



JURIDISKA FAKULTETEN  
vid Lunds universitet

Fredrika Karlsson

# Konsumentskyddet vid andelsbaserad crowdfunding

JURM02 Examensarbete

Examensarbete på juristprogrammet  
30 högskolepoäng

Handledare: Katarina Olsson

Termin för examen: Period 1 HT17

# Innehåll

<b>SUMMARY</b>	<b>1</b>
<b>SAMMANFATTNING</b>	<b>2</b>
<b>FÖRKORTNINGAR</b>	<b>3</b>
<b>1 INLEDNING</b>	<b>5</b>
1.1 Bakgrund	5
1.2 Syfte och frågeställningar	6
1.3 Avgränsningar	7
1.4 Metod och material	8
1.4.1 Kort om insamlingen av data	8
1.4.2 Rättsdogmatisk metod och material	8
1.4.3 Komparativt perspektiv och material	10
1.5 Disposition	12
<b>2 INTRODUKTION TILL CROWDFUNDING</b>	<b>13</b>
2.1 Framväxt	13
2.2 Vad är crowdfunding?	14
2.2.1 Begreppsbestämning	14
2.2.2 Den digitala plattformen	15
2.2.3 Investerare och kapitalbidrag	17
2.2.4 De kapitalsökande bolagen	18
2.3 Crowdfundingens fyra former	19
2.3.1 Donation, belöning eller lån	19
2.3.2 Andelsbaserad crowdfunding	20
2.4 Konsumentrisker	21
<b>3 SKYDDSREGLER I SVENSK RÄTT</b>	<b>23</b>
3.1 Några utgångspunkter	23
3.1.1 Finansmarknadens konsumentskydd	23
3.1.2 Marknader för aktiehandel	24
3.1.3 Privata och publika bolag	25
3.2 Spridningsförbudet	26
3.2.1 Syfte och utformning	26
3.2.2 Skyddets omfattning	27
3.2.2.1 Annonseringsförbudet	27
3.2.2.2 Kompletteringsförbudet	28
3.2.2.3 Undantag	28
3.2.3 Får aktier bjudas ut genom crowdfunding?	29
3.2.3.1 Försöka sprida aktier	29
3.2.3.2 Annonsering	30
3.2.3.3 Genom andra typer av meddelanden	31
3.3 Prospektregler m.m.	32

3.3.1	Syfte och utformning	32
3.3.2	Skyddets omfattning	33
3.3.3	Omfattas andelsbaserad crowdfunding av prospektskyldigheten?	34
<b>3.4</b>	<b>Tillståndsfrågor m.m.</b>	<b>35</b>
3.4.1	Syfte och utformning	35
3.4.2	MiFID II:s auktorisation- och driftsvillkor	36
3.4.3	Definition av värdepappersrörelse	37
3.4.4	Omfattas plattformarna av reglerna i MiFID II?	37
3.4.4.1	Investerings tjänst	37
3.4.4.2	Finansiella instrument	39
<b>4</b>	<b>CROWDFUNDINGREGLER I VÄRLDEN</b>	<b>41</b>
<b>4.1</b>	<b>Inledning</b>	<b>41</b>
<b>4.2</b>	<b>Europeiska Unionen</b>	<b>42</b>
4.2.1	Bakgrund	42
4.2.2	Prospektdirektivet och MiFID II	43
4.2.3	Harmoniserad lagstiftning?	44
<b>4.3</b>	<b>USA</b>	<b>46</b>
4.3.1	Bakgrund	46
4.3.2	Kriterier för crowdfundingundantaget	47
4.3.2.1	Individens maximala investering	47
4.3.2.2	Maximalt insamlingsmål för bolaget	48
4.3.2.3	Förmedling via crowdfundingplattform	48
4.3.3	Crowdfundingreglerna	49
4.3.3.1	Informationsgivning	49
4.3.3.2	Förbud mot vidareförsäljning	50
4.3.3.3	Plattformarna	51
<b>4.4</b>	<b>Storbritannien</b>	<b>51</b>
4.4.1	Bakgrund	51
4.4.2	Finansiella regelverk	52
4.4.2.1	Spridningsförbud	52
4.4.2.2	Prospektregler	53
4.4.2.3	Tillståndsfrågor m.m.	53
4.4.2.4	Brexit	53
4.4.3	Crowdfundingreglerna	54
4.4.3.1	Tillståndsfrågor	54
4.4.3.2	Begränsningar för investerare	54
4.4.4	Utvärdering och utveckling av crowdfundingreglerna	55
<b>4.5</b>	<b>Tyskland</b>	<b>56</b>
4.5.1	Bakgrund	56
4.5.2	Finansiella regelverk	57
4.5.2.1	Tillståndsfrågor	57
4.5.2.2	Prospektregler	57

4.5.3	Crowdfundingreglerna	58
4.5.3.1	Tillståndsfrågor	58
4.5.3.2	Begränsningar för investerare	58
4.5.4	Utvärdering och utveckling av crowdfundingreglerna	58
<b>4.6</b>	<b>Finland</b>	<b>59</b>
4.6.1	Bakgrund	59
4.6.2	MiFID II	60
4.6.3	Crowdfundingreglerna	61
4.6.3.1	Tillståndsfrågor m.m.	61
4.6.3.2	Informationsgivning m.m.	62
4.6.3.3	Intressekonflikter	62
<b>5</b>	<b>SAMMANFATTNING OCH SLUTSATSER</b>	<b>64</b>
<b>5.1</b>	<b>Inledning</b>	<b>64</b>
<b>5.2</b>	<b>Spridningsförbudet</b>	<b>64</b>
<b>5.3</b>	<b>Särskilda crowdfundingregler</b>	<b>65</b>
5.3.1	Utgångspunkter	65
5.3.2	Krav på tillstånd för plattformar	66
5.3.3	Krav på informationsgivning	67
5.3.4	Begränsningar för investerare	68
<b>5.4</b>	<b>Harmonisering av EU-lagstiftning</b>	<b>69</b>
	<b>KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING</b>	<b>71</b>

# Summary

Crowdfunding is an alternative financing form that has evolved during the last ten years. It is defined as numerous financiers who are brought together with companies seeking capital on a digital market. In equity crowdfunding, financiers buy shares in the company. Unlike stock trading on a regulated market, the capital seeking companies are often young and private. Crowdfunding investors are exposed to more risks than the ones that normally are associated with stock trading. Investors are running a higher risk to miscalculate the due diligence performed by the platforms or to be exposed to conflict of interests. Furthermore, the companies who use crowdfunding are often particularly difficult to value. Finally, investors can't defend themselves against financial risk after they have purchased shares since there is no secondary market.

Despite that, the consumer protection rules on the financial market are not entirely applicable on equity crowdfunding. The prohibition of public offers by private companies in 1:7 § Swedish Company Act (2005:551), the authorization rules in MiFID II and the prospect rules in the prospect directive are possibly applicable on equity crowdfunding. Since crowdfunding is relatively new to the finance market, legislative history and doctrine give little guidance on how the financial rules applies to equity crowdfunding.

Several countries have adjusted their legislative to loan- and equity-based crowdfunding. The countries have either incorporated crowdfunding rules into existing legislative or imposed specific crowdfunding rules. This thesis contains a complication of the legislative in the U.S., the UK, Germany and Finland.

Finally, the thesis contains considerations and analysis of present regulation should be interpreted as well as of the problems that arise when drawing up Swedish crowdfunding rules.

# Sammanfattning

Crowdfunding är en alternativ finansieringsform som uppkommit under de senaste tio åren. Den innebär att många finansiärer förs samman med kapitalsökande bolag på en digital plattform. Vid andelsbaserad crowdfunding köper finansiärerna aktier i bolaget. Till skillnad från handel med aktier på t.ex. börsen är de kapitalsökande bolagen ofta relativt unga och privata. Investerare i crowdfunding utsätts alltså för ytterligare risker än de som normalt finns vid aktieköp. Investerarna riskerar att missbedöma omfattningen av plattformarnas due diligence eller utsättas för intressekonflikter. Dessutom är de bolag som använder sig av crowdfunding ofta särskilt svårvärderade. Investerarna kan inte heller värja sig mot finansiella risker efter ett köp genomförts eftersom det inte finns någon andrahandsmarknad.

Trots dessa omständigheter har finansmarknadens konsumentskydd endast begränsad tillämplighet på andelsbaserad crowdfunding. Möjligtvis kan spridningsförbudet i 1 kap. 7 § ABL, tillståndsreglerna i MiFID II och prospektreglerna tillämpas på andelsbaserad crowdfunding. Eftersom finansieringsformen är ny finns knappt vägledning i förarbeten och doktrin om hur gällande regelverk ska tillämpas på crowdfunding.

Många länder har anpassat sin lagstiftning till låne- och andelsbaserad crowdfunding. Länderna har antingen inkorporerat crowdfundingregler i redan existerande regelverk eller infört särskilda crowdfundingregler. Denna uppsats innehåller en fördjupad sammanställning av hur USA, Storbritannien, Tyskland och Finland har utformat sina respektive crowdfundingregler.

Uppsatsen innehåller slutligen överväganden och analys av hur de nuvarande bestämmelser ska tolkas i förhållande till andelsbaserad crowdfunding och av de problemställningar som uppstår när svenska crowdfundingregler ska utformas.

# Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag (2005:551)
BrB	Brottsbalken (1962:700)
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
COBS	Conduct Business Sourcebook
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	Europeiska Unionen
EUR	Euro
FCA	Financial Conduct Authority
FI	Finansinspektionen
FFFS	Finansinspektionens författningssamling
FS	Feedback Statement
FSMA	Financial Services and Market Act 2000
GBP	Brittiska pund
IOSCO	International Organisation of Securities Commission
JOBS Act	The Jumpstart Our Business Act
KASG	Kleinanlegerschutzgesetz
KWG	Kreditwesengesetz
LHF	Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument
MiFID II	Direktiv 2014/65/EU om marknader för finansiella instrument
Prop.	Proposition
PS	Policy Statement
RF	Regeringsformen (1974:152)

Rp.	Regeringspropositioner
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
SME-företag	Små- och medelstora företag
SOU	Statens offentliga utredningar
VermAnlG	Vermögensanlagengesetz
VpmL	Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
ZAG	Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz
USD	Amerikanska dollar



# 1 Inledning

## 1.1 Bakgrund

Det är svårt för små- och medelstora företag (SME-företag), innovativa och nystartade bolag att hitta finansiering. Både i Sverige och Europa har ett s.k. finansieringsgap identifierats. Det innebär att vissa typer av företag är underfinansierade ur ett tillväxtperspektiv. Traditionella metoder för kapitalanskaffning, såsom banklån eller investeringar från riskkapitalister, är inte tillräckliga för att överbrygga det finansieringsgap som finns. På såväl EU- som nationell nivå främjas därför *alternativa finansieringsformer* med hopp om att stärka den ekonomiska tillväxten. Den ca tio år unga finansieringsformen crowdfunding<sup>1</sup> bedöms kunna bidra till att fler företag hittar kapital genom att den finansiella risken sprids på flera aktörer.<sup>2</sup>

Crowdfunding innebär kortfattat att finansiärer förs samman med kapitalsökare på en digital plattform. Finansiärerna stödjer kapitalsökarens projekt med individuellt sett små kapitalbidrag som tillsammans är tillräckliga för att kapitalsökaren ska kunna förverkliga sin affärsidé.<sup>3</sup> Crowdfunding förekommer i olika former beroende på vilken ersättning som ges till finansiärerna. Vid andelsbaserad crowdfunding köper finansiärerna aktier i det kapitalsökande bolaget. Investeringen medför alltså att finansiären utsätts för en finansiell risk, då möjligheten att få tillbaka insatt kapital och avkastning är beroende av företagets bestånd och utveckling.<sup>4</sup>

Andelsbaserad crowdfunding skiljer sig från andra finansieringsformer på flera sätt. Kampanjerna vänder sig till en bred krets investerare. Trots det är de kapitalsökande oftast inte publika bolag och omfattas således inte av de skyddsregler som gäller för sådana bolag enligt aktiebolagslagen och annan

---

<sup>1</sup> På sv. *gräsrotsfinansiering*. I uppsatsen används den engelska termen då den är mer utbredd och ger enligt min mening en bättre bild av vad fenomenet är.

<sup>2</sup> ESMA/2014/1378 s. 3 ff. och Tillväxtverket (2013) s. 21 ff..

<sup>3</sup> Dir. 2016:70 s. 1.

<sup>4</sup> Dir. 2016:70 s. 2 f..

författning, Finansinspektionens (FI) tillsyn och marknadsplatsernas egna regelverk. Vidare har den typ av förmedling av kampanjer som plattformarna erbjuder inte förekommit tidigare på den finansiella marknaden. Dessa förhållanden gör att de nuvarande regelverken inte är anpassade till crowdfunding.<sup>5</sup> Samtidigt är förhoppningarna på den nya finansieringsformen höga. För små- och medelstora företag kan crowdfunding förenkla och förbättra möjligheterna att få finansiering. Det leder i sin tur till ekonomisk tillväxt, innovation och fler jobb.<sup>6</sup> Privatpersoner får möjlighet att på ett enkelt sätt investera i nya bolag och stötta idéer de tror på.<sup>7</sup>

Andelsbaserad crowdfunding uppmärksammas ofta av nyhetstidningar i olika sammanhang. Den juridiska debatten är däremot begränsad. Trots att många länder har anpassat sina regelverk till crowdfunding har sådan lagstiftning ännu inte införts i Sverige. Under hösten 2016 tillsattes en kommitté för att utreda crowdfunding. Kommitténs betänkande lämnas under våren 2018.<sup>8</sup>

## 1.2 Syfte och frågeställningar

Uppsatsens övergripande syfte är att undersöka det konsumenträttsliga skyddet för investerare vid andelsbaserad crowdfunding. Med konsumenträttsligt investerarskydd avses aktiemarknadsrättsliga regler som skyddar potentiella finansörer innan de genomfört en investering. Uppsatsen utreder om andelsbaserad crowdfunding bedrivs under former som är förenliga med gällande rätt. Den undersöker också om och i så fall hur svensk lagstiftning *de lege ferenda* bör anpassas till andelsbaserad crowdfunding. I detta syfte undersöker jag andelsbaserad crowdfunding ur ett komparativt perspektiv. Syftet med det komparativa kapitlet är att bredda argumentationen kring ämnet och undersöka om de utvalda ländernas crowdfundingregler kan ge vägledning för svensk lagstiftning.

---

<sup>5</sup> Dir. 2016:70, s. 3 ff.

<sup>6</sup> Sevenius, Bland drömmar och verkligheter (2014), s. 1 och Tillväxtverket, Tillväxt genom crowdfunding? (2013), s. 1.

<sup>7</sup> Se t.ex. FundedByMe, Investeringsmöjligheter; Pepsin, Investera och Arantus, Spara.

<sup>8</sup> Dir. 2017:112.

För att uppfylla uppsatsens syften kommer följande frågeställningar besvaras:

1. Vilket rättsligt skydd har aktieinvesterare innan de genomför ett aktieköp?
2. Kan dessa skyddsregler tillämpas på andelsbaserad crowdfunding?
3. Hur bör svensk lagstiftning utformas för att ge investerare i andelsbaserad crowdfunding skydd?

### **1.3 Avgränsningar**

Kapitalinvesteringar genom aktier omges av en rad skyddsregler som träder in vid olika tillfällen. Uppsatsen är inriktad på det konsumenträttsliga investeringsskydd som är tillämpligt innan en investering genomförs. En potentiell investerare utsätts även för andra risker som inte kommer behandlas närmare i denna uppsats, t.ex. marknadsföringsrättsliga överträdelser, bedrägerier och pengatvätt. Vidare har avtalsrättsliga frågor, såsom plattformarnas avtal med investerare och aktieägaravtal utelämnats.

Uppkomsten av crowdfunding har initierat lagstiftningsarbeten runtom i världen. I uppsatsens komparativa kapitel har undersökningen begränsats till USA, Storbritannien, Tyskland och Finland. I USA och Storbritannien är andelsbaserad crowdfunding vanligare och har funnits längre än i Sverige. Det innebär att länderna både hunnit ta fram specialanpassad lagstiftning och tillämpa den. Ländernas näringsliv är mer likt det svenska än t.ex. sydeuropeiska länder. Den lagstiftning som arbetats fram i de undersökta länderna bör därför vara mer relevant för utformningen av de svenska regelverken.

## **1.4 Metod och material**

### **1.4.1 Kort om insamlingen av data**

Crowdfunding är en ny och dynamisk finansieringsform vars ramar fortfarande håller på att utvecklas. Det innebär att det finns begränsat material som beskriver hur crowdfunding fungerar. Överhuvudtaget saknas det statistiska sammanställningar av hur crowdfunding bedrivs i Sverige. Med hänsyn till uppsatsens omfattning och art finns det ingen möjlighet att genomföra en statistiskt säkerställd genomgång av de praktiska frågor rörande crowdfunding i Sverige, t.ex. antalet företag som använt andelsbaserad crowdfunding som finansieringskälla och vilka effekter detta får för investeraren respektive företaget.

För redogörelsen av andelsbaserad crowdfunding i Kapitel 2 har jag hämtat information om hur några utvalda plattformar genomför crowdfunding. De plattformar som har använts är Arantus, Crowdcube, FundedByMe, Oiko Kredit och Tessin. Plattformarna har valts ut med hänsyn till dess storlek. Materialet är hämtat från kampanjer som genomförts t.o.m. oktober 2017. Det ska ge läsaren en uppfattning av inom vilka ramar crowdfundingkampanjer vanligtvis förekommer. Det kan ha förekommit kampanjer som avviker från de angivna värdena.

### **1.4.2 Rättsdogmatisk metod och material**

Jag har tillämpat rättsdogmatisk metod. Vid rättsdogmatisk metod analyseras rättskällornas innehåll för att reda ut vad som är gällande rätt. Enligt rättskälleläran är lagstiftning, förarbeten, rättspraxis och doktrin accepterade rättskällor.<sup>9</sup> Vid rättsdogmatisk metod värderas doktrinen betydelse framförallt på styrkan av de argument som framförs. När det kommer till förarbeten har det diskuterats om dess innehåll ska tillmätas formell auktoritet eller värderas som ett starkt doktrinutlåtande. Ett uttalande i en proposition

---

<sup>9</sup> Kleinman, Rättsdogmatisk metod i Juridisk metodlära (2013) s. 26-29.

kan hursomhelst inte vara ensamt avgörande för tolkningen av en lagregel om en normalspråkig tolkning tillsammans med lagreglernas ändamål leder till en annan slutsats.<sup>10</sup>

Ett par statliga myndigheter har undersökt crowdfunding de senaste åren. År 2013 publicerade Tillväxtverket rapporten *Tillväxt genom crowdfunding?*. Rapporten beskriver fenomenet crowdfunding och utreder om crowdfunding kan bidra till att täcka ett tidigare identifierat finansieringsgap för små- och medelstora företag.<sup>11</sup> År 2015 genomförde FI en kartläggning av crowdfunding i Sverige.<sup>12</sup> FI ansåg att en djupare utredning av ämnet behövdes, vilket ledde till att Gräsrotsfinansieringsutredningen tillsattes år 2016. Kommittén har i uppdrag att kartlägga marknaden för gräsrotsfinansiering, se över de aktiebolagsrättsliga och finansiella regelverken samt att utarbeta nödvändiga lagförslag. Betänkandet lämnas under våren 2018.<sup>13</sup>

Eftersom crowdfunding fortfarande är en ny finansieringsform är doktrinen mycket begränsad och rättspraxis saknas helt. Svensk doktrin består av artiklarna *Investeringsbaserad crowdfunding – en expanderande marknad utan reglering* av Elif Härkönen från 2017 och *Gräsrotsfinansiering: bland drömmar och verkligheter* av Robert Sevenius från 2014. Därutöver finns ett tiotal studentuppsatser varav ett par författare har följt upp sina uppsatser med en bok respektive artikel i juridisk tidskrift.<sup>14</sup> Dessa har emellertid inte använts som underlag i denna uppsats.

Kapitel 3 om skyddsregler i gällande rätt baseras på förarbetena till aktiebolagslagen (ABL), lag (2007:528) om värdepappersmarknader och lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument. Förarbetena

---

<sup>10</sup> Kleinman (2013) s. 28.

<sup>11</sup> Tillväxtverket (2013) s. 6 ff.

<sup>12</sup> Finansinspektionen, Gräsrotsfinansiering i Sverige – en kartläggning (2015), s. 1.

