sätt. Den som registrerar ett medlemskap på Fundedbymes plattform gör det antagligen på grund av ett bakomliggande intresse av att få information och erbjudanden om olika investeringsmöjligheter. Även om medlemmen inte tar direkt kontakt med alla bolag som exponeras på plattformen, kan det likväl anses att den har markerat ett intresse av att ta del av emissions och försäljningserbjudanden på så sätt som avses i det andra stycket. Detta trots att undantagets syfte inte tycks vara att premiera sådana icke-professionella investerare som normalt placerar genom Fundedbyme.

¹⁰⁷ Prop. 1993/94:196 s. 143.

¹⁰⁸ Prop. 1993/94:196 s. 143. Se särskilt hur lagstiftaren har använt ”bolaget”.

För att föransökningsundantaget ska kunna tillämpas krävs emellertid att erbjudandet *enbart* riktar sig till dem som i förväg har anmält ett intresse.¹⁰⁹ Visserligen krävs ett medlemskap för att *de facto* genomföra en investering på Fundedbymes plattform, men likväl exponeras även icke-medlemmen för erbjudanden om att teckna eller förvärva aktier. Eftersom marknadsföring dessutom sker på hemsidor som Facebook och Twitter får det även antas att kampanjerna når personer som varken har ett investeringsintresse eller som ens hört talas om Fundedbyme eller de kapitalsökande bolagen.¹¹⁰ Även om det torde finnas en viss möjlighet att ett medlemskap kan föranleda en tillämpning av föransökningsundantaget i 1 kap. 7 § andra stycket är förutsättningarna således ändå inte uppfyllda. Det är alltså inte aktuellt att ta ställning till om antalet poster överstiger 200 eller inte.

5.3 Pepins

Precis som Fundedbyme är Pepins ett svenskt publikt bolag som tillhandahåller en plattform för andelsbaserad gräsrotsfinansiering. Bolagets målgrupp är i primärt privata små och medelstora tillväxtbolag med ett kapitalbehov mellan 10 och 200 miljoner kronor.¹¹¹ I jämförelse med Fundedbymes målgrupp det här alltså generellt sett fråga om bolag som har kommit lite längre i sin utvecklingsfas. Plattformarna skiljer sig dock åt på flera olika sätt. För det första är Pepins delaktig i finansieringsprocessen i högre utsträckning. Enligt den egna hemsidan genomför Pepins alltid en due diligence (företagsundersökning) på samtliga bolag som vill finansiera sig genom plattformen och endast ett fåtal får publicera en kampanj. Om Pepins godtar ansökan inleds ett arbete med att utarbeta ett investeringsunderlag som kan liknas med ett enklare form av prospekt.¹¹²

En finansieringskampanj lanseras på plattformen och marknadsföring skickas även direkt ut till medlemmarna. Likt fallet med Fundedbyme sker marknadsföring även i andra sociala medier och information finns alltså tillgängligt även för de som inte är medlemmar. För tillfället pågår exempelvis en kampanj för Solelgrossisten Sverige AB. Där framgår att nuvarande delägarkrets uppgår till 283 personer och att kampanjens målbelopp ligger mellan 8,1–10,1 miljoner kronor.

¹⁰⁹ Se 1 kap. 7 § ABL andra stycket andra meningen.

¹¹⁰ Fundedbyme har en facebookside med över 20 000 följare. Där publiceras information om pågående finansieringskampanjer och om gräsrotsfinansiering i allmänhet.

¹¹¹ SOU 2018:20 s. 157.

¹¹² SOU 2018:20 s. 158.

Under fliken ”varför bli delägare i Solgrossisten” anføres bland annat att solelsmarknaden växer starkt och att företaget har en unik teknisk kompetens och en stark produktportfölj.¹¹³ Denna information är tillgänglig för vem som helst som besöker hemsidan.

I likhet med Fundedbyemes plattform krävs ett medlemskap för att investera.¹¹⁴ Vidare liknar plattformarna varandra på så sätt att medlemmen även får tillgång till finansiell historik och kan interagera direkt med bolaget. En väsentlig skillnad är dock att det aldrig sker några investeringar direkt i de kapitalsökande bolagen på Pepins plattform. Det kapital som samlas in genom en framgångsrik finansieringskampanj föranleder istället att Pepins startar ett nytt publikt aktiebolag, även kallat SPV.¹¹⁵ Detta är ett holdingbolag som med hjälp av det insamlade kapitalet sedan förvärvar aktier i det kapitalsökande bolaget.¹¹⁶ Genom att köpa aktier i holdingbolaget blir investeraren indirekt delägare i det privata bolaget. Den eventuella vinst som genereras i det privata bolaget kan kanaliseras genom holdingbolaget och generera avkastning till investeraren.

Pepins är aktiv i transaktionerna eftersom investeringssummorna förs över till ett av Pepins klientmedelskonton och om en kampanj inte når målbeloppet betalas pengarna tillbaka till investeraren. Pepins informerar sina medlemmar om att investeringar i tillväxtbolag är riskfyllt, att sådana tillväxtbolag ofta misslyckas och att alla investeringar kan gå förlorade.¹¹⁷ Pepins avråder medlemmen att investera på ett sådant sätt att den inte kan hantera en eventuell förlust.

5.3.1 Pepins och spridningsförbudet

Eftersom Pepins använder ett upplägg där investeraren uteslutande placerar i publika Holdingbolag innebär det att de erbjudanden som riktas på plattformen inte avser det privata bolaget, utan det publika. Det har anförts att detta upplägg föranleder att spridningsförbudet i ABL över huvud taget inte aktualiseras.¹¹⁸ Det privata bolaget får endast en ny aktieägare efter emissionen och alltså ingen större spridning av aktierna. Bedömningen torde vara riktig.

¹¹³ Pepins, ”solegrossisten”.

¹¹⁴ Pepins, medlemsvillkor paragraf 2.A.

¹¹⁵ Pepins, medlemsvillkor paragraf 2.B.

¹¹⁶ SOU 2018:20 s. 158.

¹¹⁷ Pepins, medlemsvillkor paragraf 7.

¹¹⁸ SOU 2018:20 s. 320.

Eftersom spridningsförbudet är straffsanktionerat torde det vara otillåtet att ge lagregeln en alltför extensiv tolkning. Oavsett hur åtgärden ska bedömas torde marknadsföringsåtgärderna ändå vara tillåtna på grund av det alltid endast är fråga om en förvärvare och att undantaget i tredje stycket således kan tillämpas. Avsikten är endast att den juridiska personen ska bli delägare i det privata bolaget och då gäller inte förbudet i det första och andra stycket.¹¹⁹

Det förefaller finnas flera syften till att Pepins har valt detta upplägg. Pepins har tillstånd av finansinspektionen att bedriva värdepappersrörelse och får således bland annat ta emot och vidarebefordra order av finansiella instrument samt utföra order för kunder.¹²⁰ På grund av detta möjliggör Pepins en andrahandsmarknad där det är möjligt att handla med de aktier eller andra värdepapper som har investerats.¹²¹ Därmed ökar likviditeten i aktierna för den enskilde investeraren. Vidare kan en anledning vara att det privata bolaget inte får fler än en aktieägare och därmed inte riskerar att bli svårstyrt på samma sätt. Dessa anledningar kan visserligen anses legitima men det går emellertid inte att undgå frågan om strukturen inte är ett rent kringgående av spridningsförbudet. Även om en investering *de facto* sker i holdingbolaget är det verksamheten i det privata bolaget som är relevant eftersom det är den som genererar eventuell avkastning till aktieägaren. På så sätt skiljer sig transaktionen egentligen inte påtagligt mycket från de fall en investering skett direkt i det privata bolaget.

¹¹⁹ 1 kap. 7 § tredje stycket ABL.

¹²⁰ Jämför 2 kap. 1 § lag (2007:528) om värdepappersmarknaden.

¹²¹ SOU 2018:20 s. 320.

6 Något om aktuella lagstiftningsöverväganden

Under det senaste året har det både på nationell nivå och på EU-nivå lämnats förslag till lagstiftningsåtgärder i anledning av utvecklingen av gräsrotsfinansiering. Det följande avsnittet avser att säga något om detaljerna i dessa förslag samt diskutera hur de kan antas påverka andelsbaserad gräsrotsfinansiering och privata bolag i Sverige.

6.1 Europakommissionens förslag till harmoniserad lagstiftning

Den Europeiska Kommissionen, som har övervakat utvecklingen av gräsrotsfinansiering sedan 2014, har tidigare bedömt att det inte förelegat skäl att överväga politiska åtgärder.¹²² Den 8 mars i år lämnade Kommissionen dock ett förslag om att reglera gräsrotsfinansieringstjänster på EU-nivå.¹²³ Syftet med förslaget är att underlätta expansionen av gräsrotsfinansiering inom den inre marknaden och att skapa förutsättningar till en effektiv kapitaltillgång för entreprenörer, nystartade företag, tillväxtföretag och SMEs.¹²⁴

I motiveringen till lagförslaget understryker kommissionen den svårighet som företag har att få tillgång till kapital, särskilt för företag som expanderar från en uppstartsfas. Det anförs även att om gräsrotsfinansiering ska fungera friktionsfritt och smidigt krävs att allmänheten har ett förtroende för plattformarna. Kommissionen har föreslagit ett regelpaket ägnat att särskilt tillämpas på aktörer som tillhandahåller plattformar som möjliggör andelsbaserad och lånebaserad gräsrotsfinansiering. Det inbegriper bland annat regler om tillståndskrav, organisatoriska krav, regler för undvikande av intressekonflikter, informationsplikter, lämplighetsprövningar och andra liknande bestämmelser.

¹²² COM(2014) 172 final, s. 13 f.

¹²³ COM(2018) 113 final.

