



# LUNDS UNIVERSITET

## Ekonomihögskolan

### **Investerarskydd trots ny finansieringsform?**

*En undersökning om investerarens skydd vid andelsbaserad  
gräsrötsfinansiering i förhållande till gällande rätt*

Affärsjuridisk kandidatuppsats i handelsrätt

HARH01

VT19

Författare: Amelia Larsson  
Handledare: Rolf Dotevall

# Innehållsförteckning

<b>Summary</b>	<b>4</b>
<b>Sammanfattning</b>	<b>5</b>
<b>Förkortningar</b>	<b>6</b>
<b>1. Inledning</b>	<b>7</b>
1.1. Bakgrund	7
1.2. Syfte och frågeställning	9
1.3. Metod och material	9
1.3.1. Metod	9
1.3.2. Material	10
1.4. Avgränsning och forskningsläge	12
1.4.1. Avgränsning	12
1.4.2. Forskningsläge	14
1.5. Disposition	14
<b>2. Gräsrotsfinansiering</b>	<b>15</b>
2.1. Begreppet gräsrotsfinansiering	15
2.2. Historisk bakgrund	15
2.3. Grunden till gräsrotsfinansiering	17
2.3.1. Introduktion	17
2.3.2. Partsrelationer	17
2.3.3. Olika former av gräsrotsfinansiering	18
2.3.3.1. Introduktion	18
2.3.3.2. Andelsbaserad gräsrotsfinansiering	18
2.3.3.3. Lånebaserad gräsrotsfinansiering	19
2.3.3.4. Belöningsbaserad gräsrotsfinansiering	19
2.3.3.5. Donationsbaserad gräsrotsfinansiering	19
2.3.4. Avtalsrelationer	20
2.3.4.1. Plattformens avtal	20
2.3.4.2. Avtal mellan kapitalsökande och investeraren	21
2.3.5. Plattformens medverkan	21
2.3.5.1. Krav för att marknadsföra sig via plattformen	21
2.3.5.2. Aktiva eller passiva plattformar	22
<b>3. Andelsbaserad gräsrotsfinansiering i praktiken</b>	<b>23</b>
3.1. Introduktion	23
3.2. Olika andelsbaserade gräsrotsfinansieringsplattformar	23
3.2.1. FundedByMe	23
3.2.2. Pepins	24
3.3. Risker med andelsbaserad gräsrotsfinansiering	26
3.3.1. Introduktion	26
3.3.2. Olika typer av risker	27
3.3.2.1. Investeringsrisk	27
3.3.2.2. Informationsrisk	27

3.3.2.3. Likviditetsrisk	28
3.3.3. Problem i praktiken	29
3.3.3.1. Introduktion	29
3.3.3.2. Big Mike – Via Indigogo	29
3.3.3.3. AIAR – Via FundedByMe	30
3.3.3.4. Kronfönster – Via Pepins	31
3.3.3.5. Intressekonflikter	32
<b>4. Gällande rätt</b>	<b>34</b>
4.1. Introduktion	34
4.2. Investerarskydd	34
4.2.1. Introduktion	34
4.2.2. Definitioner	35
4.2.2.1. Institut	35
4.2.2.2. Investerings tjänster	35
4.2.2.3. Finansiella instrument och medel	37
4.2.2.4. Spridningsförbud av onoterade aktier	39
4.2.3. Investerarens intressen	39
4.2.3.1. Introduktion	39
4.2.3.2. Professionella och icke-professionella investerare	40
4.3. Företags informationsskyldighet	41
4.3.1. Prospektskyldighet	41
<b>5. Analys – Gräsrotsfinansiering i gällande rätt</b>	<b>42</b>
5.1. Introduktion	42
5.2. Kan investeraren erhålla skydd?	42
5.2.1. Introduktion	42
5.2.2. Aktier från ett privat aktiebolag	42
5.2.2.1. Introduktion	42
5.2.2.2. Överlåtbara värdepapper	43
5.2.2.3. Penningmarknadsinstrument	43
5.2.2.4. Finansiella derivatinstrument	44
5.2.2.5. Avslutande kommentar	44
5.3. Prospektskyldighet?	45
5.4. FundedByMe och Pepins	45
5.4.1. Introduktion	45
5.4.2. Pepins	46
5.4.2. FundedByMe	47
5.5. Skapar gräsrotsfinansiering en intressekonflikt?	47
5.5.1. Introduktion	47
5.5.2. Främja tillväxt av företag eller värna om investerarens skydd	47
5.5.3. Viljan att gå med vinst på investerarens bekostnad	48
5.5.4. Avslutande kommentar	48
<b>6. Avslutande analys och sammanfattning</b>	<b>49</b>
<b>Käll- och litteratur förteckning</b>	<b>51</b>

## **Summary**

Crowdfunding is a new digitized alternative to find capital, compared to other traditional financing methods. The process involves a platform that simplifies for capital seeking companies to find investors. During these past years, the growth of crowdfunding has increased significant, but the legislation hasn't followed the process. This assumed to have a negative impact on the investors of the platforms. Some of the professional investors are finding that the financing alternative are taking advantage of the lack of knowledge that occur among the non-professional investors. Neither do the platform or the capital seeking company, have any obligation to inform the investors about the risks that is associated with different investments. The investors can therefore make decisions based on incorrect terms and lose their reliance for crowdfunding.

Against this background, this paper aim to examine which opportunities there is to protect these investors in equity crowdfunding. Due to the lack of legalisation of the area of crowdfunding, this paper will therefore analyze other national laws. This paper will first examine crowdfunding as an alternative to traditional financing and then which legalization that can be applicable on equity crowdfunding. The chosen legalization is based on laws that adjust the protection of investors in other financial situations and the obligation to financial institutions and companies to provide investors with information.

The analysis leads this paper to the conclusion that privately-traded stocks, that is offered by the capital seeking private company, can't be equalized with the laws definition of financial instrument. The explanation is that privately-traded stocks can't be traded on a regulated market. Therefore the existent national law can't be applicable on the intermediation situation, that is made by the platform when equity crowdfunding is conducted. Neither do an extensive obligation to inform the investor about the risk, apply on the situation. Due to the insufficient protection that investors has when investing by equity crowdfunding, this paper also discuss the conflict of interest that occur. A future legalisation would therefore be necessary.

## Sammanfattning

Gräsrotsfinansiering är ett relativt nytt digitaliserat finansieringsalternativ, som växer snabbt både på den svenska och den globala marknaden. Gräsrotsfinansieringsplattformarna syftar till att förmedla kontakten mellan kapitalsökande bolag och investerare. Den snabba tillväxten har dock bidragit till att lagstiftningen har hamnat efter, vilket antas ha påverkat investerarna på plattformarna negativt. En del professionella investerare menar att finansieringsalternativet utnyttjar icke-professionellas okunskaper, då varken plattformen eller det kapitalsökande bolaget har en omfattande informationsskyldighet. Detta kan bidra till att investerarna fattar investeringsbeslut på felaktiga grunder och tappar förtroendet för gräsrotsfinansiering.

Denna uppsats syftar därför till att undersöka vilka möjligheter det finns att tillämpa gällande rätt på andelsbaserad gräsrotsfinansiering, i syfte att säkerställa investerarnas skydd. Uppsatsen granskar först gräsrotsfinansiering som finansieringsalternativ, för att sedan behandla den lagstiftning som kan antas bli gällande vid andelsbaserad gräsrotsfinansiering. Gällande rätt på området som uppsatsen behandlar är lagstiftning som berör investerarskyddet och plattformarnas eller de kapitalsökande bolagens prospektskyldighet.

Analysen kommer fram till att onoterade aktier som erbjuds av de kapitalsökande bolagen via plattformarna, inte kan utgöra finansiella instrument eller medel. Då ett privat aktiebolag ger ut aktier kan dessa inte bli medel för allmän omsättning på en kapitalmarknad. Förmedlingen som vanligen sker genom andelsbaserad gräsrotsfinansiering omfattas därför inte av lagstiftning på området för investerarskydd. Prospektskyldigheten är inte heller något som plattformarna eller de kapitalsökande bolagen behöver ta hänsyn till. I och med investerarnas bristande skydd resulterar analysen i en diskussion om de intressekonflikter som uppstår vid finansieringsalternativet. En framtida lagstiftning är därför nödvändig.

## Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen (2005:551)
AIF	Alternativa investeringsfonder
ESS	Europeiska ekonomiska samarbetsområdet
EU	Europeiska Unionen
FI	Finansinspektionen
KO	Konsumentverket
LAIF	Lag (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder
LHF	Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument
LIS	Lag (1999:158) om investerarskydd
LVPF	Lag (2004:46) om värdepappersfonder
VpmL	Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden
MiFID II	Market in Financial Instruments Directive II
MiFIR	Market in Financial Instruments Regulation
MTF	Multiateral Trading Facility (Multilateral Handelsplattform)
OTF	Organized Trading Facility (Organiserad Handelsplattform)
SPV	Special Purpose Vehicle
SOU	Statens Offentliga Utredningar

# 1. Inledning

## 1.1. Bakgrund

För att kunna bedriva en ekonomisk verksamhet är kapital en förutsättning. I dagens samhälle erbjuds och efterfrågas olika typer av finansieringsalternativ, i syfte att passa den enskilda företagsformen och verksamheten ifråga.<sup>1</sup> Traditionellt sett har bolag sökt sig till utomstående finansiärer, där bankväsendet har spelat en viktig extern roll. Investeringar genom externa riskkapitalister och affärsänglar förekommer också som två traditionella finansieringsalternativ.<sup>2</sup> Sedan den globala finanskrisen år 2008 har dock förhållandena för att söka finansiering förändrats. Detta innebär, trots att olika finansieringsalternativ finns, så möter inte de traditionella alternativen hela marknadens efterfråga. Det föreligger ett finansieringsgap.<sup>3</sup>

Nystartade eller mindre bolag är de aktörer på marknaden som lider mest av att utbud och efterfrågan, gällande finansieringsalternativ, inte matchar varandra. Beroende av företagets affärsidé, ekonomiska förutsättning och vilket stadie verksamheten befinner sig i, kan de traditionella finansieringsalternativen anses otillräckliga för nyetablerade och mindre bolag. Finansiering som sker via de traditionella alternativen är förknippade med många och höga krav, där bland annat bolagets affärsidé och budget granskas för att fastställa bolagets framtida betalningsförmåga.<sup>4</sup> Om verksamheten anses för riskabel utifrån dessa element kommer ett lånelöfte inte att beviljas av banken. Detsamma gäller för riskkapitalister och affärsänglar, vilka troligtvis inte kommer investera i ett bolag som är förknippat med mer risk än vad den i framtiden kan bevisa generera avkastning. Generellt sätt förmodas ett nystartat bolag, som ännu inte har påbörjat sin verksamhet, ha svårigheter i att uppfylla krav som erfarenhet och goda finansiella förutsättningar. De behöver därför övertyga verksamhetens goda framtidsvisioner genom förutspådda utfall.<sup>5</sup>

---

<sup>1</sup> Dir. 2015:21, *Kommittédirektiv, Statliga finansieringsinsatser*.

<sup>2</sup> Verksamhet.se (2019), *Finansiera starten*, Information från myndigheterna Arbetsförmedlingen, Bolagsverket, Skatteverket och Tillväxtverket, 10/04/19, <https://www.verksamhet.se/starta/finansiera-starten/affarsanglar>.

<sup>3</sup> Tillväxtverket, *Tillväxt genom Crowdfunding?*, Rapport 0156 Rev A, Stockholm 05/2013 s. 21-22.

<sup>4</sup> Verksamhet.se (2019), *Banklån*, Information från myndigheterna Arbetsförmedlingen, Bolagsverket, Skatteverket och Tillväxtverket, 14/05/19, <https://www.verksamhet.se/starta/finansiera-starten/banklan>.

<sup>5</sup> Tillväxtverket, *Tillväxt genom Crowdfunding?* s. 13.

När nyetablerade eller mindre bolag möter problem med finansiering begränsar detta tillväxten hos de dessa. Innovation, entreprenörskap och företagande är viktigt för att bibehålla en fortsatt tillväxt och sysselsättning i vårt samhälle. Det är därför viktigt att hitta en god och passande tillgång till finansiering som skapar förutsättningarna för dessa bolag att växa.<sup>6</sup> Under senare år har fler nya finansiella tjänster och produkter etablerats, som då ska fungera som alternativ till de mer traditionella spar- och finansieringsformer.<sup>7</sup> Ett av dessa nya finansieringsalternativ är gräsrotsfinansiering.<sup>8</sup> Gräsrotsfinansiering fungerar genom att ett plattformsbolag förmedlar kontakten mellan kapitalsökande bolag och presumtiva investerare. Detta för att underlätta att finansiella kontrakt upprättas mellan parterna.<sup>9</sup>

Gräsrotsfinansiering möjliggör inte bara fler finansieringsalternativ för nyetablerade och mindre bolag, utan även ett större utbud av investeringsmöjligheter för presumtiva investerare. Den som vill kan, professionell eller icke-professionell investerare, välja att investera i nyetablerade och mindre onoterade bolag. Investeringen kan vara liten som stor, vilket gör att alla får möjligheten att investera i nya, heta och unga bolag som de i framtiden tror kan lyckas. En tidig investering kan generera i stora avkastningsmöjligheter, förutsatt att det kapitalsökande bolaget utvecklas som förutspått.<sup>10</sup>

Finansieringsformens utveckling är fördelaktig ur många perspektiv, men innebär även en del utmaningar. De kapitalsökande bolagen som väljer att marknadsföra sig via plattformen, är i allmänhet högriskbolag medan investerarna vanligen är icke-professionella investerare. På grund av den snabbt tilltagande tillväxten av gräsrotsfinansiering, har dessutom lagstiftningen hamnat efter. En ofullständig lagstiftning kan antas ha bidragit till en positiv tillväxt för finansieringsformen, men kan även ha resulterat i ett minskat förtroendet för finansieringsstrukturen och investerarna möjligheter att erhålla investerarskydd.<sup>11</sup>

---

<sup>6</sup> Dir. 2016:70, *Kommittédirektiv Gräsrotsfinansiering*.