<sup>13</sup> Dir. 2016:70 s. 1 f. och dir. 2017:112.

<sup>14</sup> Se Ahonen och Mathisen, Gräsrotsfinansiering/crowdfunding: en alternativ finansmarknad (2016) och Nellström, Equity crowdfunding i förhållande till spridningsförbudet (2015/2016).

innehåller inga uttalanden om andelsbaserad crowdfunding eller andra moderna finansieringsformer. Det har gjort att jag fäst mer vikt vid de relevanta bestämmelsernas syfte än vad som kanske normalt sett bör göras enligt rättsdogmatisk metod. En stor del av konsumentskyddsreglerna regleras på EU-nivå i bl.a. prospektdirektivet<sup>15</sup> och MiFID II-direktivet<sup>16</sup>. I avsnitt 3.3 om prospekt och avsnitt 3.4 om tillståndsfrågor har jag beaktat skälen och artiklarnas utformning i direktiven. Information har också hämtats från FI:s hemsida och rapporter eftersom den är tillsynsmyndighet.

För framställningen av gällande rätt använder jag mig av *Svensk aktiebolagsrätt* av Torsten Sandström, *Aktiebolagsrätt och Aktiemarknadsrätt* av Karin Eklund och Daniel Stattin och *Kapitalmarknadsrätt* av Karin Eklund och Daniel Stattin. Doktrinen har framförallt använts till deskriptiva stycken.

En stor del av det material som presenteras är några år gamla. Eftersom crowdfunding utvecklas ständigt motsvarar den statistik som presenteras i källorna inte helt hur det ser ut idag. Crowdfundingens grundläggande koncept och utformning har däremot inte förändrats, vilket medför att den diskussion som förs av t.ex. gällande rätt är aktuell även idag.

### 1.4.3 Komparativt perspektiv och material

För att besvara uppsatsens normativa frågeställning har jag använt mig av ett komparativt perspektiv. En komparativ undersökning av lagregler ökar förståelsen för de svenska rättsreglerna, ger bredare tillgång till doktrin och

---

<sup>15</sup> Europaparlamentet och rådets direktiv 2003/71/EG av den 4 november 2003 om de prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och ändring av direktiv 2001/34/EG. Notera att Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129 av den 14 juli 2017 om prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad, och upphävande av direktiv 2003/71/EG ska tillämpas från och med 21 juli 2019.

<sup>16</sup> Europaparlamentet och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU. Observera att MiFID II ersatte MiFID I. Det nya direktivet medförde lagändringar i bl.a. VpML som trädde i kraft 3 januari 2018. Lagändringarna medför ingen ändring i sak på crowdfundingområdet.

tillhandahåller lösningar som möjligen kan vara applicerbara även inom svensk rätt. Utländsk rätt kan bidra till en ändamålsenlig tolkning av gällande rätt. Jämförelser av olika rättssystem kan med fördel göras med hjälp av s.k. case-studier, d.v.s. att se hur utländsk rätt har löst ett specifikt tillämpningsproblem. En risk med sådana studier är dock att jämförelsen bidrar till att nå ett slutresultat utan att ge svar på vilken metod ska användas för att nå dit.<sup>17</sup>

Uppkomsten av crowdfunding har ställt många länder inför samma problem. Många länder har redan infört nya lagregler som är anpassade till crowdfunding. Det medför att det finns god tillgång till alternativa förslag om hur crowdfundingregler kan utformas. Däremot saknas sammanställningar av de utländska crowdfundingreglerna på svenska. Vissa redogörelser för utländsk rätt finns t.ex. i *Commission Staff Working Document – Crowdfunding in the EU Capital Market Union*<sup>18</sup> och i finska regeringens *proposition till riksdagen med förslag till lag om gräsrotsfinansiering och till vissa lagar som har samband med den*<sup>19</sup>. Ingen av dem är dock lika djupgående som sammanställningen i denna uppsats.

Jag undersöker hur USA, Storbritannien, Tyskland och Finland har specialanpassat sina lagstiftningar för andelsbaserad crowdfunding. I utredningen utgår jag från respektive lands lagstiftning, dess förarbeten och ansvariga myndigheters publikationer. För att få en fördjupad bild av lagstiftningen baseras undersökningen även på *Crowdfunding in the EU Capital Market Union* och ett antal rapporter från *The Institute for Alternative Finance* vid Cambridge universitet. Rapporterna från Cambridge universitet grundas på statistik som hämtas från crowdfundingplattformar världen över på årsbasis. Läsaren bör vara uppmärksam på att dessa siffror inte är helt tillförlitliga eftersom det finns en risk för att plattformarna kan ha överdrivit

---

<sup>17</sup> Kleinman (2013) s. 40 ff.

<sup>18</sup> SWD(2016) 154 final.

<sup>19</sup> RP 46/2016 Rd.

eller missberäknat siffrorna. Rapporterna är de mest omfattande i sitt slag och används i såväl offentliga utredningar som juridiska artiklar runtom i världen.

## **1.5 Disposition**

I kapitel 2–4 ges en introduktion till dagens crowdfunding och hur finansieringsformen fungerar i praktiken.

I kapitel 3 lämnas en deskriptiv redogörelse för det konsumenträttsliga skyddet i gällande rätt som kan ha bäring på andelsbaserad crowdfunding. Det gäller bl.a. aktiebolagens spridningsförbud och prospektreglerna. I samband med redogörelsen analyseras hur regelverket förhåller sig till investerare, kapitalsökande bolag och de plattformar som förmedlar kapital och aktier.

Kapitel 4 innehåller ett avsnitt om hur EU förhåller sig till crowdfunding och hur utsikterna för en harmoniserad lagstiftning på EU-nivå ser ut. Därefter följer en komparativ studie om hur fyra utvalda länder valt att anpassa sin lagstiftning till andelsbaserad crowdfunding.

Uppsatsens avslutade del, kapitel 5, innehåller en sammanfattande analys om hur gällande rätt kan utformas för att säkerställa investerarnas behov av skydd vid andelsbaserad crowdfunding, företagens behov av kapital samt en välfungerande och växande marknad för förmedlande plattformar.



## 2 Introduktion till crowdfunding

### 2.1 Framväxt

Crowdfunding är en finansieringsform som vuxit fram på 2000-talet. Däremot har projekt finansierats med hjälp av bidrag från allmänheten under mycket lång tid. Ett exempel hämtat från 1700-talet är finansieringen av Alexander Popes översättning av Illiaden. Han samlade ihop bidrag från sina anhängare och namngav investerarna i en tidig upplaga av boken som tack. Det kanske mest välkända exemplet i crowdfunding-sammanhang är kapitalinsamlingen till Frihetsgudinnans piedestal 1885. Joseph Pulitzer förde en kampanj i tidningen *The World* där han uppmanade läsarna att bidra med en eller fem USD. I utbyte fick finansörerna en ministatyett av frihetsgudinnan.<sup>20</sup>

Den traditionella kapitalinsamlingen revolutionerades med hjälp av digitaliseringen. I samband med internets genomslag introducerades begreppet crowdfunding. Till skillnad från tidigare århundradens kapitalinsamlingar innebär crowdfunding att allmänhetens investeringar förmedlas via en digital plattform.<sup>21</sup> Internet har medfört att kapitalsökare inte längre är begränsade att söka finansiering lokalt utan kan rikta sina erbjudanden till hela världen.<sup>22</sup>

Runt millenniumskiftet började kapitalinsamlingar organiseras för olika projekt i nöjesbranschen. Amerikanska *Artistshare* lanserades 2003 och sägs vara den första plattformen för crowdfunding. På internetsidan kunde musiker söka donationer av sina fans i syfte att finansiera nya album. I kölvattnet av *Artistshare* startades fler plattformar upp, t.ex. *Indigogo* 2008 och *Kickstarter* 2009.<sup>23</sup> Sveriges största plattform *FundedByMe* lanserades i mars 2011.<sup>24</sup>

---

<sup>20</sup> BBC News Magazine, The Statue of Liberty and America's crowdfunding pioneer (2013).

<sup>21</sup> Dir. 2016:70, s. 1.

<sup>22</sup> Finansinspektionen (2015), s. 4.

<sup>23</sup> Freeman och Nutting, A Brief History of Crowdfunding (2015), s. 1 f..

<sup>24</sup> Tillväxtverket (2013), s. 19.

Finanskrisen 2008 ledde till skärpta regler för kredit- och värdepappersinstitut. År 2010 presenterade Baselkommittén Basel III – överenskommelsen med höjda kapitalkrav för bankerna.<sup>25</sup> Den nya regleringen ledde till att bankerna ökade säkerhetskraven för låntagare. Särskilt små- och medelstora företag hade svårt att uppfylla de nya kraven och tvingades att söka finansiering på annat håll. Detta tros ha bidrag till att crowdfunding ökat i popularitet.<sup>26</sup>

## 2.2 Vad är crowdfunding?

### 2.2.1 Begreppsbestämning

Inledningsvis kan konstateras att det är svårt att precisera begreppet crowdfunding. Det finns ingen universell definition och uttrycket används brett i finansieringssammanhang.<sup>27</sup> Dessutom är det svårt att avgöra hur crowdfunding kommer se ut i framtiden eftersom fenomenet fortfarande håller på att utvecklas.<sup>28</sup>

Nedan följer två citat som beskriver crowdfunding. De är hämtade från EU-kommissionen och direktivet till gräsrotsfinansieringsutredningen.

*“Crowdfunding [...] connects those who can give, lend or invest money directly with those who need financing for a specific project. It usually refers to public online calls to contribute finance to specific projects.”<sup>29</sup>*

---

<sup>25</sup> SOU 2013:65 s. 15 och Riksbanken, Basel III.

<sup>26</sup> Dresner, A guide to raising capital on the internet (2014) s. 9.

<sup>27</sup> Tillväxtverket (2013), s. 19 och Tomczak och Brem, A conceptualized investment model of crowdfunding (2013), s. 338.

<sup>28</sup> Dir. 2016:70 s. 2 och SWD(2016) 154 final s. 12.

<sup>29</sup> European Commission, Crowdfunding.

*”många investerare, som var och en investerar små belopp i ett särskilt projekt, samlas och sammanförs med dem som söker kapital genom en plattform på internet.”<sup>30</sup>*

Europakommissionens förklaring fokuserar på gemensamma nämnare för finansiärer respektive kapitalsökare, nämligen viljan att investera respektive behovet av kapital. Beskrivningen i direktivet tar fasta på ”många bäckar små”-konceptet. Tillsammans förmedlar de en god övergripande bild av vad crowdfunding är.

De flesta beskrivningar av crowdfunding har tre gemensamma nämnare: (1) flera finansiärer, (2) individuellt sett små kapitalbidrag och (3) att projekten förmedlas via en digital plattform.<sup>31</sup> I påföljande avsnitt kommer dessa faktorer beskrivas närmare.

## **2.2.2 Den digitala plattformen**

Som framgår av avsnitt 2.1 och 2.2.1 inbegriper begreppet crowdfunding oftast att investeringar förmedlas genom en digital plattform. Det förekommer dock att uttrycket används generellt för projekt som finansieras med hjälp av många små kapitalbidrag från en bred investerarkrets.<sup>32</sup> Problemet med denna definition är att den omfattar finansieringsformer man normalt sett inte räknar som gräsrotsfinansiering, t.ex. välgörenhetsorganisationers insamlingar eller tidningsprenumerationer.<sup>33</sup>

Internationellt sett finns ett stort antal plattformar. Bara i EU-området fanns omkring 500 plattformar vid årsskiftet 2014/2015. Av dessa förmedlade 30 procent belöningsbaserad crowdfunding, 23 procent andelsbaserad och 20 procent lånebaserad.<sup>34</sup> En del plattformar förmedlar en variation av kampanjer medan andra är specialiserade på vissa branscher. I Sverige

---

<sup>30</sup> Dir. 2016:70 s. 1.

<sup>31</sup> Se t.ex. Tomczak och Brem (2013) s. 338 och Verksamt.se, Crowdfunding.

<sup>32</sup> Se t.ex. Ahonen och Mathisen, Gräsrotsfinansiering/crowdfunding: en alternativ finansmarknad (2016), s. 17 f..

<sup>33</sup> Tillväxtverket (2013), s. 20.

<sup>34</sup> SWD(2016) 154 final s. 9.

förekommer bl.a. plattformar som specialiserat sig på fastigheter och utvecklingsländer.<sup>35</sup>

Förutom att plattformarna kan kategoriseras efter vilken typ av crowdfunding de förmedlar kan de delas upp i aktiva och passiva plattformar. De passiva plattformarna är enbart en mötesplats för kapitalsökare och investerare. Svenska *FundedByMe* och *Tessin* är exempel på sådana plattformar. Investerare betalar ingen avgift till plattformen. De kapitalsökande bolagen betalar 5–8 procent av det insamlade beloppet i avgift till plattformen och ytterligare ett belopp till det företag som ansvarar för betalningsöverföringarna. Kapitalöverföringen sker i regel från investerare till den kapitalsökande direkt.<sup>36</sup> Aktiva plattformar erbjuder dessutom diverse tilläggstjänster, såsom riskbedömning och värdering.<sup>37</sup>

Plattformen fungerar som en mellanhand mellan kapitalsökare och investerare.<sup>38</sup> Den kapitalsökande lämnar in en ansökan till plattformen som innehåller en beskrivning av projektet och entreprenörerna. Plattformen granskar ansökan och ger feedback på kampanjen. Om de uppfyller plattformens krav publiceras projektet på hemsidan. Omfattningen av plattformarnas due diligence varierar. Det förekommer även att plattformarna låter företagen granskas externt. Därefter finns projektet tillgängligt för investerare under en på förhand bestämd period. Om de totala kapitalbidragen inte når upp till investerarnas minimigräns när perioden är slut betalas bidragen tillbaka till investerarna. Om kapitalbidragen når upp till de kapitalsökandes maximigräns stängs insamlingen.<sup>39</sup>

---

<sup>35</sup> *FundedByMe*, *Tessin* och *Oiko Kredit*.

<sup>36</sup> Finansinspektionen (2015), s. 7; *FundedByMe*, *Investeringsmöjligheter*; *FundedByMe*, *Terms of Service Entrepreneurs*, p. 5.6 och 8.1; *Tessin*, *Sök Finansiering*; *Tessin*, *Investera*; *Crowdcube*, *Investment Opportunities* och *Crowdcube*, *How to invest*.

<sup>37</sup> Dir. 2016:70 s. 2 f..

<sup>38</sup> Finansinspektionen (2015), s. 7.

<sup>39</sup> *Verksamt.se*, *Crowdfunding*; *FundedByMe*, *Investeringsmöjligheter*; *FundedByMe*, *Terms of Service Entrepreneurs*, p. 5.6 och 8.1; *Tessin*, *Sök Finansiering*; *Tessin*, *Investera*; *Crowdcube*, *Investment Opportunities*; *Crowdcube*, *How to invest* och *Pepins*, *Invest – How to*.

Plattformarnas besökare kan i regel bara få tillgång till en del av kampanjerna utan att vara inloggade. Hur mycket information som finns tillgänglig utan medlemskap varierar från plattform till plattform. T.ex. kan maximi- och minibelopp för investeringar, priset per aktie och hur stor andel av företaget som bjuds ut döljas.<sup>40</sup> Detta upplägg verkar ha valts av regelmässiga och inte affärsmässiga skäl.<sup>41</sup>

Crowdfundingplattformarna använder sig av olika strukturer för företag- och aktieägare. Ett alternativ är att låta investerarna köpa aktier direkt i det kapitalsökande bolag, vilket används av FundedByMe. Ett annat alternativ är att erbjuda finansiärerna preferensaktier med förbestämd avkastning som bestäms av utdelning och/eller inlösningsbelopp likt Tessin. På plattformen Pepins får finansiärerna köpa aktier i ett publikt holdingbolag.<sup>42</sup>

### **2.2.3 Investerare och kapitalbidrag**

Grundkonceptet i crowdfunding är att många finansiärer bidrar med små kapitalbidrag för att tillsammans finansiera en kampanj. De svenska undersökningar som finns idag har inte gett svar på hur många investerare och hur stora kapitalbidrag som krävs för att kampanjen ska falla under finansieringskategorin crowdfunding.<sup>43</sup>

Varje kampanj har ett maximalt och ett minimalt finansieringsmål. Om den kapitalsökande får ihop tillräckligt med kapital för att nå det minimala finansieringsmålet stängs kampanjen framgångsrikt. I de fall då målet inte uppnås betalas investeringarna tillbaka till finansiärerna. Om det maximala finansieringsmålet uppnås i förtid stängs kampanjen. Varje finansiär får ge kapitalbidrag inom en viss storleksgräns. Gränserna varierar beroende på projekt och plattform. Exempelvis brukar den undre gränsen ligga på strax

---

<sup>40</sup> FundedByMe, Investeringsmöjligheter och Tessin, Investera.

<sup>41</sup> ESMA/2014/1378 s. 8.

<sup>42</sup> FundedByMe, Investeringsmöjligheter; Tessin, Hur fungerar en preferensaktie och Pepins, Pepins förklarar.

<sup>43</sup> Tillväxtverket (2013), s. 19; Finansinspektionen (2015) och dir. 2016:70.

över 1 000 kr på den svenska sajten FundedByMe medan Tessin, som specialiserat sig på fastighetsbranschen, har en minimigräns på 50 000 kr. Dagens kampanjer finansieras med allt från ett tiotal till hundratusentals finansiärer. Antalet finansiärer begränsas av kampanjens finansiella mål i kombination med kapitalbidragets tillåtna storleksintervall. Generellt sett har de svenska plattformarnas kampanjer lägre finansieringsmål och färre investerare än kampanjerna på de stora internationella plattformarna.<sup>44</sup>

Tillväxtverket menar att crowdfunding skiljer sig från vanlig bankverksamhet genom att finansiärerna är oberoende av varandra och bär ett stort eget ansvar för transaktionen.<sup>45</sup> Det finns inga entydiga svar på varför finansiärerna väljer crowdfunding framför andra investeringsformer. Några fördelar som lyfts är att det står finansiärerna fritt att välja investeringsgrad och projekt, chansen att få bidra till en god sak och möjligheten att bli en del av ett företag i ett tidigt skede.<sup>46</sup>

## 2.2.4 De kapitalsökande bolagen

Det finns få begränsningar för vem eller vilka som kan söka kapital. Kapitalsökaren kan vara såväl en fysisk som en juridisk person. Aktiebolaget kan vara publikt eller privat, noterat eller onoterat. Privata aktiebolag påträffas inom alla former av crowdfunding. Att den kapitalsökande är konsument förekommer däremot bara inom lånebaserad crowdfunding. Publika och onoterade bolag förekommer i undantagsfall, medan publika och noterade bolag inte förekommer alls.<sup>47</sup>

Den typiska kapitalsökaren är ett litet onoterat bolag med en innovativ idé, t.ex. ett startupbolag.<sup>48</sup> Idag är det vanligast att den kapitalsökande är ett privat bolag, en entreprenör eller en konsument. Sevenius menar att de

---

<sup>44</sup> FundedByMe, Investeringsmöjligheter; Tessin, Investera; Crowdcube, Investment Opportunities.

<sup>45</sup> Tillväxtverket (2013), s. 19.

<sup>46</sup> University of Cambridge, Cracking the Code of Crowdfunding (2015) och Aas m.fl., En kvalitativ studie om svenska investerare och deras investeringsbedömningar, s. 30-42.

<sup>47</sup> Finansinspektionen (2015), s. 6.

<sup>48</sup> ESMA/2014/1378 s. 7.

kapitalsökande ofta är entreprenörer som söker finansiering för att förverkliga sin idé. De har mindre erfarenhet av att driva ett vinstgenererande företag.<sup>49</sup> Det finns även etablerade företag som använder sig av crowdfunding. Kafékedjan Barista genomförde en nyemission via crowdfunding i början av 2017. Då var kampanjen en av de största som genomförts i Europa.<sup>50</sup>

## 2.3 Crowdfundings fyra former

### 2.3.1 Donation, belöning eller lån

Crowdfunding brukar delas in i fyra kategorier beroende på vilken typ av motprestation kapitalsökaren erbjuder. Dessa är: (1) donation, (2) belöning, (3) lån eller (4) andel.