6.1.1 Förordningens tillämpbarhet på svenska privata bolag

Kommissionen understryker att det endast är gränsöverskridande former av gräsrotsfinansiering som ligger inom ramen för lagstiftningsuppdraget. Regelverket tar alltså inte sikte på plattformar som endast förmedlar gräsrotsfinansieringstjänster på nationell nivå och enligt nationell lagstiftning. Vidare omfattas endast andelsbaserad gräsrotsfinansiering när det är fråga om förmedling av *överlåtbara värdepapper*. Definitionen av överlåtbara värdepapper bestäms i EU:s förordning och direktiv om värdepappersmarknaden (MiFID). En förutsättning för att ett värdepapper ska anses överlåtbart är att det kan bli föremål för handel på kapitalmarknaden.¹²⁵ Aktier i ett svenskt privat bolag är emellertid inte att betrakta som överlåtbara värdepapper eftersom sådana andelar på grund av förbudet i ABL inte får spridas till allmänheten.¹²⁶ Detta medför således att andelsbaserad gräsrotsfinansiering i anslutning till svenska privata bolag och plattformar faller utanför regleringens tillämpningsområde.

6.2 Finansdepartementets betänkande om gräsrotsfinansiering

Den 28 juli 2016 tillsatte regeringen en särskild utredare som fick i uppdrag att kartlägga den svenska marknaden för gräsrotsfinansiering. Utgångspunkten var att förbättra förutsättningarna för gräsrotsfinansiering i Sverige och i uppdraget ingick bland annat att kartlägga vilka regler som aktualiseras i relation till plattformarna, hur spridningsförbudet förhåller sig till finansieringsmetoden och om det föreligger hinder för privata bolag att använda finansieringsmetoden.¹²⁷ Finansdepartementet lämnade över sitt betänkande till regeringen den 19 mars 2018.¹²⁸

Finansdepartementet drar slutsatsen att det saknas ett tillfredställande regelverk i förhållande till finansieringsmetoden i Sverige. Departementet har fokuserat särskilt mycket på plattformarna och menar att det föreligger ett behov av att strama åt reglerna för hur dessa ska få bedriva sin verksamhet. Exempelvis anför departementet att prospektreglerna i lag (1991:980) om handel med finansiella instrument inte kan tillämpas då spridningsförbudet

¹²⁵ Artikel 4.1.18 MiFID.

¹²⁶ Prop. 2006/07:115 s. 282.

¹²⁷ Kommitédirektiv dir 2016:70 s. 8.

¹²⁸ SOU 2018:20.

föranleder att aktier i privata bolag inte utgör överlåtbara värdepapper.¹²⁹ Av samma anledning behöver plattformarna inte tillstånd för sin verksamhet enligt lag (2007:528) om värdepappersmarknaden eftersom aktier i privata bolag inte utgör finansiella instrument.¹³⁰

Utredningen har mynnat ut i ett förslag om inrättandet av en ny lag om viss verksamhet med förmedling av finansiering. För att läsaren ska få en förståelse av det materiella innehållet i detta lagförslag ska några av de centrala bestämmelserna beskrivas i det följande. Därefter avses att diskuteras hur det föreslagna regelverket kan antas påverka utvecklingen av gräsrotsfinansiering i Sverige.

6.2.1 Tillståndsplikt

Finansdepartementet har föreslagit att bolag som bedriver plattformar ska omfattas av en tillståndsplikt. Endast aktiebolag och ekonomiska föreningar ska ha möjlighet att tillhandahålla sådana tjänster och dessa ska omfattas av särskilda lämplighetskrav. Anledningen till detta är att det anses betydelsefullt att sådana verksamheter har allmänhetens förtroende.¹³¹ Tillstånd ska lämnas om (i) bolagsordningen strider inte mot den nya lagen eller någon annan författning av betydelse, (ii) det finns skäl att anta att verksamheten kommer att bedrivas enligt den nya lagen, (iii) den som har eller som kan komma att få ett kvalificerat innehav i företaget är lämplig att utöva väsentligt inflytande över företagets ledning och (iv) den som ska ingå i styrelsen eller vara verkställande direktör har tillräcklig insikt och erfarenhet och i övrigt kan bedömas som lämplig.¹³²

¹²⁹ SOU 2018:20 s. 241.

¹³⁰ Se SOU 2018:20 s. 241; Se även Finansinspektionen, *Gräsrotsfinansiering i Sverige – en kartläggning*, s. 33. Enligt 2 kap. 1 § 1 stycket 1 punkten får tillstånd lämnas för att bedriva värdepappersrörelse när det är fråga om mottagande eller vidarebefordran av order i fråga om ett eller flera finansiella instrument. Med finansiella instrument avses enligt 1 kap. 4 § bland annat överlåtbara värdepapper.

¹³¹ SOU 2018:20 s. 339.

¹³² SOU 2018:20 s. 366. Kriterierna för tillstånd överensstämmer i allt väsentligt med de som gäller för att bedriva värdepappersrörelse. Se 3 kap. 1 § lag (2007:528) om värdepappersrörelse.

6.2.2 Informationsskyldighet

Finansdepartementet har anfört att presumtiva investerare och småsparare måste få nödvändiga och relevanta uppgifter om ett investeringserbjudande. Detta för att det ska vara möjligt att bilda sig en uppfattning om riskerna och möjligheten till ekonomisk avkastning.¹³³ Det har därför lagts fram ett förslag som skulle ålägga kapitalförmedlare (plattformar) en skyldighet att tillgängliggöra den information som krävs för att investeraren ska kunna fatta ett välgrundat beslut.¹³⁴ Förslaget har hämtat inspiration från den lagstiftning som gäller på värdepappersmarknaden.¹³⁵ Det har anförts att kapitalförmedlaren ska omfattas av ett informationskrav, särskilt vad gäller information om årsredovisningar, delårsrapporter, uppgifter om ägandestrukturen och uppgifter om produkterna eller tjänsterna som det kapitalsökande bolaget.¹³⁶

6.2.3 Aktiv hantering av intressekonflikter

Finansdepartementet har föreslagit att plattformarna ska vara skyldiga att vidta alla rimliga åtgärder för att undvika intressekonflikter och för att identifiera, hantera och redovisa konflikter som uppkommer.¹³⁷ Vad som praktiskt avses med detta är dock inte helt tydligt. Finansdepartementet har inte föreslagit någon särskild reglering för plattformarnas intäktsstruktur och hanteringen av provisioner från de kapitalsökande bolagen.

6.2.4 Passandebedömning av investeraren

Förslaget innehåller även en bestämmelse om att plattformarna ska vara skyldiga att göra en passendebedömning av investeraren när den inte är näringsidkare. Syftet är att plattformarna ska säkerställa att investerarna har en tillräcklig kännedom om vad gräsrotsfinansiering är och

¹³³ SOU 2018:20 s. 406.

¹³⁴ Förslagets lydelse liknar prospektregleringen som gäller enligt lag (1991:980) om handel med finansiella instrument.

¹³⁵ Finansdepartementet jämför bland annat med regleringen som gäller värdepappersinstitut enligt lag (2007:528) om värdepappersmarknaden och regleringen för fondbolag enligt lag (2004:46) om värdepappersfonder.

¹³⁶ SOU 2018:20 s. 409.

¹³⁷ SOU 2018:20 s. 395.

att de är införstådda med riskerna. Finansdepartementet menar att en sådan regel är motiverad eftersom endast en informationsplikt inte skulle medföra ett tillräckligt skydd för investerarna.

6.2.5 Remissinstansernas kritik

Remissinstanserna är huvudsakligen positivt inställda till att Finansdepartementet föreslagit en reglering av plattformarna. Det har påpekats att alltför hårda krav kan hindra utvecklingen på grund av att det medför ökade kostnader för de kapitalsökande bolagen. Det har även framförts att regler såsom en särskild passandebedömning av investeraren riskerar att frånta och underkänna människors egen beslutsförmåga.¹³⁸

Betydande kritik har dock riktats mot betänkandet då flera remissinstanser anser att Finansdepartementet inte har behandlat finansieringsmetodens relation till spridningsförbudet på ett tillfredsställande sätt. Sveriges Advokatsamfund har exempelvis uttryckt att *”den osäkerhet som råder på vilket sätt kapitalanskaffningen ska struktureras för att inte så i strid med spridningsförbudet är otillfredsställande för samtliga aktörer som är inblandade i andelsbaserad gräsrotsfinansiering”*.¹³⁹ Bolagsverket menar att den rättsliga osäkerheten är så hög att den kan leda till att bolag måste välja andra finansieringsmetoder.¹⁴⁰ Juridiska institutionen vid Göteborgs universitet anför att *”utredningen lämnat spridningsförbudets tillämplighet och konsekvenser för gräsrotsfinansiering för privata bolag obesvarad”*.¹⁴¹

¹³⁸ Småföretagarnas riksförbud, remissvar till SOU 2018:20, s. 3.

¹³⁹ Sveriges Advokatsamfund, remissvar till SOU 2018:20, s. 5.

¹⁴⁰ Bolagsverket, remissvar till SOU 2018:20, s. 2.

¹⁴¹ Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, Juridiska Institutionen, remissvar till SOU 2018:20, s. 2.

7 Konklusion: Spridningsförbudets inverkan på utvecklingen av andelsbaserad gräsrotsfinansiering i Sverige

Utgångspunkten för Finansdepartementets utredning var att förbättra förutsättningarna för utvecklingen av finansieringsformen som en alternativ källa till finansiering för små och medelstora företag.¹⁴² Regeringen har med andra ord gjort ett principiellt ställningstagande om att gräsrotsfinansiering ska främjas. Med beaktande av de svenska tillväxtbolagens kapitalbehov kan detta anses positivt. Som berörts tidigare kan finansieringsgapet överbryggas genom att gräsrotsfinansieringstjänster tillgängliggörs för privata bolag. Det kan vara starka skäl till att finansieringsformen ska ges förutsättningar att växa på den svenska marknaden.

Jag får emellertid instämma i den kritik som har framförts. I Finansdepartementets uppdrag ingick att utreda om det föreligger hinder för privata bolag att finansiera sig genom gräsrotsfinansiering samt bedöma om befintlig lagstiftning behöver justeras.¹⁴³ Även om Finansdepartementet diskuterar spridningsförbudets omfattning och karaktär sker inget konkret ställningstagande i dessa delar. Exempelvis anförs att det är vanskligt att uttala sig om tillämpningen av annonseringsförbudet eftersom någon rättslig prövning ännu inte har ägt rum.¹⁴⁴ Utredningen har således varken tolkat annonseringsförbudet eller föranmälningsundantaget i tillräckligt hög utsträckning. Departementets slutsats är att privata bolag som använder andelsbaserad gräsrotsfinansiering för kapitalanskaffning *kan* bryta mot förbudet men att det ändå inte behöver hindra sådana bolag från att finansiera sig den vägen.¹⁴⁵ Vad som avses med detta är inte tydligt och slutsatsen är därav att det fortfarande råder en stor osäkerhet om hur spridningsförbudet ska tillämpas idag.