<sup>7</sup> Prop. 2006/07:115, *Ny lag om värdepappersmarknaden*, s.241.

<sup>8</sup> Tillväxtverket, *Tillväxt genom Crowdfunding?* s. 11.

<sup>9</sup> SOU 2018:20, *Gräsrotsfinansiering* s. 18.

<sup>10</sup> Wisterberg, E., *AIAR tog in miljoner via FundedByMe – begärs i konkurs av sina anställda*, Breakit.se, 14/11/18, <https://www.breakit.se/artikel/16796/aiar-tog-in-miljoner-via-funded-by-me-begars-i-konkurs-av-sina-anstallda>.

<sup>11</sup> SOU 2018:20, s. 15.



Det är därför av vikt att undersöka huruvida investerare, som använder sig av andelsbaserad gräsrotsfinansiering, kan erhålla skydd genom annan lagstiftning. Investerare, speciellt icke-professionella sådana, kan ha lidit skada av den ofullständiga regleringen då bristande kunskaper innebär att de kan göra felaktiga bedömningar av det kapitalsökande företaget och dess verksamhet, projekt eller liknande. Förståelsen för vilka risker som föreligger antas inte finnas hos dessa investerare.<sup>12</sup>

## 1.2. Syfte och frågeställning

Denna uppsats syftar till att utreda vilket skydd en investerare har när investeringar sker genom en andelsbaserad gräsrotsfinansieringsplattform. Genom nedan ställda frågeställningar antas syftet uppfyllas.

Frågeställningar är:

- *Har investeraren ett investerarskydd gentemot det kapitalsökande bolaget enligt gällande rätt?*
- *Har det kapitalsökande bolaget prospektskyldigheter gentemot investeraren enligt gällande rätt?*
- *Har plattformsbolaget prospektskyldigheter eller annat ansvar som främjar investerarens skydd?*
- *Föreligger en intressekonflikt mellan att främja nya finansieringsalternativ och investerarnas skydd?*

## 1.3. Metod och material

### 1.3.1. Metod

Metoden som används i uppsatsen grundar sig en rättsdogmatisk metod. En rättsdogmatisk metod försöker besvara en rättsproblematik utifrån gällande rätt på området. Gällande rätt utgörs då av lagtext, förarbeten, praxis och litteratur av rättsdogmatisk karaktär. Vikten för metoden ligger i hur argumentationen förs för att komma fram till en möjlig lösning till

---

<sup>12</sup> Wisterberg, E., *AIAR tog in miljoner via FundedByMe – begärs i konkurs av sina anställda.*

problemet.<sup>13</sup> Eftersom det inte finns någon lagstiftning på området gräsrotsfinansiering, har gällande rätt inom andra rättsområden beaktats. Detta i syfte för att undersöka när och hur investerarskyddet kan bli tillämplig genom andra regleringar.

### 1.3.2. Material

För att uppfylla syftet med uppsatsen och besvara dess frågeställningar har ett flertal källor identifierats. En av källorna som används, tillämpas genomgående i uppsatsen, och utgör ett förarbetet till den kommande lagen om gräsrotsfinansiering. Förarbetet är en utredning som Statens Offentliga Utredning, SOU, har genomfört. Utredningens namn är Gräsrotsfinansiering och har fått beteckningen SOU 2018:20. Vidare när uppsatsen hänvisar till Statens Offentliga Utredning om gräsrotsfinansiering kommer den benämnas SOU 2018:20. I utredningen SOU 2018:20 beskrivs den så kallad gräsrotsfinansieringen, vilken som utgör finansieringsalternativets marknad, dess struktur och funktion samt parternas roll på marknaden. SOU 2018:20 klargör även vilka rättsregler som kan tillämpas på finansieringsalternativets förmedling, anskaffning och tillhandahållande utifrån författningar och befintliga lagar på nationell och EU-rättslig nivå. SOU 2018:20 skapar även en djupare förståelse beträffande vilka behov som finns för ett effektivt investerarskydd.

Kommittédirektivet, Gräsrotsfinansiering dir. 2016:70 behandlar bakgrunden till varför utredningen skett och dess tillväxt på den svenska marknaden. Denna utgör grunden till SOU 2018:20. Kommittédirektivet, Statliga finansieringsinsatser dir. 2015:21 har även används. Anledningen till att denna behandlas är för att fastställa de finansieringsgap som föreligger på marknaden för nyetablerade och mindre bolag.

Eftersom det endast finns förarbeten på området gällande gräsrotsfinansiering, har annan gällande rätt beaktats. För att undersöka huruvida befintlig lagstiftning kan tillämpas för att säkerställa investerares skydd har lagar som lag (1999:158) om investerarskydd, LIS, lag (2007:528) om värdepappersmarknaden, VpmL, och MiFID II direktivet undersökts. Utgångspunkten har gjorts i LIS, vilket hänvisar till VpmL där MiFID II direktivet har

---

<sup>13</sup> Korling, K. & Zamboni, M. *Juridisk Metodlära*, första upplagan, Studentlitteratur, Johanneshov, 2013. s. 21.

implementerats. Dessa har granskats tillsammans för att kunna definiera begrepp och bestämmelser, som skulle kunna stämma överens och tillämpas på andelsbaserad gräsrotsfinansiering. Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument, LHF, har också granskats utifrån de regler som finns gällande instituts prospektskyldigheter. Anledningen till varför prospektskyldigheten har granskats är för att undersöka om plattformarna eller de kapitalsökande bolagen har någon informationsskyldighet gentemot investerarna. Om så är fallet antas investerarens skydd öka. Om denna skyldighet inte finns måste investeraren själv, utifrån egna kunskaper och undersökningar, avgöra huruvida företaget och dess verksamhet, projekt eller liknande är ett bra investeringsval. Aktiebolagslagen (2005:551), ABL, granskas även utifrån lagens förbud mot spridning. Detta i syfte för att undersöka om onoterade aktier kan bli handel på en reglerad marknad. Utöver den lagtext som finns har även propositionerna granskats till dessa lagar. Dessa propositioner utgörs av prop. 2006/07:115 och prop. 2004/05:85, vilka är propositionen till den nya lagen om värdepappersmarknaden respektive den nya aktiebolagslagen. Även propositionen som behandlar prospekt har granskats, vilken är prop. 2004/05:158. Propositionerna ger en ökad förståelse för vad lagstiftaren syftar till att förmedla med lagtexten, vilket gör det lättare att applicera på nya oreglerade former av finansiering. Lagstiftarens syfte har också kunnat avläsas i de lagkommentarer som anges via de elektroniska sidorna som behandlar lagen. En av dessa är Karnov, som är en elektronisk källa som tillhandahåller lagen elektroniskt. Här återfinns även propositioner och andra förarbeten.

Andra källor som används för att undersöka investerarens skydd vid andelsbaserad gräsrotsfinansiering är andra myndigheters utredningar. Tillväxtverket och Finansinspektionen, FI, är två av de myndigheter som också givit deras åsikt gällande gräsrotsfinansiering. I FI:s rapport fastställer de vad som utgör gräsrotsfinansiering, de risker som finansieringsformen är förknippad med, eventuell tillsyn som kan vara lämplig från FI och konsumentverket, KO, samt en avslutande genomgång av vilka slutsatser de kommit fram till. I slutsatsen ger de även förslag på vilka åtgärder som är passande för finansieringsformen.<sup>14</sup> Tillväxtverket har genom en rapport, vid namn *Tillväxt med Crowdfunding?*, granskat om gräsrotsfinansiering skapar tillväxt för företag i landet. Rapporten undersöker fenomenet och dess struktur samt om finansieringsalternativet kan

---

<sup>14</sup> Finansinspektionen, *Gräsrotsfinansiering i Sverige – en kartläggning*.

fungera som en lösning till det finansieringsgap som återfinns på marknaden. Genom myndigheternas utredningar kan andra perspektiv fångas upp än det som anges i SOU 2018:20.<sup>15</sup>

För att kunna tillämpa gällande rätt på gräsrotsfinansiering behöver plattformarnas struktur och funktion granskas. Detta har gjorts genom att undersöka två svenska plattformar, FundedByMe och Pepins. Genom dessa har en förståelse givits för hur plattformarna fungerar i praktiken. Även vad plattformarnas ansvar för och vad de har för roll i förmedlingen mellan det kapitalsökande bolaget och investeraren. Vidare har även verkliga situationer varit av intresse, där investeraren förlorat eller riskerat att förlora, sitt investerade kapital. Elektroniska källor som publicerar artiklar och nyheter har då granskats. Några av dessa är konkursbolagens hemsidor, DI - digital och breakit, som rapporterar om nyheter på marknaden.

Utöver de ovan nämnda källorna har även litteratur gällande metod tillämpats. Boken vid namn ”*Juridisk metodlära*”, är skriven av författarna K. Korling och M. Zamboni. Metodboken beskriver vad som utmärker rättsdogmatisk metod. Även boken ”*Finansiella instrument*” har används av K. Wallin-Norman. Detta i syfte för att öka förståelsen vad ett finansiell instrument är. Övriga källor som används är bland annat NE Uppslagsverk, Riksbankens och Finansinspektionens hemsida, i syfte att definiera olika begrepp och händelser.

## **1.4. Avgränsning och forskningsläge**

### **1.4.1. Avgränsning**

Gräsrotsfinansiering delas upp i fyra olika former, vilka utgörs av den andelsbaserade, lånebaserade, donationsbaserade och belöningsbaserade gräsrotsfinansieringen. De vanligaste formerna av gräsrotsfinansiering är andels- och lånebaserad gräsrotsfinansiering. I denna uppsats kommer förklaringar och begrepp utgå från den andelsbaserad gräsrotsfinansiering, för att öka förståelsen. Tillväxten av den andelsbaserade gräsrotsfinansieringen har dessutom tilltagit mycket under de senaste åren, vilket gör det intressant att undersöka den formen.

---

<sup>15</sup> Tillväxtverket, *Tillväxt genom Crowdfunding?*.

Då gräsrotsfinansiering inte ännu är reglerad, kommer annan gällande rätt att beaktas. Valet av vilken typ av gällande rätt som behandlas vid investerarskyddet har avgränsats till lagen om investerarskydd, LIS, lagen om värdepappersmarknaden, VpmL, och MIFID II direktivet. Fler rättsregler kan behandla investerarskydd, men avgränsningen gjordes till dessa på grund av gräsrotsfinansieringsverksamhetens utformning. Det är en form av värdepappersrörelse, där alla dessa tre lagar behandlar den typ av rörelse och dessutom hänvisar till varandra. Lagen om handel med finansiella instrument, LHF, behandlar regler kring vilken prospektskyldighet bolag har gentemot dess investerare. Det är aktuellt för att undersöka plattformarnas och det kapitalsökande bolagets skyldigheter.

Uppsatsen kommer dessutom att utgå ifrån de icke-professionella investerarna. Då investerare nämns i uppsatsen syftar de till dessa. Icke-professionella investerare är mer utsatta och kan ha svårare att fatta ett välgrundat beslut om prospektskyldigheten inte anses tillämplig på gräsrotsfinansiering. De måste i sådant fall söka all information själva för att bilda en uppfattning om företaget, dess verksamhet och de risker som verksamheten är förknippad med.

Då det kapitalsökande bolaget oftast är ett privat aktiebolag när andelsbaserad gräsrotsfinansiering bedrivs, kommer uppsatsen att avgränsa sig till att undersöka dessa fall. Då privata aktiebolag söker kapital kommer de i utbyte mot finansiering, ge ut onoterade aktier. Detta är av vikt för att kontrollera om verksamheten kan omfattas av gällande rätt.

Gräsrotsfinansiering kan undersökas ur många olika perspektiv. Denna uppsats har dock avgränsats till att endast undersöka hur investerarskydd i annan gällande rätt kan tillämpas på gräsrotsfinansiering. En undersökning i hur avtalen sinsemellan parterna binder de till olika rättigheter och skyldigheter har varit intressant att undersöka. Även vilka sanktioner som kan bli tillämpliga om det kapitalsökande bolaget och/eller plattformen strider mot investerarskyddet. Trots att dessa intressanta frågeställningar finns, har uppsatsen inte utrymme för att undersöka detta.