Vid donationsbaserad crowdfunding skänker finansiärerna pengar utan att få någonting tillbaka. Syftet med insamlingarna är ofta att hjälpa en person i en utsatt situation, t.ex. en pappa som samlar in pengar för att ha råd med behandling åt sin sjuka dotter. Belöningsbaserad crowdfunding<sup>51</sup> innebär att insamlaren erbjuder finansiärerna en gåva eller förmån i utbyte. De båda historiska exemplen i avsnitt 2.1, där investerarna fick sitt namn angivet (Alexander Pope) respektive en statyett (Frihetsgudinnan), skulle utgöra belöningsbaserad crowdfunding om de förmedlats via en plattform idag. Lånebaserad gräsrotsfinansiering<sup>52</sup> innebär att finansiären ger ett lån till den kapitalsökande. Låneavtalet kan vara konstruerat med eller utan ränta. Både rörlig och fast ränta förekommer men rörlig ränta är vanligare. Den kapitalsökande kan vara ett företag eller en privatperson.<sup>53</sup> Plattformarna är ofta aktiva vid lånebaserad crowdfunding. Passiva plattformar är vanligast när kapitalsökaren är ett nystartat företag.<sup>54</sup>

---

<sup>49</sup> Sevenius (2014), s. 1.

<sup>50</sup> Dagens industri, Barista fick in 21 miljoner (2017).

<sup>51</sup> På eng. reward-based crowdfunding.

<sup>52</sup> På eng. loan-based crowdfunding.

<sup>53</sup> Finansinspektionen (2015), s. 9.

<sup>54</sup> Dir 2016:70 s. 3.

Ur juridisk synpunkt är framförallt låne- och andelsbaserad crowdfunding av intresse eftersom de är förknippade med finansiell risk och avkastning. Det är just dessa former som Utredningen om gräsrotsfinansiering utreder närmare.<sup>55</sup> De länder som redan infört särskilda crowdfundingregler har utformat lagstiftningen så den omfattar just låne- och andelsbaserad crowdfunding.<sup>56</sup> Eftersom denna uppsats är begränsad till andelsbaserad crowdfunding beskrivs kategorin närmare i nästa avsnitt.

### 2.3.2 Andelsbaserad crowdfunding

Andelsbaserad crowdfunding<sup>57</sup> tar sikte på kampanjer där finansiärerna får olika typer av värdepapper vid investering. Det är vanligast att det kapital sökande bolaget erbjuder aktier. Precis som vid en IPO genomför de kapital sökande en nyemission där de potentiella investerarna erbjuds att teckna aktier till en viss teckningskurs. Till skillnad från aktieteckning vid en börsnotering finns i regel ingen andrahandsmarknad för aktier som emitterats säljs vid crowdfunding.<sup>58</sup>

Finansiärerna är framförallt privatpersoner men det finns plattformar som tillåter bidrag från juridiska personer. De kapital sökande är främst privata aktiebolag, mindre företag och entreprenörer.<sup>59</sup> Plattformarna är ofta passiva.<sup>60</sup>

Finansiärerna kan få avkastning på tre olika sätt: genom likvidation, utdelning eller avyttring av aktier.<sup>61</sup> Plattformarna och/eller de kapital sökande tillämpar olika avkastningsmetoder. På plattformen *FundedByMe* får de flesta investerare förlita sig på framtida utdelningar från bolagen.<sup>62</sup>

---

<sup>55</sup> Dir. 2016:70 s. 2 f..

<sup>56</sup> SWD(2016) 154 final s. 34-51.

<sup>57</sup> På eng. equity crowdfunding eller investment-based crowdfunding. På sv. även investeringsbaserad crowdfunding.

<sup>58</sup> FundedByMe, Investeringsmöjligheter; Tessin, Investera och Crowdcube, Investment Opportunities.

<sup>59</sup> Finansinspektionen (2015), s. 8.

<sup>60</sup> Dir. 2016:70 s. 3.

<sup>61</sup> Tessin, Hur fungerar det?.

<sup>62</sup> FundedByMe, Investeringsmöjligheter.



Fastighetsförmedlaren *Tessin* använder sig av en metod med preferensaktier där investerarna får utdelning vid på förhand bestämda tidpunkter. Aktierna kan därefter lösas in efter en viss tidsperiod.<sup>63</sup>

## 2.4 Konsumentrisker

Precis som vid andra finansiella investeringar utsätts den som investerar i andelsbaserad crowdfunding en finansiell risk. Eftersom andelsbaserad crowdfunding är en ung finansieringsform vet man inte lika mycket om dess risker och förtjänster som man gör vid traditionella investeringsmetoder. Investeraren kan lida skada av dels att underskatta den finansiella risken (förlora investerat kapital), dels att överskatta den finansiella avkastningen.<sup>64</sup>

En del av riskerna med andelsbaserad crowdfunding är kopplade till plattformen. En potentiell risk är att investeraren överskattar omfattningen av den due diligence som plattformen gjort. Enligt min uppfattning försvåras investerarens bedömning av nivån på plattformarnas due diligence lätt när passiva plattformar tillkännager att de granskar och ställer krav på de kapitalsökande bolagen samtidigt som de framhäver att de bara förmedlar kampanjer. Ytterligare en aspekt är att det kan uppstå en intressekonflikt mellan finansiärer och plattform. Eftersom investerarna bara har tillgång till den information plattformarna väljer att publicera kan intressekonflikter uppstå när de erbjuder rådgivning eller beslutsstöd.<sup>65</sup> Vad jag kan se har plattformarna dessutom starkt incitament att locka investerare när de kapitalsökande bolagen betalar en procentsats av det insamlade kapitalet. Det är visserligen inte unikt för andelsbaserad crowdfunding.<sup>66</sup> Slutligen finns det risker som hör samman med själva driften av plattformen, t.ex. att plattformen går i konkurs eller, i de fall då plattformen ansvarar för investerarnas tillgångar, att betalningar ställs in.<sup>67</sup>

---

<sup>63</sup> Tessin, Hur fungerar en preferensaktie?

<sup>64</sup> Arora och Hutton, *The Regulation of Crowdfunding in the UK* (2017) s. 369.

<sup>65</sup> Dir. 2016:70 s. 4.

<sup>66</sup> Jmfr. courtage vid aktieköp.

<sup>67</sup> ESMA/2014/1378 s. 10 f..

Andra risker är kopplade till det kapitalsökande bolaget. Att investera i nystartade bolag innebär en förhöjd risk. Till att börja med är det svårt att värdera ett nytt företag. En professionell riskkapitalist använder sig normalt sett av en portföljstrategi för att minska risken. Investerarna inom crowdfunding torde ofta inte ha samma möjlighet.<sup>68</sup> Dessutom kommer företag som befinner sig i ett inledande skede troligtvis behöva göra nya kapitalanskaffningar i ett senare skede. Investeraren får ta med i beräkningen att hans eller hennes aktieinnehav kan komma att spädas ut av framtida emissioner.<sup>69</sup>

De flesta kapitalsökande bolagen är privata och onoterade. Det innebär att det finns en högst begränsad andrahandsmarknad. När finansiären väl har investerat kapital i ett bolag kan det alltså finnas små eller inga möjligheter att värja sig mot risken. Därtill finns det inga garantier för att företaget kommer ge avkastning i framtiden. Det kan också ta lång tid att få utdelning på aktierna.<sup>70</sup>

---

<sup>68</sup> Sevenius (2014), s. 2 och SWD(2016) 154 final s. 15 f..

<sup>69</sup> Sevenius (2014), s. 2 och SWD(2016) 154 final s. 15 f..

<sup>70</sup> Sevenius (2014), s. 2 och SWD(2016) 154 final s. 15 f..

# 3 Skyddsregler i svensk rätt

## 3.1 Några utgångspunkter

### 3.1.1 Finansmarknadens konsumentskydd

Finansmarknadens produkter och tjänster har flera särskiljande egenskaper som gör att det är särskilt viktigt med ett bra konsumentskydd. Värdet på finansmarknadens produkter visar sig ofta långt fram i tiden. Många konsumenter använder sig inte av finansiella tjänster särskilt ofta, vilket gör att det är svårt för gemene man att få djupare kunskap om marknaden. Värdet på produkterna har ofta stor betydelse för den enskilde individen.<sup>71</sup>

Det senaste året har konsumentskyddet på finansmarknaden fått ökad uppmärksamhet. På finansmarknaden erbjuds allt fler finansiella produkter och konsumenternas ansvar för finansiella beslut ökar. Forskning visar att konsumentens beslut inte alltid grundar sig på ekonomiska kalkyler utan att andra ekonomiskt irrelevanta faktorer kan spela in. Vidare saknar en del konsumenter grundläggande matematiska och finansiella kunskaper. De förstår t.ex. inte alltid begreppen ränta, inflation och risk. Nämda förhållanden medför att konsumentskyddsregler är nödvändiga för att skydda medborgarnas privatekonomi. Med skyddsregler minskar även det allmännas kostnader vid t.ex. överskuldssättning.<sup>72</sup> FI har identifierat följande nyckelfaktorer för att garantera ett högt konsumentskydd. De finansiella företagen:

- har skäligen avtalsvillkor och kan förvalta tillgångarna på ett säkert sätt
- utgår från konsumenternas behov och förutsättningar
- ger konsumenterna relevant och begriplig information

---

<sup>71</sup> SOU 2003:22 s. 26.

<sup>72</sup> Finansinspektionen, Konsumentskyddet på finansmarknaden (2017), s. 6.

Investerarsskyddet är komplext eftersom investerare inte är en konform grupp utan omfattar såväl investerare som vill ha kontroll i bolaget som småsparare och institutionella sparare. Gruppen består både av personer som redan har investerat och potentiella investerare. Utformningen av ett investerarskydd försåras av att det är svårt att bedöma vilken nivå som är eftersträvaransvärd och att intressekonflikter mellan olika investerargrupper kan förekomma.<sup>73</sup>

Under 2017 har FI prioriterat risken för att konsumenter fattar dåliga beslut p.g.a. svårvärderade finansiella produkter. Crowdfunding är särskilt svårt att värdera eftersom det är likt finansiell verksamhet men bara delvis omfattas av nuvarande regelverk.

Till skillnad från många andra länder har de nordiska varit förhållandevis passiva när det kommer till att anpassa nuvarande lagstiftning till crowdfunding. Sverige har ännu ingen särskild lagstiftning för crowdfunding. Lagstiftningsarbetet har dröjt av konsumentskyddsriättsliga skäl och p.g.a. att Sverige har velat invänta EU:s inställning.<sup>74</sup> Även om det saknas separata skyddsregler för crowdfunding betyder inte det att investerare står helt utan skydd under gällande rätt. Det är emellertid inte utrett vilka lagregler som omfattar finansieringsformen.<sup>75</sup>

### **3.1.2 Marknader för aktiehandel**

Värdepappersmarknadslagen (VpmL) gör skillnad på *reglerad marknad* och *handelsplattform*. I Sverige finns två reglerade marknader, s.k. börser: Nasdaq OMX Stockholm (Stockholmsbörser) och Nordic Growth Market (NGM). Därtill finns tre handelsplattformar: First North, NGM Nordic MTF och Aktietorget. Den reglerade marknaden är mer reglerad när det kommer till notering och information om bolagen. Handelsplattformen är mer fri och medför således större risker för investerarna.<sup>76</sup>

---

<sup>73</sup> Eklund och Stattin, Aktiebolagsriät och aktiemarknadsriät (2016) s. 36 f..

<sup>74</sup> Wardrop m.fl., Moving Mainstream (2015), s. 34.

<sup>75</sup> Dir. 2016:70 s. 1.

<sup>76</sup> Sandström, Svensk aktiebolagsriät (2017) s. 61 och Avanza, Vilka företag får göra en börsnotering?.

Utöver dessa marknader finns s.k. alternativa marknader. Den viktigaste är Alternativa aktiemarknaden, som utgör ett marknadssystem för onoterade aktier. På de alternativa marknaderna kan bolagen förbereda sig för notering eller listning på en reglerad marknad. Där kan också bolag hamna som inte längre vill vara noterade eller listade på en reglerad marknad. Marknaderna ställer krav ofta krav på t.ex. storlek, antal ägare, verksamhetens längd och att bolaget är publikt. För investerare är dessa marknader mer riskfyllda. Bolagen är mindre, informationsgivningen och genomlysningen är generellt sämre än på börsen och likviditeten är ofta låg.<sup>77</sup>

Slutligen finns andra aktörer som erbjuder handel med aktier. Dit hör t.ex. ”whiteboardmäklare” och crowdfundingplattformar.<sup>78</sup>

### 3.1.3 Privata och publika bolag

Aktiebolagslagen skyddsregler bygger till stor del på lagens distinktion mellan privata och publika bolag. Indelningen av privata och publika bolag infördes 1995. Vid den tidpunkten hade alla medlemsländer i EU infört särskilda lagregler för små bolag. Bolagsformerna infördes för att anpassa svensk lagstiftning till EG:s bolagsrättsliga direktiv<sup>79</sup> och för att underlätta för etableringsfriheten genom likartad lagstiftning i EU.<sup>80</sup>

Den svenska lagstiftningen har hämtat inspiration från Storbritannien och Irland. Dessa länder hade infört särskilda regler för små bolag genom två bolagsformer – ”public companies” och ”private companies”. Samtliga medlemsländer i kontinentaleuropa gick en annan väg och införde en särskild bolagsform utan personligt betalningsansvar utöver aktiebolaget. Vid utformandet av kriterierna för privata och publika bolag föreställde man sig att publika bolag var större bolag med stor spridning av aktierna medan övriga

---

<sup>77</sup> Eklund och Stattin, Kapitalmarknadsrätt (2015) s. 191 ff.

<sup>78</sup> Eklund och Stattin (2015) s. 193.

<sup>79</sup> Direktivet ställde dock inget direkt krav på två bolagsformer utan personligt betalningsansvar.

<sup>80</sup> Prop. 1993/94:196 s. 72 ff..

bolag var privata. De privata bolagen var huvudsakligen små bolag med begränsad ägarkrets. Likt flera länder i Europa utformades de svenska reglerna med utgångspunkt i att aktier i privata bolag inte ska spridas i större utsträckning. Det innebär att de inte får spridas till en vidare krets (1 kap. 7 § ABL) eller vara föremål för organiserad handel (1 kap. 8 §).<sup>81</sup> Idag ska privata bolag ha ett aktiekapital på minst 50 000 kr.<sup>82</sup>

För publika bolag är minimigränsen för aktiekapital 500 000 kr.<sup>83</sup> Dessutom finns särskild reglering för publika bolag i t.ex. LHF och VpmL. De särskilda reglerna för publika bolag gäller framförallt för bolag vars aktier är upptagna till handel på reglerad marknad (börsen). Vissa regler är även tillämpliga på handelsplattformar.<sup>84</sup>

## 3.2 Spridningsförbudet

### 3.2.1 Syfte och utformning

Som nämns i avsnitt 3.1.3 får aktier i privata aktiebolag inte spridas till allmänheten. Spridningsförbudet i 1 kap. 7 § ABL omfattar dels bolagets spridande av aktier genom emission, dels aktieägares spridning av befintliga aktier. Bestämmelsen är tillämplig även om bolaget eller dess ägare låter ett värdepappersinstitut eller liknande förmedla spridandet av aktier. Den förbjuder två typer av spridning av aktier. Enligt *annonseringsförbudet* i första stycket är det otillåtet att försöka sprida aktier genom annonsering. Förbudet i andra stycket benämns ibland *kompletteringsförbudet* och förbjuder spridning av aktier till fler än 200 personer genom andra metoder än annonsering.

Spridningsförbudet utgör gränsdragningen mellan privata och publika aktiebolag tillsammans med minimikravet på aktiekapital. I grund och botten

---

<sup>81</sup> Prop. 1993/94:196 s. 72 ff. och Sandström (2017) s. 60 f..

<sup>82</sup> 1 kap. 5 § ABL.

<sup>83</sup> 1 kap. 14 § ABL.

<sup>84</sup> Finansinspektionen, Publika bolag och dess aktieägare.

handlar det om att bolag som vill emittera aktier till allmänheten behöver ha högre aktiekapital än andra bolag.<sup>85</sup> Högt aktiekapital och ett relativt stort antal aktier underlättar eller är t.o.m. en förutsättning för en fungerande aktiemarknad.<sup>86</sup> När gränsdragningen mellan publika och privata bolag infördes bestämdes aktiekapitalets minimigräns för publika aktiebolag med beaktande av att även medelstora och mindre företag skulle kunna ha möjlighet att rikta nyemissioner till allmänheten.<sup>87</sup> Lagstiftaren har inte velat hindra kapitalanskaffning som inte medför större spridning av bolagets värdepapper. Emissioner som riktas till den befintliga ägarkretsen är därför tillåtna.<sup>88</sup>

Spridningsförbudet är straffsanktionerat med fängelse i 30 kap. 1 § ABL. Införandet av en straffsanktion motiverades av att det var särskilt viktigt att reglerna efterföljs. Utöver straffsanktionen föreslog Aktiebolagskommittén att avtal i strid med spridningsförbudet blir civilrättsligt ogiltiga.<sup>89</sup> Regeringen ansåg dock att en ogiltighetspåföljd inte borde införas eftersom den skulle gå ut över godtroende förvärvare och skapa osäkerhet kring aktiers giltighet.<sup>90</sup> Däremot kan köparen ha rätt till skadestånd om han lidit en ekonomisk förlust.<sup>91</sup>

## 3.2.2 Skyddets omfattning

### 3.2.2.1 Annonseringsförbudet

Redan försök till spridning är otillåtet genom *annonseringsförbudet* i första stycket. Enligt bestämmelsen är det förbjudet för privata bolag eller dess ägare att försöka sprida aktier eller teckningsrätter genom annonsering. Att spridning har förbjudits redan på annonseringsstadiet beror på att annonsering når ut till en obestämd krets. Bestämmelsen omfattar både tidningsannonser

---

<sup>85</sup> SOU 1992:83 s. 120 ff..

<sup>86</sup> Prop. 1993/94:196 s. 79.

<sup>87</sup> Prop. 1993/94:196 s. 80.

<sup>88</sup> Prop. 1993/94:196 s. 141 ff..

<sup>89</sup> SOU 1992:83 s. 123.

<sup>90</sup> Prop. 1993/94:196 s. 86 f..

<sup>91</sup> Sevenius (2014) s. 3.

och andra typer av annonsering. Troligtvis omfattas även utbudning av aktier på internet.<sup>92</sup>

### **3.2.2.2 Kompletteringsförbudet**

1 kap. 7 § 2 st. innehåller ett förbud mot att sprida aktier och teckningsrätter med andra metoder än annonsering. Regeln ska förhindra att aktier i privata bolag sprids till en större mängd personer. För tydlighets skull gäller förbudet spridning till mer än 200 juridiska eller fysiska personer. Spridandet av aktier kan t.ex. ske genom rundskrivelser eller utgivande av prospekt.<sup>93</sup>

Erbjudanden till mottagare som föranmält sitt intresse och där maximalt 200 poster är utbudna är undantagna från förbudet i andra stycket. De potentiella investerarna kan ha gjort en intresseanmälan direkt till bolaget eller på annat sätt visat intresse för framtida försäljningar och emissioner. Undantaget infördes för att göra regleringen av erbjudanden till professionella placerare mindre strikt.<sup>94</sup>

### **3.2.2.3 Undantag**

Spridningsförbudet har tre undantag. Det första är endast tillämpligt på kompletteringsförbudet och redogörs för i avsnitt 3.2.3. De andra två gäller båda förbuden. Enligt 1 kap. 7 § 3 st. omfattar spridningsförbudet inte erbjudanden som riktar sig till tio eller färre investerare. Syftet med sådana erbjudanden anses vara att hitta ett fåtal affärspartners, inte att sprida aktierna till allmänheten.<sup>95</sup> Det sista undantaget regleras i 1 kap. 7 § 3 st. 2 men. och undantar aktiebolag med särskild vinstutdelningsbegränsning.

---

<sup>92</sup> Prop. 1993/94:196 s. 143. Se även Nellström (2015/2016) och Sevenius (2014).

<sup>93</sup> Prop. 1993/94:196 s. 143. Se även Nellström (2015/2016) och Sevenius (2014).

<sup>94</sup> Prop. 1993/94:196 s. 143.

<sup>95</sup> Prop. 1993/94:196 s. 143.