Som framgår av avsnitt 5.2 förmedlar Fundedbyme erbjudanden att teckna aktier i privata bolag vilket vem som helst som har en internetuppkoppling har tillgång till. På grund av den omfattande exponering en finansieringskampanj föranleder och då marknadsföring även sker genom andra kanaler är min bedömning att det är fråga om sådan annonsering som avses i 1 kap. 7 § första stycket ABL. Om annonseringsrekvisitet mot förmodan inte skulle vara uppfyllt är det i vart fall fråga om en sådan åtgärd som innebär att värdepapper försöker spridas på annat

¹⁴² SOU 2018:20 s. 15.

¹⁴³ Kommitédirektiv dir 2016:70 s. 2.

¹⁴⁴ SOU 2018:20 s. 319.

¹⁴⁵ SOU 2018:20 s. 315.

sätt. Eftersom det är långt fler än 200 personer som nås av dessa erbjudanden är åtgärden otillåten. Tecknandet av ett medlemskap skulle eventuellt kunna aktualisera föransmälningssundantaget i det andra stycket, men då erbjudandena inte är begränsade till medlemmarna blir inte undantaget tillämpligt. Den struktur som valts av Pepins medför att spridningsförbudet inte aktualiseras. Trots att det är ett privat bolag som marknadsför sin verksamhet sker investeringar i publika holdingbolag vilket inte medför någon spridning av det privata bolagets värdepapper. Emellertid kan fråga ställas huruvida detta är fråga om ett rent kringgående av aktiebolagslagens spridningsförbud.

Finansdepartementet har föreslagit ett särskilt regelverk avsett att skydda investerare och samtidigt att öka förtroendet för gräsrotsfinansiering hos allmänheten. Detta genom att bland annat ålägga plattformarna en tillståndsplikt, en ökad informationsskyldighet och krav på att motverka intressekonflikter. En sådan reglering kan vara sund eftersom det torde vara önskvärt att plattformarna bedrivs av seriösa aktörer och att det säkerställs ett adekvat investerarskydd. Emellertid föranleder en reglering av plattformarna knappast någon mer restriktiv tolkning av bolagets och aktieägarnas åtgärder i förhållande till spridningsförbudet. Eftersom det föreligger sådan stor osäkerhet om vilka åtgärder som är förenliga med lagen kan ifrågasättas om det är lämpligt att endast föreslå en reglering av plattformarna. Införandet av ett informationskrav på det sätt som Finansdepartementet föreslagit torde till och med kunna medföra att de privata bolagen måste bryta mot spridningsförbudet för att plattformarna ska kunna följa den nya gräsrotsfinansieringslagen. Sevenius har anfört att det kan uppstå en situation som närmast är att betrakta som en form av *pactum turpe*.¹⁴⁶ Med detta menar han att finansieringsmetoden blir dubbelt sanktionerad; tillåten och straffbar på samma gång.

Alldeles oavsett är det fortfarande ett faktum att spridningsförbudet utgör gränsdragningen mellan det privata och det publika bolaget och det förra har inte rätt att söka kapitalanskaffning från allmänheten. Min uppfattning är att de marknadsföringsåtgärder som vidtas på sådana plattformar som har en struktur som liknar Fundedbyme utgör annonsering i lagens mening och att det i vart fall är fråga om spridningsåtgärder på annat sätt. Dessa åtgärder innebär således överträdelse av ABL och aktörerna riskerar straffsanktioner. Oavsett om min bedömning är riktig eller inte, innebär det oklara rättsläget att utvecklingen av andelsbaserad gräsrotsfinansiering utsätts för betydande friktion eftersom aktörerna inte har kunskap om hur

¹⁴⁶ Sevenius, Sevenius.se, 27/3 2018

de ska agera för att hålla sig inom lagens gränser. De regleringsåtgärder som har föreslagits av finansdepartementet kommer inte lösa detta problem. Således är slutsatsen att spridningsförbudet i ABL hindrar privata bolag från att använda andelsbaserad gräsrotsfinansiering för kapitalanskaffning.

Finansdepartementet har valt en sorts mellanväg genom att föreslå ett nytt regelverk utan att tydligt uttala sig om vad som gäller. Det har inte preciserats några konkreta förslag om eventuella ändringar av spridningsförbudet som kan vara påkallade i anledning av det föreslagna regelverket. Avsaknaden av sådana överväganden är otillfredsställande för aktörerna som använder eller avser att använda gräsrotsfinansiering för kapitalanskaffning. Det har anförts av Finansdepartementet att motiven till att reglera plattformarna är att verksamheten ska bedrivas med allmänhetens förtroende.¹⁴⁷ En förutsättning för detta torde emellertid vara att informera de berörda aktörerna om finansieringsmetoden och åtgärderna över huvud taget är lagliga eller inte. Om regeringen avser att finansieringsmetoden ska växa i Sverige är det högst påkallat att rättsläget klargörs, vilket sannolikt kräver ytterligare juridiska överväganden. Det följande avsnittet avser därför att diskutera vilka konkreta åtgärder som står till buds för att undanröja den rådande rättsosäkerheten som gäller i relation till gräsrotsfinansiering i Sverige. Det avses även att diskuteras sådana åtgärder som inte nödvändigtvis leder till en utökad förståelse av bestämmelsens tolkning, men som på annat sätt kan föranleda en förbättrad rättssäkerhet.

¹⁴⁷ SOU 2018:20 s. 339.

8 Möjliga regleringsåtgärder i förhållande till spridningsförbudet

I det följande avsnittet diskuteras sex olika konkreta åtgärder som kan vidtas i syfte att förbättra rättssäkerheten för aktörer som använder andelsbaserad gräsrotsfinansiering i Sverige. Av pedagogiska skäl inleds avsnittet med att diskutera en åtgärd som kan föranleda en förbättrad efterlevnad av spridningsförbudet och sedan behandlas sådana åtgärder som kan tillvarata regeringens ambition om att skapa förutsättningar för en tillväxt av finansieringsmetoden.

8.1 Civilrättslig ogiltighetsbestämmelse?

Eftersom privata bolag *de facto* nyttjar finansieringsmetoden i Sverige får det antas att marknadsaktörerna inte till fullo accepterar och respekterar spridningsförbudet i 1 kap. 7 § ABL. Det faktum att överträdelser kan föranleda påföljder såsom böter och fängelse verkar således inte hindra *alla* företagare i detta avseende. Då ingen prövning eller lagföring har skett innebär det även att sanktionsbestämmelsen i 30. kap 1 § ABL inte tillämpats så som var avsett vid dess införande. I detta sammanhang är det värt att påpeka att detta är en situation som kommittén varnade för i 1992 års betänkande. Av effektivitetsskäl avsåg kommittén att införa en civilrättslig ogiltighetsregel för aktieteckningar eller förvärv skett mot bakgrund av brott mot spridningsförbudet.¹⁴⁸ Någon sådan regel kom dock inte att införas, i första hand på grund av hänsyn till godtroende förvärvare men även för att andra länder inte hade infört någon sådan bestämmelse.¹⁴⁹

Om det anses angeläget att gränsdragningen mellan det privata och det publika bolaget i framtiden ska upprätthållas och respekteras kan det möjligen trots allt vara angeläget att införa en sådan ogiltighetsbestämmelse. Visserligen skulle en sådan åtgärd *i sig* inte medföra någon utökad klarhet om hur spridningsförbudet ska tillämpas i praktiken men det skulle säkerligen avskräcka investerare och privata bolag från att använda finansieringsmetoden. En sådan konsekvens är dock till synes inte förenlig med regeringens ambition om att metoden ska växa i Sverige.

¹⁴⁸ SOU 1992:83 s. 123.

¹⁴⁹ Prop. 1993/94:196 s. 86 f.

En ogiltighetsbestämmelse torde dock även kunna medföra nya tolkningsproblem. Om den godtroende förvärvaren ska skyddas kan det exempelvis föranleda svårigheter att bedöma när förvärvaren ska anses vara i ond tro. Det skulle emellertid kunna anföras att den som genomför en aktieinvestering med hjälp av en digital plattform över huvud taget inte ska kunna anses vara i god tro. Ett annat problem är att sådan bestämmelse skulle kunna föranleda spekulering och missbruk. En investerare som genomfört en förlustbringande placering skulle potentiellt kunna hävda ond tro för att ogiltigförklara sitt förvärv. En konsekvens av detta skulle kunna vara fler civilrättsliga tvister, eftersom en ogiltigförklaring sannolikt inte skulle godtas lättvindigt av motparten. Eftersom ogiltighet vid det fallet endast inträder om bolaget brutit mot spridningsförbudet, torde domstolen behöva pröva om de bakomliggande åtgärderna skett i strid med bestämmelsen. På sikt skulle en sådan bestämmelse möjligen kunna föranleda en ökad förståelse om spridningsförbudets rätta tillämpning.

8.2 Prövning genom rättstillämpningen?

Eftersom utgångspunkten för Finansdepartementets uppdrag var att förbättra förutsättningarna för gräsrotsfinansiering är det inte omöjligt att det förelegat en ovilja att konstatera att spridningsförbudet gör finansieringsmetoden lagstridig. Utredningen har anført att ett sådant ställningstagande kan hämma de svenska bolagen både ekonomiskt och konkurrensmässigt i ett internationellt perspektiv eftersom plattformarna då kan välja att flytta sin verksamhet utomlands.¹⁵⁰ Det är emellertid både problematiskt och olämpligt att Sverige har ett regelverk som inte tillämpas i praktiken. Om rätten ska upprätthålla sin normerande verkan måste överträdelse beivras där så är möjligt. Orsaken till att situationen ännu är oprövad kan bero på att det föreligger en osäkerhet om hur spridningsförbudet ska tillämpas och möjligen även en rädsla för att skapa en tveksam rättsutveckling. En något mindre sannolik orsak är att myndigheterna skyr de konsekvenser som skulle föranledas av ett tydligt ställningstagande om finansieringsmetoden är otillåten för privata bolag.