### **1.4.2. Forskningsläge**

Gräsrotsfinansiering är ett relativt nytt digitaliserat finansieringsalternativ, vilket innebär att detta område fortfarande är tämligen outforskat. Det finns ingen rättslig reglering ännu, vilket kan vara anledningen till att det inte finns någon nämnvärd svensk juridisk forskning. Statens Offentliga Utredning har kartlagt gräsrotsfinansieringen struktur, funktion och incitament i syfte att undersöka om det behövs en ny lag för gräsrotsfinansiering eller om endast uppdateringar i redan befintlig gällande rätt ska genomföras. SOU 2018:20 är dock endast förarbetsuttalande på området.

### **1.5. Disposition**

Uppsatsen kommer att disponeras över sex olika avsnitt. I det första avsnittet har bakgrund, syfte och frågeställning, material och metod, avgränsningsområde samt forskningsläget behandlats. I det andra avsnittet kommer gräsrotsfinansierings begreppet, processen, partsrelationerna och dess avtal sinsemellan att utredas och kartläggas. Avsnitt tre behandlar gräsrotsfinansiering i praktiken och vilka risker som finansieringsalternativet är förknippat med. I avsnitt fyra kommer gällande rätt att behandlas utifrån lagstiftning som behandlar investerarens möjlighet till skydd och vad plattformen samt det kapitalsökande bolag behöver följa för att investeraren ska fatta ett välgrundat beslut. Hur gräsrotsfinansiering förhåller sig till de ovan nämnda rättsreglerna och vilka möjliga intressekonflikter som uppstår i och med finansieringsalternativet, behandlas i avsnitt fem. Avslutningsvis kommer en sammanfattning av rapporten att framställas, där slutsatser presenteras.

## 2. Gräsrotsfinansiering

### 2.1. Begreppet gräsrotsfinansiering

Gräsrotsfinansiering, mer känt som *crowdfunding*, är ett relativt nytt digitaliserat finansieringsalternativ som attraherat många innovatörer, nystartade och mindre bolag. Begreppet i sig antas ha sin grund i *crowdsourcing*, vilken är en sammanslagning av de engelska orden *crowd* och *outsourcing*. Definitionen av *crowdsourcing* är att en grupp individer samverkar för att lösa en uppgift, nå ett specifikt angivet mål, finansiera eller genomföra ett projekt. Detta sker via en digital plattform. Gräsrotsfinansiering, *crowdfunding*, antas därför utgöra *crowdsourcing* av kapital.<sup>16</sup>

Gräsrotsfinansiering innebär att en verksamhet, ett projekt eller liknande finansieras med hjälp av flera olika utomstående aktörer genom en webbaserad plattform. Dessa utomstående aktörer kan vara både privat personer och näringsidkare, som i och med deras investeringen får något i utbyte. Vad utbytet är beror av vilken form av gräsrotsfinansiering plattformsbolaget bedriver.<sup>17</sup>

### 2.2. Historisk bakgrund

Gräsrotsfinansiering är inte ett nytt fenomen. Långt tillbaka i tiden har människor samlat in pengar för gemensamma specifika ändamål.<sup>18</sup> Gräsrotsfinansiering hade först sin begynnelse under sent 1800-tal, då Joseph Pulitzer arrangerade en insamling i sin egna tidning för att kunna finansiera den fortsatta byggnationen av Frihetsgudinnan.<sup>19</sup> Tillsammans med det nordiska museet och en del krigsobligationer anses dessa ting utgöra tidiga exempel som finansierats via gräsrotsfinansiering. Under denna tid genomfördes finansieringsalternativet på lokal nivå, men har i och med digitaliseringens framkomst idag kunnat utöka sin räckvidd.<sup>20</sup>

---

<sup>16</sup> SOU 2018:20, s. 82.

<sup>17</sup> Tillväxtverket, *Tillväxt genom Crowdfunding?* s. 13.

<sup>18</sup> SOU 2018:20, s. 81.

<sup>19</sup> BBC News, *The Statue of Liberty and America's crowdfunding pioneer*, Magazine, 25/04/13, <https://www.bbc.com/news/magazine-21932675>.

<sup>20</sup> SOU 2018:20, s. 81.

Gräsrotsfinansiering på internet började redan under år 1997, där finansieringen skedde på kulturområdet. Fansen till den engelska rockgruppen Marillion bidrog med hela 60 000 dollar, för att gruppen skulle kunna åka på turné runt om i USA. Detta skedde dock inte via en specifik plattform, utan den första webbsidan som bedrev en gräsrotsfinansieringsverksamhet var den amerikanska hemsidan Artistshare.com. Denna lanserades år 2001 och blev startskottet för den kulturella gräsrotsfinansieringen, vilken idag brukar benämnas belöningsbaserad gräsrotsfinansiering. De andra formerna av gräsrotsfinansiering, som uppsatsen senare kommer beröra, påbörjades senare.<sup>21</sup>

Den snabbt tilltagande framväxten av gräsrotsfinansiering antas haft sin start då den globala finanskrisen bröt ut år 2007–2008. Den amerikanska banken Lehman Brothers blev start skottet för krisen, vilket även påverkade den svenska marknaden. Bankerna och andra finansiella institut i Sverige hade problem med likviditeten och var därför tvungna att skärpa kraven vid beviljande av lån.<sup>22</sup> Nyetablerade och mindre bolag fick därför snabbt problem med att hitta finansiering och misstron kring banksektorn ökade. Detta bidrog till att gräsrotsfinansiering blev ett allt mer attraktivt alternativ till finansiering.<sup>23</sup>

Från de att finanskrisen bröt ut till år 2015, hade gräsrotsfinansiering omsatt hela 31,6 miljarder euro. Detta avsåg då hela den globala marknaden och motsvarade en fördubbling av föregående års värde.<sup>24</sup> Under år 2016 omsatte den svenska marknaden hela 870 miljoner, vilket var en ökning med 548 procent.<sup>25</sup> Några av de mest framgångsrika plattformarna idag är Kickstarter och Indigogo, vilka verkar på den amerikanska marknaden och hade sitt genombrott i samband med finanskrisen.<sup>26</sup> I Sverige är FundedByMe, Pepins, Lendify, Tessin med flera, några av de

---

<sup>21</sup> SOU 2018:20, s. 82.

<sup>22</sup> Sveriges Riksbank, *Finanskrisen 2007-2010*, Finansiell Stabilitet, 26/02/18, <https://www.riksbank.se/sv/finansiell-stabilitet/riksbankens-uppdrag-inom-finansiell-stabilitet/krishantering-vid-en-finansiell-kris/finanskrisen-2007-2010/>.

<sup>23</sup> SOU 2018:20, s. 84.

<sup>24</sup> Ibid. s. 103.

<sup>25</sup> Karlsson, J., *Branschen jublar efter nytt lagförslag om crowdfunding*, DI Digital, 19/03/2018, <https://digital.di.se/artikel/forslag-ger-krangligare-grasrotsfinansiering>.

<sup>26</sup> SOU 2018:20, s.84.



mest etablerade.<sup>27</sup> Intresset för gräsrotsfinansiering fortsätter att öka och väntas fördubblas framöver.<sup>28</sup>

## 2.3. Grunden till gräsrotsfinansiering

### 2.3.1. Introduktion

Det finns olika former av gräsrotsfinansiering, dock utgår alla ifrån samma grund. För att gräsrotsfinansiering ska kunna bedrivas krävs först och främst en gräsrotsfinansieringsplattform. Därefter två andra aktörer, där en av de söker kapital och den andra finansierar den förstas verksamhet, projekt eller liknande. Det krävs därför minst tre parter, där olika avtals- och partsrelationer uppstår samt att den kapitalsökande och investeraren är registrerade på gräsrotsfinansieringsplattformen.<sup>29</sup> Då denna uppsats avgränsar sig till andelsbaserad gräsrotsfinansiering kommer benämningen på parterna att följa den formen.

### 2.3.2. Partsrelationer

När gräsrotsfinansiering genomförs består processen av tre olika parter: kapitalsökande, investerare och en gräsrotsfinansieringsplattform. Den kapitalsökande är den, som via gräsrotsfinansieringsplattformen, marknadsför sin verksamhet, projekt, eller liknande. Syftet för den kapitalsökande är att få utomstående intressenter intresserade av verksamheten, projektet eller liknande. Vid andelsbaserad gräsrotsfinansiering bedriver oftast det kapitalsökande bolaget sin verksamhet genom ett privat aktiebolag. Intressenterna kommer, om de väljer att finansiera de kapitalsökande bolaget, utgöra investerarna. Den kapitalsökanden är en näringsidkare, medan investeraren kan vara både en privat person och en näringsidkare. Denna uppsats avgränsar sig dock till att investerarna endast är icke-professionella investerare, vilket vanligen är privat personer men som kan utgöra en näringsidkare. Detta förutsätter dock att kunskaperna hos näringsidkaren inte klassas som yrkesmässiga.<sup>30</sup> Gräsrotsfinansieringsplattformarnas roll är att förmedla kontakten mellan dessa två parter, den

---

<sup>27</sup> Karlsson, J., *Branschen jublar efter nytt lagförslag om crowdfunding*.

<sup>28</sup> SVD Näringsliv, *Crowdfunding har gått om riskkapitalbranschen*, Näringsliv, 20/03/2018, <https://www.svd.se/crowdfunding-har-gatt-om-riskkapitalbranschen>.

<sup>29</sup> SOU 2018:20, s. 158.

<sup>30</sup> Ibid s.18.

kapitalsökande och investeraren. Plattformarna är att betrakta som mellanhänder, då de bedriver en verksamhet som tillhandahåller och underlättar att finansiella kontrakt upprättas. Förmedlingen görs genom en plattform som återfinns på internet.<sup>31</sup>

### **2.3.3. Olika former av gräsrotsfinansiering**

#### **2.3.3.1. Introduktion**

Gräsrotsfinansiering är indelad i fyra olika former. Dessa är andelsbaserad, lånebaserad, belöningsbaserad och donationsbaserad gräsrotsfinansiering. Dessa fyra olika former fungerar vanligen som komplement till varandra och antas inte konkurrera. Ett nyetablerat företag kan till en början söka finansiering via lånebaserad gräsrotsfinansiering, för att senare vid en expanderingsfas, söka kapital genom en emission av aktier som sker via en andelsbaserad gräsrotsfinansieringsplattform. Däremot antas en konkurrens finnas mellan olika plattformar som bedriver samma form av gräsrotsfinansiering.<sup>32</sup>

#### **2.3.3.2 Andelsbaserad gräsrotsfinansiering**

Andelsbaserad, men också kallad investeringsbaserad, gräsrotsfinansiering grundar sig i att det kapitalsökande bolaget, i utbyte mot investerat kapital från investeraren, överlåter ägar- eller skuldandelar. När det kapitalsökande bolaget utvecklas med framgång, kommer investeraren att få avkastning på det investerade kapitalet. Det vanligaste alternativet för att överlåtelsen ska ske är att en emission av aktier genomförs. Erbjudanden om vinstandelslån, preferensaktier eller genom annan efterställd skuld är dock några andra alternativ som kan bli tillämpliga i utbyte mot finansiering.<sup>33</sup> Exempel på plattformar som bedriver andelsbaserad gräsrotsfinansiering är Pepins, FundedByMe och Trine. Dessa plattformsbolag bedriver sin verksamhet i Sverige.<sup>34</sup>

---

<sup>31</sup> SOU 2018:20, s. 80.

<sup>32</sup> Ibid, s. 86.

<sup>33</sup> Ibid, s. 89.

<sup>34</sup> Ibid, s.151.

### **2.3.3.3. Lånebaserad gräsrotsfinansiering**

Lånebaserad gräsrotsfinansiering fungerar som ett vanligt lån mellan en låntagare, som söker kapital, och en långivare som lånar ut kapital. Långivaren som väljer att låna ut pengar till låntagaren kommer erhålla ränta, och i vissa fall amortering, för finansieringen. Det som skiljer det traditionella lånet från lånebaserad gräsrotsfinansiering är plattformsbolaget. Plattformsbolaget syftar då till att sammanföra dessa två parter.<sup>35</sup> Plattformar i Sverige som bedriver lånebaserad gräsrotsfinansiering är Lendify, Tessin och Toborrow.<sup>36</sup>

### **2.3.3.4. Belöningsbaserad gräsrotsfinansiering**

Belöningsbaserad gräsrotsfinansiering innebär att utomstående aktörer investerar i en verksamhet, ett projekt eller liknande som denna sedan får ta del av som en belöning. Det kan ske i form av en vara eller en tjänst. Denna form av gräsrotsfinansiering används vanligen i kultursammanhang, där projekt inom områden som film, musik, konst eller böcker skapas. Exempelvis kan en artist samla in pengar för att kunna genomföra en konsert för artistens fans. Om tillräckligt med pengar samlas in kommer fansen, som belöning, få gå på konserten.<sup>37</sup>

### **2.3.3.5. Donationsbaserad gräsrotsfinansiering**

När donationsbaserad gräsrotsfinansiering används skapas projekt där utomstående aktörer ger kapital i form av gåvor. Då sker det ingen motprestation från den kapitalsökandes sida. Detta är såklart inget nytt fenomen, att människor tillsammans samlar in pengar för ett visst ändamål. Det som skiljer det traditionella fenomenet är dock den tredje parten, plattformsbolaget. Möjligheten att integrera med de som genomför projektet skapas genom plattformsbolaget.<sup>38</sup> Detta är en vanlig företeelse på exempelvis Facebook, där en användare av hemsidan söker kapital som ska finansiera en operation, resa eller liknande.