## 3.2.3 Får aktier bjudas ut genom crowdfunding?

### 3.2.3.1 Försöka sprida aktier

1 kap. 7 § ABL förbjuder bolag och aktieägare att försöka sprida aktier. Rekvisitetet *försöka sprida* innebär att företag inte får försöka skaffa kapital från allmänheten. Bolagen ska ha använt sig av annonsering, rundskrivelser eller andra typer av meddelanden för att sprida erbjudande om att teckna eller förvärva aktier i bolaget. Inbjudan om att teckna aktier får alltså inte riktas till en stor eller obestämd krets. Samma sak gäller om erbjudandet riktar sig till ett obestämt antal kunder hos ett värdepappersinstitut.<sup>96</sup>

För att rekvisitetet *försöka sprida* ska vara tillämpligt måste kampanjerna innehålla ett *erbjudande* om att teckna aktier till en *stor eller obestämd krets*. Förarbetena ger inga svar på om andelsbaserad crowdfunding eller andra varianter av nytänkande aktieförsäljningsupplägg involverar av spridning av aktier. De ger heller ingen vägledning i vilka informationsmässiga krav som ställs på ett erbjudande.

Min uppfattning är att avsikten med bestämmelsen är tydlig: aktier i privata bolag ska inte spridas till gemene man eftersom de inte skyddas av bl.a. högre aktiekapital. Det är visserligen svårt att utforma och tolka en tydlig gränsdragning mellan en särskilt inbjuden person och allmänheten. Själva syftet med crowdfunding är emellertid att kapitalsökande bolag skaffa kapital från allmänheten. Det faktum att plattformarna tjänar mer pengar ju fler som investerar och att plattformarnas krav på medlemskap och informationsbegäran inte verkar vara affärsmässigt betingat tyder på att informationen på plattformarna är ämnad att nå ut till så många som möjligt.

Vid andelsbaserad crowdfunding erbjuds potentiella investerare information i tre steg (se avsnitt 2.2.2). Såvitt jag ser bör inte råda några tvivel om att den fullständiga information som lämnas ut till de medlemmar som begär det

---

<sup>96</sup> SOU 1992:83 s. 146 och prop. 1993/94:196 s. 141 f..

utgör ett erbjudande. Däremot kan det ifrågasättas om informationen utgör ett erbjudande innan villkor för aktieteckning lämnats ut. Vid besök på en plattform är det uppenbart att de kapitalsökande bolagen erbjuder aktieteckning. Visserligen krävs att besökaren blir medlem och begär att få ta del av det fulla erbjudandet men det verkar inte råda några tveksamheter om att de besökare som vill investera i bolaget kommer accepteras av kapitalsökanden i slutändan. Detta talar enligt min mening för att kampanjerna utgör ett erbjudande.

### **3.2.3.2 Annonsering**

Spridningsförbudet är tillämpligt på andelsbaserad crowdfunding om *plattformarnas förmedling av kampanjer utgör annonsering*. Aktiebolagslagens förarbeten öppnar upp för olika typer av annonsering. Då marknadsföring ofta bedrivs på internet idag verkar enligt min mening förhållandet att kampanjerna publiceras på internet inte hindra att förbudet kan tillämpas. Frågan blir då om kampanjerna ska ses som annonsering oavsett vilken internetsida de publiceras på.

Försök till spridning genom annonsering är förbudet eftersom annonser når ut till en obestämd krets och därmed är särskilt ägnade att skapa spridning av aktier. När kampanjerna publiceras på internet är det onekligen svårt att veta vilka som kommer ta del av kampanjerna på förhand. Som Sevenius kommenterar är kampanjerna öppet tillgängliga på plattformarna och att övriga intressenter sprider kampanjerna via bloggar och sociala medier. Utan denna spridning skulle crowdfunding förlora sin potential.<sup>97</sup>

Både regeringen och FI har framfört att annonsering genom en crowdfundingplattform bör kunna omfattas av annonseringsförbudet.<sup>98</sup> FI motiverar bedömningen med att publiceringen underlättar för spridning av bolagets aktier.<sup>99</sup> Uttalandena tyder på att annonseringsförbudet omfattar de kampanjer som publiceras på plattformarna.

---

<sup>97</sup> Sevenius (2014) s. 3.

<sup>98</sup> Dir. 2016:70 s. 4.

<sup>99</sup> Finansinspektionen (2015), s. 19.

Enligt min mening implicerar förbudets syfte inte nödvändigtvis att erbjudanden som når ut till en obestämd krets ska ses som annonser. I förarbetena förtydligas att annonsering innebär såväl tidningsannonser som ”annonsering i andra former”, men ger ingen vägledning till om ”andra former” sträcker sig till digitala tidningar, annonsering på sociala medier eller hela internet. Ordalydelsen av annons torde åtminstone inbegripa erbjudande om försäljning i ett medium som läsaren inte använder för att ta del av annonser, t.ex. TV eller tidskrift. Begreppet förekommer emellertid också för erbjudanden som förmedlas via ett medium som läsaren besöker för att ta del av själva erbjudandena, t.ex. på den digitala marknadsplatsen Blocket.

Eftersom annonseringsförbudet är straffsanktionerat omfattas bestämmelsen av legalitetsprincipen.<sup>100</sup> Enligt obestämdhetsförbudet måste handlingen då vara tillräckligt preciserad och bestämd utformad för att kunna leda till straffansvar.<sup>101</sup> Obestämdhetsförbudets räckvidd är något svårtolkat med tanke på att språk alltid är obestämt till en viss grad. Legalitetsprincipen infattar även ett analogiförbud. Den hindrar dock inte att en bestämmelse tolkas extensivt så länge den ryms inom ordalydelsen.<sup>102</sup>

Min uppfattning efter en sammantagen bedömning är att annonseringsförbudet troligtvis omfattar crowdfundingkampanjer som förmedlas via en plattform. Det gäller oavsett om de sprids på sociala medier eller inte. Det är likväl möjligt att en domstol skulle göra en annan bedömning i en brottmålsprocess.

### **3.2.3.3 Genom andra typer av meddelanden**

Även om crowdfunding inte faller in under annonseringsförbudet kan det vara otillåtet om de erbjudanden som förmedlas på plattformarna riktar sig till fler än 200 personer. Om erbjudandet gäller för färre än 200 poster och

---

<sup>100</sup> 1 kap. 1 § brottsbalken (1962:700) (BrB) och 2 kap. 10 § regeringsformen (1974:152) (RF).

<sup>101</sup> Brottsbalken, en kommentar (2017), kommentar till 1 kap. 1 § BrB.

<sup>102</sup> Asp, Ulväng och Jareborg, Kriminalrättens grunder (2013) s. 46 f. och 70.

investerarna har anmält sitt intresse på förhand är aktieförsäljningen tillåten.<sup>103</sup>

Erbjudandenas spridning är helt beroende av i vilket skede kampanjerna anses utgöra ett erbjudande (se avsnitt 3.2.5.1). Eftersom kampanjerna är publicerade på internet är det svårt att veta exakt hur många personer erbjudandena riktar sig till. Visserligen skulle en publicering på vilken internetsida som helst inte medföra att erbjudandet når ut till en stor krets i praktiken. Crowdfundingplattformarnas medlemsantal<sup>104</sup> tyder dock på att kampanjerna når ut till fler än 200 personer. Vidare överstiger kvoten mellan maximal total investering och minimigränsen för en investering ofta 200, vilket innebär att det ofta är möjligt för mer än 200 personer att investera i kampanjer. Det verkar inte heller finnas någon begränsning av hur många som kan ta del av en kampanj genom att begära mer information. Många kampanjer har genomförts med fler än 200 investerare.<sup>105</sup>

## **3.3 Prospektregler m.m.**

### **3.3.1 Syfte och utformning**

Ett prospekt är ett dokument som innehåller information om en investering. Prospektreglerna finns i lagen (1991:980) om handel av finansiella instruments (LHF) andra kapitel och i Europaparlamentet och rådets direktiv 2003/71/EG. Prospektet ska innehålla den information som krävs för att investeraren ska kunna skapa sig en god bild av investeringens risker och framtida potentiella avkastning. Information om företaget och dess ekonomiska ställning ska inkluderas såväl som information om den aktuella aktien.<sup>106</sup> Utifrån informationen i prospektet ska investeraren kunna göra en

---

<sup>103</sup> Finansinspektionen (2015) s. 31.

<sup>104</sup> De stora svenska plattformarna FundedByMe och Tessin hade 99 412 resp. 32 074 medlemmar den 9 november 2017.

<sup>105</sup> FundedByMe, Investeringsmöjligheter och Tessin, Investera.

<sup>106</sup> Prop. 2011/12:129 s. 31 f..

välgrundad bedömning av bolagets tillgångar och skulder, finansiella resultat och framtidsutsikter samt av de aktuella värdepapperna.<sup>107</sup>

Reglerna om prospekt grundar sig på prospektdirektivet<sup>108</sup>. Syftet med reglerna är att underlätta handel med värdepapper mellan medlemsstater och att ge investeraren en god grund för att fatta affärsmässiga beslut.<sup>109</sup> Det finns inga särskilda krav på förkunskaper eller kontroller för att handla på aktiemarknaden utan det står var och en fritt att handla med aktier. Däremot finns regler för värdepappersrörelser som syftar till att jämna ut informationsasymmetrin mellan företag och investerare. Det ska inte vara möjligt för företag att skaffa kapital genom att ge ut felaktig eller missvisande information. Prospektreglerna ska förhindra att investerarna blir felinformerade snarare än att hindra dem från att fatta riskfulla beslut.<sup>110</sup> Utformningen av prospekt styrs och samordnas genom Kommissionens förordning 809/2004/EG<sup>111</sup>. Förordningen innehåller mallar med minimikrav samt metoder för offentliggörande av prospekt och annonsering. Registreringsdokument för aktier ska bl.a. innehålla information om finansiella aspekter, riskfaktorer, emittenten, verksamheten, forskning och kapital.<sup>112</sup>

### 3.3.2 Skyddets omfattning

Enligt 2 kap. 1 § LHF ska ett prospekt upprättas när överlåtbara värdepapper tas upp till handel på en reglerad marknad eller överlåts till allmänheten. För att andelsbaserad crowdfunding ska omfattas av prospektskyldigheten krävs alltså dels att aktierna som bjuds ut utgör *överlåtbara värdepapper*, dels att

---

<sup>107</sup> 2 kap. 11 § LHF.

<sup>108</sup> Europaparlamentet och rådets direktiv 2003/71/EG av den 4 november 2003 om de prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och ändring av direktiv 2001/34/EG, skäl 10 och 18.

<sup>109</sup> Skäl 10 Prospektdirektivet.

<sup>110</sup> Prop. 2004/05:158 s. 58 f. och prop. 2011/12:129 s. 31 f..

<sup>111</sup> Kommissionens förordning (EG) nr 809/2004 av den 29 april 2004 om genomförandet av Europaparlamentet och rådets direktiv 2003/71/EG i fråga om informationen i prospekt, dessa format, införlivande genom hänvisning samt offentliggörande av prospekt och annonsering.

<sup>112</sup> Kommissionens förordning (EG) nr 809/2004 skäl 1, art. 3-4 och bilaga I.

det anses att aktierna *överläts till allmänheten*. Prospekt ska också upprättas när aktier tas upp till handel på en reglerad marknad men det kommer inte behandlas närmare i denna uppsats.

Från denna huvudregel finns en rad undantag i 2 kap. 2-7 § LHF. För andelsbaserad crowdfunding är det framförallt undantagen från erbjudanden som riktas till allmänheten i 2 kap. 4 § som är relevanta.<sup>113</sup> Bestämmelsen undantar bl.a. erbjudanden som riktas till enbart kvalificerade investerare eller färre än 150 personer samt erbjudanden där investerarna sammanlagt betalar mindre än 2,5 miljoner EUR. När direktivet implementerades diskuterades vid vilket gränsvärde det sistnämnda undantaget skulle bestämmas. Regeringen konstaterade att behovet av prospekt är högre när mindre bolag ger ut finansiella instrument eftersom de är mindre genomlysta. Behovet måste dock vägas mot bolagets kostnader för att upprätta prospekt. Dessa kostnader skulle bli alltför höga i förhållande till en emission vid direktivets nedre gränsvärde, ca 900 000 kr. Regeringen övervägde att införa en särreglering av mindre emissioner som skulle baseras på emissionsprospektsreglerna i 15-18 kap. i Finansinspektionens föreskrifter om prospekt (FFFS 1995:21), men bedömde att det inte skulle garantera lägre kostnader.<sup>114</sup>

### **3.3.3 Omfattas andelsbaserad crowdfunding av prospektskyldigheten?**

Prospektdirektivets definition av värdepapper är direkt hämtad från MiFID-direktivets definition av överlåtbara värdepapper.<sup>115</sup> De definieras som ”sådana värdepapper utom betalningsmedel som kan bli föremål för handel på kapitalmarknaden, exempelvis aktier i aktiebolag [...]”.<sup>116</sup> Som bekant får aktier förvärfas och överlåtas fritt om inte annat följer av bolagsordningen.<sup>117</sup>

---

<sup>113</sup> Undantagen gäller inte från erbjudanden på handel på reglerad marknad.

<sup>114</sup> Prop. 2004/05:158 s. 77.

<sup>115</sup> Art. 2.1a 2003/71/EG.

<sup>116</sup> 1 kap. 1 § LHF och 1 kap. 4 § lag Vpml.

<sup>117</sup> 4 kap. 7 § ABL.

Enligt förarbetena ställer definitionen högre krav på aktierna än att deras rättigheter ska kunna överlåtas. Att aktier i privata aktiebolag inte får spridas till allmänheten eller vara föremål för handel på reglerad marknad indikerar att de inte bör omfattas av definitionen. Förbudet i sig är inte tillräckligt för att utesluta aktier i privata bolag ur definitionen.<sup>118</sup>

När prospektdirektivet implementerades förtydligades att prospektskyldighet endast skulle föreligga för värdepapper som är avsedda för allmän omsättning, d.v.s. att värdepapperna utformats så att de enkelt och smidigt kan överlåtas på värdepappersmarknaden.<sup>119</sup> Aktier i privata bolag ska alltså inte omfattas av definitionen.<sup>120</sup> FI bedömer att prospektskyldighet inte föreligger vid crowdfunding eftersom aktierna i ett privat aktiebolag inte är överlåtbara värdepapper.<sup>121</sup> Myndigheten anser dock att reglerna kan ge god vägledning vid utformningen av crowdfundingregler.<sup>122</sup>

Även om andelsbaserad crowdfunding skulle omfattas av huvudregeln i 2 kap. 1 § skulle troligen undantaget för kapitalanskaffning under 2,5 miljoner EUR vara tillämpligt. Som framgår av avsnitt 2.2.2.3 har de flesta svenska kampanjer väsentligt lägre kapitalinsamlingsmål. Även kampanjer för projekt som är av sådan art att de kräver mer kapital, t.ex. de fastighetsprojekt som förmedlas av Tessin, har kapitalinsamlingsmål som understiger 2,5 miljoner EUR.

## **3.4 Tillståndsfrågor m.m.**

### **3.4.1 Syfte och utformning**

Direktivet om marknader för finansiella instrument (MiFID II<sup>123</sup>) tillämpas på värdepappersföretag.<sup>124</sup> En värdepappersrörelse måste uppfylla direktivets

---

<sup>118</sup> Prop. 2006/07:115 s. 281 f.

<sup>119</sup> Prop. 2004/05:158 s. 68.

<sup>120</sup> Prop. 2006/07:115 s. 282.

<sup>121</sup> Finansinspektionen (2015) s. 32 f.

<sup>122</sup> Finansinspektionen (2015) s. 20.

<sup>123</sup> Direktiv 2014/65/EU om marknader för finansiella instrument.

<sup>124</sup> Art. 1.1 MiFID II.

auktorisations- och driftsvillkor, t.ex. ha tillstånd från FI och följa särskilda skyddsregler för investerare.<sup>125</sup> Fördelen med att omfattas av direktivet är att värdepappersrörelser får erbjuda sina tjänster i alla medlemsstater utan att de behöver ytterligare godkännande i varje nytt land.<sup>126</sup>

Tillståndskravet för värdepappersrörelse infördes för att bevara allmänhetens förtroende för marknaden. Genom att göra viss verksamhet tillståndspliktig är det lättare för staten att utöva tillsyn mot värdepappersrörelserna och att gallra ut de som inte är lämpliga att bedriva sådan verksamhet. Förmedlingstjänster bör vara tillståndspliktiga för att lagstiftningen ska vara tillräckligt effektiv. Förmedlingstjänster underlättar för handel med finansiella instrument och förbättrar likviditeten på marknaden. Detta påverkar i sin tur allmänhetens intresse för handeln.<sup>127</sup> Om en verksamhet eller tjänst enligt 2 kap. 1 § bedrivs yrkesmässigt utan tillstånd kan FI förelägga bolaget att upphöra med tjänsten eller verksamheten och förena förläggandet med vite.<sup>128</sup>

### **3.4.2 MiFID II:s auktorisation- och driftsvillkor**

I de fall då en plattform anses bedriva en investeringstjänst enligt 2 kap. 1 § VpmL behöver den följa MiFID II:s auktorisations- och driftsvillkor, däribland direktivets investerarskyddsregler. MiFID II innehåller bl.a. regler om intressekonflikter (art. 23) och uppföranderegler vid tillhandahållande av investeringstjänster till kunder (art. 24). Först och främst ska värdepappersföretaget agera hederligt, rättvist och professionellt och i enighet med kundernas bästa intresse.<sup>129</sup> Den information som värdepappersföretaget ger ut ska vara opartisk, tydlig och får inte vara vilseledande.<sup>130</sup> Värdepappersföretaget måste också ge både kunder och potentiella kunder lämplig information om värdepappersföretaget, dess tjänster och värdepapper

---

<sup>125</sup> Art. 1.2 MiFID II.

<sup>126</sup> ESMA/2014/1378 s. 14.

<sup>127</sup> Prop. 1990/91:142 s. 107 f..

<sup>128</sup> 25 kap. 17 och 29 §§ VpmL.

<sup>129</sup> 8 kap. 1 § VpmL och art. 24.1 MiFID II.

<sup>130</sup> 8 kap. 22 § VpmL och art. 24.3 MiFID II.



samt föreslagna placeringsstrategier. Det gäller t.ex. information om investeringens risker så att kunder och potentiella kunder kan fatta ett välgrundat beslut. Det gäller även för en investering alla kostnader och tillhörande avgifter. Det sistnämnda kravet har skärpts när MiFID II implementerades.<sup>131</sup>

### **3.4.3 Definition av värdepappersrörelse**

Tillståndskravet är implementerat i svensk rätt genom 2 kap. 1 § VpmL.<sup>132</sup> Med värdepappersrörelse avses bl.a. de investeringstjänster och investeringsverksamheter som listas i bestämmelsen, bl.a. mottagande och vidarebefordran av order i fråga om ett eller flera finansiella instrument, utförande av order på kunders uppdrag och investeringsrådgivning.<sup>133</sup> I bestämmelsens tidigare lydelse förtydligades att de tjänster och verksamheter som räknades upp avsåg finansiella instrument.<sup>134</sup> När lagen ändrades togs förtydligandet bort för att uppräknningen skulle stämma överens med den i MiFID II-direktivet. Bestämmelsen ändrades inte i sak utan samtliga punkter avser fortfarande finansiella instrument.<sup>135</sup>

### **3.4.4 Omfattas plattformarna av reglerna i MiFID II?**

#### **3.4.4.1 Investeringstjänst**

Plattformarnas verksamhet omfattas av MiFID II:s regler om de bedriver en värdepappersrörelse. FI bedömer att frågan om en plattform bedriver en investeringstjänst måste bedömas från fall till fall.<sup>136</sup> Enligt *European Securities and Markets Authority* (ESMA) kan plattformarnas verksamhet anses utgöra någon av de tre ovan nämnda investeringstjänsterna.

---

<sup>131</sup> 8 kap. 22 § VpmL; art. 24.4 MiFID II och prop. 2016/17:162 s. 365.

<sup>132</sup> Art. 5.1 MiFID II.

<sup>133</sup> 1 kap. 4 c § VpmL (1 kap. 5 § 28 p. VpmL); art. 4.2 MiFID II och 2 kap. 1 § VpmL.

<sup>134</sup> Prop. 2006/07:115 s. 319 f.

<sup>135</sup> Prop. 2016/17:162 s. 655.

<sup>136</sup> Finansinspektionen (2015) s. 34.