Så som Finansdepartementet har anført är en fullt tänkbar lösning på det osäkerhetsproblem som föreligger att rättstillämpningen tar upp saken till prövning.¹⁵¹ Det torde till och med vara

¹⁵⁰ SOU 2018:20 s. 322. Departementet anför att man sett sådana tendenser i Danmark.

¹⁵¹ SOU 2018:20 s. 319.

den enda åtgärden som kan föranleda att rättsläget klargörs på ett tydligt sätt. I sammanhanget kan det därför vara angeläget att överväga vilka utfall och vilken rättsutveckling en sådan prövning skulle kunna föranleda. Det gör det relevant att lyfta ett särskilt avsnitt i betänkandet. Finansdepartementet vidgår följande:

För att anskaffning och förmedling av finansiering som tillhandahålls privata aktiebolag genom andelsbaserad gräsrotsfinansiering inte ska träffas av spridningsförbudet förutsätts alltså att föranmälningsundantaget i 1 kap. 7 § andra stycket är tillämpligt och att den information som lämnas och sättet på vilket det sker inte är att bedöma som annonsering samt att högsta antalet poster som erbjuds inte överstiger 200. Om så kan bedömas vara fallet utgör bestämmelsen inte något hinder för privata aktiebolags finansiering på detta sätt.¹⁵²

Eftersom det explicit framgår att tillåtligheten villkoras av att föranmälningsundantaget är tillämpligt är frågan om departementet möjligen bedömer att ett medlemskap kan betraktas som en föranmälan. Om så är fallet är svårt att svara på men det är en argumentationslinje som förtjänar vidare diskussion.¹⁵³ Frågan är om det är möjligt för den svenska rättstillämpningen att skapa en rättsutveckling där det (i) inte anses som annonsering och (ii) föranleder att föranmälningsundantaget kan tillämpas, om ett bolag uteslutande riktar investeringserbjudanden till de som tecknat ett medlemskap på en plattform.

Rättstillämpningen i Storbritannien tycks ha tagit en sådan utveckling. I likhet med den nuvarande svenska regleringen får brittiska privata bolag (private companies) inte söka kapitalanskaffning från allmänheten.¹⁵⁴ Regleringen är dock utformad på ett något annorlunda sätt. Den brittiska bestämmelsen innebär att bolaget (i) inte får erbjuda allmänheten värdepapper¹⁵⁵ eller (ii) tilldela eller godta att tilldela värdepapper i bolaget om de är avsedda att erbjudas allmänheten. Companies Act definierar ett erbjudande till allmänheten till att vara ett erbjudande till någon del av allmänheten, oavsett hur den valts ut.¹⁵⁶ Till skillnad från den

¹⁵² SOU 2018:20 s. 320.

¹⁵³ Avsnitt 5.3.3. har tidigare diskuterat frågan om ett medlemskap på en plattform kan utgöra en sådan åtgärd som föranleder att föranmälningsundantaget blir tillämpligt.

¹⁵⁴ Companies Act 2006, Section 755 article 1-2.

¹⁵⁵ Värdepapper definieras såsom aktier eller obligationer. Se Companies Act 2006 section 755 article 5.

¹⁵⁶ Companies Act 2006, section 756 article 2.

svenska lagstiftningen innehåller regelverket dock även en definition av vad som inte anses vara ett erbjudande till allmänheten. Så är fallet om det (i) inte direkt eller indirekt resulterar i att värdepapper i bolaget blir tillgängliga för andra än dem som fick erbjudandet eller (ii) om det på något annat sätt är fråga om en privat angelägenhet mellan givare och mottagare av erbjudandet.¹⁵⁷

Med anledning av den senare utvecklingen har Storbritannien vidtagit lagstiftningsåtgärder i relation till plattformarna. Dessa har att förhålla sig till Conduct of Business Sourcebook som reglerar hur auktoriserade aktörer får bedriva förmedlingsverksamhet, vilket således liknar det regelverk som har föreslagits av Finansdepartementet. COBS medför att en plattform endast får kommunicera erbjudanden att teckna eller förvärva aktier i privata bolag till vissa särskilda personer¹⁵⁸ och endast om plattformen uppfyller vissa lämplighetsföreskrifter.¹⁵⁹ Ambitionen är således att säkerställa ett investerarskydd, dels genom att begränsa vilka personer som kan bli föremål för erbjudanden men även vilka plattformar som får rikta dem.

Den brittiska tillsynsmyndigheten FCA har aviserat att COBS inte är ägnat att påverka tillämpningen av den bolagsrättsliga regleringen.¹⁶⁰ Det innebär att de privata bolagen fortfarande måste förhålla sig till förbudet i Companies Act. Trots detta verkar brittiska privata bolag inte vara förhindrade att söka kapitalanskaffning genom andelsbaserad gräsrotsfinansiering.¹⁶¹ Eftersom erbjudanden endast riktas till sådana personer som har tecknat ett medlemskap och som är certifierade enligt COBS innebär det att erbjudanden inte sprids till andra än dem som fick erbjudandet. Därav faller åtgärden in under definitionen för vad som *inte* anses utgöra ett erbjudande till allmänheten enligt Companies Act.¹⁶²

ABL innehåller inte någon definition om vad som inte ska anses vara ett erbjudande till allmänheten. Den brittiska rättsordningen utgjorde dock en förebild till den svenska kategoriindelningen och till spridningsförbudet.¹⁶³ Det kan anföras att en liknande rättsutveckling i Sverige vore önskvärd eftersom informationsspridningen kan begränsas till de

¹⁵⁷ Companies Act 2006, section 765 article 3. Översättningen är hämtad ur SOU 2018:20 s. 320.

¹⁵⁸ Mottagaren ha certifierats som en av följande: (i) high-net investor, (ii) sophisticated investor, (iii) self-certified sophisticated investor eller, (iv) restricted investor. Se COBS 4.7.7.

¹⁵⁹ COBS 4.7.7.

¹⁶⁰ Financial Conduct Authority, *The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media*, s. 40.

¹⁶¹ SOU 2018:20 s. 320.

¹⁶² Companies Act 2006, section 765 article 3.

¹⁶³ Prop. 1993/94:196 s. 75.

som vidtagit en aktiv åtgärd och som har ett intresse av att investera. På samma gång skulle det eventuellt vara möjligt att tillgodose ett liknande investerarskydd genom sådana passandebedömningar som Finansdepartementet föreslagit.

Eftersom begreppet annonsering inte preciserats närmare vare sig i aktiebolagslagen eller dess förarbeten skulle en svensk domstol eventuellt ha ett större tolknings- och argumentationsutrymme i samband med en rättslig prövning. Det finns således en teoretisk möjlighet att det inte bedöms som annonsering när det endast är medlemmar som nås av ett erbjudande. Emellertid får plattformarna allt fler medlemmar och det finns inte anledning att anta att tillväxten kommer att avta.¹⁶⁴ Dessa omständigheter torde vara mer problematiska. Även om ett investeringserbjudande endast når medlemmar på en digital plattform är det fortfarande en omfattande personkrets som erbjuds att investera. I detta sammanhang torde en prövande domstol beakta att spridningsförbudets bakomliggande syfte är att förbjuda det privata aktiebolaget och aktieägaren att vända sig utanför den befintliga delägarkretsen med erbjudande om förvärv eller teckning av aktier.¹⁶⁵ Vidare är föransmälningssundantaget primärt ägnat att möjliggöra erbjudanden till professionella investerare och inte till sådana personer som typiskt sett investerar genom gräsrotsfinansieringsplattformar.¹⁶⁶

Aktiebolagslagens förarbeten lyfter således den inneboende konflikt och spänning som föreligger mellan gräsrotsfinansiering och spridningsförbudet. Lagstiftaren hade knappast kunnat förutse effekterna av digitaliseringen vid spridningsförbudets införande i mitten av 1990-talet. Om så varit fallet hade alternativa spridningsmetoder säkerligen fått ett större utrymme i aktiebolagslagens förarbeten. Lagen är emellertid föränderlig vilket medför att den praktiserande juristen vid tillämpningen bör tolka lagen i ljuset av lagstiftarens intentioner och utifrån den kunskap som upparbetas efter hand. Det är sådana överväganden som medför att även de äldsta lagarna kan tillämpas på dagens förhållanden.¹⁶⁷ De faktiska omständigheterna torde tala emot en rättstillämpning som utesluter annonsering när ett bolag endast riktar erbjudanden till medlemmar. Inte heller talar omständigheterna för en tolkning av

¹⁶⁴ Fundedbyme har exempelvis på bara några år utökat sitt medlemsantal från omkring 100 000 till över 250 000 idag.

¹⁶⁵ Prop. 1993/94:196 s. 141.

¹⁶⁶ Prop. 1993/94:196 s. 143.

¹⁶⁷ Såväl avtalslagen som skuldebrevslagen är från tidigt 1900-tal och har trots dess ålderdomliga lydelse avgörande betydelse inom avtals- och fordringsrätten idag.

föranmälningsundantaget till att inbegripa ett medlemskap på det sätt som Finansdepartementet möjligen antytt i sitt betänkande.

I Sverige utgör förarbeten en viktig rättskälla och det är sedvanligt att domstolarna tillmäter dessa avgörande betydelse vid tolkningen av gällande rätt.¹⁶⁸ Nära till hands ligger således en rättstillämpning som tydliggör att denna finansieringsmetod, på grund av att den kännetecknas av att kapitalanskaffning söks hos den breda allmänheten, inte är förenlig med spridningsförbudet. Emellertid vore det felaktigt att påstå att domstolarna är formellt bundna av förarbeten. Det kan finnas skäl att göra avvikelser när dessa blivit otidsenliga eller om de annars vore olämpliga att följa. Mot bakgrund av att förarbetena inte är fullt anpassade till den digitala nutiden torde det finnas ett visst utrymme för en domstol att inta en rättskipande roll i förhållande till denna nya finansieringsmetod.