---

<sup>35</sup> SOU 2018:20, *Gräsrotsfinansiering* s. 88.

<sup>36</sup> *Ibid*, s.151.

<sup>37</sup> *Ibid*, s. 87.

<sup>38</sup> *Ibid*. s. 87.

### 2.3.4. Avtalsrelationer

Mellan de tre olika parterna, den kapitalsökande, investeraren och gräsrotsfinansieringsplattformen skapas olika avtal. Huvudavtalet sluts mellan den kapitalsökande och investeraren. Då uppsatsen avgränsar sig till andelsbaserad gräsrotsfinansiering, upprättas ett avtal om att förvärv eller överlåtelse av ägar- eller skuldandelar ska ske. Dessa utges av de kapitalsökandes bolag. Innan huvudavtalet skapas har den kapitalsökande och investeraren var för sig ingått ett avtal med plattformsbolaget. Avtalet är ett användaravtal med plattformsbolaget som agerar mellanhand i förmedlingen mellan den kapitalsökande och investeraren. Den kapitalsökande parten är den som efterfrågar kapital, vilken därför blir den aktiva parten. Investeraren intar en mer passiv roll, där investeraren ska övertygas om varför den kapitalsökandes projekt är värt att investera i.<sup>39</sup>

#### 2.3.4.1. Plattformens avtal

Som ovan nämnt krävs det att den kapitalsökanden och investeraren ska vara registrerade på gräsrotsfinansieringsplattformen för att kunna söka kapital respektive finansiera olika projekt.<sup>40</sup> Genom att registrering och godkännande av plattformens användarvillkor sker, kan avtal slutas mellan de två parterna och plattformsbolaget.

Den kapitalsökande parten är kund till plattformsbolaget. Användaravtalet mellan den kapitalsökande och plattformsbolaget utgörs av olika standardavtalsklausuler och villkor.<sup>41</sup> När digitala plattformar används brukar metoden och avtalsformen "click wrap" bli tillämplig. Click wrap är ett avtal som sluts online via plattformens hemsida där användaren godkänner de användarvillkor som företaget har. Godkännandet online motsvarar en skriftlig underskrift och brukar slutas i situationer som omfattar transaktioner över internet.<sup>42</sup> En förutsättning för att bli bunden av avtalet på plattformens webbsida, är att användarvillkoren finns tillgängliga

---

<sup>39</sup> SOU 2018:20, s.173-174.

<sup>40</sup> Se avsnitt 2.3.1. Introduktion.

<sup>41</sup> SOU 2018:20, s. 183.

<sup>42</sup>Rouse, M., *Clickwrap agreement (clickthrough agreement)*, TechTarget, SearchCloudSecurity, 01/19, <https://searchcloudsecurity.techtarget.com/definition/clickwrap-agreement-clickthrough-agreement-or-clickwrap-license>.

innan den kapitalsökande parten godkänner dessa. Att den kapitalsökande faktiskt har tagit del av dessa villkor är inte en förutsättning.<sup>43</sup>

Det är inte endast den kapitalsökande parten som är kund till plattformsbolaget, utan investeraren utgör också en kund. Detta avser dock endast i fall där andels- eller lånebaserad gräsrotsfinansiering tillämpas. Anledningen till detta är att investerarna får en form av betalning, antingen avkastning eller ränta på det investerade kapitalet. Ett användaravtal upprättas därför också mellan investeraren och plattformsbolaget.<sup>44</sup>

### **2.3.4.2. Avtal mellan kapitalsökande och investerare**

Då andelsbaserad gräsrotsfinansiering används som form agerar plattformen endast som en mellanhand. Huvudavtalet, som ovan nämnt, sluts därför mellan det kapitalsökande bolaget och investeraren.<sup>45</sup>

### **2.3.5. Plattformens medverkan**

#### **2.3.5.1. Krav för att marknadsföra sig via plattformen**

Ett kapitalsökande bolag som vill marknadsföra sig via gräsrotsfinansieringsplattformarna måste uppfylla vissa krav. Detta för att plattformsbolagen ska skapa sig en vidsträckt kännedom om företaget och dess finansieringsändamål. Först och främst måste en översikt om utvecklingen för verksamheten visas upp. Information om värdering, potential och investeringar kan vara exempel på detta.<sup>46</sup> Vissa plattformsbolag kan även ta in en tredje extern part som bedömer det kapitalsökande bolaget. Exempel på ett sådant bolag kan vara en revisionsfirma som gör en företagsbesiktning. Om plattformsföretaget anser att det kapitalsökande bolaget uppfyller de krav som ställs och antas attrahera investerarna på plattformen, godkänner de företaget att marknadsföra sig genom deras plattform.<sup>47</sup>

---

<sup>43</sup> SOU 2018:20, s.184.

<sup>44</sup> SOU 2018:20, s.184.

<sup>45</sup> Ibid, s.172.

<sup>46</sup> FundedByMe, *Aktieinvesteringar för alla!*, För investerare, <https://www.fundedbyme.com/sv/for-investors/>.

<sup>47</sup> Pepins, *Investera på Pepins*, How to, <https://www.pepins.com/investment-structure>.

Det kapitalsökande bolaget utformar sin kampanj som plattformsbolaget granskar. Om intresse hos potentiella investerarna finns, kan plattformsbolagen förse dessa med mer detaljerad information och feedback. Detta för att investeraren ska få en bättre överblick av verksamheten, projektet eller likande. Väljer en intressent att investera i bolaget kommer investeraren, när det kapitalsökande bolagets kampanj avslutats, få tillgång till investerarens ägar- eller skuldandelar.<sup>48</sup> Detta sker först när det kapitalsökande bolaget har nått sitt emissionsmål, oavsett om transaktionen behandlas av plattformsbolaget själv eller en tredje part.<sup>49</sup> Att plattformsbolaget genomför en grundlig granskning av de olika kapitalsökande bolagen är dock inget kvitto på att utvecklingen kommer generera i något positivt. Plattformsbolaget fungerar endast som en mellanhand och ansvarar inte för om investeringen skulle misslyckas.<sup>50</sup>

### 2.3.5.2. Aktiva eller passiva plattformar

De svenska gräsrotsfinansieringsplattformarna är uppbyggda på olika sätt. Beroende av vilken eller vilka finansieringsalternativ som tillhandahålls, vilka tjänster och funktioner de erbjuder, så skiljer de sig åt. Plattformarna kan som tidigare nämnt, bedrivs genom någon av de fyra olika formerna, för att sedan antingen vara aktiva eller passiva plattformar.

Huruvida en plattform är aktiv eller passiv bestäms utifrån hur delaktiga plattformarna är i förmedlingen av kapital mellan den kapitalsökande och investeraren. En aktiv plattform underlättar investerarens informationssökning om det kapitalsökande bolaget. De kan analysera risken, ge rådgivning och göra en värdering av det kapitalsökande bolaget samt utvärdera dess utveckling. Detta ger investerare en bättre överblick, vilket troligtvis bidrar till att investeraren fattar ett mer välgrundat beslut. Dock är de flesta plattformsbolagen passiva, vilket kan innebära att investeraren sätts i ett sämre utgångsläge.<sup>51</sup>

---

<sup>48</sup> Pepins, *Investera på Pepins*.

<sup>49</sup> SOU 2018:20, s.176.

<sup>50</sup> Ibid. s. 541.

<sup>51</sup> Ibid, s. 541.

## 3. Andelsbaserad gräsrotsfinansiering i praktiken

### 3.1. Introduktion

Olika gräsrotfinansieringsplattformar bedriver, som ovan sagt, olika typer av verksamheter. De kan bedriva förmedlingen genom fyra olika former, vara aktiva eller passiva plattformar och verka efter olika affärsmodeller. Detta påverkar hur de agerar och vilka regler de bör följa samt vilka risker som verksamheten är förknippad med. Antalet andelsbaserade gräsrotsplattformar har under de senare åren ökat. FundedByMe och Pepins bedriver båda andelsbaserad gräsrotsfinansiering, vilka nedan ska granskas utifrån hur de valt att bedriva deras verksamhet samt de risker som tillkommer för investeraren vid andelsbaserad gräsrotsfinansiering.

### 3.2. Olika andelsbaserade gräsrotsfinansieringsplattformar

#### 3.2.2. FundedByMe

FundedByMe bedriver en andels- och lånebaserad gräsrotsfinansieringsplattform med säte i Sverige. Bolaget har även verksamhet genom ett så kallat "joint venture" med andra företag i Malaysia, Dubai, Finland, Polen och Singapore.<sup>52</sup> Ett "joint venture" är en verksamhet eller ett projekt, som två eller flera företag investerar i, med syftet att arbeta tillsammans.<sup>53</sup> Bolaget grundades år 2011 och var en av de första gräsrotsfinansieringsplattformarna som etablerades i Sverige.

Verksamheten som FundedByMe bedriver inriktar sig främst på att förmedla kontakten mellan kapitalsökande bolag som är i en tidig tillväxtfas. Dessa bolag är vanligtvis privata aktiebolag och letar efter finansiering mellan 250 000 kronor upp till 20 miljoner kronor. Ett kapitalsökande bolag som söker finansiering via FundedByMe erhåller främst finansiering genom nyemission. Detta innebär att investeraren erhåller aktier i det kapitalsökande bolaget. Plattformen är en passiv förmedlare, vilket innebär att FundedByMe inte agerar rådgivare eller hanterar några betalningar. Investeringar och överföringar sker av en extern part utanför

---

<sup>52</sup> FundedByMe, *FundedByMe-teamet*, FundedByMe Joint Venture, <https://www.fundedbyme.com/sv/contact/>.

<sup>53</sup> Collins Dictionary, *Joint Venture*, Definition of Joint Venture, <https://www.collinsdictionary.com/dictionary/english/joint-venture>.

plattformen. Plattformen genomför inte heller några utförliga bedömningar av det kapitalsökande bolagets affärsmodell. Det enda kravet är att det kapitalsökande bolaget ska vara moraliskt och lagligt försvarbart.<sup>54</sup>

För att kunna marknadsföra sig via FundedByMe:s plattform krävs det att bolaget betalar en fast avgift på 1000 euro. Detta sker då bolaget registrerar sig på plattformen. När det kapitalsökande bolaget sedan marknadsför sig via plattformen, är beslut om hur marknadsföringen ska ske upp till bolaget själv. FundedByMe ger begränsad rådgivning gällande hur de bör framställa sin verksamhet, projekt eller liknande. Begränsad rådgivning ges även till potentiella investerare på plattformen. Investeraren gör därför sitt val om investering baserat på framställningen som görs av det kapitalsökande bolaget. Eftersom FundedByMe inte heller genomför några transaktioner är det upp till det kapitalsökande bolaget att kontakta potentiella investerare som indikerat sitt intresse på plattformen. Mellan de att investeraren har angett att denne är villig att investera tills att emissionen sker, har investeraren en tid att tänka efter om investering ska ske. Det är först vid emissionen som kapitaltransaktionen sker. Därefter får även FundedByMe betalt för förmedlingen.<sup>55</sup>

### 3.2.3. Pepins

Pepins bedriver endast andelsbaserad gräsrotsfinansiering och är enligt deras webbplats Sveriges största handelsplats för gräsrotsfinansiering och även för handel i onoterade bolag. Genom att använda Pepins som plattform får privat personer och näringsidkare tillgång till bolag som ännu inte nått börsen, det vill säga onoterade bolag.<sup>56</sup> Bolaget grundades år 2014 och år 2015 slog Pepins ihop med Alternativa Aktiemarknaden. Alternativa Aktiemarknaden fungerade då som en marknad för onoterade bolag när handel av aktier skulle ske. Med Pepins nya teknik och Alternativa Aktiemarknadens erfarenhet ansågs fusionen som en lämplig åtgärd. Alternativa Aktiemarknaden hade redan innan fusionen fått tillstånd från FI att förvara finansiella instrument och bedriva rådgivning till företag, om företagsköp samt fusion. Dessutom hade de tillstånd att motta, vidarebefordra och utföra order med avseende på finansiella instrument samt placera finansiella instrument utan åtaganden. Vad dessa begrepp

---

<sup>54</sup> SOU 2018:20, s. 156.

<sup>55</sup> Ibid. s. 156.