*Mottagande och vidarebefordran av order* inkluderar sammanförande av två eller flera investerare i syfte att få till en transaktion mellan dem.<sup>137</sup> Vissa plattformar har ansett att de inte omfattas av MiFID eftersom de bara förmedlar intresseanmälningar, inte order. Till detta har ESMA kommenterat att direktivet inte kan kringgås genom att plattformarna framhåller att de bara förmedlar intresseanmälningar. För att bedöma om det rör sig om en order som omfattas av direktivet ska bl.a. beaktas om den grupp som anmält intresse för en investering skiljer sig från de som slutligen investerar mer än ett antal inställda order, i vilken utsträckning investerarna blir informerade om orderns villkor innan de anmäler intresse och i vilken utsträckning villkoren ändras efter intresseanmälan.<sup>138</sup>

De svenska passiva plattformarna ser sin hemsida som en mötesplats för kapitalsökare och investerare. De är ofta noga med att informera om att de endast förmedlar intresseanmälningar. Som Härkönen betonar ställer ESMA höga krav på en verksamhet som inte vill omfattas av MiFID II. Villkoren vid intresseanmälan och de villkor som investerarna ges vid tecknandet av aktier snarlika. Det verkar inte heller finnas några större skillnader mellan den grupp som anmäler intresse och de som slutligen investerar i en kampanj. Jag ansluter mig till Härkönen's slutsats: att efter en samlad bedömning utifrån ESMA:s kriterier förefaller de nordiska plattformarna ägna sig åt investeringstjänster.<sup>139</sup>

Därutöver kan plattformarna behöva tillstånd för utförande av order och investeringsrådgivning. Utförande av order definieras i MiFID II som ”att köpa eller sälja ett eller flera finansiella instrument för kundens räkning”. Det finns inga krav på att värdepappersföretaget ska utföra affären i sitt eget namn. Bedömningen bör istället utgå från om företaget handlägger hela affären.

---

<sup>137</sup> Skäl 44 MiFID II.

<sup>138</sup> ESMA/2014/1378 s. 16.

<sup>139</sup> Härkönen, *Investeringsbaserad gräsrotsfinansiering – en expanderande marknad utan reglering* (2016/17) s. 682 f..

Investeringsrådgivning bedöms vara ”tillhandahållande av personliga rekommendationer till en kund, på dennes begäran eller på värdepappersföretagets initiativ, i fråga om en eller flera transaktioner som avser finansiella instrument”.<sup>140</sup>

### 3.4.4.2 Finansiella instrument

För att plattformarnas verksamhet ska omfattas av MiFID II krävs också de aktier som köps utgör finansiella instrument. Finansiella instrument definieras som överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument, andelar i företag för kollektiva investeringar, finansiella derivatinstrument och utsläppsrätter.<sup>141</sup> Som framgår av diskussionen om *överlåtbara värdepapper* i fråga om prospekt i avsnitt 3.3.1.2 har Sverige bedömt att aktier i privata aktiebolag inte är överlåtbara värdepapper. ESMA har godtagit att Sverige bland andra länder har utformat sin reglering så att de plattformarna som förmedlar crowdfunding faller utanför MiFID II.<sup>142</sup>

Härkönen ifrågasätter den svenska tolkningen av MiFID och menar att aktier i privata bolag uppfyller förarbetenas krav på *allmän omsättning*. Aktierna kan överlåtas fritt och även om en andrahandsmarknad saknas så finns det en möjlighet för aktieägare att sälja vidare sina aktier. Hon jämför också med den finska regleringen, som tagit bort spridnings- och handelsförbuderna och ser aktier som omsättningsbara värdepapper.<sup>143</sup> FI har emellertid anslutit sig till bedömningen i förarbetena och anser att verksamhet för andelsbaserad crowdfunding inte omfattas av MiFID II eftersom aktier i privata bolag inte är överlåtbara värdepapper, och därmed inte heller finansiella instrument.<sup>144</sup>

Diskussionen ovan gäller för aktier i privata bolag. Även om de kapitalsökande bolagen är privata i de allra flesta fall förekommer det att publika bolag bedriver crowdfundingkampanjer. För att

---

<sup>140</sup> Prop. 2006/07:115 s. 301 och 313. Se även Finansinspektionen (2015) s. 34.

<sup>141</sup> 1 kap. 4 § VpML.

<sup>142</sup> ESMA/2014/1378 s. 14.

<sup>143</sup> Härkönen (2016/17) s. 286-290.

<sup>144</sup> Finansinspektionen (2015) s. 14.

crowdfundingplattformarna ska anses bedriva sådan verksamhet som omfattas av MiFID II är det avgörande om de aktier som köps är överlåtbara värdepapper. Vad jag kan se medför en *é contrario*-tolkning av ovanstående resonemang att aktier i publika bolag bör ses som överlåtbara, och att det i sin tur bör innebära att de plattformar som förmedlar aktier i publika bolag behöver följa regelverket MiFID II.

# 4 Crowdfundingregler i världen

## 4.1 Inledning

Crowdfunding är inte bara ett västerländskt fenomen utan den har fått genomslag i alla världsdelar. En överblick på marknaden för andelsbaserad crowdfunding visar att omsättningen är koncentrerad till ett fåtal länder. I Nord- och Sydamerika stod USA för 96 procent av den totala omsättningen om 570 miljoner USD år 2015.<sup>145</sup> Den asiatiska marknaden omsatte 559 miljoner USD år 2013–2016 varav den kinesiska marknaden stod för 81 procent.<sup>146</sup> I Europa dominerar Storbritannien där marknaden för andelsbaserad crowdfunding omsatte 332 miljoner GBP år 2015.<sup>147</sup> Övriga Europa omsatte samma år 160 miljoner EUR totalt.<sup>148</sup> I Afrika noterades andelsbaserad crowdfunding först 2015. Då omsatte marknaden blygsamma 4 miljoner USD.<sup>149</sup>

Allt fler länder introducerar särskilda regler för andels- och lånebaserad crowdfunding. De länder som vill anpassa sina regelverk till andelsbaserad crowdfunding har två alternativ. Det ena är att göra ett tillägg i de nationella regelverken för finansmarknaden och aktuella associationer. Det innebär vanligtvis att införa ett undantag för crowdfunding i de existerande reglerna för registrerings- eller tillståndskrav och prospekt. Så har t.ex. Brasilien, Kanada, Tyskland, Indien, Nederländerna och Turkiet gjort. Det andra alternativet är att införa särskilda regler för andelsbaserad crowdfunding inom rättsområden som annars skulle vara oreglerade, t.ex. uppföranderegler. Bl.a. Frankrike, Italien, Storbritannien och USA har gjort på det viset.<sup>150</sup>

---

<sup>145</sup> Ziegler m.fl., *Hitting Stride* (2017) s. 30 och 57.

<sup>146</sup> Zhang m.fl., *Cultivating Growth* (2017) s. 26 ff..

<sup>147</sup> Zhang m.fl., *Sustaining Momentum* (2016) s. 31.

<sup>148</sup> Zhang m.fl., *Pushing Boundaries* (2016) s. 15.

<sup>149</sup> Zhang m.fl., *Africa and Middle East* (2017) s. 40.

<sup>150</sup> Follak, *Crowdfunding in International and National Regulatory Frameworks* (2016) s. 169.

International Organisation of Securities Commission (IOSCO) menar att de länder som infört särskilda regler har gjort det i form av registreringskrav, krav på informationsgivning för plattformar och kapitalsökare, begränsningar av vilka tjänster en plattform får erbjuda, krav på utbildning för investerare eller underskrifter på att de är införstådda med riskerna, begränsning av individers investeringar per kampanj och tidsperiod samt krav på att en tredje part innehar investerarnas tillgångar.<sup>151</sup>

I avsnitt 4.2 beskrivs hur andelsbaserad crowdfunding har utvecklats i EU-området. Dessutom redogörs för möjligheten till en harmoniserad lagstiftning på EU-nivå. Därefter följer i avsnitt 4.3-4.6 en fördjupad redogörelse av hur USA, Storbritannien, Tyskland och Finland har anpassat sin lagstiftning till andelsbaserad crowdfunding.

## **4.2 Europeiska Unionen**

### **4.2.1 Bakgrund**

Andelsbaserad crowdfunding har välkomnats av EU-kommissionen tillsammans med övriga alternativa finansieringsformer. Man hoppas att crowdfunding kan hjälpa medlemsstaterna att överbygga det finansieringsgap som uppstår när SME-företag inte får finansiering från traditionella metoder.<sup>152</sup> I EU-området omsatte andelsbaserad crowdfunding 422 miljoner EUR år 2015.<sup>153</sup> Finansieringsformen har fått i särklass stort genomslag i Storbritannien. Därefter följer Frankrike, Tyskland och Nederländerna.<sup>154</sup> År 2015 fanns 60 plattformar i EU-området. Totalt genomfördes 836 kampanjer som i genomsnitt samlade in 500 000 EUR.<sup>155</sup>

---

<sup>151</sup> IOSCO, Statement on Addressing Regulation of Crowdfunding (2015) s. 2.

<sup>152</sup> COM(2014) 172 final s. 2.

<sup>153</sup> SWD(2016) 154 final s. 10.

<sup>154</sup> Zhang m.fl., Sustaining Momentum (2016) s. 34.

<sup>155</sup> SWD(2016) 154 final s. 10.

Andelsbaserad crowdfunding hade en tillväxttakt på 83 procent per år under perioden 2013–2015.<sup>156</sup> Än så länge saknas statistik för utvecklingen under 2016 och 2017.

Kommissionen följer utvecklingen av låne- och andelsbaserad crowdfunding. Många länder har redan anpassat sin lagstiftning till andelsbaserad crowdfunding. Inom EU har bl.a. Finland, Frankrike, Italien, Storbritannien och Österrike infört ny lagstiftning.<sup>157</sup> De studier som genomförts visar att den gränsöverskridande verksamheten är begränsad. Det tycks bero på skillnader i medlemsstaternas nationella regelverk, t.ex. vad gäller konsumentskyddsregler samt verksamhet- och organiseringskrav.<sup>158</sup> Även om prospektdirektivet och MiFID II till viss del kan appliceras på andelsbaserad crowdfunding har direktivens förekomst inte föranlett någon större harmonisering av lagreglerna på området (mer om det i avsnitt 4.2.2).

## 4.2.2 Prospektdirektivet och MiFID II

Som framgår av avsnitt 3.3 och 3.5 är det framförallt två EU-direktiv som är relevanta för andelsbaserad crowdfunding: prospektdirektivet och MiFID II-direktivet. Fördelen med att omfattas av direktiven är att den ger ett pass till att bedriva verksamhet i andra medlemsstater. Om en kapitalsökare upprättar ett prospekt som överensstämmer med prospektdirektivets krav så gäller alltså det i alla medlemsstater. Samma sak gäller för en plattform som har tillstånd enligt MiFID II.<sup>159</sup>

Med hänsyn till de relativt låga summor som crowdfundingkampanjer samlar in har prospektdirektivet inte varit applicerbart på andelsbaserad crowdfunding i Sverige (se avsnitt 3.3). Prospektdirektivet ger medlemsstaterna frihet att delvis själva välja inom vilka beloppsgränser prospektskyldighet föreligger. Medlemsstaterna kan även reglera olika

---

<sup>156</sup> Zhang m.fl., *Sustaining Momentum* (2016) s. 31.

<sup>157</sup> Härkönen (2016/17) s. 677.

<sup>158</sup> COM(2017) 147 final s. 7.

<sup>159</sup> Art. 17(1) prospektdirektivet och art. 6(3) MiFID II.

prospektgränser för olika finansieringsformer eller höja informationsskyldigheten i takt med att det totala emissionsvärdet ökar.<sup>160</sup>

I avsnitt 3.5 beskrivs hur Sverige resonerat i frågan om andelar i privata bolag omfattas av MiFID II. Bedömningen har varierat stort mellan medlemsstaterna. Den svenska regeringen anser att andelsbaserad crowdfunding faller utanför tillämpningsområdet eftersom aktier i privata bolag inte är *överlåtbara* finansiella instrument. Tyskland, Belgien och Österrike har gjort samma bedömning. Länder som Spanien och Portugal menar att andelsbaserad crowdfunding inte omfattas eftersom plattformarna inte erbjuder finansiella tjänster enligt MiFID. Flertalet länder, däribland Frankrike, Italien och Storbritannien, har implementerat det frivilliga undantaget i art. 3 MiFID II. Det medför att crowdfundingplattformarna undantas från MiFID II-regelverket samtidigt som de måste följa auktoriseringskrav i nationell rätt. Däremot omfattas andelsbaserad crowdfunding av MiFID II i Danmark och Nederländerna. Det bör tilläggas att andelsbaserad crowdfunding tidigare omfattades av MiFID i flera länder men det ändrades i samband med att länderna införde särskilda crowdfundingregler.<sup>161</sup>

### 4.2.3 Harmoniserad lagstiftning?

EU bevakar utvecklingen av crowdfunding. I maj 2016 publicerade kommissionen ett arbetsdokument som gav en överblick över medlemsstaternas reglering på området. Då ansåg Kommissionen att det inte fanns behov av att harmonisera lagstiftningen på EU-nivå. Det beror på att crowdfunding fortfarande är en relativt liten finansieringsform.<sup>162</sup> ESMA anser att EU bör se över den nuvarande EU-lagstiftningen i förhållande till crowdfunding. EU bör också överväga att införa crowdfundingregler för att garantera lika skydd till alla investerare och för att främja crowdfunding över

---

<sup>160</sup> RP 46/2016 rd s. 47.

<sup>161</sup> RP 46/2016 rd s. 49 f..

<sup>162</sup> SWD(2016) 154 final s. 30 f..



gränserna.<sup>163</sup> Enligt en undersökning från Cambridge University har plattformarna för alternativa finansieringsformer överlag begränsad verksamhet utanför det egna landets gränser. Strax under 50 procent av plattformarna uppgav att utländska investerare saknas helt.<sup>164</sup>

Den 30 oktober 2017 publicerade EU-kommissionen ett lagförslag med gemensamma regler om crowdfunding: *Legislative proposal for an EU framework on crowd and peer to peer finance*<sup>165</sup>. Den potentiella EU-lagstiftningen har till syfte att underlätta för plattformarna att verka över gränserna genom att fastställa auktoriseringskrav som kan appliceras på alla medlemsstater. Lagstiftningen ska också ge plattformarna ett proportionerligt och effektivt ramverk för riskhantering.<sup>166</sup>

Kommissionen har identifierat fyra sätt att reglera crowdfunding. Det första alternativet är att inte ta fram ett ramverk på EU-nivå. Istället ska möten hållas där plattformar och tillsynsmyndigheter delar med sig av utveckling och erfarenheter. Nackdelen med detta förslag är att medlemsstaternas nationella crowdfundingregler blir så varierade att det blir kostsamt för plattformarna att verka över gränserna. Kommissionens andra alternativ är att ta fram rekommenderade minimiregler som medlemsstaterna kan inkorporera frivilligt. Alternativ tre medför att kommissionen tar fram regler om tillstånd för hela EU-området och tillfredställande investeringsskydd som antingen kan inkorporeras under befintlig lagstiftning eller som ett självständigt regelverk. Slutligen, kommissionen presenterat ett fjärde alternativ som går ut på att ett separat regelverk skapas för plattformar som vill verka i flera medlemsstater. Förslaget har varit öppet för feedback under november 2017.<sup>167</sup>

---

<sup>163</sup> ESMA50-158-457 (2017) s. 4.

<sup>164</sup> Zhang m.fl., *Sustaining Momentum* (2016) s. 45.

<sup>165</sup> Ref. Ares (2017)5288649.

<sup>166</sup> Ref. Ares (2017)5288649 s. 2.

<sup>167</sup> Ref. Ares (2017)5288649 s. 3.

## 4.3 USA

### 4.3.1 Bakgrund

Andelsbaserad crowdfunding omsatte ca 550 miljoner USD i USA år 2016. Det är en sänkning med 7 procent från föregående år. Enligt Cambridge Institute for Alternative Finance beror den minskade omsättningen på en fortsatt osäkerhet kring de amerikanska regelverken.<sup>168</sup> USA har omfattade federala regler för värdepapper. De finns i Securities Act of 1933 och Securities Act of 1934. Alla erbjudanden om försäljning av värdepapper behöver registreras hos U.S. Securities and Exchange Commission (SEC).<sup>169</sup> Enligt tilläggslagstiftningen Regulation D kan företag undantas från registreringskravet under vissa förutsättningar. Undantagen är uppdelade i tre bestämmelser utifrån hur stor summa försäljningen avser och finns i regel 504 (under 1 miljon USD), 505 (under 5 miljoner USD) och 506 (ingen beloppsbegränsning).

The Jumpstart Our Business Startups Act<sup>170</sup> (JOBS Act) är ytterligare en tilläggslagstiftning som gör vissa undantag från värdepappersreglerna för småföretag. JOBS Act antogs år 2012 genom ett tillägg i Securities Act of 1933, section 4(a)(6) och 12(g). Lagen ska skapa fler arbeten och öka den ekonomiska tillväxten genom att underlätta kapitalanskaffning för företag i tillväxtfas.<sup>171</sup> Då omfattade de amerikanska värdepappersreglerna fortfarande andelsbaserad crowdfunding eftersom kampanjerna troligen innebar erbjudande och försäljning av värdepapper. JOBS Act är uppdelad i sju kapitel som har implementerats vid olika tillfällen.

Det var först vid tillkomsten av Title III<sup>172</sup> of the JOBS Act, CROWDFUND Act, som andelsbaserad crowdfunding undantogs från värdepappersreglerna.

---

<sup>168</sup> Ziegler m.fl., Hitting Stride (2017) s. 56 f..

<sup>169</sup> Sec. 5 Securities Act of 1933.

<sup>170</sup> Public Law 112-106- April 5, 2012.

<sup>171</sup> JOBS act.

<sup>172</sup> Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act of 2012 eller CROWDFUND Act.

The CROWDFUND Act infördes 2015 och implementerades av SEC i maj 2016. För att undantaget ska vara tillämpligt ställs krav på investerare, bolag och plattform. Om kriterierna är uppfyllda behöver aktörerna följa särskilda regler.<sup>173</sup> Kapitalsökare som inte är underordnade amerikansk rätt, omfattas av Exchange Acts krav, är ett investmentföretag eller inte bedöms vara lämpliga av kommissionen får inte utnyttja undantaget i CROWDFUND Act.<sup>174</sup> En knapp majoritet av de amerikanska plattformarna anser att regelverket för crowdfunding är tillfredställande medan något färre tycker att marknaden är överreglerad.<sup>175</sup>

De kommande avsnitten innehåller en redogörelse av amerikanska federala regler och regellättnader som införts för att integrera andelsbaserad crowdfunding.

## **4.3.2 Kriterier för crowdfundingundantaget**

### **4.3.2.1 Individens maximala investering**

Crowdfundingreglerna i Title III gör andelsbaserad crowdfunding tillgängligt för investerare som inte är ackrediterade<sup>176</sup>. För att undantaget ska vara tillämpligt på en viss transaktion ställs krav på investerare, kapitalsökande bolag och plattform. Varje individ måste ha investerat en begränsad summa i crowdfunding det senaste året. Personer som tjänar mindre än 100 000 USD om året eller vars tillgångar är lägre än 100 000 USD får maximalt investera det som är högst av 2 000 USD och 5 procent av de samlade tillgångarna. Övriga personer får högst investera 10 procent av sina tillgångar.<sup>177</sup> Investerarnas beloppbegränsningar har bestämts med utgångspunkt i att

---

<sup>173</sup> Crowdfunding, final rule, Release Nos. 33-9470; File No. S7-09-13, Securities and Exchange Commission, 2015 s. 7.

<sup>174</sup> Section 4A(f) Securities Act of 1933.

<sup>175</sup> Ziegler m.fl., Hitting Stride (2017) s. 59 f.

<sup>176</sup> "Accredited investor" syftar på en fysisk eller juridisk person som uppfyller SEC:s krav (för en privatperson t.ex. ha nettotillgångar på över 1 miljon USD) för att få genomföra storskaliga investeringar, se Rule 501, Regulation D Securities Act of 1933.