Oaktat dessa överväganden är det fullt tänkbart att en prövande domstol skulle ”stänga dörren” för privata bolag att anskaffa kapital genom andelsbaserad gräsrotsfinansiering. Eftersom inställningen på regeringsnivå är att finansieringsmetoden ska ges förutsättningar att växa i Sverige kan det således finnas skäl till att överväga särskilda lagstiftningsåtgärder beträffande spridningsförbudet. I de kommande avsnitten avses därför att diskuteras vilka konkreta åtgärder som skulle kunna vidtas för att åstadkomma den klarhet och den rättssäkerhet som det nuvarande regelverket saknar och som samtidigt kan möjliggöra en nationell utveckling av finansieringsmetoden.

8.3 Är det möjligt att bort spridningsförbudet ur ABL?

I likhet med den svenska rättsordningen har Finland både privata och publika aktiebolag som behandlas inom ramen för samma aktiebolagslag. Kategoriindelningen är ett resultat av en finländsk anpassning till den Europeiska Gemenskapen varvid aktiebolagslagen reviderades under mitten av 1990-talet. Skiljelinjen mellan bolagskategorierna bestämdes såtillvida att endast värdepapper i det publika bolaget skulle kunna vara föremål för offentlig handel.¹⁶⁹ Idag

¹⁶⁸ Lehrberg, s. 160.

¹⁶⁹ RP 89/1996 rd s. 22. (finländsk proposition till aktiebolagslag)

stadgas att värdepapper i privata bolag inte får tas upp till handel på en reglerad marknad.¹⁷⁰ Detta liknar således bestämmelsen i 1 kap. 8 § ABL.

Skiljelinjen mellan bolagskategorierna i Finland hindrar inte privata aktiebolag att söka kapitalanskaffning från allmänheten. Undertecknad har inte funnit några indikationer på att detta anses problematiskt. Eftersom vår nordiska granne är medlem i EU och då det får antas att lagstiftningen är konsekvent och förenlig med bolagsdirektiven torde det således inte vara helt *omöjligt* att ta bort spridningsförbudet ur ABL. Det är en eventuell åtgärd som skulle skapa förutsättningar för en nationell utveckling av andelsbaserad gräsrotsfinansiering men framför allt skulle det innebära en utökad rättssäkerhet för aktörerna.

I sammanhanget ska även påpekas att det infördes ett särskilt regelverk för gräsrotsfinansiering i finländsk rätt under 2016, vilket i mångt och mycket liknar det regelverk som Finansdepartementet har föreslagit.¹⁷¹ Utmärkande för den finländska regleringen är emellertid att man försökt reglera plattformarna på så sätt att dessa måste tillhöra en särskild branschorganisation och följa vad som kallas för god gräsrotsfinansieringssed.¹⁷² Det är branschorganisationen som lämnar särskilda rekommendationer om hur verksamheten ska bedrivas och om plattformen inte vill följa dessa tillämpas en liknande *följ-eller-förklara-princip* som gäller enligt svensk kod för bolagsstyrning.

8.4 Uttryckligt undantag i likhet med vad som gäller för SVB-bolag?

I samband med aktiebolagsreformen 2005 infördes SVB-bolag i svensk rätt. Denna bolagsform är särskilt anpassad för verksamhet som bedrivs i offentlig regi eftersom syftet inte är att generera avkastning till aktieägarna utan att den eventuella vinsten istället ska återinvesteras i verksamheten.¹⁷³ På grund av bolagsformens avsedda användningsområde anförde kommittén att det förelåg ett särskilt kapitalbehov vilket på grund av vinstutdelningsbegränsningarna skulle vara svårt att tillgodose. Det förmodades att många skulle vara intresserade av att investera i SVB-bolag och för att säkerställa att dessa skulle förmå att införskaffa ett erforderligt kapital

¹⁷⁰ 1 kap. 1 § aktiebolagslag (624/2006). (finländsk lag)

¹⁷¹ Lag om gräsrotsfinansiering (734/2016). (finländsk lag)

¹⁷² 1 kap. 18 § lag om gräsrotsfinansiering (734/2016).

¹⁷³ Prop. 2004/05:178 s. 21.

infördes därför ett specifikt undantag från spridningsförbudet.¹⁷⁴ Till skillnad mot privata bolag får SVB-bolag således söka kapitalanskaffning från allmänheten.¹⁷⁵

Enligt min mening är dessa överväganden inte enbart applicerbara på SVB-bolag. Det är huvudsakligen (om inte uteslutande) ekonomiska värdeargument som ligger bakom ståndpunkten att gräsrotsfinansiering är nyttigt för små och medelstora aktiebolag. Det finansieringsgap som identifierats av Tillväxtverket innebär att dessa bolag har sämre kapitaltillgång än vad deras intjäningsförmåga motiverar.¹⁷⁶ Många är överens om att finansieringsmetoden kan bidra till att överbygga detta problem och gynna bolagen. Det är en ståndpunkt som delas både på regerings- och EU-nivå.¹⁷⁷ Således kan anföras att det är påkallat att införa ett liknande undantag även i relation till det privata bolaget.

Finansdepartementet vidgår att ett sådant undantag, på grund av de ekonomiska fördelarna, kan behöva övervägas om gräsrotsfinansiering skulle vara lagstridigt på grund av spridningsförbudet.¹⁷⁸ Utredningen har emellertid inte konkretiserat något förslag i detta avseende, vilket Sveriges Advokatsamfund påtalat som ett ”väsentligt tillkortkommande”. Samfundet har anført att en tänkbar lösning är att införa ett undantag specifikt tillämpligt på privata bolag som anskaffar kapital genom plattformar som har tillstånd och bedriver sin verksamhet enligt den föreslagna gräsrotsfinansieringslagen.¹⁷⁹ Finansdepartementet anför dock att införandet av ett undantag kan få konsekvenser för gränsdragningen mellan bolagskategorierna och att svensk lagstiftning därigenom riskera att bli oförenlig med EU-rätten.¹⁸⁰ Det sägs vidare att Sverige skulle behöva tillämpa samtliga bolagsrättsdirektiv på alla aktiebolagsformer.

Sevenius intar en kritisk ställning mot finansdepartementet i detta avseende. Han anför att ett specifikt undantag för privata bolag som nyttjar gräsrotsfinansieringsplattformar inte skulle påverka uppdelningen mellan bolagsformerna och särskilt inte de privata bolag som inte använder finansieringsmetoden för kapitalanskaffning.¹⁸¹ Vidare ifrågasätter han att dessa EU-

¹⁷⁴ Prop. 2004/05:178 s. 25.

¹⁷⁵ 1 kap. 7 § tredje stycket ABL.

¹⁷⁶ Tillväxtverket, *Tillväxt genom crowdfunding?*, s. 45 f.

¹⁷⁷ European Commission, Press Release, 27/3 2014; Kommitédirektiv dir 2016:70 s. 2.

¹⁷⁸ SOU 2018:20 s. 321 f.

¹⁷⁹ Sveriges Advokatsamfund, remissvar till SOU 2018:20, s. 5.

¹⁸⁰ SOU 2018:20 s. 323.

¹⁸¹ Sevenius, Sevenius.se, 27/3 2018.

rättsliga överväganden över huvud taget aktualiseras i detta fall när så inte var fallet när undantaget för SVB-bolag infördes.

Även Sveriges Advokatsamfund har dock påtalat att ett undantag skulle medföra fler privata bolag med en spridd deltagarkrets och således även att den privata bolagsformen förskjuts i riktning mot den publika. Säkerligen har Samfundet rätt i detta avseende. Förutom att det publika bolaget omfattas av vissa strängare regler i relation till informationsgivning, styrning och revision är det inte särskilt mycket som skiljer bolagsformerna åt. För att citera Skog: ”*att ett aktiebolag är publikt innebär ingenting mer än att bolaget har rätt att vända sig till allmänheten för kapitalanskaffning*”.¹⁸²

Om ett specifikt undantag ska övervägas kan det alltså finnas skäl att ålägga bolagen som utnyttjar undantaget vissa specialregler i likhet med de som gäller för publika bolag, exempelvis ett krav på revisor samt liknande informationskrav som gäller för publika bolag.¹⁸³ I min mening torde det vara möjligt att tillgodose genom specifika hänvisningar till relevanta lagrum, liknande den lagtekniska lösning som har valts för publika bolag.

För att allmänheten ska få ett förtroende för finansieringsformen bör krävas att aktörerna kan vara trygga med att inte riskera påföljder på grund av ett osäkert rättsläge. I detta avseende skulle ett specifikt undantag medföra flera betydande fördelar. Risken för dubbel sanktionering som tidigare har diskuterats skulle kunna undvikas eftersom bolagen kan stödja sin rätt att använda gräsrotsfinansiering på ett specifikt undantag. Eftersom aktörerna skulle få kunskap om att de får rikta erbjudanden över plattformar som har erforderligt tillstånd skulle risken för överträdelse och straffsanktioner minskas. Visserligen skulle ett specifikt undantag knappast klargöra hur spridningsförbudet ska tolkas, men det skulle ändå medföra ett viktigt signalvärde: ”*om ni använder dessa plattformar riskerar ni inga sanktioner relaterade till spridningsförbudet*”. Rättsläget skulle därför i någon mån ändå klargöras eftersom aktörerna i vart fall får kunskap om vad de *får* göra. Ett undantag skulle även kunna medföra att det föreslagna regelverket får ett större genomslag, då aktörerna sannolikt i hög utsträckning skulle använda auktoriserade plattformar. Detta skulle även kunna föranleda ett utökat investerarskydd så som finansdepartementet avsett.

¹⁸² Skog, s. 25.

¹⁸³ Sveriges Advokatsamfund, remissvar till SOU 2018:20, s. 5.