<sup>56</sup> Pepins, *Join the power of many*, Pågående kampanjer, <https://www.pepins.com/>.



innebär kommer behandlas i avsnitt fyra. FI beslutade under de rådande förhållanden att dessa tillstånd även skulle gälla Pepins.<sup>57</sup> För att erhålla ett tillstånd från FI, kräver det att plattformen ifråga ansöker om detta. För att beviljas tillstånd måste plattformen bedriva en investeringstjänst av finansiella instrument och medel, vilket enligt FI förelåg i fallet. Ett tillstånd ger FI rätten att kontrollera plattformen, men också att ta ut avgifter.<sup>58</sup> Avgifter tillkommer bland annat när plattformen ansöker om tillstånd och årligen efter det.<sup>59</sup>

Pepins har sitt säte i Stockholm, Nacka, och bedriver en verksamhet som riktar sig till svenska investerare och företag. Finansiering sökes främst av privata bolag som är i tillväxtfasen, vilka vanligtvis är små eller medelstora bolag. Publika aktiebolag kan också söka finansiering via Pepins men har då kommit längre i utvecklingen av verksamheten.<sup>60</sup>

När ett kapitalsökande bolag vill söka finansiering via Pepins sker först och främst en företagsbesiktning av bolaget.<sup>61</sup> Detta innebär att en fördjupad granskning sker av bolagets finansiella, legala och marknadsmässiga aspekter.<sup>62</sup> Om detta bolag uppfyller kraven ska det kapitalsökande bolaget betala en startavgift och därefter påbörjas arbetet med presentations- och investeringsmaterialet. Detta görs tillsammans med Pepins aktiva ledning och det kapitalsökande bolaget, vilka skapar ett prospekt för investeraren. Pepins erbjuder dessutom flera sidotjänster för att bolaget lättare ska kunna hitta potentiella investerare. När investerare har registrerat sig på plattformens webbplats kan de ta del av de kapitalsökande bolagens kampanjer. Om intresse finns för att investera kommer överföring och investeringsbesluten att ske via Pepins plattform.<sup>63</sup>

Allt kapital som investeras i olika kampanjer via Pepins plattform, förvaras alltid på ett klientmedelskonto. Detta sker tills hela emissionen är fulltecknad, vilket innebär den lägsta nivån på kapital som bolaget anses behöva uppnå. Pepins beslutar vid varje kampanj om en

---

<sup>57</sup> SOU 2018:20, s. 157-158.

<sup>58</sup> Ibid. s. 460.

<sup>59</sup> Finansinspektionen, *Avgifter*, Marknad, [https://www.fi.se/sv/marknad/sok\\_tillstand/avgifter/#Lagen2007:528](https://www.fi.se/sv/marknad/sok_tillstand/avgifter/#Lagen2007:528).

<sup>60</sup> SOU 2018:20, s. 158.

<sup>61</sup> Ibid. s. 158.

<sup>62</sup> NE - Uppslagsverk, *Due Diligence*, Encyklopedi, <https://www.ne.se/uppslagsverk/encyklopedi/l%C3%A5ng/ue-diligence>.

<sup>63</sup> SOU 2018:20, s. 158-159.

undre- och en övre gräns och om inte den undre gränsens uppnås kommer investerarnas pengar att betalas tillbaka. Dessa investeringar finns under tiden i ett holding bolag vid namn Special Purpose Vehicle, SPV, som då utgör en aktieägare i det emitterade bolaget. För varje emission skapas ett nytt SPV-bolag. Anledningen till att Pepins upprättat denna konstruktion är för att säkerställa att investerarnas rättigheter tillgodoses via ett anpassat aktieägaravtal. Dessutom skapas en invecklad situation för det kapitalsökande bolag, när många väljer att investera i en kampanj. Emissionen sker då till många nya aktieägare, vilket istället kan underlättas av att SPV utgör *en* aktieägare istället. De kapitalsökandebolagen, som vanligen bedriver privata aktiebolag, kommer också kunna söka kapital genom det publika aktiebolaget SPV. När emissionen är genomförd tar Pepins betalt för transaktionen. Beloppet beräknas då utifrån en viss procent av det erhållna kapitalet som samlats in genom nyemissionen.<sup>64</sup>

Pepins har genom deras plattform dessutom skapat Pepins Market, vilken är en handelsplats för delägarna att köpa och sälja sina aktier från de kapitalsökande bolagen. Detta gör att investerarna inte blir fast i sitt deläggande, utan kan innan det kapitalsökande bolaget börsnoteras eller likande, bedriva handel med dessa. När och hur ofta aktien kan handlas med beror dock på varje enskild emission.<sup>65</sup>

### **3.3. Risker med andelsbaserad gräsrotsfinansiering**

#### **3.3.1. Introduktion**

Att investera i olika verksamheter, projekt, eller liknande innebär alltid en risk. Trots detta väljer många att investera i aktier, som kan anses vara mer riskfyllda än exempelvis investeringar i fonder. Anledningen till detta grundar sig i att möjligheten ökar att erhålla högre avkastning när risken ökar. Att investera via en andelsbaserad gräsrotsfinansieringsplattform, i ett kapitalsökande bolag, är därför inte heller riskfritt eftersom investeraren i utbyte mot finansiering vanligtvis erhåller aktier. Vilka olika risker som kan föreligga vid andelsbaserad gräsrotsfinansiering kommer beröras nedan.

---

<sup>64</sup> SOU 2018:20, s. 158-159.

<sup>65</sup> Pepins, *Vad är ett holdingbolag?*, Investera – Lär dig hur du investerar på Pepins och skapar en tillväxt portfölj, Support, <https://support.pepins.com/hc/sv/articles/115003043431-Vad-%C3%A4r-ett-holdingbolag->.

### 3.3.2. Olika typer av risker

#### 3.3.2.1. Investeringsrisk

Beslut om att investera i bolag i utbyte mot andelar i exempelvis aktier, skapar alltid en osäkerhet kring den framtida avkastningen. Denna osäkerhet utgör en investeringsrisk. När olika finansiella tjänster erbjuds försöker dock erbjudandet vara utformat på så sätt att risktagandet minimeras för den presumtiva investeraren. Detta genom att de som erbjuder tjänsterna uppskattar, beskriver och prissätter dessa innan. Hur uppskattningen blir kring prissättningen är dock endast en presumtion, vilket gör att det inte går att säkerställa utfallet. Investeringsrisken går därför inte, i situationer där investeraren eftersträvar att få avkastning, att eliminera.<sup>66</sup>

När andelsbaserad gräsrotsfinansiering används föreligger också en investeringsrisk. Risken behövs dock för att attrahera fler presumtiva investerare i ett tidigt skede och bredda marknaden. Det som kan skilja gräsrotsfinansiering mot andra finansiella tjänster är den informationen som investeraren erhåller innan val om investering sker.<sup>67</sup>

#### 3.3.2.2. Informationsrisk

Informationen som en intressent erhåller om ett bolag och dess framtid kan vara avgörande om intressenten blir en investerare. Information när finansiella tjänster erbjuds kallas för prospekt. Det är då den verkställande direktören och styrelsen som tillsammans ansvarar för att innehållet i prospektet är korrekt, oavsett om det gäller vid en nyemission eller andra situationer. Dock besitter inte alla den kunskap som krävs för att upprätta ett prospekt, vilket kan resultera i att investeraren gör val om att investera på fel grunder. Det föreligger därför en informationsrisk och ett informationsunderläge för investeraren.<sup>68</sup> Framförallt om alla bolag inte har krav på att upprätta prospekt.

---

<sup>66</sup> SOU 2018:20, s. 326.

<sup>67</sup> Ibid, s. 326.

<sup>68</sup> Prop. 2004/05:158, *Prospekt*, s. 59.

Vid andelsbaserad gräsrotsfinansiering kommer det kapitalsökande bolaget ge information till investeraren. Då plattformsbolaget endast fungerar som en förmedlare ansvarar inte bolaget för den information som det kapitalsökande bolaget ger ut. Däremot har plattformsbolaget gjort en undersökning om bolagets seriositet, framtidsplaner och chans till utveckling. Prognoser behöver dock inte alltid stämma. Informationen som investeraren får, grundar sig därför endast i hur det kapitalsökande bolaget väljer att förmedla den. Då majoriteten av investerarna är icke-professionella, har de inte heller samma yrkesmässiga kunskap som professionella. Detta kan bidra till att de inte förstår risken i att investera i ett kapitalsökande bolag.

### 3.3.2.3. Likviditetsrisk

När begreppet likviditet används på kapitalmarknaden syftar det till att beskriva hur väl värdepapper, som exempelvis aktier, kan omsättas på marknaden. Kan aktier säljas eller köpas omgående finns ingen likviditetsrisk i investeringen.<sup>69</sup> När en investering sker i ett privat aktiebolag som inte är noterat på börsen, sker dock inte handeln på en reglerad marknad. Om detta är fallet finns det ingen garanti till att investeraren kan sälja sina aktier vid egen vald tidpunkt. Det föreligger därför en likviditetsrisk.<sup>70</sup>

När en investerare väljer att investera i ett kapitalsökande bolag via en andelsbaserad gräsrotsfinansieringsplattform finns en likviditetsrisk. Det kapitalsökande bolaget är i vanliga fall ett privat aktiebolag, som därför inte handlar eller erbjuder aktier på en reglerad marknad. Omsättningsmöjligheten om investeraren vill sälja sina aktier finns därför inte. Det är dessutom svårt att veta om aktien har prissatts på rätt sätt, då det inte finns något etablerat marknadspris. Prisets nivå kan jämföras med hur prissättningen varit vid tidigare emissioner som skett i bolag. Problemet här ligger dock i att kapitalsökande bolag som söker finansiering vanligtvis är i sin expansionsfas och därför inte har sådan information.<sup>71</sup>

---

<sup>69</sup> NE – Uppslagsverk, *Likviditet*, Encyklopedi,  
<https://www.ne.se/uppslagsverk/encyklopedi/l%C3%A5ng/likviditet>.

<sup>70</sup> SOU 2018:20, s. 337.

<sup>71</sup> Ibid. s. 337.

Som ägare av aktieandelar i ett bolag, kan även en utspädningsrisk aktualisera sig. Detta kan ske om den förväntade tillväxten inte blir lika stor som väntat eller om högre kostnader uppstår än beräknat. Det kapitalsökande bolaget kan i sådana tillfällen söka sig till fler investerare och genomför därför ytterligare emissioner. Värderingen av aktierna kan bjudas ut till en längre summa, vilket resulterar i att redan befintliga aktieägares andelar späds ut och blir mindre värda.<sup>72</sup>

### **3.3.3. Problem i praktiken**

#### **3.3.3.1. Introduktion**

Fler finansieringsalternativ på marknaden skapar ett större utbud och möjligheter för företag att hitta finansiering. Gräsrotsfinansiering utgör ett av de exempel som bidragit till utvecklingen av fler finansieringsalternativ. Tillväxten av gräsrotsfinansiering har ökat kraftigt, vilket kan vara ett resultat av frånvarande lagstiftning. Detta antas innebära att investerare har lidit skada. En intressekonflikt kan därför antas ha uppstått mellan att värna om företag och dess tillväxt eller att säkerställa investerarnas förtroende och skydd på marknaden. Nedan anges tre exempel på situationer där investerare utsatts för en risk.

#### **3.3.3.2. Big Mike – Via Indiegogo**

Indiegogo är en amerikansk gräsrotsfinansieringsplattform som etablerades straxt efter finanskrisen år 2008.<sup>73</sup> Kampanjen bedrevs enligt formen belöningsbaserad gräsrotsfinansiering, vilket uppsatsen inte behandlar. Dock ger denna situation en förståelse för det bristande investerarskyddet, som kan aktualiseras på alla former av gräsrotsfinansiering.

Under år 2016 skapade svensken Michael Johnson en kampanj via gräsrotsfinansieringsplattformen Indiegogo, där han marknadsförde sin nya produkt Bioring. Detta avsåg en ring som kunde mäta både personens puls, kaloriintag och mycket mer. Kampanjen lyckades tillslut samla in hela fyra miljoner kronor från cirka 2000 personer. Dessa personer hade då investerat pengar i produktens utveckling för att senare kunna ta del av ringen.

---

<sup>72</sup> SOU 2018:20, s. 336.

<sup>73</sup> Indiegogo, *The Indiegogo Community*, About us, <https://www.indiegogo.com/about/our-story>.

Två år senare var Michael Jonson spårlöst försvunnen med hela kapitalsumman. Han kallade sig då för Big Mike.<sup>74</sup>

Bolaget som lanserade produkten Bioring var registrerade i USA, men hade sitt säte i Stockholm. Syftet bakom detta var att bolaget skulle etablera sig internationell. Kampanjen var uppbyggd på olika alternativ, där man kunde beställa en Bioring av olika slag. Det billigaste alternativet kostade 1800 kronor medan det dyraste alternativet landade på hela 90 000 kronor. Då ingick, utöver ringen, en betald resa till labbet i Sverige. Resan skulle dessutom avslutas med en lunch där grundarna skulle närvara. Det dyraste alternativet var det dock ingen som köpte. När kampanjen hade avslutats började investerarna ifrågasätta grundarna, då de insåg att det var något som inte stämde. Grundaren Michael Jonson hade exempelvis angivit att han hade arbetat på ett medicinbolag vid namn Elektra, som sedan kunde bekräfta att de aldrig hade haft en anställd vid de namnet. Bioring använde sig även av två PR-byråer som aldrig fick betalt. De kontaktade då Michael Jonson och fick svaret att de aldrig skulle få några pengar samt att kapitalet fanns i ett skatteparadis. Efter det försvann både han och bolaget, och gick inte längre att kontakta. Personerna som då hade investerat pengar i produkten, fick aldrig en produkt eller sina pengar tillbaka.<sup>75</sup>

### 3.3.3.3. AIAR – Via FundedByMe

AIAR skapade en kampanj via den svenska plattformen FundedByMe som avslutades den 23 april år 2018. Vid den tidpunkten hade de lyckats samla in cirka 4,6 miljoner svenska kronor av 300 stycken investerare.<sup>76</sup> AIAR hade då lanserat en mobil applikation som hade skapat det digitala ekosystemet för lärande. Applikationen syftade till att hjälpa dig som användare att lära, vilket skulle ske på ett lustfyllt, enkelt och relevant sätt.<sup>77</sup> Bolaget meddelade att applikationen skulle nå en halv miljard användare till den digitala utbildningsplattformen,

---

<sup>74</sup> Ekström, J., *Svensken fick in 4 miljoner på Indiegogo till sin Bioring – sen gick han under jorden*, Breakit.se, 7/11/18, <https://www.breakit.se/artikel/16647/svensken-fick-in-4-miljoner-pa-indiegogo-till-sin-bioring-sen-gick-han-under-jorden>.