<sup>177</sup> SEC 302 CROWDFUND Act och Crowdfunding, final rule, Release Nos. 33-9470; File No. S7-09-13, Securities and Exchange Commission, 2015 s. 8.

tillgodose de kapitalsökande bolagens behov av investeringar samtidigt som investerarnas riskexponering minimeras.<sup>178</sup>

#### **4.3.2.2 Maximalt insamlingsmål för bolaget**

Det kapitalsökande bolaget får inte ha samlat in mer än 1 miljon USD under en period om tolv månader. Begränsningen avser kapitalanskaffning som möjliggörs med hjälp av undantaget i CROWDFUND Act. Om ett företag skaffar ytterligare finansiering genom att utnyttja ett annat undantag till värdepapperslagarna så räknas det kapitalet inte in i begränsningen. Det beror på att motsatt tolkning inte vore förenlig med lagens övergripande syfte att underlätta kapitalanskaffning för små företag. Kampanjer som faller under undantaget i CROWDFUND Act kan inte kombineras med andra kampanjer utan dessa måste bedrivas var för sig. För att reglerna inte ska kunna kringgås gäller begränsningarna även för kampanjer som genomförs med hjälp av företrädare till bolaget.<sup>179</sup>

#### **4.3.2.3 Förmedling via crowdfundingplattform**

Slutligen måste transaktionen förmedlas via en plattform som är registrerad som ”broker-dealer” eller som det nyintroducerade ”funding-portal”.<sup>180</sup> En crowdfundingkampanj får bara föras på en plattform. På så sätt blir det lättare för allmänheten att bibehålla och dela med sig av information. Dessutom minskar risken för att kapitalsökare och plattformar kringgår reglerna, t.ex. är det enklare att bedöma om företaget har samlat in mindre än 1 miljon USD genom crowdfundingkampanjer under det senaste året. Plattformarna ska vara internet-baserade. Det bidrar till transparens, att all information finns tillgänglig på ett och samma ställe samt att investerarna ges lika information. Om plattformarna fysiskt träffar investerarna vid t.ex. ”launch parties” är risken att de bryter mot förbudet mot finansiell rådgivning högre.

---

<sup>178</sup> SEC 302 CROWDFUND Act och Crowdfunding, final rule, Release Nos. 33-9470; File No. S7-09-13, Securities and Exchange Commission, 2015 s. 25.

<sup>179</sup> Sec. 302 CROWDFUND Act och Crowdfunding, final rule, Release Nos. 33-9470; File No. S7-09-13, Securities and Exchange Commission, 2015 s. 8, 14 f. och 18 f.

<sup>180</sup> Sec. 302 CROWDFUND Act och Crowdfunding, final rule, Release Nos. 33-9470; File No. S7-09-13, Securities and Exchange Commission, 2015 s. 8.

Plattformarna tillåts att ha administrativa funktioner såsom redovisning och produktutveckling.<sup>181</sup>

### **4.3.3 Crowdfundingreglerna**

Om kraven i föregående avsnitt är uppfyllda är den aktuella kampanjen undantagen från de värdepappersreglerna i Securities Act 1933 och Securities Act 1934. Istället ska de inblandade aktörerna följa nya regler som är specialanpassade till andelsbaserad crowdfunding. De amerikanska crowdfundingreglerna omfattar bl.a. auktorisation, vidareförsäljning, marknadsföring och bedrägerier.<sup>182</sup>

#### **4.3.3.1 Informationsgivning**

De kapitalsökande bolag är ansvariga för att förmedla viss information om bolaget. Bolagen måste redogöra för de personer som sitter i bolagsledningen och aktieägare vars innehav överstiger 20 procent, beskrivning av affärsidén och vad det insamlade kapitalet kommer användas till, aktiepriset alternativt hur aktiepriset bestäms, kapitalinsamlingsmålet och när det ska uppnås, om bolaget tar emot mer kapital än insamlingsmålet, ”related-party transactions” och en diskussion om det kapitalsökande bolagets finansiella ställning och översikt.<sup>183</sup> Omfattningen av bolagets finansiella rapport beror på hur mycket kapital bolaget avser att samla in. Om bolaget har samlat in över 100 000 USD krävs t.ex. att rapporten granskas av en auktoriserad revisor.

Dessutom måste de kapitalsökande anmäla kampanjens erbjudande till SEC. Det görs genom att elektroniskt fylla i ett särskilt formulär. Ett företag som genomfört en crowdfundingkampanj under året måste vidare fylla i en rapport senast 120 dagar efter räkenskapsårets slut.

---

<sup>181</sup> Sec. 302 CROWDFUND Act och Crowdfunding, final rule, Release Nos. 33-9470; File No. S7-09-13, Securities and Exchange Commission, 2015 s. 31 ff.

<sup>182</sup> Crowdfunding, final rule, Release Nos. 33-9470; File No. S7-09-13, Securities and Exchange Commission, 2015 s. 3.

<sup>183</sup> Crowdfunding, final rule, Release Nos. 33-9470; File No. S7-09-13, Securities and Exchange Commission, 2015, s. 40-115.

### 4.3.3.2 Förbud mot vidareförsäljning

Crowdfundingreglerna förbjuder investerare från att sälja vidare aktier i ett år från dagen de köptes. Vidareförsäljning till det kapitalsökande bolaget, en ackrediterad investerare, en familjemedlem eller genom en registrerad försäljning är dock tillåten.<sup>184</sup>

Förbudet var kontroversiellt när det infördes. Regeln har fått stark kritik såväl före och under som efter crowdfundingreglerna trädde i kraft. Motståndarna tycker att förbudet har en negativ effekt på investerarskyddet och att det skadar värdepappersmarknaden. Generellt hämmar handelsförbud marknadens flyt och gör att aktierna får ett lägre värde. I praktiken blir aktieägarnas vinst beroende av utdelning och återköp av aktier, vilka båda ligger i bolagsledningens händer. Samtidigt blir det svårare att signalera missnöje till ledningen. Andra anser att förbudet är bra eftersom det förebygger bedrägerier och ger utrymme för en ung marknad att utvecklas. Trots förbudet finns det fortfarande möjlighet att sälja aktier till en ackrediterad investerare under det första året. Möjligen kan det bidra till att skapa en starkare andrahandsmarknad.<sup>185</sup>

Eftersom de amerikanska crowdfundingreglerna bara har funnits i strax över ett år är det svårt att värdera effekterna av vidareförsäljningsförbudet. Heminway<sup>186</sup> menar att det är omöjligt att se hur aktieägarnas rättigheter, reglerna om värdepappersförsäljning och värdepappersmarknaden påverkas. Det gäller särskilt eftersom förbudet bara gäller under ett år från köptillfället och aktieägarna fortfarande kan sälja till ackrediterade investerare.<sup>187</sup>

---

<sup>184</sup> Crowdfunding, final rule, Release Nos. 33-9470; File No. S7-09-13, Securities and Exchange Commission, 2015 s. 324 f.

<sup>185</sup> Heminway, Selling Crowdfunding Equity: A New Frontier (2017) s. 200 ff..

<sup>186</sup> Professor vid Tennessee Knoxville University.

<sup>187</sup> Heminway, Selling Crowdfunding Equity: A New Frontier (2017) s. 212 f.. För genomgång av amerikansk rätt, se även Securities and Exchange Commission, Regulation Crowdfunding: A Small Entity Compliance Guide for Issuers.

### 4.3.3.3 Plattformarna

Först och främst måste de crowdfundingplattformar som verkar under amerikansk rätt vara registrerade, se avsnitt 4.2.2.3. Plattformarnas chefer och delägare får inte ha ekonomiska intressen hos de kapitalsökande bolagen. Det gäller särskilt om de får ekonomiska intressen som kompensation för de tjänster plattformen utfört i samband med en kampanj. Däremot får själva plattformen i princip ta emot kompensation för utförda tjänster i form av värdepapper som de själva förmedlar.<sup>188</sup>

## 4.4 Storbritannien

### 4.4.1 Bakgrund

Andelsbaserad crowdfunding har i Storbritannien ökat med 295 procent sedan 2014. En genomsnittlig kampanj hade 77 investerare och varje investerare investerar i 4–5 projekt i snitt. Under 2015 genomfördes de första två exit inom andelsbaserad crowdfunding. Bland investerarna återfinns inte bara allmänheten, utan 27 procent av de brittiska finansiärerna är erfarna eller high-net-worth-investor<sup>189</sup>. Dessutom börjar allt fler traditionella investerare, såsom affärsänglar och riskkapitalbolag, investera i crowdfundingprojekt.<sup>190</sup>

Storbritannien antog särskilda regler för crowdfunding år 2014.<sup>191</sup> Innan dess omfattades andelsbaserad crowdfunding till viss del av existerande reglering i the Financial Services and Market Act (FSMA) 2000 och Companies Act 2006. Både prospekt direktivet och MiFID II-direktivet har implementerats genom bestämmelser i FSMA. Brittisk rätt innehåller likt svenskt rätt ett spridningsförbud som föreskrivs i Companies Act.

---

<sup>188</sup> Crowdfunding, final rule, Release Nos. 33-9470; File No. S7-09-13, Securities and Exchange Commission, 2015, s. 40-115.

<sup>189</sup> Finansiell term för investerare vars finansiella tillgångar överstiger ett visst belopp. I Storbritannien avser termen investerare vars årliga inkomst överstigit 100 000 EUR de senaste tolv månaderna eller har minst 250 000 EUR i nettotillgångar det året.

<sup>190</sup> Zhang m.fl., Pushing Boundaries (2016) s. 43 f..

<sup>191</sup> PS14/4.

Financial Conduct Authority (FCA)<sup>192</sup> implementerade crowdfundingregler genom *Crowdfunding and the Promotion of Non-readily Realisable Securities Instrument 2014*<sup>193</sup> under våren 2014. Reglerna medförde ändringar i det finansiella regelverket *The FCA Handbook of rules and guidance*<sup>194</sup> (FCA Handbook). Det är framförallt ändringarna i Conduct Business Sourcebook (COBS) som har betydelse för andelsbaserad crowdfunding. Med hjälp av de nya crowdfundingreglerna ville man begränsa den krets av investerare som det är tillåtet att direkt skicka erbjudanden till om att teckna aktier i onoterade bolag. Det motiveras av att likviditetsriskerna ökar när bolagen är svårvärderade och det inte finns någon andrahandsmarknad. Man ville också försäkra sig om att investerare som använder sig av passiva plattformar har tillräckligt med kunskap och erfarenhet för att förstå investeringarnas finansiella risker.<sup>195</sup>

## 4.4.2 Finansiella regelverk

### 4.4.2.1 Spridningsförbud

Brittisk rätt innehåller ett spridningsförbud likt svensk rätt. Enligt Section 755(1) i Companies Act 2006 får privata bolag inte erbjuda aktier i bolaget till allmänheten. Ett erbjudande är riktat till allmänheten om någon del av allmänheten får del av det, oavsett hur mottagarna valts ut. Däremot anses erbjudandet inte vara riktad till allmänheten om ingen annan än den som erbjudandet är riktat till tar del av det. Försäljningar som är en privat angelägenhet, d.v.s. är riktad till en anställd eller dess närstående, undantas också.<sup>196</sup> Det innebär att de brittiska plattformarna måste strukturera sig så att spridningsförbudet inte bryts, t.ex. begränsa vilken typ av aktier de förmedlar.<sup>197</sup> När crowdfundingreglerna infördes förtydligade FCA att

---

<sup>192</sup> Den brittiska motsvarigheten till den svenska myndigheten Finansinspektionen.

<sup>193</sup> FCA 2014/13.

<sup>194</sup> Financial Conduct Authority, Handbook.

<sup>195</sup> PS14/4 s. 36 f..

<sup>196</sup> Section 756 Companies Act 2006.

<sup>197</sup> Ridley, Will new regulation on Crowdfunding in the United Kingdom and United States Have a Positive Impact and Lead to Crowdfunding becoming an Established Financing Technique? (2016) s. 63.



spridningsförbudet gäller för bolag som använder sig av andelsbaserad crowdfunding.<sup>198</sup>

#### **4.4.2.2 Prospektregler**

Överlåtbara värdepapper får inte förmedlas till allmänheten utan att ett godkänt prospekt publicerats.<sup>199</sup> Prospektreglerna tolkas så att alla transaktioner som genomförs med hjälp av andelsbaserad crowdfunding omfattas av prospektreglerna. Det finns dock flertalet undantag till reglerna om prospekt, bl.a. omfattas inte transaktioner under 5 miljoner EUR.<sup>200</sup>

#### **4.4.2.3 Tillståndsfrågor m.m.**

Erbjudande av värdepapper, däribland aktier, är en ”regulated activity” enligt brittisk rätt.<sup>201</sup> Det innebär att aktiviteten måste godkännas av ett av FCA auktoriserat organ och följa kraven på informationsgivning m.m. i 4 kap. COBS. Eftersom plattformarna ägnar sig åt ”financial promotion” måste de vara auktoriserade av FCA.<sup>202</sup> Vissa plattformar kan dock tillämpa undantagen i section 38, 285 och 327 FSMA. För att nyttja någon av undantagen krävs FCA:s godkännande. Ridley menar att denna process är kostsam och opraktisk. Processen är enligt hans mening ett hinder mot crowdfundingens fortsatta utveckling.<sup>203</sup>

#### **4.4.2.4 Brexit**

Eftersom reglerna till stor del bygger på EU-direktiv är det inte utrett om lagstiftningen kommer bestå efter Brexit. FCA har dock anfört att MiFID II ska implementeras som vanligt. Precis som i Sverige träder reglerna i kraft 3 januari 2018.<sup>204</sup> Det är möjligt att Storbritannien behåller MiFID-regleringen i syfte att underlätta handeln med EU.<sup>205</sup>

---

<sup>198</sup> PS14/4 s. 40.

<sup>199</sup> Section 85(1) FSMA 2000.

<sup>200</sup> Arora och Hutton (2017) s. 373.

<sup>201</sup> Section 22 FSMA 2000.

<sup>202</sup> Section 19 och 21 FSMA 2000.

<sup>203</sup> Ridley (2016) s. 62.

<sup>204</sup> FCA 2017/63.

<sup>205</sup> Linklaters, What does Brexit means for MiFID II?

## 4.4.3 Crowdfundingreglerna

### 4.4.3.1 Tillståndsfrågor

Enligt crowdfundingreglerna måste alla plattformar ha tillstånd av FCA för få att bedriva crowdfundingverksamhet. De auktoriserade plattformarna måste organisera och kontrollera kampanjerna på ett ansvarsfullt och effektivt sätt och med rimliga riskhanteringssystem. De plattformar som vill ge rådgivning till investerarna behöver ha särskilt tillstånd.<sup>206</sup>

### 4.4.3.2 Begränsningar för investerare

De nya crowdfundingreglerna delar in investerare i fyra olika kategorier: certifierad ”high net worth investor”, certifierad ”sophisticated investor”, själv-certifierad ”sophisticated investor” och ”restricted investor”. För att kvalificera in som ”high net worth investor” krävs att en person har en årlig inkomst som är högre än 100 000 EUR eller att hans eller hennes totala tillgångar överstiger 250 000 EUR (exkl. bostadshus och inkomster från pension, dödsfall m.m.). En certifierad ”sophisticated investor” är en person med ett skriftligt certifikat från ett bolag som bekräftar att de har tillräcklig kunskap för att förstå de risker som förknippade denna särskilda typer av investeringar. Intyget får maximalt vara tre år gammalt. Därutöver måste investeraren skriva under på att han eller hon förstår riskerna med företagna investeringar. Det är också möjligt att bli en självcertifierad ”sophisticated investor” genom att uppfylla minst ett rekvisit som visar på att personen har tillräcklig kunskap, t.ex. att personen har gjort mer än en investering i ett onoterat bolag det senaste året eller arbetar professionellt med ”private equity”. En ”restricted investor” är en person skrivit under på att han eller hon inte ska investera mer än 10 procent av sina totala tillgångar i värdepapper som ännu inte är redo för att listas<sup>207 208</sup>.

---

<sup>206</sup> Arora och Hutton (2017) s. 375.

<sup>207</sup> Non-readily realisable securities.

<sup>208</sup> Arora och Hutton (2017) s. 375 f..

Investerarna får göra olika stora investeringar beroende på vilken kategori de tillhör. För ”high net worth investors” finns det överhuvudtaget inga begränsningar.

Erbjudande om att teckna aktier i onoterade bolag får endast förmedlas till investerare som kan intyga att onoterade aktier maximalt uppgår till 10 procent av dess aktieportfölj och investerare som får investeringsrådgivning av ett bolag som är auktoriserat av FCA. Däremot får sådana erbjudanden förmedlas till high net worth investors och sophisticated investors.<sup>209</sup>

#### **4.4.4 Utvärdering och utveckling av crowdfundingreglerna**

FCA publicerade en utvärdering av crowdfundingreglerna i december 2016. För andelsbaserad crowdfunding anmärkte myndigheten på att plattformarna gav otillräcklig information om riskerna inom crowdfunding, att kvaliteten på due diligence varierade plattformarna emellan och att det ofta saknades information om hur utförlig undersökning som gjorts, avsaknad av bedömning av investeringens värde samt avsaknad av lämplighetstest för potentiella investerares erfarenhet och kunskap.<sup>210</sup>

Utvärderingen ledde till flera förslag till regeländringar. De flesta förslagen avsåg bara lånebaserad crowdfunding. För andelsbaserad crowdfunding ansåg FCA att plattformarnas informationsgivning inte levde upp till förväntningarna.

---

<sup>209</sup> Arora och Hutton (2017) s. 375.

<sup>210</sup> FS 16/13 s. 36.

## 4.5 Tyskland

### 4.5.1 Bakgrund

Tysklands första crowdfundingplattform startades under hösten 2011.<sup>211</sup> År 2015 omsatte andelsbaserad crowdfunding<sup>212</sup> 23,7 miljoner EUR i Tyskland. Det motsvarade 15 procent av den europeiska marknaden (exkl. Storbritannien). Trots det minskade marknaden med 21 procent från föregående år. Det beror sannolikt på att Tyskland implementerade nya crowdfundingregler under 2015.<sup>213</sup>

Crowdfunding omfattas av nationella regler i Kreditwesengesetz<sup>214</sup> (KWG), Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz<sup>215</sup> (ZAG) och Wertpapierprospektgesetz<sup>216</sup> (WpPG). Precis som de brittiska och svenska reglerna baseras en del av de regler som är tillämpbara på crowdfunding på MiFID II och prospektdirektivet. Den tyska finansmarknaden granskas av tillsynsmyndigheten Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

De tyska crowdfundingreglerna trädde i kraft i juli 2015. Reglerna infördes genom Kleinanlegerschutzgesetz<sup>217</sup> (KASG). I Tyskland infördes reglerna inte i en separat lag utan KASG införde särskilt reglering för bl.a. andels- och lånebaserad crowdfunding i befintliga regelverk.

---

<sup>211</sup> Begner, Crowdfunding im Licht des Aufsichtsrecht (2012).

<sup>212</sup> På ty. även Schwarmfinanzierung.

<sup>213</sup> Zhang m.fl., Sustaining Momentum (2016) s. 55 ff..

<sup>214</sup> På sv. banklagen.

<sup>215</sup> På sv. lagen för övervakning av betalningstjänster.

<sup>216</sup> På sv. lagen om prospekt för värdepapper.

<sup>217</sup> På sv. lagen om skydd för småinvestorare, eng. Retail Investor Protection Act.

## 4.5.2 Finansiella regelverk

### 4.5.2.1 Tillståndsfrågor

Innan de nya crowdfundingreglerna tillkom prövade BaFin om förmedling av andelsbaserad crowdfunding är tillståndspliktigt enligt 32 § 1 st. KWG. Bestämmelsen föreskriver att den som yrkesmässigt bedriver finansieringstjänster behöver ha tillstånd från BaFin. Likt den svenska regleringen behöver de tyska plattformarna ha tillstånd för andelsbaserad crowdfunding om de förmedlar finansiella instrument, d.v.s. överlåtbara värdepapper.<sup>218</sup> Kravet är hämtat från MiFID II (se avsnitt 3.5). BaFin har tolkat MiFID II och KWG:s krav på överlåtbarhet som att även aktier som inte är *fritt* överlåtbara, t.ex. då tredje mans godkännande krävs, omfattas.<sup>219</sup> Även om aktierna utgör finansiella instrument undantas plattformar som aldrig får det insamlade kapitalet i besittning.<sup>220</sup>

Den som erbjuder betalningstjänster behöver också tillstånd enligt 8 § 1 st. ZAG. Om en plattform mottar kapital från en investerare som den sedan för över till det kapitalsökande bolaget utför den ”Finanztransfergeschäft” enligt 1 § 2 st. 6 p. ZAG. Verksamheten är då tillståndspliktig.<sup>221</sup>

### 4.5.2.2 Prospektregler

Prospektreglerna för värdepapper finns i 3 § WpPG.<sup>222</sup> Bestämmelsen föreskriver ett prospektkrav för emissioner av överlåtbara värdepapper. Alla emissioner som riktar sig till personer i Tyskland omfattas. Från huvudregeln finns en rad undantag i 3 § 2-3 st. WpPG. Prospektreglerna är tillämpliga på emissioner vars totala värde överstiger 100 000 EUR. För emissioner som understiger nämnda värde räcker det att ett särskilt informationsdokument

---

<sup>218</sup> 1 § 11 p. KWG. Se även Müller-Schmale, Crowdfunding: Aufsichtsrechtliche Pflichten und Verantwortung des Anlegers (2014).