8.5 Införande av en ny bolagskategori?

Det finns inga juridiska hinder för ett för ett privat bolag att byta bolagskategori. Det krävs dels ett aktiekapital om 500 000 och att bolagstämman röstar för ändringen med två tredjedelars majoritet.¹⁸⁴ Ett sådant byte medför en rätt att söka kapitalanskaffning från allmänheten och en möjlighet att erbjuda andra att förvärva eller teckna värdepapper i bolaget. Det kan anföras att skiljelinjen mellan bolagsformerna ska upprätthållas och att ett privat bolag som vill använda gräsrotsfinansiering därför helt enkelt först måste byta bolagskategori. Emellertid är det inte oväsentligt att det krävs 500 000 i aktiekapital för att genomföra ett sådant byte. Kapitalkravet utgör ett betydande hinder för de kapitalsvaga bolag som gräsrotsfinansiering är avsett att gynna och en sådan övergång kan således inte utgöra något fullgott alternativ för dessa bolag i realiteten.

Trots att utredningen hade i uppgift att föreslå nödvändiga lagändringar för att främja gräsrotsfinansiering hade Finansdepartementet inte behörighet att utreda om gränsdragningen mellan publika och privata bolag eller kategoriindelningen som sådan bör ses över.¹⁸⁵ Som student har jag emellertid inga sådana direktiv eller behörighetsinskränkningar att förhålla mig till, varför det finns anledning att återigen beakta motiven bakom uppdelningen i svensk rätt.

I Sverige utgjorde avsaknaden av två bolagsformer med ett begränsat personligt betalningsansvar primärt ett problem i en internationell kontext. Uppdelningen motiverades med att det ansågs nödvändigt för den svenska anpassningen till den dåvarande Europeiska Gemenskapen. Två bolagsformer skulle göra det möjligt att implementera EG-direktiv på ett lämpligt sätt.¹⁸⁶ Den primära orsaken till att ett spridningsförbud valdes för att skilja bolagsformerna åt var inte att skydda investerare, utan för att det var den lösning som många andra europeiska länder hade valt.¹⁸⁷ Visserligen kan antas att det vid mitten av 1990-talet ändå inte förelåg något större allmänt intresse av att investera i svenska privata bolag. Möjligen kan detta ha berott på att den tekniska utvecklingen då var relativt begränsad.

¹⁸⁴ Lundén, s. 9.

¹⁸⁵ Kommitédirektiv dir 2016:70 s. 9.

¹⁸⁶ SOU 1992:83 s. 120 f.

¹⁸⁷ SOU 1992:83 s. 121; Se även SOU 2018:20 s. 317.

Numera ser det dock väsentligt annorlunda ut. Mycket företagsinformation är helt offentlig och en privatperson kan inhämta mycket kunskap om ett företags verksamhet genom några få knapptryck. Den ökade gräsrotsfinansieringstrenden får även anses ha visat att det föreligger en efterfrågan av en möjlighet att investera i privata bolag, trots att detta i många fall (och inte enbart på grund av spridningsförbudet) är förenat med en hög grad av risk.

Insikten om att privata bolag är i behov av alternativa finansieringsmetoder har medfört en inställning på regeringsnivå om att gräsrotsfinansiering ska ges förutsättningar att växa i Sverige. Det befintliga regelverket är dock inte helt anpassat att möta dessa befintliga förhållanden som är en följd av en utbredd globalisering och digitalisering. Frågan är om det inte därför är dags att fullt ut tillvarata 1992 års bolagskommittés anförande om att: *”bolaget ska självt få bestämma om det skall ha möjlighet att vända sig till allmänheten för kapitalanskaffning”*.¹⁸⁸ Eftersom det är uppenbart att alla bolag inte har möjlighet att göra det valet kan dessa omständigheter möjligtvis motivera införandet av en tredje bolagskategori: ett privat bolag som har möjlighet att vända sig till allmänheten för kapitalanskaffning.

I likhet med ett explicit undantag skulle sådan lagstiftningsåtgärd medföra den klarhet och den rättssäkerhet som den nuvarande regleringen saknar. Däremot blir risken för en uppluckring mellan bolagskategorierna onekligen ännu mer påtaglig. En central fråga i sammanhanget är därför hur denna bolagsform skulle kunna regleras på ett ändamålsenligt sätt. Det får antas att ingen entreprenör medvetet skulle välja en bolagsform som omfattas av ett förbud framför en bolagsform som inte gör det. Införandet av en bolagsform som med undantag för möjligheten att anskaffa kapital är identiskt med det befintliga privata bolaget skulle riskera att göra den ”äldre” bolagsformen obsolet. Mot bakgrund av detta skulle det vara ändamålsenligt att låta en ny bolagsform omfattas av en viss särreglering. Sevenius har exempelvis anført att ett sådant bolag skulle kunna omfattas av en revisionsplikt.¹⁸⁹ Det skulle även kunna stå under finansinspektionens tillsyn för att säkerställa en granskning av informationsgivningen och eventuella emissioner.

Detta förslag liknar på flera sätt det förslag som Sveriges Advokatsamfund har framfört och som har diskuterats ovan i avsnitt 8.4. Ur ett investerarskyddsperspektiv kan det vara angeläget

¹⁸⁸ SOU 1992:83 s. 121.

¹⁸⁹ Sevenius, Tidningen Balans, 12/11 2015

att införa ett revisorskrav, eftersom det är viktigt att den finansiella information som tillställs en presumtiv investerare är korrekt. Idag är det många små bolag som inte behöver ha revisor.¹⁹⁰ I juli 2017 var det över 400 000 bolag som hade möjlighet att välja bort det.¹⁹¹ Förvaltningsrevisionen kan vara särskilt betydelsefull för att se till att VD och styrelsen agerar i bolagets intresse. Eftersom revisorn har en skyldighet att anmäla misstanke om brottslighet som begåtts av styrelsen eller verkställande direktören skulle ett sådant krav kunna fylla andra viktiga kontrollfunktioner.¹⁹² Om det skulle visa sig att ett revisorskrav inte är tillräckligt för att tillgodose skyddsbehovet skulle det möjligen kunna kompletteras en tillsynsrätt för Finansinspektionen i likhet med den som Finansdepartementet föreslagit i relation till plattformarna.¹⁹³ Detta skulle minska risken för missbruk av bolagsformen och även hindra oseriösa aktörer.

Många bolag som söker gräsrotsfinansieringskapital gör det i syfte att skapa förutsättningar för att kunna möta de finansiella utmaningar som föranleds av en utvecklingsfas. Gräsrotsfinansieringskapital kan exempelvis möjliggöra vidareutveckling av en affärsidé, utöka bolagets organisation eller att en redan utarbetad produkt kan produceras och lanseras på marknaden. På detta sätt finns det likheter mellan SVB-bolag och privata bolag som använder gräsrotsfinansiering: det är angeläget att kapitalet stannar i bolaget och återinvesteras i verksamheten.¹⁹⁴ Dessa omständigheter kan utgöra incitament för att det bör skapas kontrollfunktioner i syfte att säkerställa att kapitalet används på det sätt som bolaget avsett och som föranlett investeraren att ingå delägarskap.

Inspiration för ett sådant regelverk kan möjligen härledas ur de särskilda bestämmelser som gäller för SVB-bolag. Sådana bolag får exempelvis inte genomföra värdeöverföringar utöver vissa på förhand bestämda belopp.¹⁹⁵ På ett liknande sätt kan det vara ändamålsenligt att ålägga en ny bolagsform vissa vinstutdelningsbegränsningar. Ett tänkbart alternativ vore att under en viss tid som följer kapitalanskaffningen beloppsmässigt begränsa vilken vinstutdelning och

¹⁹⁰ Det privata bolaget måste inte ha revisor om (i) medelantalet anställda de senaste två åren understiger tre personer, (ii) balansomslutningen för de senaste två åren uppgått till mindre än 1,5 miljoner kronor eller (iii) om nettoomsättningen under de senaste två åren uppgått till mindre än 3 miljoner kronor. Se 9 kap. 1 § tredje stycket ABL.

¹⁹¹ Nejj, Tidningen Balans, 17/11 2017.

¹⁹² Jämför 9 kap. 42 § ABL.

¹⁹³ SOU 2018:20 s. 431.

¹⁹⁴ Se motiven till aktiebolag med särskild vinstutdelningsbegränsning i propositionen Prop. 2004/05:178 s. 18.

¹⁹⁵ Se 32 kap. 5 § ABL.

andra typer av värdeöverföringar som får ske i bolaget. Det skulle leda till att kapitalet stannar i bolaget och att en minoritet skyddas från stämmobeslut om att bolaget ska tömmas på medel.

Sådana begränsningar är dock inte helt oproblematiske i förhållande till aktiebolagets primära syfte; att generera avkastning åt aktieägarna.¹⁹⁶ Emellertid kan det gynna den generella strukturen för gräsrotsfinansieringsbolag eftersom det blir tydligt att de investerade summorna är avsedda att lyfta verksamheten i en tillväxtfas och gynna aktieägarna på sikt. Vidare får det även antas att verksamheterna ändå sällan varken har förutsättningar eller avsikt att bereda aktieägarna kortsiktig avkastning. Eftersom ett bolagsstämmobeslut om vinstutdelning inte ska tillställas bolagsverket skulle övervakningen av detta kunna ingå i Finansinspektionens tillsynsansvar.¹⁹⁷

8.6 En genomgripande förändring av ABL – tre aktiebolagslagar?

Frågan är om det inte finns skäl att överväga en större och genomgripande förändring av det aktiebolagsrättsliga regelverket i Sverige. Det är ett faktum att fler bolag fått en större och mer utspridd delägarkrets vilket föranleder att dessa blir någon form av hybridbolag i gränslandet mellan ett privat och ett publikt bolag. Möjligen är det därför dags att överväga tre separata aktiebolagsformer utanför ramarna för den befintliga ABL.

Genom att reglera varje bolagsform särskilt skulle det vara möjligt att anpassa normerna för att på så sätt tillvarata varje bolags unika behov och förutsättningar. En väsentlig nackdel är emellertid att regelverket blir mer omfattande eftersom det krävs en egen lag för varje typ av aktiebolag. Dessutom skulle säkert många regler behöva upprepas, vilket är en anledning till att privata och publika bolag regleras inom ramen för samma aktiebolagslag idag. Dock kan anföras att det på grund av digitaliseringen inte föreligger samma behov av att begränsa lagbokens kompaktitet.

På grund av den omfattande utredning en sådan bolagsreform med tre nya aktiebolagslagar skulle kräva ligger det inte inom ramarna för denna uppsats att utreda detaljerna i en sådan lagstiftning.