<sup>75</sup> Ibid.

<sup>76</sup> FundedByMe, *AIAR Daring to Change the World*, Kampanj, <https://www.fundedbyme.com/sv/campaign/8286/aiar/>.

<sup>77</sup> AIAR, *The Global Digital Learning Ecosystem changing the world*, <http://aiar.io/>.

vilket skulle innebära miljardintäkter för bolaget. Ett halvår senare stod bolaget inför en ekonomisk kris.<sup>78</sup>

Några av bolagets tidigare anställda hade inte fått någon lön utbetald och begärde därför att bolaget skulle försättas i konkurs. Rufus Lidman, grundaren av AIAR, hade under senare tid gått in med egen sparade pengar för att försöka rädda bolaget. I november år 2018 uttalade R. Lidman att förhoppningar fanns om att företaget kunde genomgå en rekonstruktion istället för att försättas i konkurs.<sup>79</sup> Detta förutsätter dock att borgenärer nedskriver bolagets skulder, vilket endast sker om företaget antas överleva på sikt.<sup>80</sup> AIAR riskerar därför nu att gå i konkurs, vilket kan leda till att investerarna inte får tillbaka sina pengar.

#### **3.3.3.4. Kronfönster – Via Pepins**

Kronfönster är ett företag som producerar och säljer fönster, skjutpartier och dörrar. Deras målgrupp riktar sig till både arkitekter, byggare och privatpersoner.<sup>81</sup> Grundaren till Kronfönster, Carl-Gustav Svensson, startade bolaget år 2005 då han fick idén när han själv skulle byta fönster. Han insåg att byta fönster var dyrare än vad han hade trott, vilket skapade affärsidén om att kunna erbjuda billigare fönsterbyte. Han startade då försäljningen av fönster och dörrar som kunde ske både via nätet och fysisk butik.<sup>82</sup>

Tillväxten för Kronfönster ökade explosionsartat och tilldelades flera priser för att vara Sveriges mest snabbväxande företag. Detta räckte dock inte för Kronfönster, utan de valde att starta en gräsrotsfinansieringskampanj via den andelsbaserade gräsrotsfinansieringsplattformen Pepins år 2016.<sup>83</sup> Genom kampanjen sökte de 35 miljoner kronor, vilket uppnåddes med rekordfart. Kampanjen lyckades bli fulltecknad på cirka 8 dagar,

---

<sup>78</sup> FundedByMe, *AIAR Daring to Change the World*.

<sup>79</sup> Wisterberg, E., *AIAR tog in miljoner via FundedByMe – begärs i konkurs av sina anställda*.

<sup>80</sup> Kronofogden, *Företagsrekonstruktion*, Få betalt, <https://www.kronofogden.se/Foretagsrekonstruktion2.html>.

<sup>81</sup> Kronfönster, *Bakgrund*, <https://www.kronfonster.se/>.

<sup>82</sup> Boström, T., *Kronfönster tog in 44 miljoner via crowdfunding – ansöker om konkurs*, Breakit.se, 12/11/18, <https://www.breakit.se/artikel/16752/kronfonster-tog-in-35-miljoner-via-crowdfunding-ansoker-om-konkurs>.

<sup>83</sup> Ibid.

där 1200 investerare valde att investera.<sup>84</sup> Under våren år 2018 tog de in ytterligare 9 miljoner kronor. Trots detta ansökte bolaget om konkurs hösten 2018.

Ansökan om konkurs gjordes på grund av att bolaget gick med förlust. Den främst anledningen antogs ligga i en storsatsning som gjordes för att själva kunna tillverka fönster i trä och träaluminium. Även att konkurrensen hade blivit starkare medan byggkonjunkturen hade blivit sämre antogs vara en förklaring till situationen. I december år 2018 meddelade Pepins att dotterbolaget Kronfönster Group AB gått i konkurs. Bolaget, Kronfönster Partner Sweden AB, som hanterade just gräsrotsfinansieringskampanjen har dock inte gått i konkurs ännu. Däremot ser det inte ljust ut. Aktieägarna kan antingen välja att likvidera bolaget eller låta de drivas vidare. Om bolaget låtes drivas vidare så måste en framtid antas finnas för bolaget. Om likvidation istället sker kan dessutom stora delar av de återstående kapitalet tillfalla själva konkursprocessen, vilket resulterar i en mindre chans för investerarna att återfå sitt kapital.<sup>85</sup> Då emittenten går i konkurs och bolaget är upplöst antas investerarnas erhållna aktier värdelösa.<sup>86</sup>

### 3.3.5. Intressekonflikter

Big Mike, AIAR och Kronfönster Group AB är bara några exempel på kapitalsökande bolag som försvunnit eller försatts i konkurs, när finansieringen har skett via en gräsrotsfinansieringsplattform. Finansieringsformen fungerar som ett bra komplement till de traditionella finansieringsalternativen, där bolag kan hitta finansiering för att växa. Det antas dock ha skett på sådant sätt att investerarnas skydd äventyras. Det bör därför föreligga en intressekonflikt mellan att främja företagande och dess tillväxt och att säkerställa investerarnas skydd.

---

<sup>84</sup> Avanza, *Kronfönster*, Placera, 29/09/16, <https://www.avanza.se/placera/telegram/2016/09/29/kronfonster-kronfonster-drog-in-35-miljoner-kronor-via-crowdfunding-nytt-rekord-hos-pepins.html>.

<sup>85</sup> Pepins, *Uppdatering Kronfönster Partners Sweden AB (publ)*, Team Pepins Nyhet, <https://www.pepins.com/shc/kronfonster/uppdatering-kronfonster-partners-sweden-ab-publ>.

<sup>86</sup> Wallin-Norman, K., *Finansiella instrument*, första upplaga, Jure Förlag AB, Stockholm, 2011.



Utöver det ovan nämnda, antas gräsrotsfinansieringsplattformarnas främsta inkomstkälla komma från de kapitalsökande bolagen. Den första betalningsströmmen utgörs, som ovan angivet, av en fastavgift från det kapitalsökande bolaget. Avgiften är en förutsättning för att det kapitalsökande bolaget ska ha möjlighet att marknadsföra sig via plattformen och därför kunna ta del av presumtiva investerare. Därefter erhåller plattformarna intäkter från varje enskild kampanj, vilket vanligen beräknas utifrån en procentsats från det insamlade beloppet.<sup>87</sup> Eftersom plattformsbolagens syfte antas vara att erhålla en så stor vinst som möjligt, kan plattformsbolagen verka för att de kapitalsökande bolaget marknadsförs på ett attraktivt sätt. En sådan åtgärd bör antas sätta investeraren i ett underläge, där informationen kan framställas på ett överdrivet och mer vinklat vis. Investerarens investeringsbeslut kan därför fattas på fel grunder. Det bör därför föreligga en intressekonflikt mellan plattformarnas och de kapitalsökandes vilja att gå med vinst och investerarnas skydd.

---

<sup>87</sup> SOU 2018:20, s. 154.

## 4. Gällande rätt

### 4.1. Introduktion

Idag finns det ingen specifik nationell lagstiftning i Sverige som reglerar gräsrotsfinansiering. EU har inte heller infört någon rättslig reglering på området. Trots att vi saknar detta på både nationell och EU- rättslig nivå, kan gräsrotsfinansiering komma regleras av lagstiftning på andra områden.<sup>88</sup> Detta avsnitt kommer därför undersöka annan lagstiftning som kan antas bli tillämplig för att säkerställa investerarens skydd och granska det kapitalsökande bolagets skyldigheter.

### 4.2. Investerarskydd

#### 4.2.1. Introduktion

Att investera i en verksamhet, ett projekt eller liknande är alltid förknippat med en risk. Oavsett om investeringen sker genom gräsrotsfinansiering eller annat traditionellt finansieringsalternativ. Som tidigare nämnt, används oftast gräsrotsfinansiering av nyetablerade och mindre bolag som vanligtvis söker finansiering i början av deras verksamhet. Framtiden är därför oviss, vilket innebär en hög risk för investeraren. Det har därför upprättats ett typ av skyddsnet i liknande situationer för att skydda investerare, vilket kallas investerarskydd.

Investerarskyddet utgör ett skydd för investerare, då de har rätt till ersättning om förlust sker av deras finansiella instrument eller medel. Enligt 1§ 1st i lagen (1999:158) om investerarskydd, LIS, ska finansiella instrument eller medel vid förlusten ha varit placerade hos en bank, ett värdepappers- eller fondbolag, ett kreditmarknadsföretag eller en AIF-förvaltare. Skyddet aktualiseras endast då investeringen skett i samband med institutets investeringstjänster och om institutet försatts i konkurs.<sup>89</sup> För att kunna bestämma huruvida gräsrotsfinansiering omfattas av investerarskyddet i LIS, måste begrepp som institut, investeringstjänst och finansiella instrument samt medel bestämmas.

---

<sup>88</sup> SOU 2018:20, s. 193.

<sup>89</sup> Lagen (1999:158) om investerarskydd, LIS, 1§ 1st.

Utgångspunkten kommer att göras utifrån LIS, vilket innebär att lagen om värdepappersmarknaden, VpmL, och EU-direktivet och förordningen, MiFID II och MiFIR, även blir tillämpliga. Detta på grund av att de alla hänvisar till varandra om bestämmelser som avser den svenska värdepappersmarknaden.<sup>90</sup>

## 4.2.2. Definitioner

### 4.2.2.1. Institut

I LIS måste institutet ifråga vara av speciell art. Som ovan nämnt är dessa värdepappers- eller fondbolag, kreditmarknadsföretag eller AIF-förvaltare. Enligt 2§ i LIS är ett värdepappersinstitut antingen ett svenskt kreditinstitut eller ett värdepappersbolag, som enligt VpmL har beviljats tillstånd om att bedriva en värdepappersrörelse.<sup>91</sup> En bank är ett exempel på ett värdepappersinstitut. Ett fondbolag avser istället ett svenskt aktiebolag som enligt 1kap 4§ i LVPF har beviljats tillstånd att bedriva fondverksamhet.<sup>92</sup> Ett utländskt bolag som har tillstånd att förvalta fondbolag i sitt hemland och bedriver en filial i Sverige, är ett förvaltningsbolag som också omfattas av investerarskyddet. Tillstånd beviljas genom FI både för att bedriva värdepappersrörelse och fondverksamhet. AIF är en förkortning av alternativa investeringsfonder, vilket utgörs av ett bolag som har skapats för gemensamma investeringar. AIF tar emot kapital från flera investerare i syfte att investera detta enligt en redan fastställd investeringspolicy. Den alternativa investeringsfonden kräver inte heller auktorisation.<sup>93</sup> AIF-förvaltare är då en juridisk person som förvaltar dessa alternativa investeringsfonder.<sup>94</sup>

### 4.2.2.2. Investerings tjänster

En investeringstjänst kan omfatta en mängd olika tjänster. Enligt 2kap 1§ i VpmL kan ett institut som vill bedriva värdepappersrörelse beviljas tillstånd av FI för vidarebefordran, mottagande och utförande av order gällande ett eller flera finansiella instrument, handel för egen räkning, portföljförvaltning, investeringsrådgivning, garantigivning av finansiella

---

<sup>90</sup> Prop. 2006/07:115, *Ny lag om värdepappersmarknaden*, s. 1.

<sup>91</sup> Lag om värdepappersmarknaden 1kap 4b§.

<sup>92</sup> Lag om värdepappersmarknaden 1kap 1§ p.8.

<sup>93</sup> Lag (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder 1kap 2§ 1p.