<sup>219</sup> Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Merkblatt Finanzinstrumente (2013).

<sup>220</sup> Müller-Schmale, Crowdfunding: Aufsichtsrechtliche Pflichten und Verantwortung des Anlegers (2014).

<sup>221</sup> Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Crowdfunding (2016).

<sup>222</sup> Ska inte förväxlas med prospektreglerna för lånebaserad crowdfunding, som föreskrivs i Vermögensanlagengesetz (VermAnlG, Investeringslagen).

skickat ut med post.<sup>223</sup> När crowdfundingreglerna implementerades år 2015 höjdes tröskelvärdet för prospektplikten från 100 000 EUR till 2,5 miljoner EUR för *lånebaserad crowdfunding*. Däremot behölls prospektgränsen för andelsbaserad crowdfunding.<sup>224</sup>

### **4.5.3 Crowdfundingreglerna**

#### **4.5.3.1 Tillståndsfrågor**

Kleinanlegerschutzgesetz (KASG) kan medföra ytterligare tillståndskrav för plattformar. De nya kraven gäller om plattformen agerar agent eller placerar finansiella instrument. Enligt 1 § 1a st. 2 men. 1 p. KWG är en investeringsmäklare någon som förmedlar köp och försäljning av finansiella instrument. Begreppet omfattar t.ex. en plattform som förmedlar en investerares önskan att köpa finansiella instrument till det kapitalsökande bolaget. Om plattformen inte förmedlar köp utan agerar utifrån en fullmakt benämns den som kontaktmäklare enligt 1 § 1a st. 2 men. 2 p. KWG.<sup>225</sup>

#### **4.5.3.2 Begränsningar för investerare**

Likt USA får de tyska finansiärerna inte investera hela sin förmögenhet i crowdfunding. Normalt sett får en finansiär inte investera mer än 1 000 EUR under en tolv månadersperiod. Personer vars inkomst överstiger 100 000 EUR tillåts att investera 10 000 EUR. Professionella investerare har inga beloppsbegränsningar.<sup>226</sup>

### **4.5.4 Utvärdering och utveckling av crowdfundingreglerna**

De tyska crowdfundingreglerna utvärderades under 2016. Branschen ställer sig positiva till hur crowdfundingreglerna har fungerat i praktiken. KASG anses vara ett viktigt politiskt dokument. Reglerna har en förtydligande och

---

<sup>223</sup> Se även RP 46/2016 rd s. 35.

<sup>224</sup> Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Crowdfunding (2016).

<sup>225</sup> Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Crowdfunding (2016).

<sup>226</sup> Artikel 2, 2a § KASG.

rättssäker effekt. Dessutom är investerarskyddet stärkt. Däremot är flera kritiska till investeringsgränsen om 10 000 EUR för privatpersoner.<sup>227</sup>

## 4.6 Finland

### 4.6.1 Bakgrund

Andelsbaserad crowdfunding är ungefär lika stort i Finland som i Sverige. År 2015 omsatte den finska marknaden 6,2 miljoner EUR. Lånebaserad crowdfunding har däremot fått större genomslag.<sup>228229</sup>

I Finland görs en uppdelning mellan publika och privata aktiebolag precis som i Sverige. Publika aktiebolag behöver ha ett aktiekapital på minst 80 000 EUR medan lägsta gräns för privata bolag är 25 000 EUR.<sup>230</sup> Finland hade tidigare ett spridningsförbud för aktier i privata bolag. Det utmönstrades i mitten av 2000-talet av konkurrensskäl. Aktier i privata bolag får däremot fortfarande inte tas upp till handel på reglerad marknad.<sup>231</sup> Precis som övriga medlemsstater har Finland implementerat regler från prospektdirektivet och MiFID II.

*Lagen om gräsrotsfinansiering (734/2016)* tillkom i augusti 2016 och trädde i kraft den 1 september 2016. När den finländska lagstiftningen togs fram var syftet likt med den svenska utredningen att främja utvecklingen av crowdfunding. Utredningen skulle sammanställa och ta fram de lösningsförslag som arbetats fram i de länder som redan infört lagstiftning, hos ESMA och EBA. Därefter skulle den utformning som var bäst lämpad för finska förhållanden presenteras. När lagförslagen togs fram beaktades också att de finländska plattformarna skulle kunna stå sig i den internationella

---

<sup>227</sup> Crowdfunding informationsportal, 1 Jahr Kleinanlegerschutzgesetz – Statements aus der Crowdfunding-Branche (2016).

<sup>228</sup> Den finska marknaden för konsumentlån omsatte 34,4 miljoner EUR 2015, vilken gör den över 14 gånger större än den svenska.

<sup>229</sup> Zhang m.fl., Sustaining Momentum (2016) s. 64.

<sup>230</sup> 1 kap. 1 och 3 §§ Aktiebolagslagen (21.7.2006/624).

<sup>231</sup> Jmfr. 1 kap. 8 § ABL. Härkönen (2016/17) s. 687 f..

konkurrensen.<sup>232</sup> Utredarna betonade att investeringar i crowdfunding ofta motiveras av andra än ekonomiska skäl, t.ex. sociala. Överhuvudtaget ansåg utredarna att crowdfunding inte var ett lämpligt alternativ för investerare som bara vill gå med vinst. Ett annat särdrag hos crowdfunding ansågs vara den ökade risk som följer av företag i tillväxtfas. Sådana företag är också mer beroende av bolagsledningens kunskap och erfarenhet. Eftersom gemene man känner till dessa förhållanden tyckte utredarna att det inte var motiverat att frånta investerarna från eget ansvar för sina investeringsbeslut.<sup>233</sup>

Vid införandet av crowdfundingreglerna förslög utredningen att låne- och andelsbaserad crowdfunding skulle regleras i en separat lag. Detta motiverades av att crowdfunding sträcker sig över flera rättsområden, att verksamheten är relativt komplex samt att den är liten i förhållande till övriga finansieringsformer.<sup>234</sup>

## 4.6.2 MiFID II

År 2014 publicerade finska FI en utredning som kvalificerade in andelsbaserad crowdfunding som ”ordnad emission”. Det innebär att andelsbaserad crowdfunding ses som en tillståndspliktig investeringstjänst och att plattformarna behöver verksamhetstillstånd. Enligt förarbetena till de finska crowdfundingreglerna har denna tolkning varit mycket sträng i förhållande till hur övriga medlemsstaters övervakningsmyndigheter har tolkat MiFID. Den finska tolkningen medför nämligen att andelsbaserad crowdfunding skulle bestå av ”placering av finansiella instrument”, till skillnad från de flesta andra medlemsstater som bedömt att plattformarnas verksamhet består av ”mottagande och förmedling av order”.<sup>235</sup>

---

<sup>232</sup> RP 46/2016 rd s. 67.

<sup>233</sup> RP 46/2016 rd s. 65 f..

<sup>234</sup> RP 46/2016 rd s. 72.

<sup>235</sup> RP 46/2016 rd s. 63 f..



## 4.6.3 Crowdfundingreglerna

### 4.6.3.1 Tillståndsfrågor m.m.

I samband med att crowdfundingreglerna infördes implementerades också den valfria art. 3 i MiFID II. Artikel 3 medför att transaktioner under ett visst belopp inte behöver förmedlas av en auktoriserad förmedlare. För crowdfunding innebär det att plattformarna inte behöver ha tillstånd enligt MiFID II och därmed inte heller omfattas av den betungande reglering som följer.<sup>236</sup>

Istället införs ett förenklat registreringskrav under den nya lagen.<sup>237</sup> Enligt 2 kap. 3 § lagen om gräsrotsfinansiering måste en näringsidkare registrera sig för att få förmedla andels- och lånebaserad crowdfunding. De som driver plattformen måste vara tillförlitliga och får t.ex. inte ha blivit dömda till fängelsestraff under de senaste fem åren. För att plattformen ska kunna registreras krävs bl.a. att den har god kännedom om marknaden och inte har blivit försatt i konkurs. Dessutom måste den ha minst 50 000 EUR i eget kapital alternativt ha en enligt FI tillräcklig yrkesförsäkring.<sup>238</sup> Att driva en oregistrerad plattform är straffsanktionerat med böter eller fängelse i upp till ett år.<sup>239</sup>

Crowdfundingplattformar måste också agera ”hederligt, opartiskt och professionellt”. Enligt den nya lagen måste de iaktta s.k. *god gräsrotsfinansieringssed*, som i korthet innebär att förmedlare måste höra oberoende organ som gett rekommendationer för att främja öppenheten i crowdfundingbranschen.<sup>240</sup>

Lagen om gräsrotsfinansiering hindrar inte de kapitalsökande bolagen från att vända sig till allmänheten för kapitalanskaffning utan att involvera en

---

<sup>236</sup> RP 46/2016 rd s. 72.

<sup>237</sup> RP 46/2016 rd s. 72.

<sup>238</sup> 2 kap. 5-7 § lagen om gräsrotsfinansiering.

<sup>239</sup> 4 kap. 14 § lagen om gräsrotsfinansiering.

<sup>240</sup> 3 kap. 10 § och 5 kap. 18 § lagen om gräsrotsfinansiering.

plattform. Utredningen öppnar dock upp för att vissa av lagens bestämmelser, t.ex. god gräsrotsfinansieringssed, kan bli analogt tillämpliga.<sup>241</sup>

#### **4.6.3.2 Informationsgivning m.m.**

Den finska utredningen skriver att det är viktigt att icke-professionella får så ”tydlig, öppen och lättförståelig information som möjligt om investeringsobjektet och de risker som är förknippade med investeringen”. Utredningen förkastar maximibelopp för enskilda eller totala investeringar såväl som lämplighetsbedömningar av investerare. Istället föreslår man att plattformarnas informationsskyldighet regleras.<sup>242</sup>

Plattformarna är skyldiga att offentliggöra information som direkt kan ha väsentlig inverkan på det ekonomiska läget. Samma sak gäller för andra händelser som kan påverka bolagets möjligheter att uppfylla sina förpliktelser.<sup>243</sup>

De kapitalsökande bolagen måste offentliggöra information som kan påverka företagets värde och betalningsförmåga. Bolagen ska även tillhandahålla tillräcklig information för att den potentiella investeraren ska kunna skapa sig en god bild av företaget. Finansministeriet får utfärda regler om vad som anses vara riktiga och tillräckliga uppgifter.<sup>244</sup>

#### **4.6.3.3 Intressekonflikter**

Intressekonflikter mellan förmedlare och investerare regleras genom en hänvisning till 7 kap. 10 § lagen om investeringstjänster (747/2012). Bestämmelsen föreskriver att värdepappersföretag ska vidta rimliga åtgärder för att identifiera och förebygga intressekonflikter. Om en intressekonflikt trots allt uppstår ska värdepappersföretaget, eller plattformen vid crowdfundingverksamhet, informera investerarna om att det finns en

---

<sup>241</sup> RP 46/2016 rd s. 104.

<sup>242</sup> RP 46/2016 rd s. 79.

<sup>243</sup> 3 kap. 11 § 3 st..

<sup>244</sup> 3 kap. 11 § 2 st. och 5 kap. 21 § lagen om gräsrotsfinansiering.

intressekonflikt samt om dess art och orsak. FI får meddela föreskrifter om intressekonflikter.<sup>245</sup>

---

<sup>245</sup> 7 kap. 23 § lagen om gräsrotsfinansiering.

# 5 Sammanfattning och slutsatser

## 5.1 Inledning

Andelsbaserad crowdfunding är en säregen finansieringsform. Som framgår av kapitel 3 fångar gällande regelverk bara delvis in fenomenet. Detta kapitel innehåller överväganden och analys rörande regelverket kring crowdfunding. Det lämnar förslag på vilka typer av konsumenträttsliga skyddsregler som kan och bör införas. De problemställningar som aktualiseras står i fokus snarare än hur svenska crowdfundingregler bör utformas på detaljnivå.

## 5.2 Spridningsförbudet

Som framgår av avsnitt 3.2 är omfattningen av ABL:s spridningsförbud oklar. FI anser att det straffsanktionerade förbudet för privata bolag att bjuda ut sina aktier till allmänheten täcker in crowdfunding, medan de bolag som bedriver plattformarna menar att så inte är fallet. Det är i och för sig inte uteslutet att en domstol i en brottmålsprocesses p.g.a. legalitetsprincipen skulle göra en annan tolkning än den FI har gjort och komma fram till att erbjudanden på en plattform inte utgör sådan annonsering eller motsvarande som avses i straffbestämmelsen.

Osäkerheten kring spridningsförbudets tolkning gör att det är viktigt att reglerna förtydligas. Andelsbaserad crowdfunding bör inte främjas om de kapitalsökande bolagen inte kan emittera aktier genom kampanjer utan att riskera fängelsestraff eller böter. Att rättsläget är oklart kan hämma tillväxten hos plattformar som tillhandahåller andelsbaserad crowdfunding och göra att färre kapitalsökande bolag vågar använda sig av finansieringsformen.

Om andelsbaserad crowdfunding strider mot spridningsförbudet har lagstiftaren tre alternativ. Utan lagändring kan bara publika bolag emittera aktier direkt till allmänheten genom andelsbaserad crowdfunding. I

Storbritannien finns spridningsförbudet kvar och plattformarna behöver anpassa sig till det. För att gemene man ska kunna investera i kapitalsökande bolag krävs att plattformarna har ett upplägg som inte kränker spridningsförbudet. Det skulle t.ex. kunna vara att låta investerarna teckna aktier i ett publikt bolag som i sin tur äger aktier i det kapitalsökande bolaget såsom plattformen Pepins har idag. Ett sådant upplägg kräver dock en kapitalinsats om 500 000 kr i det publika holdingbolaget.

Det andra alternativet är att införa ett undantag för crowdfundingverksamhet eller andra mekanismer som tillåter den klassiska crowdfundingprocessen, t.ex. låta privata bolag emittera aktier upp till ett visst belopp.

Slutligen kan lagstiftaren besluta att avskaffa spridningsförbudet helt. Även om det sistnämnda alternativet är kontroversiellt är det inte nytt. Finland tog bort spridningsförbudet i mitten av 2000-talet för att stå sig i den internationella konkurrensen. Avsaknaden av spridningsförbud har gjort det lättare för Finland att anpassa sin lagstiftning till andelsbaserad crowdfunding. Uppkomsten av alternativa finansieringsformer gör att finansbranschen moderniserats de senaste åren. Det är möjligt att Sverige skulle ha lättare att anpassa sig till framtida innovationer om spridningsförbudet togs bort. En nackdel med att ta bort spridningsförbudet är dock att konsumentskyddet inskränks.

## **5.3 Särskilda crowdfundingregler**

### **5.3.1 Utgångspunkter**

Vid utformningen av crowdfundingregler är det viktigt att utgå från de mest grundläggande principerna för crowdfunding. Syftet med utredningen om gräsrotsfinansiering är att främja crowdfunding som finansieringsform. De regler som införs bör alltså underlätta för finansieringsformens tillväxt på lång sikt.

Den finska utredningen har uppmärksammat att investerarna i crowdfunding ofta har andra motiv vid sidan av de ekonomiska. Min uppfattning är att en investering i crowdfunding, oavsett form, kan motiveras av att finansiären vill konsumera en produkt eller tror att produkten kan bidra till en bättre värld. Vissa personer investerar i crowdfunding för att främja entreprenörskap och innovation. Dessa sidomotiv gör att ny lagstiftning måste ge investerarna utrymme att fatta beslut som inte bara vilar på ekonomiska kalkyler.

### **5.3.2 Krav på tillstånd för plattformar**

Det är ett stort ansvar att förmedla tjänster som rör individers privatekonomi. Aktier i privata bolag har traditionellt sett bara varit tillgängliga för ett fåtal riskkapitalister som kunnat satsa en större summa i bolag mot inflytande i bolaget eller annan säkerhet. Andelsbaserad crowdfunding gör det möjligt för småsparare att investera i SME-företag. Småspararna är överlag inte lika erfarna som de traditionella storinvesterarna. Dessutom är investeringarna mer osäkra än aktier som är upptagna till handel på börsen och värdet visar sig långt fram i tiden (se avsnitt 2.4 och 3.1). För att andelsbaserad crowdfunding ska fortsätta växa stabilt är det viktigt att investerarna kan lita på plattformarna.

Min uppfattning är att någon form av registreringkrav är nödvändigt för att ge konsumenterna grundläggande trygghet. De länder som granskats i kapitel 4 har alla infört tillstånds- eller registreringskrav för andelsbaserad crowdfunding. USA, Tyskland och Finland har infört separata tillståndsregler för crowdfunding. Det är inte min avsikt att gå in på detaljreglering i denna analys. Det kan emellertid noteras att införandet av tillsynskrav kan sträcka sig från registrering, likt finsk lagstiftning, till att omvärdera tolkningen av finansiella instrument i MiFID II så att överlåtbara värdepapper även inkluderar aktier i privata bolag. Många länder har gjort undantag för crowdfunding från MiFID II-reglerna eftersom dessa anses vara alltför långtgående i denna typen av verksamhet. Det bör övervägas även i svensk rätt.

Om tolkningen av MiFID II:s finansiella instrument kvarstår kan tillståndskraven se olika ut för förmedling av privata och publika bolag trots att tillvägagångssättet är detsamma. Enligt min mening är det märkligt att särskilja dessa åt på den enda grunden att bolaget är publikt enbart på grunden att det publika bolaget har högre krav på aktiekapital. Hur tolkningen ska ske beror dock på vilken väg lagstiftaren väljer att gå för att reglera spridningsförbudet.

### **5.3.3 Krav på informationsgivning**

Om en person har orealistiska förväntningar på en investeringsform eller en viss investering är det större risk för att personen investerar mer än han eller hon önskar. Om många personer har en felaktig bild av andelsbaserad crowdfunding kan förtroendet för finansieringsformen skadas på sikt.

Eftersom crowdfunding är en ny finansieringsform är gemene man inte insatt i hur finansieringsformen fungerar, vilka risker den involverar och vilka förutsättningarna är för framtida avkastning. Av samma skäl finns det begränsat med information om andelsbaserad crowdfunding att tillgå. Plattformarnas primära intresse är att öka investeringarna i andelsbaserad crowdfunding. Att förminska eller undvika att informera om finansieringsformens risker kan vara ett sätt att locka kunder. Ett sätt att undvika att finansmarknadens konsumenter får en missvisade bild av andelsbaserad crowdfunding är att införa allmänna informationsgivningskrav för plattformarna. Detta motverkar också otillbörlig konkurrens på marknaden för crowdfundingplattformar och ökar förtroendet för dem.

Orealistiska förväntningar förebyggs av att investerare har tillgång till korrekt, relevant och tillräcklig information om det kapitalsökande bolaget, dess ägare och crowdfundingplattformen. Att investera i andelsbaserad crowdfunding involverar andra risker än att investera i aktier på börsen. Oavsett vilket det kapitalsökande bolaget är ökar investeringens risk då det inte finns någon andrahandsmarknad och bolagets egna kapital är lägre.

Därtill är bolagen ofta unga, vilket gör dem svårare att värdera och investerarna får räkna med framtida utspädning av sitt innehav (se avsnitt 2.4). Dessa förhållanden medför att det finns ett stort informationsbehov hos de potentiella investerarna.

Den främsta nackdelen med informationsgivning är att det är kostsamt för såväl plattformar som kapitalsökare. Finansieringsformen tros ha störst potential för kapitalanskaffning hos SME-företag. Om informationsgivningskraven är för höga blir det inte lönsamt för dessa företagstyper att använda sig av crowdfunding.

Under det senaste året har flera redan etablerade företag såsom Barista och Hemnet genomfört kampanjer. Enligt min mening bör det diskuteras vilka företag som ska få använda sig av crowdfunding som finansieringsform. De särskilda reglerna för crowdfunding grundar sig på att man vill underlätta för finansiering av SME-företag. Det kan användas som alternativ till banklån för företag som inte är redo att börsnoteras. De nya crowdfundingreglerna bör inte kompromissa med konsumentskyddet till förmån för att främja SME-företag, om alla företag kan ta del av det. Min uppfattning är att crowdfunding då riskerar att bli ett sätt att kringgå de mer omfattande regelverken som gäller för noterade och publika bolag på konsumenternas bekostnad. Ett alternativ för att undgå det är att likt USA begränsa ett företags kapitalanskaffning med hjälp av crowdfunding till ett visst belopp.