¹⁹⁶ Se 3 kap. 3 § ABL.

¹⁹⁷ Detta gäller förutsatt att beslutet tas på bolagets årsstämma. Se 18 kap. 10 § ABL.

Det är emellertid något som förtjänar en vidare diskussion och forskning. Möjligtvis kan flera överväganden som tidigare redogjorts för aktualiseras inom ramen för en sådan utredning. I detta sammanhang skulle jag vilja framhäva ett särskilt avsnitt i 1994 års proposition till ABL. Möjligen kan de identifierade fördelarna och behovet av ytterligare bolagsformer eller bolagskategorier aktualiseras även idag:

Vidare kan den pågående översynen av aktiebolagslagstiftningen komma leda till bedömningen att reglerna om ledning, organisation, aktiers överlåtbarhet m.m bör skilja sig åt i olika typer av aktiebolag i större utsträckning än vad som idag är fallet. Med två aktiebolagsformer eller med två kategorier av aktiebolag blir det lättare att i det kommande lagstiftningsarbetet åstadkomma ett mera ändamålsenligt regelverk på bolagsrättens områden.¹⁹⁸

¹⁹⁸ Prop. 1993/94:196 s. 74.

9 Avslutande överväganden och slutsatser

Utgångspunkten för detta examensarbete har varit att besvara några av de frågeställningar som gräsrotsfinansiering väcker i relation till den svenska aktiebolagsrätten. I detalj har syftet varit att besvara huruvida svenska privata bolag hindras från att använda andelsbaserad gräsrotsfinansiering på grund av spridningsförbudet i ABL. Min bedömning är att så är fallet.

Kännetecknande för gräsrotsfinansiering är inte primärt att samla in kapital för ett specifikt ändamål, det är att det inte finns några begränsningar i hur många som kan bidra med kapital. Metoden har visat sig särskilt effektiv vid finansiering av privata bolag eftersom det numera är tekniskt möjligt att nå ut till en obegränsad mängd av presumtiva investerare. Digitaliseringen har på så sätt medfört att privatpersonen fått en allt mer utpräglad roll vid finansieringen av det privata bolaget och trots riskfaktorerna är det många som är villiga att ta chansen till avkastning.

Lagstiftaren bestämde skiljelinjen mellan det privata och det publika bolaget i en tid som jämfört dagens förhållanden var präglad av tekniska begränsningar. Annonsering var då ett begrepp bäst lämpat för marknadsföring i sedvanliga papperstidningar. Trots att mycket har hänt sedan dess har spridningsförbudets bakomliggande syfte emellertid inte förändrats. Förbudet är fortfarande ägnat att förhindra det privata bolaget och dess aktieägare att vända sig utanför den befintliga delägarkretsen med erbjudande om att förvärva eller teckna aktier. Det är tydligt att detta föranleder en grundläggande konflikt och spänning mellan gräsrotsfinansiering och spridningsförbudet.

I fallet med Fundedbyme sker marknadsföringsåtgärderna på en plattform som har över 250 000 medlemmar och i andra medier som allmänheten har tillgång till. Syftet med att använda en sådan plattform är detsamma som att annonsera ett erbjudande i en papperstidning: att nå en obegränsad personkrets. Trots de tillämpningssvårigheter som annonseringsrekvisitet föranleder är min bedömning därför att åtgärderna är att betrakta som annonsering i lagens mening. I vart fall är det fråga om sådana åtgärder som fångas upp av kompletteringsförbudet i bestämmelsens andra stycke. Eftersom det *de facto* inte uteslutande är medlemmar som nås av erbjudanden kan varken plattformen eller bolaget stödja sig på föranmälningsundantaget för att rättfärdiga åtgärderna. Som framgår av avsnitt fem kringgås spridningsförbudet när finansieringsprocessen struktureras genom att investeringar sker i publika holdingbolag, så som är fallet med plattformen Pepins. Emellertid kan anföras att det föreligger moraliska problem

med ett sådant upplägg eftersom skillnaden mot att investera direkt i det privata bolaget är marginell.

Då det är osäkert hur regelverket ska tillämpas och då ingen rättslig prövning av gräsrotsfinansiering ännu har skett föranleder det en betydande osäkerhet för aktörerna som använder finansieringsmetoden. De vet inte hur de ska förhålla sig för att agera inom lagens gränser och i enlighet med förbudet. Detta är inte tillfredställande ur ett rättssäkerhetsperspektiv. Finansdepartementet har visserligen föreslagit införandet av en lagstiftning i syfte att kontrollera plattformarna och upprätta ett investerarskydd, men detta har inte tillfört någon ytterligare klarhet i vad som gäller för de bakomliggande spridningsåtgärderna. Om ett sådant regelverk kommer att införas i svensk rätt finns därvid en risk att aktörerna sanktioneras dubbelt. Slutsatsen är därför att oavsett hur åtgärderna ska bedömas i relation till spridningsförbudet föranleder det oklara rättsläget oundvikligen att privata bolag hindras från att använda finansieringsmetoden.

Eftersom privata bolag vidtar åtgärder som står i strid med spridningsförbudet får det antas att bestämmelsen inte fått den respekt som avsågs vid dess införande. Om det anses angeläget att spridningsförbudet framgent ska respekteras, kan det övervägas om det bör införas en civilrättslig ogiltighetsbestämmelse för aktieteckningar eller förvärv som skett mot bakgrund av brott mot spridningsförbudet. En sådan åtgärd skulle visserligen inte i sig medföra någon ökad förståelse för hur 1 kap. 7 § ska tillämpas, men det torde föranleda att fler bolag och investerare avhåller sig från att använda andelsbaserad gräsrotsfinansiering i Sverige. En sådan lösning verkar emellertid inte vara i linje med regeringens ambitioner.

Som har redovisats för i avsnitt 8.3 finns det likheter mellan den svenska och den finländska aktiebolagsrättsliga regleringen. Även i vårt nordiska grannland görs en åtskillnad mellan privata och publika aktiebolag, vilket liksom här är ett resultat av en EU-anpassning. En väsentlig skillnad är emellertid att det finländska privata bolaget får anskaffa kapital genom att vända sig till allmänheten, vilket till synes inte anses problematiskt. Då det får antas att den finländska regleringen är förenlig landets EU-åtaganden har det därför anförts att det i vart fall torde vara *möjligt* att utmönstra spridningsförbudet i svensk rätt.

Sannolikt kan dock endast en rättslig prövning förmedla de svar som de privata bolagen och den kapitalanskaffande allmänheten behöver. Utan att ta ställning till huruvida finansieringsmetoden ska tillåtas eller inte har examensarbetet diskuterat och problematiserat om det finns möjlighet till en rättsutveckling som (i) utesluter annonsering och som (ii) aktiverar föranmälningsundantaget, när plattformar endast riktar erbjudanden till medlemmar. Med beaktande av att spridningsförbudets förarbeten inte är fullt anpassade till den digitala samtiden samt att lagstiftaren inte definierat annonseringsbegreppet, torde det visserligen finnas ett litet utrymme för en sådan tolkning av gällande rätt. Emellertid kvarstår det faktum att plattformarna har många medlemmar och att erbjudanden likväl når en omfattande personkrets. Det är således inte osannolikt att rättstillämpningen vid en prövning skulle fästa avgörande vikt vid spridningsförbudets och föranmälningsundantagets bakomliggande syften och stänga dörren för privata bolag att anskaffa kapital på detta sätt. Dessa omständigheter kan göra det angeläget att överväga konkreta lagstiftningsåtgärder om det avses att finansieringsmetoden ska ges förutsättningar att växa i Sverige.

Osäkerhetsproblemet föranleder vidare en diskussion av tänkbara lagtekniska lösningar. Även om det inte skulle klargöra rättsläget *i sig* är en tänkbar lösning som (i) inte äventyrar den befintliga gränsdragningen mellan bolagskategorierna och som (ii) är fullt kompatibel med Finansdepartementets regleringsförslag, att införa ett specifikt undantag. Fördelen med ett sådant undantag är att lagstiftaren i vart fall kan ge aktörerna besked om vad som är tillåtet, vilket ur ett rättssäkerhetsperspektiv kan vara nog så viktigt. Med anledning av att gräsrotsfinansiering kan undanröja flera finansiella hinder för svenska bolag kan det vara möjligt att motivera ett sådant undantag med stöd av sådana ekonomiska värdeargument som föranledde lagstiftaren att undanta SVB-bolag från spridningsförbudet. Om sådana överväganden blir aktuella kan undantaget kompletteras med att bolag som nyttjar plattformarna i likhet med publika bolag ska lyda under en viss särreglering. I min mening kan det tillgodoses genom uttryckliga hänvisningar till relevanta lagrum, i likhet med den lagtekniska metod som gäller för publika bolag.

På grund av att det i realiteten inte är något alternativ för kapitalsvaga bolag att byta bolagskategori för att få använda gräsrotsfinansiering kan det diskuteras om det bör införas en tredje bolagskategori som får sprida värdepapper till allmänheten. En fördel med en sådan lösning är att den i likhet med ett specifikt undantag kan hanteras inom ramarna för den gällande aktiebolagslagen. Eftersom det är angeläget att investerarnas tillskjutna medel stannar i bolagen

kan det vidare övervägas om en sådan bolagskategori bör omfattas av liknande dispositionsbegränsningar som gäller för SVB-bolag. Sådana juridiska begränsningar skulle kunna betona gräsrotsfinansieringens syften. Ett revisorskrav skulle därvid kunna tillgodose flera kontrollmekanismer till fördel för investerarens och bolagets intressen och om detta skulle visa sig otillräckligt kan Finansinspektionen ges en rätt att utöva tillsyn.

Avslutningsvis ställdes frågan om det inte är dags för en genomgripande genomsyn av den aktiebolagsrättsliga regleringen för att på ett bättre sätt kunna tillvarata varje bolags särskilda behov. Det är ett faktum att fler privata bolag får en spridd delägarkrets och därför kan liknas vid någon form av hybrid mellan ett privat och publikt aktiebolag. Visserligen kan det medföra ett större regelverk i sin helhet, men det torde vara angeläget att den svenska aktiebolagsrätten är uppdaterad och kompatibel med den verklighet som den avser att reglera.