<sup>94</sup> Lag om förvaltare av alternativa investeringsfonder 1kap 3§ 1st.

instrument, placering av finansiella instrument med fast och utan åtagande samt drift av OTF-plattformar och MTF-plattformar.<sup>95</sup>

Vidarebefordrande och mottagande av order gällande ett eller flera finansiella instrument innebär att en försäljning eller ett köp sker av *någon annan* än den som tog emot och förmedlade ordern. Att utföra order på uppdrag av kund innebär också att försäljning eller köp sker av ett eller flera instrument. Skillnaden mellan det först nämnda, vidarebefordrande och mottagande av order, och utföra order är just det avslutande momentet. Försäljning eller köp sker av *någon annan* medan utförande order sker av samma institut som mottog ordern. Utförande kan ske både i aktier, andra överlåtbara värdepapper och derivatinstrument på en reglerad marknad.<sup>96</sup>

Handel för egen räkning innebär att handel sker med egna tillgångar där transaktioner med ett eller flera finansiella instrument sker.<sup>97</sup> Exempel på detta är när ett institut köper och säljer värdepapper i syfte att dra fördel och tjäna pengar på kursförändringar. Handeln sker helt uteslutande från institutens kunder.<sup>98</sup> Portföljvalsförvaltning innebär istället att instituten på uppdrag från kund förvaltar deras finansiella instrument. Detta sker genom att portföljförvaltarna investerar och omplacerar värdepapper i kundernas portföljer, utifrån vad de anser gynnar kunden mest. Om en transaktion istället sker efter att kunden har kontaktats och därför uttryckt sin åsikt, anses det inte utgöra portföljförvaltning.<sup>99</sup> Investeringsrådgivning innebär att institutet ifråga ger kunden personlig rådgivning vid transaktioner som avser finansiella instrument. I vissa fall krävs det tillstånd för att bedriva investeringsrådgivning.<sup>100</sup>

---

<sup>95</sup> Lag om värdepappersmarknaden 2kap 1§.

<sup>96</sup> Lycke, J., Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden kommentar till 2kap 1§, Karnov Group, 2007. Kommentar nr. 119-120.

<sup>97</sup> Lag om värdepappersmarknaden 1kap 4c§ 3p.

<sup>98</sup> Lycke, J., Lag om värdepappersmarknaden kommentar till 2kap 1§, nr. 121.

<sup>99</sup> Ibid. nr. 122.

<sup>100</sup> Ibid. nr. 123.

Garantigivning av finansiella instrument och placering av instrument med fast åtagande innebär att institut i vissa situationer åtar sig att exempelvis köpa eller teckna de finansiella instrumenten själva. Placering av instrument utan fast åtagande innebär istället att värdepappersinstitutet *inte* åtar sig att exempelvis köpa eller teckna finansiella instrument som erbjuds.<sup>101</sup> En OTF- och MTF-plattform är handelsplattformar, vilka utgör en reglerad marknad för handel av finansiella instrument. En OTF-plattform är en organiserad marknad medan en MTF är multilateral, flersidig marknad. Pepins Market kan antas utgöra en form av MTF-plattform.<sup>102</sup>

#### 4.2.2.3. Finansiella instrument och medel

Ett svenskt institut, som ovan beskrivit, som har beviljats tillstånd från Finansinspektionen och därför tillhandahåller investeringstjänster av finansiella instrument och medel omfattas av investerarskyddet enligt LIS.<sup>103</sup> Dock måste de finansiella instrument och medel vara av speciell art för att lagen ska bli tillämplig.

Det finns många olika definitioner av ett finansiellt instrument eller medel. Begreppet fungerar som ett paraplybegrepp och kan utgöra certifikat, depåbevis, finansiella derivatinstrument osv. Enligt 1kap 4§ VpmL anges definitionen av just finansiella instrument utgöra överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument, andelar i företag för kollektiva investeringar, finansiella derivatinstrument och utsläppsrätter.<sup>104</sup> Vad som anges utgöra ett finansiellt instrument överensstämmer med MiFID II direktivets 4.1.17. artikel.<sup>105</sup>

Överlåtbara värdepapper utgörs av sådana värdepapper som kan handlas på en kapitalmarknad. Ett överlåtbart värdepapper är ett prestations- eller legitimationspapper, vilket innebär att den som är skyldig att genomföra en prestation endast får fullgöra prestationen till den som innehar värdepappret. Detta är en förutsättning för att handel ska kunna bedrivas. I och med den digitala

---

<sup>101</sup> Lycke, J., Lag om värdepappersmarknaden kommentar till 2kap 1§, nr. 124-125.

<sup>102</sup> Lag om värdepappersmarknaden 2kap 1§.

<sup>103</sup> Lag (1991:158) om investerarskydd 4§.

<sup>104</sup> Lag om värdepappersmarknaden 1kap 4§.

<sup>105</sup> MiFID II, Europaparlamentets 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, direktivets 4.1.17. artikel.

utvecklingen, antas elektroniska värdepapper i en persons eller företags besittning, om registrering har skett. Registreringen måste då motsvara samma rättsverkningar som ges av att inneha ett löpande skuldebrev. Exempel på dessa är aktier utgivna av aktiebolag, andra andelsrätter och depåbevis. Även obligationer och skuldförbindelser samt andra värdepapper som ger en rätt att förvärva eller överlåta dessa. Instrument som kontoförs på elektroniskt vis med stöd av avtalsreglering, utgör inte ett överlåtbart värdepapper.<sup>106</sup> Värdepappret måste förutom att vara överlåtbar, kunna handlas på en kapital- eller en reglerad marknad. En sådan marknad är en motsvarighet till begreppet värdepappersmarknad, vilket ställer krav på att värdepapper som blir handel på marknaden ska kunna bli en del av en allmän omsättning.<sup>107</sup> En marknad kan vara reglerad i flera betydelser men måste ligga inom området ESS och sammanföra sälj- och köpintressen gällande finansiella instrument.<sup>108</sup>

Penningmarknadsinstrument utgörs av inlåningsbevis, statsskuldväxlar, företags-certifikat och andra medel som används på penningmarknaden. Betalningsmedel är dock inte inkluderat. Många av de penningmarknadsinstrumenten uppfyller även kriterierna för överlåtbara värdepapper.<sup>109</sup> Andelar som ges ut av företag genom kollektiva investeringar, kallas med ett annat ord för fondandelar. Dessa kan då ges ut av fondföretag, värdepappersfonder och alternativa investeringsfonder, vilket definieras i lagen om värdepappersfonder, LVPF, och lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder, LAIF.<sup>110</sup>

Finansiella derivatinstrument är istället ett samlingsnamn för olika slag av optioner, terminer, swappar och andra derivatkontrakt. Värdet på dessa bestäms utifrån en underliggande tillgång, vilket exempelvis kan vara en aktie. Ett derivatinstrument kan även vara då överföring av kreditrisk sker och då finansiella kontrakt upprättas som avser prisdifferenser.<sup>111</sup> Det är vanligt att parter ingår avtal om att i framtiden köpa den underliggande tillgången för ett förutbestämt pris. En utsläppsrätt innebär istället rätten, för ett företag, att släppa ut ett ton koldioxidekvivalenter under en viss angiven tid. Utsläppsrätterna ges ut gratis till vissa företag, som sedan kan sälja vidare rätterna om de inte har förbrukat ett ton koldioxid under den angivna

---

<sup>106</sup> Prop. 2006/07:115 s. 281.

<sup>107</sup> Lycke, J., Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden kommentar 1kap 4§, nr. 21.

<sup>108</sup> Finansinspektionen, s. 32.

<sup>109</sup> Lycke, J., Lag om värdepappersmarknaden kommentar 1kap 4§, nr. 16.

<sup>110</sup> Lycke, J., Lag om värdepappersmarknaden kommentar 1kap 4§, nr. 14.

<sup>111</sup> Lag om värdepappersmarknaden 1kap 4§.

tiden. Syftet bakom detta är att få dessa företag att hitta andra sätt att producera eller liknande utan dessa utsläpp. På så sätt skapas en marknad för detta och utgör därför ett finansiellt instrument.<sup>112</sup>

#### 4.2.2.4. Spridningsförbud av onoterade aktier

Ett aktiebolag kan antingen bedrivas som ett privat eller ett publikt aktiebolag enligt ABL 1kap 2§. Den väsentliga skillnaden mellan de olika formerna är den möjlighet som publika aktiebolag har att vända sig till allmänheten för att söka kapital, vilket privata aktiebolag inte har möjlighet till. Syftet till detta grundar sig i att reducera ansvaret för privata aktiebolag men samtidigt säkerställa att bolagets begränsade ansvar inte påverkar borgenärernas skydd. Publika aktiebolag har en mer omfattad informationsskyldighet då kapitalanskaffning kan ske genom allmänheten. Detta föreligger för att uppnå ett bra skydd för investerarna och en effektiv marknad.<sup>113</sup> Privata aktiebolag får alltså inte bjuda ut sina onoterade aktier till allmänheten eller låta de bli medel för handel på en reglerad marknad. Om detta sker antas de strida mot spridningsförbudet enligt 1kap 7-8§§ i ABL.<sup>114</sup>

### 4.2.3. Investerarens intressen

#### 4.2.3.1. Introduktion

Ett värdepappersinstitut ska vid tillhandahållandet av investeringstjänster tillgodose sina kunders, det vill säga investerarnas, intressen enligt 9kap 1§ VpmL.<sup>115</sup> Investeraren är en privat person eller näringsidkare som har anlitat ett värdepappersinstitut, ett förvaltningsbolag, en AIF-förvaltare eller ett fondbolag i syfte att dessa institut ska genomföra en investeringstjänst.<sup>116</sup> Värdepappersinstitutet bör även handla på sådant vis att allmänhetens tillit för värdepappersmarknaden upprätthålls. För att investeraren ska kunna fatta ett välgrundat beslut ska värdepappersinstitutet tillhandahålla lättbegriplig och lämplig information. Beroende av om investeraren är professionell eller icke-professionell ställs olika

---

<sup>112</sup> Elgebrant, E., *Utsläppsrätter – vad är det egentligen?*, Linköpings Universitet, 24/10/13, <https://liu.se/artikel/utslappsraatter-vad-ar-de-egentligen>.

<sup>113</sup> Prop. 2004/05:85, *Ny aktiebolagslag*, s. 207.

<sup>114</sup> Aktiebolagslag (2005:551) 1kap 7-8§§.

<sup>115</sup> Lag om värdepappersmarknaden 9kap 1§.

<sup>116</sup> Lag om investerarskydd 2§ p.4.

krav på informationen.<sup>117</sup> Denna informationsskyldighet som värdepappersinstitutet har kallas för prospektskyldighet.

#### **4.2.3.2. Professionella och icke-professionella investerare**

En professionell investerare antas ha tillräckligt med sakkunskap, erfarenhet och kännedom för att fatta välgrundade investeringsbeslut. Detta innebär att investeraren har förståelse för vilken risk investeringen är förknippad med. Enligt MiFID II direktivets andra bilaga är en professionell investerare en enhet som är auktoriserade och måste följa regleringen på den finansiella marknaden. Exempel på professionella investerare är värdepappersföretag, kreditinstitut, försäkringsföretag och andra institutionella placerare.<sup>118</sup> Professionella kunder kan dock i vissa sammanhang be om att få behandlas som en icke-professionell investerare. Dessa antas inte kunna fatta välgrundade investeringsbeslut, eftersom de inte antas besitta kunskaper och erfarenheter för att förstå den risk som en investering kan vara förknippad med.

Skillnaden på en professionell och en icke-professionell investerare är att skyddet är större för icke-professionella investerare. Skyddet kan avse att institutet måste bedriva informationsutbyte och därför har en informationsskyldighet gentemot icke-professionella investerare. Denna skyldighet finns därför inte gentemot professionella investerare. Dessutom kan institutet vara tvungna att genomföra lämplighetsbedömningar på de som väljer att investera som utgörs av icke-professionella investerare.<sup>119</sup>

---

<sup>117</sup> Lag om värdepappersmarknaden 9kap 14§ 1-2st.

<sup>118</sup> MiFID II, *Bilaga 2*, p.1.

<sup>119</sup> Prop. 2006/07:115, *Ny lag om värdepappersmarknaden*, s. 291.



## 4.3. Företags informationskyldighet

### 4.3.1. Prospektskyldighet

Ett prospekt ska upprättas i samband med att finansiella instrument ges ut till allmänheten eller blir medel för handel på en reglerad marknad.<sup>120</sup> Prospektet innehåller information om det finansiella instrumentet, för att investeraren ska kunna fatta ett välgrundat beslut. Informationen består därför av uppgifter om det finansiella instrumentet och dess egenskaper samt företaget och dess ekonomiska ställning. Informationen gör då att investeraren kan avgöra vilken risk samt avkastning det finansiella instrumentet är förknippat med.<sup>121</sup>

De bestämmelser som finns i lagen om handel med finansiella instrument, LHF, för prospekt, syftar till att handel med finansiella instrument bör ske på sådant sätt att allmänhetens förtroende för den finansiella marknaden upprätthålls.<sup>122</sup> Det huvudsakliga innehållet i lagen grundar sig i EU:s prospektdirektiv, vilken ersätts med en förordning den 21 juni år 2019. Vissa bestämmelser tillämpas dock redan som tidigare. Trots de nya bestämmelser som finns i förordningen ska fortfarande prospekt upprättas när handel med överlåtbara värdepapper sker till allmänheten. Vad som avser ett överlåtbart värdepapper har ovan beskrivits utifrån vad VpmL anger i 1kap 4§ 1st, vilken hänvisas från definitionen som anges enligt MiFID II direktivet.<sup>123</sup> Vilka institut, företag eller liknande som måste upprätta prospekt, grundar sig i om värdepappret kan överlåtas och erbjuds till allmänheten eller om värdepappret kan handlas på en reglerad marknad.<sup>124</sup> Enligt prospektdirektivet anges att aktierna bör vara publika för att bli medel för handel på en kapitalmarknad.<sup>125</sup>

---

<sup>120</sup> Lag om handel med finansiella instrument 2kap 1§.