#### **5.3.4 Begränsningar för investerare**

Konsumenterna kan skyddas genom att begränsa den summa som en finansiär kan investera i andelsbaserad crowdfunding. Att begränsa den summa som en individ kan investera medför onekligen att en investerare inte kan förlora alla tillgångar på andelsbaserad crowdfunding. Emellertid inskränker den typen av begränsning individens möjlighet att förfoga över sina egna tillgångar.



Förekomsten och omfattningen av en begränsning kan bestämmas beroende av individens tillgångar och inkomst samt kunskap och erfarenhet. Genom att ge olika villkor till investerare beroende på tillgångar och erfarenhet delas den annars heterogena investerargruppen upp i mindre grupper av mer likasinnade investerare. Andelsbaserad crowdfunding är tillgängliga för alla. Rimligtvis är småsparare inte i samma behov av skydd som institutionella sparare. Om lagstiftaren ska ge olika villkor till olika investerargrupper bör dock reglerna vara sakligt motiverade i förhållande till respektive investerargrupp.

Enligt amerikansk och tysk rätt får personer med särskilt hög inkomst investera fritt i crowdfunding medan personer med lägre inkomst får investera en viss procentsats av sin inkomst och tillgångar. Storleken på en individs tillgångar och inkomst säger lite om hur välgrundade riskbedömningar den personen gör. De brittiska reglerna begränsar en individs maximala investering beroende olika mycket beroende på hans eller hennes erfarenhet. Det är befogat att anta att en person som har erfarenhet av branschen har bättre utgångsläge för att göra ett mer motiverat investeringsbeslut.

Svensk rätt innehåller inga rättsliga hinder mot att en individ investerar hela sin förmögenhet i noterade andelar eller donerar bort allt han eller hon äger. Det vore därför enligt min mening orimligt och främmande för svenska förhållanden att en person inte kan investera obegränsat i aktier genom crowdfunding. Om sådana regler trots allt ska införas är det mer skäligt att dela in investerargrupper efter kunskap och erfarenhet än efter ekonomiska tillgångar.

## **5.4 Harmonisering av EU-lagstiftning**

Allt mer tyder på att EU kommer initiera en harmonisering av crowdfundingreglerna på EU-nivå. Crowdfunding växer som finansieringsform och förutspås att fortsätta göra det. Det är inte längre tillräckligt att hänvisa till att crowdfunding står för en så liten del av finansmarknaden att den inte påverkar konsumenterna. Idag förekommer andelsbaserad crowdfunding begränsat över nationsgränserna.

Crowdfundingreglerna är ofta otydliga även för respektive landets invånare. Att som investerare behöva sätta sig in i ett annat lands system medför en ännu högre inträdesbarriär. Harmonisering av EU-lagstiftningen skulle minska detta hinder. De företag som använder sig av andelsbaserad crowdfunding är ofta lokalt förankrade. Utländska investerare vore därmed mindre benägna att investera i en kampanj i ett annat land, den får ju inte nytta av produkten. Vad jag kan se finns det dock stor potential i andelsbaserad crowdfunding. Investerare är ofta känslomässigt engagerade i bolag de investerar i. Jag tror att vi kan få se ett uppsving i crowdfunding för produkter inom t.ex. sjukvården. Den typen av crowdfunding har stor potential att växa oberoende av geografiska begränsningar.

Oavsett om EU väljer att införa crowdfundingregler på EU-nivå eller inte finns det fördelar med att låta den svenska lagstiftningen efterlikna lagstiftning utomlands. Om harmoniseringsregler införs på EU-nivå inom den närmsta framtiden är det fördelaktigt om de svenska reglerna inte behöver genomgå alltför omfattande ändringar för att anpassas till EU-standard.

Även om EU inte inför regelverk minskar lagstiftningen funktion som handelshinder om de svenska crowdfundingreglerna är lika regelverken i de länder vi handlar mycket med. Harmoniserad lagstiftning underlättar för utländska investerare att investera i svenska kampanjer. Eftersom Sverige är ett exportberoende land är utländska investeringar i svenska företag och projekt viktigt för landets ekonomiska tillväxt. Harmoniserad lagstiftning bidrar också till att svenska investerare har lättare att investera i utländska projekt.

# Käll- och litteraturförteckning

## Offentligt tryck

### Direktiv

Dir. 2016:70	Gräsrotsfinansiering
Dir. 2017:112	Tilläggsdirektiv till Utredningen om gräsrotsfinansiering (Fi 2016:10)

### Propositioner

Prop. 1990/91:142	Om handel och tjänster på värdepappersmarknaden m.m.
Prop. 1993/94:196	Ändringar i aktiebolagslagen (1975:1385) m.m.
Prop. 2004/05:158	Prospekt
Prop. 2006/07:115	Ny lag om värdepappersmarknaden
Prop. 2011/12:129	Nya regler om prospekt
Prop. 2016/17:162	Nya regler om marknaden för finansiella instrument (MiFID II och MiFIR)

### Statens offentliga utredningar

SOU 1992:83	Aktiebolagslagen och EG
SOU 2003:22	Framtida finansiell tillsyn
SOU 2013:65	Förstärkta kapitaltäckningsregler

### Myndighetspublikationer

Finansinspektionen, *Konsumentskyddet på Finansmarknaden*. Dnr. 17-7486. 11 maj 2017.

Finansinspektionen, *Gräsrotsfinansiering i Sverige – en kartläggning*. Dnr. 15-17414. 15 december 2015.

Tillväxtverket, *Tillväxt genom crowdfunding*. Rapport 0156. Stockholm, maj 2013.

## Offentligt tryck från EU

COM(2017) 147 final av den 24 mars 2017. *Rapport från Kommissionen till Rådet och Europaparlamentet om att påskynda fullbordandet av kapitalmarknadsunionen: undanröja nationella hinder för kapitalflöden.*

COM(2014) 172 final av den 27 mars 2014. *Meddelande från Kommissionen till Rådet, Europeiska ekonomiska och sociala kommittén samt regionkommittén, ta tillvara på möjligheterna med gräsrotsfinansiering i Europeiska unionen.*

SWD(2016) 154 final. *Commission Staff Working Dokument, Crowdfunding in the EU Capital Market Union.* 3 maj 2016.

ESMA/2014/1378, *Opinion Investment-based crowdfunding.* 18 december 2014.

ESMA50-158-457, *Esma response to the Commission Consultation Paper on fintech: A more competitive and innovative financial sector.* 7 juni 2017.

Ref. Ares (2017)5288649 - 30 oktober 2017, *Legislative proposal for an EU framework on crowd and peer to peer finance.*

## **Utländskt offentligt tryck**

### **USA**

#### **Lag**

Securities Act of 1933

Securities Act of 1934

Regulation D – Rules Governing the Limited Offer and Sale of Securities Without Registration Under the Securities Act of 1933.

Public Law 112-106 - April 5, 2012. Jumpstart Our Business Startup Act.

#### **Myndighetspublikationer**

Crowdfunding, final rule, Release Nos. 33-9470; File No. S7-09-13, Securities and Exchange Commission, 2015.

### **Storbritannien**

#### **Lag**

Financial Services and Market Act 2000

Companies Act 2006

## **Myndighetspublikationer**

PS14/4, *The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media*. Mars 2014. <[www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-04.pdf](http://www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-04.pdf)> hämtad: 2017-12-04.

FS16/13, *Interim Feedback to the call for input to the post-implementation review of the FCA's Crowdfunding rules*. December 2016  
<[www.fca.org.uk/publication/feedback/fs16-13.pdf](http://www.fca.org.uk/publication/feedback/fs16-13.pdf)> hämtad: 2017-12-06.

FCA 2014/13. *Crowdfunding and the Promotion of Non-readily Realisable Securities Instrument 2014*.  
<[www.handbook.fca.org.uk/instrument/2014/FCA\\_2014\\_13.pdf](http://www.handbook.fca.org.uk/instrument/2014/FCA_2014_13.pdf)> hämtad: 2018-01-02.

FCA 2017/63. MiFID 2 Guide Instrument 2017.  
<[www.handbook.fca.org.uk/instrument/2017/FCA\\_2017\\_63.pdf](http://www.handbook.fca.org.uk/instrument/2017/FCA_2017_63.pdf)> hämtad: 2017-12-28.

Financial Conduct Authority, Handbook. <[www.handbook.fca.org.uk](http://www.handbook.fca.org.uk)> hämtad: 2017-12-17.

## **Tyskland**

### **Lag**

Kleinanlegerschutzgesetz vom 3. Juli 2015

Kreditwesengesetz

Wertpapierprospektgesetz

Zahlungsdienstenaufsichtsgesetz

## **Finland**

### **Lag**

Lagen om gräsrotsfinansiering (734/2016)

### **Propositioner**

RP 46/2016 rd                      Regeringens proposition till Riksdagen med förslag till lag om gräsrotsfinansiering och till vissa lagar som har samband med den

# Litteratur

## Tryckt

Ahonen, Nicholas och Mathisen, Rasmus, *Gräsrotsfinansiering/crowdfunding: en alternativ finansmarknad*. Jure, Stockholm, 2016.

Asp, Petter, Ulväng, Magnus och Jareborg, Nils, *Kriminalrättens grunder*. Iustus, 2013.

Berggren, Nils-Olof, *Brottsbalken – en kommentar* (version den 1 juli 2017). Wolters Kluwer Sverige AB, 2017.

Eklund, Karin & Stattin, Daniel, *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt* (2 uppl.). Iustus, Stockholm, 2016.

Eklund, Karin & Stattin, Daniel, *Kapitalmarknadsrätt* (1 uppl.). Iustus, Stockholm, 2015.

Dresner, Steven. *Crowdfunding [Elektronisk resurs]: A guide to raising capital on the Internet*. Wiley, Hoboken, 2014.

Kleineman, Jan, *Rättsdogmatisk metod i Juridisk metodlära* (1 uppl.), Korling, Fredrik och Zamboni, Mauro (red.), Studentlitteratur, Lund, 2013.

Sandström, Torsten, *Svensk aktiebolagsrätt*. Jure, Stockholm, 2017.

## Artiklar

Arora, Anu och Hutton, Ewan, *The Regulation of Crowdfunding in the UK*. *Company Lawyer* (2017). 38(12), 368-379.

Follak, Peter Klaus, *Crowdfunding in International and National Regulatory Frameworks*. *Banking & Finance Law Review* 2016, 167-181.

Härkönen, Elif. *Investeringsbaserad gräsrotsfinansiering – En expanderande marknad utan reglering*. *Juridisk Tidskrift* (2016/2017). Nr. 3, 674-698.

Heminway, Joan MacLeod, *Selling Crowdfunded Equity: A New Frontier*. *Oklahoma Law Review* vol. 70, no. 1 (Fall 2017), s. 189-214.

Nellström, Oskar. *Equity crowdfunding i förhållande till spridningsförbudet i ABL*. *Juridisk Tidskrift* (2015/2016). Nr. 3, 576-601.

Ridley, David, *Will new regulation on Crowdfunding in the United Kingdom and United States Have a Positive Impact and Lead to Crowdfunding becoming an Established Financing Technique?*. *Statue Law Review* (2016). 37(1), 57-76.

Sevenius, Robert. *Bland drömmar och verkligheter*. Balans 2014. Fördjupning 4.

Tomczak, Alan och Brem, Alexander, *A conceptualized investment model of crowdfunding*. Venture Capital, (volym 15) 2013. No 4, s. 335-359.

### **Rapporter**

Garvey, Kieran, *Cultivating Growth*. University of Cambridge, Institute for Alternative Finance m.fl., 2017.

Wardrop, Robert m.fl., *Moving Mainstream*. University of Cambridge, Institute for Alternative Finance och EY, 2015.

Zhang, Bryan m.fl., *Pushing Boundaries*. University of Cambridge, Institute for Alternative Finance och KPMG, 2016.

Zhang, Bryan m.fl., *Sustaining Momentum*. University of Cambridge, Institute for Alternative Finance, KPMG och CME Group Foundation, 2016.

Zhang, Bryan m.fl., *The Africa and Middle East Alternative Finance Benchmarking Report*. University of Cambridge, Institute for Alternative Finance och Energy4impact, 2017.

Ziegler, Tania m.fl. *Hitting Stride*. University of Cambridge, Institute for Alternative Finance m.fl., 2017.

## **Elektroniska källor**

### **Artiklar**

BBC News Magazine, *The Statue of Liberty and America's crowdfunding pioneer*. 25 april 2013. <[www.bbc.com/news/magazine-21932675](http://www.bbc.com/news/magazine-21932675)> hämtad: 2017-09-05.

Crowdfunding informationsportal, *1 Jahr Kleinanlegerschutzgesetz-Statements aus der Crowdfunding-Branche*. Das Magazine von crowdfunding.de, 29 juli 2016. <[www.crowdfunding.de/1-jahr-kleinanlegerschutzgesetz-statements-aus-der-crowdfunding-branche/](http://www.crowdfunding.de/1-jahr-kleinanlegerschutzgesetz-statements-aus-der-crowdfunding-branche/)> hämtad: 2017-12-18.

Finwire, *Barista fick in 21 miljoner*. Dagens industri, 9 januari 2017. <[www.di.se/nyheter/barista-fick-in-21-miljoner/](http://www.di.se/nyheter/barista-fick-in-21-miljoner/)> hämtad: 2017-10-19.

Freeman, David och Nutting, Matthew, *A Brief History of Crowdfunding*. 5 november 2015 <[www.freedman-chicago.com/ec4i/History-of-Crowdfunding.pdf](http://www.freedman-chicago.com/ec4i/History-of-Crowdfunding.pdf)> hämtad: 2017-10-19.

Linklaters. *What does Brexit mean for MiFID II?*

<[www.linklaters.com/en/insights/thought-leadership/eu-referendum-microsite/what-does-brexit-mean-for-mifid-ii](http://www.linklaters.com/en/insights/thought-leadership/eu-referendum-microsite/what-does-brexit-mean-for-mifid-ii)> hämtad: 2017-12-07.

University of Cambridge, News, *Cracking the Code of Crowdfunding*. 19 februari 2015. <[www.insight.jbs.cam.ac.uk/2015/cracking-the-code-of-crowdfunding/](http://www.insight.jbs.cam.ac.uk/2015/cracking-the-code-of-crowdfunding/)> hämtad: 2017-10-19.

### **Crowdfundingplattformar**

Arantus, *Spara*. <[www.arantus.se/spara/](http://www.arantus.se/spara/)> hämtad: 2017-10-20.

Crowdcube, *How to invest*. <[www.crowdcube.com/investing-your-money](http://www.crowdcube.com/investing-your-money)> hämtad: 2018-01-01.

Crowdcube, *Investment Opportunities*. <[www.crowdcube.com/investments](http://www.crowdcube.com/investments)> hämtad: 2017-10-19.

FundedByMe, *Investeringsmöjligheter*.

<[www.fundedbyme.com/sv/browse/?type=e&state=live&state=closed&state=upcoming&sorted-by=ending-date](http://www.fundedbyme.com/sv/browse/?type=e&state=live&state=closed&state=upcoming&sorted-by=ending-date)> hämtad: 2017-10-17.

FundedByMe, *Terms of Service Entrepreneurs*.

<[www.fundedbyme.com/sv/terms-of-service/#entrepreneur](http://www.fundedbyme.com/sv/terms-of-service/#entrepreneur)> hämtad: 2017-10-17.

FundedByMe. <[www.fundedbyme.se](http://www.fundedbyme.se)> hämtad: 2017-10-20.

Okio Kredit. <[www.oikocredit.se](http://www.oikocredit.se)> hämtad: 2017-10-20.

Pepins, *Invest – How to*. <[www.pepins.com/investment-structure](http://www.pepins.com/investment-structure)> hämtad: 2018-01-02.

Pepins, *Pepins förklarar*. <[www.pepins.com/pepins-explains](http://www.pepins.com/pepins-explains)> hämtad: 2018-01-03.

Tessin, *Hur fungerar det?*. <[www.tessin.se/hur-fungerar-det/](http://www.tessin.se/hur-fungerar-det/)> hämtad: 2017-10-19.

Tessin, *Investera*. <[www.tessin.se/projekt/](http://www.tessin.se/projekt/)> hämtad: 2017-10-19.

Tessin, *Sök finansiering*. <[www.tessin.se/fastighetsutvecklare/](http://www.tessin.se/fastighetsutvecklare/)> hämtad: 2018-01-01.

Tessin, *Vanliga frågor, Hur fungerar en preferensaktie?*.

<[www.tessin.se/vanliga-fragor/](http://www.tessin.se/vanliga-fragor/)> hämtad: 2017-10-19.

Tessin. <[www.tessin.se](http://www.tessin.se)> hämtad: 2017-10-20.



## Övrigt

Avanza, Avanza Akademin, *Vilka företag får göra en börsnotering?*  
<[www.avanza.se/lar-dig-mer/avanza-akademin/borsintroduktioner-emissioner-foretagshandelser/vilka-foretag-far-gora-en-borsnotering.html](http://www.avanza.se/lar-dig-mer/avanza-akademin/borsintroduktioner-emissioner-foretagshandelser/vilka-foretag-far-gora-en-borsnotering.html)>  
hämtad: 2017-11-07.

Begner, Jörgen, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, *Crowdfunding im Licht des Aufsichtsrecht*. 5 september 2012.  
<[www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2012/fa\\_bj\\_2012\\_09\\_crowdfunding.html](http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2012/fa_bj_2012_09_crowdfunding.html)> hämtad: 2017-12-12.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, *Crowdinvesting*. 16 september 2016.  
<[www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdinvesting/crowdinvesting\\_node.html](http://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdinvesting/crowdinvesting_node.html)> hämtad: 2017-12-18.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Recht und Regelungen, Merkblätter, *Merkblatt Finanzinstrumente*. 19 juli 2013.  
<[www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_111220\\_finanzinstrumente.html](http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111220_finanzinstrumente.html)> hämtad: 2018-01-02.

European Commission, Growth and investment, *Crowdfunding*.  
<[www.ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/financing-investment/crowdfunding\\_en](http://www.ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/financing-investment/crowdfunding_en)> hämtad: 2017-10-19.

Finansinspektionen, *Publika bolag och dess aktieägare*. 24 januari 2017.  
<[www.fi.se/sv/marknad/regler/publika-bolag/](http://www.fi.se/sv/marknad/regler/publika-bolag/)> hämtad: 2017-11-07.

IOSCO, *Statement on Addressing Regulation of Crowdfunding*. December 2014. <[www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD521.pdf](http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD521.pdf)> hämtad: 2017-12-15.

Riksbanken, *Den nya bankregleringen Basel III*. 30 november 2011.  
<[www.riksbank.se/sv/Finansiell-stabilitet/Finansiella-regelverk/Aktuella-regleringsforandringar/Den-nya-bankregleringen-Basel-III/](http://www.riksbank.se/sv/Finansiell-stabilitet/Finansiella-regelverk/Aktuella-regleringsforandringar/Den-nya-bankregleringen-Basel-III/)> hämtad: 2017-10-19

U.S. Securities and Exchange Commission, *Regulation Crowdfunding: A Small Entity Compliance Guide for Issuers*. 13 Maj 2016.  
<[www.sec.gov/info/smallbus/secg/rccomplianceguide-051316.htm](http://www.sec.gov/info/smallbus/secg/rccomplianceguide-051316.htm)> hämtad 2017-11-29.

V. Müller-Schmale, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, *Crowdfunding: Aufsichtsrechtliche Pflichten und Verantwortung des Anlegers*. 2 juni 2014.  
<[www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2014/fa\\_bj\\_1406\\_crowdfunding.html](http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2014/fa_bj_1406_crowdfunding.html)> hämtad: 2017-12-12.

Verksam.se, *Crowdfunding*. <[www.verksam.se/starta/finansiera-starten/crowdfunding](http://www.verksam.se/starta/finansiera-starten/crowdfunding)> hämtad: 2017-09-04.

## Övriga dokument

Aas, Alexander m.fl., *Equity crowdfunding: En kvalitativ studie om svenska investerare och deras investeringsbedömningar (kandidatuppsats)*. Lunds Universitet, Institutionen för företagsekonomi, HT 2015.