Källförteckning

Offentligt tryck

Lagstiftning

Aktiebolagslag (2005:551)

Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument.

Lag (2004:46) om värdepappersfonder.

Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden.

Propositioner

Prop. 1993/94:196. Ändringar i aktiebolagslagen (1975:1385) m.m.

Prop. 2004/05:178. Aktiebolag med särskild vinstutdelningsbegränsning.

Prop. 2006/07:115. Ny lag om värdepappersmarknaden.

Statens offentliga utredningar

SOU 1941:9. Lagberedningens förslag till lag om aktiebolag m.m.

SOU 1971:15. Förslag till aktiebolagslag m.m.

SOU 1992:83. Aktiebolagslagen och EG.

SOU 2018:20. Gräsrotsfinansiering.

Kommittédirektiv

Dir 2016:70. Kommittédirektiv. Gräsrotsfinansiering.

Litteratur

Andersson, Sten, Johansson, Svante, Skog, Rolf, *Aktiebolagslagen: en kommentar*, del I kap. 1-10, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 2018. (Ref: Andersson, Johansson & Skog, kommentar till 1 kap. 7 § ABL)

Lehrberg, Bert, *Praktisk juridisk metod*, åttonde upplagan, Iusté Aktiebolag, Uppsala, 2015. (Ref: Lehrberg)

Lundén, Björn, *Aktiebolag*, nittonde upplagan, Björn Lundén information AB, Näsvisen, 2011. (Ref: Lundén)

Nääv, Maria, Zamboni, Mauro, *Juridisk metodlära*, andra upplagan, Studentlitteratur AB, Lund, 2018. (Ref: Nääv & Zamboni)

Sandgren, Claes, *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare. Ämne, material, metod och argumentation*, tredje upplagan, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 2015. (Ref: Sandgren)

Sandström, Torsten, *Svensk aktiebolagsrätt*, sjätte upplagan, Wolters Kluwer AB, Stockholm, 2017. (Ref: Sandström)

Skog, Rolf, *Rohdes Aktiebolagsrätt*, tjugofjärde upplagan, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 2014. (Ref: Skog)

Remissvar

Juridiska Institutionen Handelshögskolan vid Göteborgs universitet	Remissvar till SOU 2018:20
--	----------------------------

Småspararnas Riksförbund	Remissvar till SOU 2018:20
--------------------------	----------------------------

Sveriges Advokatsamfund	Remissvar till SOU 2018:20
-------------------------	----------------------------

Tillväxtverket	Remissvar till SOU 2018:20
----------------	----------------------------

Rapporter

Cambridge Centre for Alternative Finance, *expanding horizons*, the 3rd European Alternative Finance Industry Benchmarking Report.

Finansinspektionen, *Gräsrotsfinansiering i Sverige – en kartläggning*, 2015.

Kontigo, *Små företags behov av krediter och systemen för att tillgodose dem*, 2010.

Tillväxtverket, *Tillväxt genom Crowdfunding?*, Rapport 0156 Rev A, maj 2013.

Artiklar

Ahlers, Gerrit, Cumming, Douglas, Gunther, Christina, Schweizer, Denis, *Signaling in Equity Crowdfunding, Entrepreneurship Theory and Practice, forthcoming*, 2015. Tillgänglig på SSRN 2564121. (Ref: Ahlers med flera)

Kuppuswammy, Venkat, Bayus, Barry, *A review of Crowdfunding Research and Finding*, 2015. Tillgänglig på SSRN 2685739. (Ref: Kuppuswammy & Bayus)

Kuppuswammy, Venkat, Roth, Kathy, *Research on the Current State of Crowdfunding – The Effect of Crowdfunding Performance and Outside Capital*, Office of Advocacy, 2016. (Ref: Kuppuswammy & Roth)

Leboef, Gael, Schweinbacher, Armin, *Crowdfunding as a new financial tool*, I Cumming, Douglas, Hornuf, Lars, *The Economics of Crowdfunding, Startups, Portals, and Investor Behaviour*, 2018. (Ref: Leboef & Schweinbacher)

Mollick, Ethan, *The dynamics of crowdfunding: an exploratory study*, Journal of Business Venturing, Vol. 29, 2014. (Ref: Mollick, *The dynamics of Crowdfunding*)

Mollick, Ethan, *Swept away by the Crowd? Crowdfunding, venture capital, and the selection of Entrepreneurs*, 2013. Tillgänglig på SSRN 2239204. (Ref: Mollick, *Swept away by the Crowd?*)

Ralcheva, Aleksandrina, Roosenboom, Peter, *On the Road to Success in Equity Crowdfunding*, 2016. Tillgänglig på SSRN 2727742. (Ref: Ralcheva & Roosenboom)

Short, Jeremy, Ketchen Jr, David, McKenny, Aaron, Allison, Thomas, Ireland, Duane, *Research on Crowdfunding: Reviewing the (very recent) Past and Celebrating the Present*, Journal of Entrepreneurship Theory and Practice, Vol. 41:2, 2017. (Ref: Short med flera)

Sevenius, Robert, *Gräsrotsfinansiering i svensk rätt*, Expertkommentar Blendow Lexnova, 2014. (Ref: Sevenius, Blendow Lexnova)

Silver, Lars, Berggren, Björn, Fili, Andreas, *The Role of Crowdfunding in Entrepreneurial Ventures: an analysis of Recent Trends in Sweden*, Journal of Investment Management and Financial Innovation, Vol. 13:1, 2016. (Ref: Silver, Berggren & Fili)

Tåg, Joacim, *Policies och regleringar i telekommunikations-, media- och teknologiindustrierna*, Ekonomiska Samfundets Tidskrift, 2009. (Ref: Tåg)

EU-dokument

COM(2014) 172 final, Meddelande från Kommissionen till Europaparlamentet, Rådet, Europeiska Ekonomiska och Sociala Kommittén samt Regionkommittén: Ta tillvara på möjligheterna med gräsrotsfinansiering i Europeiska unionen.

COM(2016) 288 final, Meddelande från Kommissionen till Europaparlamentet, Rådet, Europeiska Ekonomiska och Sociala Kommittén samt Regionkommittén: Onlineplattformar och den digitala inre marknaden. Möjligheter och utmaningar för Europa.

COM(2018) 113 final, Förordning om europeiska leverantörer av gräsrotsfinansieringstjänster för företag.

European Securities and Markets Authority, ESMA/2014/1278, Opinion on investment-based crowdfunding.

European Banking Authority, EBA/Op/2015/03, Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding.

Utländsk rätt

Companies Act of 2006 (Storbritannien)

Conduct of Business Sourcebook (Storbritannien)

Lag om aktiebolag (624/2006) (Finland)

Lag om gräsrotsfinansiering (734/2016) (Finland)

RP 89/1996 rd. Regeringens proposition till Riksdagen med förslag till lagar om ändring av lagen om aktiebolag och vissa lagar som har samband med den. (Finland)

Elektroniska källor

Cambridge Dictionary, ”*crowdsourcing*”.

<https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/crowdsourcing> (hämtat den 7 november 2018)

Damberg, Richard, Varför ökar konkurserna trots högkonjunkturen? UC, 24/4 2017.
https://www.uc.se/kunskap-inspiration/artiklar/varfor-okar-konkurserna-trots-hogkonjunkturen/?fbclid=IwAR25s8No49HXm-NwhDVqyWadTKLh9-nMLEXssU3YWR_B28Vn3QTh7AVEVz4 (hämtat den 8 november 2018)

European Commission, Press Release, Communication on crowdfunding in the European Union – Frequently Asked Questions, 27/3 2014. http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-240_en.htm?locale=en (hämtat den 10 november 2018)

Fundedbyme, ”*börja investera*”. <https://www.fundedbyme.com/sv/for-investors/> (hämtat den 23 november 2018)

Fundedbyme, ”*terms of service*”. <https://www.fundedbyme.com/sv/terms-of-service/> (hämtat den 15 november 2018)

Nationalencyklopedin, ”*annons*”.
<https://www.ne.se/uppslagsverk/encyklopedi/enkel/annons> (hämtat den 25 november 2018)

Nationalencyklopedin, ”*gräsrotsfinansiering*”.
<https://www.ne.se/uppslagsverk/encyklopedi/1%C3%A5ng/crowdfunding> (hämtat den 7 november 2018)

Neij, Jeanette, Allt färre företag har revisor, Tidningen Balans, 17/11 2017.
<https://www.tidningenbalans.se/nyheter/allt-farre-foretag-har-revisor/> (hämtat den 13 december 2018)

Nerep, Erik, Adestam, Johan, Samuelsson, Per, Lexino, *Aktiebolagslag (2005:551)1 kap. 7 §*, 26/6 2018. https://pro-karnovgroup-se.ezproxy.ub.gu.se/document/531649/1#SFS2005-0551_K1_P7-annotations-lexino (Ref: Nerep, Adestam & Samuelsson, kommentar till 1 kap. 7 § ABL) (hämtat den 25 november 2018)

Mölne, Viktor, Trustbuddys användare lånade ut 280 miljoner – bara 15 procent har återfåtts, Dagens industri, 11/9 2017. <https://digital.di.se/artikel/trustbuddys-anvandare-lanade-ut-280-miljoner-bara-15-procent-har-aterfatts> (Hämtat den 14 november 2018)

Pepins, allmänna villkor. <https://www.pepins.com/terms-and-conditions> (hämtat den 24 november 2018)

Pepins, ”*solelgrossisten*”. <https://www.pepins.com/companies/solelgrossisten> (hämtat den 24 november 2018)

Sevenius, Robert, Ny gräsrotslag: ett pactum turpe? Sevenius.se, 27/3 2018.
<http://sevenius.se/category/grasrotsfinansiering/> (hämtat den 9 december 2018).

Sevenius, Robert, Dags att stycka upp aktiebolagslagen, Tidningen Balans, 12/11 2015.
<https://www.tidningenbalans.se/debatt/dags-att-stycka-upp-aktiebolagslagen/>
(hämtat den 9 december 2018)

Övrigt material

Financial Conduct Authority, Policy Statement PS14/4, *The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media.* (Storbritannien)