<sup>121</sup> Aktiebolagstjänst, *Vad är prospekt?*, <https://www.ab.se/foretag-sverige/kapital-i-ab/vad-ar-prospekt/>.

<sup>122</sup> Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument 1kap 2§.

<sup>123</sup> SOU 2018:20 s. 235.

<sup>124</sup> Finansinspektionen, *Prospekt*, Marknad, 05/09/2018, <https://www.fi.se/sv/marknad/prospekt/>.

<sup>125</sup> Prop. 2006/07:115 s. 181.

## **5. Analys - Gräsrotsfinansiering i gällande rätt**

### **5.1. Introduktion**

Det finns, som ovan sagt, ingen svensk eller EU-rättslig lagstiftning på området för andelsbaserad gräsrotsfinansiering. Huruvida finansieringsalternativet kan omfattas av gällande rätt på andra områden kommer därför behandlas nedan. Investeraren kan erhålla skydd om investerarens finansiella instrument eller medel har förlorats i och med ett instituts konkurs. De finansiella instrumentet eller medlet måste dock ha förmedlats genom en investeringstjänst som institutet ifråga genomfört. Om detta föreligger vid andelsbaserad gräsrotsfinansiering kan investeraren erhålla skydd. Då plattformen och det kapitalsökande bolaget dessutom har en prospektskyldighet kan investerarskyddet stärkas mer.

### **5.2. Kan investeraren erhålla skydd?**

#### **5.2.1. Introduktion**

Gräsrotsfinansiering kan omfattas av gällande rätt på området, som berör investerarens möjlighet till skydd. För att detta ska bli möjligt är definitionen av det finansiella instrumentet eller medel som förmedlas genom en investeringstjänst avgörande. Om detta överensstämmer med lagens bestämmelser, ska definitionen av vad en investeringstjänst är och om plattformen eller det kapitalsökande bolaget antas utgöra ett institut granskas. Eftersom det främst är privata aktiebolag som söker kapital genom andelsbaserad gräsrotsfinansiering, måste bedömningen ske utifrån vad bolaget ger i utbyte mot finansiering. Frågan blir därför huruvida aktier från ett privat aktiebolag, således onoterade aktier, kan utgöra ett finansiellt instrument eller medel.

#### **5.2.2. Aktier från ett privat aktiebolag**

##### **5.2.2.1. Introduktion**

De finansiella instrument och medel som omfattas av investerarskyddet är, som ovan nämnt, alla typer av finansiella instrument och medel som anges enligt 1 kap 4§ i VpmL. Definitionen i MiFID II direktivet överensstämmer med lagen, vilka anger att ett finansiellt instrument eller medel är överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument, andelar i företag för kollektiva

investeringar, finansiella derivatinstrument och utsläppsrätter.<sup>126</sup> De aktieandelar som det kapitalsökande bolaget ger ut i samband med en investering, kan inte utgöra andelar i företag för kollektiva investeringar eller utsläppsrätter. Andelarna i företag för kollektiva investeringar avser fondandelar, vilket inte är aktier och utsläppsrätter är rätten att förbruka koldioxid. Dessa kan därför uteslutas. Nedan berörs de andra tre finansiella instrumenten.

### **5.2.2.2. Överlåtbara värdepapper**

Överlåtbara värdepapper kan enligt lagen utgöra aktier. Om detta avser onoterade och, eller noterade aktier ska nedan granskas. Det som krävs för att en aktie ska anses som ett överlåtbart värdepapper är att aktien ska kunna bli någon annans på en värdepappersmarknad. Äganderätten till aktien ska alltså kunna tillfalla någon annan. När den kan det förekommer handel med aktien och den blir därför medel för allmän omsättning. Privata aktier får enligt aktiebolagslagen inte spridas till allmänheten. Om spridning inte kan ske, kan inte en aktie bli handel på en reglerad marknad.<sup>127</sup> Prospektdirektivet angav ett liknande resonemang, där onoterade aktier inte kunde anses utgöra överlåtbara värdepapper då de inte kan bli medel för handel på en kapitalmarknad eller liknande sådan. Det är då endast publika aktier som kan detta.<sup>128</sup> Om en gräsrotsfinansieringsplattform hade förmedlat aktier från ett kapitalsökande bolag som är ett offentligt aktiebolag hade aktierna utgjort överlåtbara värdepapper och därför ett finansiellt instrument i lagens mening. Då det vanligtvis är privata aktiebolag som söker finansiering via gräsrotsfinansiering kan inte de onoterade aktierna utgöra överlåtbara värdepapper och därför inte finansiella instrument. I detta fall behöver inte en granskning göras om förmedlingen utgör en investeringstjänst eller om plattformen eller det kapitalsökande bolaget är institut.

### **5.2.2.3. Penningmarknadsinstrument**

Penningmarknadsinstrument avses, som ovan nämnt, instrument som handlas med på penningmarknaden. Denna marknad avser då kortfristiga räntebärande instrument, där löptiden maximalt uppgår till ett år. Instrument som blir handel på denna marknad är inlåningsbevis,

---

<sup>126</sup> Se avsnitt 4.2.2.3.

<sup>127</sup> Se avsnitt 4.2.2.4.

<sup>128</sup> Se avsnitt 4.3.1.

företagscertifikat och statsskuldsväxlar. Ingen av dessa utgör aktier i ett privat aktiebolag och kan därför inte utgöra ett finansiellt instrument.<sup>129</sup>

#### **5.2.2.4. Finansiella derivatinstrument**

Finansiella derivatinstrument är, som ovan sagt, ett samlingsnamn för olika slag av optioner, terminer, swappar och andra derivatkontrakt som avser värdepapper. Dessa derivatinstrument värderas då utifrån en underliggande finansiell tillgång, vilken kan vara en aktie.<sup>130</sup> Dock bör inte ett sådant derivatinstrument som värderas utifrån en aktie, antas utgöra den typ av aktie som det kapitalsökande bolaget ger i utbyte mot finansiering. Anledningen grundar sig i att parterna inte ingått ett avtal om att i framtiden köpa den underliggande tillgången, i detta fall aktien. Avtalet handlar istället om att när investeringen sker, får investeraren aktieandelar i utbyte. De onoterade aktierna kan därför inte antas utgöra ett finansiellt derivatinstrument.

#### **5.2.2.5. Avslutande kommentar**

Då onoterade aktier inte kan utgöra ett finansiellt instrument eller medel, antas inte gällande rätt på området som berör investeringskydd tillämplig. Investeraren kommer därför att utsättas för en del risker. Att investeraren utsätt för en investeringsrisk, kommer ske oavsett om gräsrotsfinansiering eller annan form av finansiering används.<sup>131</sup> När aktierna inte är publika, utan som i detta fall onoterade, kan de inte överlåtas eller bli medel för allmän omsättning. Detta innebär en likviditetsrisk för investeraren.<sup>132</sup> En informationsrisk föreligger också i alla investeringstjänster som erbjuds, men frågan är hur stor den är när gräsrotsfinansiering används. Nedan kommer detta behandlas.

---

<sup>129</sup> Se avsnitt 4.2.2.3.

<sup>130</sup> Ibid.

<sup>131</sup> Se avsnitt 3.3.2.1.

<sup>132</sup> Se avsnitt 3.3.2.3.

## 5.3. Prospektskyldighet?

Prospektskyldighet innebär en skyldighet för ett institut eller liknande, att upprätta ett prospekt till investerare när investeringstjänster av finansiella instrument erbjuds. Denna skyldighet grundar sig i att investeraren befinner sig i ett informationsunderläge, där investeraren kan få felaktig information. Då vi ovan redan definierat att onoterade aktier inte utgör ett finansiellt instrument eller medel, behöver varken plattformsbolaget som förmedlar de onoterade aktierna eller det kapitalsökande bolaget upprätta ett prospekt till investeraren ur det perspektivet.

Plattformsbolaget kan som ovan nämnt bedriva en aktiv eller passiv plattform, vilket påverkar deras delaktighet i förmedlingen mellan det kapitalsökande bolaget och investeraren. Det är vanligare att dessa bedrivs som passiva och de har därför ingen skyldighet att förse investeraren med information. Det enda ansvar som plattformsbolagen kan tänkas ha, är vilka kapitalsökande bolag som de tillåter att marknadsföra sig via deras plattform. Undersökningen antas genomföra för att plattformen ska anses som en trygg plats att investera på. Plattformsbolaget ansvara dock inte för om det kapitalsökande bolaget inte skulle gå som förväntat, eller till och med gå i konkurs.<sup>133</sup>

Det kapitalsökande bolaget marknadsför sig med den information som anses angelägen för att locka investerare via plattformen. Informationen får såklart inte vara oriktig eller vilseleda investeraren, enligt marknadsföringslagen. Uppsatsen ifråga kommer dock inte att behandla vad som anses utgöra sådan information.

## 5.4. FundedByMe och Pepins

### 5.4.1. Introduktion

I praktiken är inte alltid förhållandena som ovan. FundedByMe och Pepins är två plattformar som båda bedriver andelsbaserad gräsrotsfinansiering. Det som skiljer de åt är att Pepins har beviljats tillstånd av FI att bedriva värdepappersrörelse, vilket skapar andra förutsättningar för

---

<sup>133</sup> Se avsnitt 2.3.5.

investeraren. FundedByMe omfattas inte av gällande rätt och fungerar som en passiv plattform. Nedan berör investerarnas skillnad på skydd hos de olika plattformarna.

### 5.4.2. Pepins

Pepins har beviljats tillstånd av FI och står under myndighetens tillsyn att bedriva värdepappersrörelse. Pepins utgör därför ett värdepappersinstitut. Onoterade aktier utgör inte ett finansiellt instrument på grund av att de inte anses överlåtbara på en kapitalmarknad. Pepins har dock delvis löst detta problem genom att skapa Pepins Market, vilket antas utgöra en typ av MTF-plattform. Delägarna har då möjlighet att handla med aktierna innan det kapitalsökande bolaget har börsnoterat eller liknande. När handel kan ske beror dock på varje enskild emission. I och med att olika holding bolag, SPV, också skapas för varje enskild emission möjliggör detta handel med aktierna.<sup>134</sup>

Antas handeln, via Pepins Market, göra att aktierna kan antas utgöra överlåtbara värdepapper kommer de klassas som finansiella instrument. Detta innebär att Pepins kan bedriva sådan verksamhet där mottagande och vidarebefordrande av finansiella instrument, är en av plattformens erbjudna investeringstjänster. Detta antas vara anledningen till varför de omfattas av VpmL.

Att Pepins verkar under lagen om värdepappersmarknaden, ställer högre krav på Pepins som institut. För att upprätthålla ett starkt investerarskydd har Pepins genomfört enskilda holding bolag för respektive kampanj. Genom dessa holding bolag förvaras allt kapital som investerarna valt att investera i kampanjen. Som ovan nämnt kommer inte en kampanj att lyckas om den inte blir fulltecknad, vilket ger alla investerare sitt investerade kapital tillbaka. Dessutom upprättar de tillsammans med det kapitalsökande bolaget, ett prospekt som ger investeraren information om det kapitalsökande bolaget.<sup>135</sup> De två åtgärderna ovan stärker investerarens skydd samtidigt som den främjar tillväxt och innovation hos företag på marknaden.

---

<sup>134</sup> Se avsnitt 3.2.2.

<sup>135</sup> Ibid.

### **5.4.3. FundedByMe**

FundedByMe som inte ansökt eller beviljats tillstånd av FI, utgör inte ett institut enligt gällande rätt på området. De agerar som en passiv plattform, vilken inte ger investeringsrådgivning eller liknande till presumtiva investerare. De har heller inte skapat en handelsplats för delägarnas aktier, vilket gör att likviditetsrisken aktualiseras. Plattformen omfattas inte av VpmL eller liknande lagstiftning som hanterar investerarskyddet. Detta beror på, som ovan sagt, att de onoterade aktierna som de kapitalsökande bolagen emitterar, inte utgör ett finansiell instrument eller medel.

## **5.5. Skapar gräsrotsfinansiering intressekonflikter?**

### **5.5.1. Introduktion**

Gräsrotsfinansieringens framkomst under de senaste åren har ökat kraftigt. Dock med en ofullständig reglering kan detta ansetts ha skett på investerarnas bekostnad. Det bör därför antas föreligga en intressekonflikt mellan att vilja främja företagande och dess tillväxt, med att säkerställa investerarnas skydd samt upprätthålla deras förtroende för den finansiella marknaden. Det bör även föreligga en intressekonflikt mellan plattformarnas och de kapitalsökandes vilja att gå med vinst och investerarnas skydd. Nedan kommer detta diskuteras.

### **5.5.2. Främja tillväxt av företag eller värna om investerares skydd**

Att främja tillväxt och innovation hos företag på marknaden är viktigt för vårt samhälle och ekonomiska tillväxt. En marknad utan detta eller en för sträng lagstiftning skulle kunna sätta tillväxten ur spel. När det gäller gräsrotsfinansiering har detta dock inte varit något problem. Finansieringsalternativets tillväxt har varit mycket stor, vilket antas skett på grund av den ofullständiga regleringen. Eftersom plattformarna som bedriver andelsbaserad gräsrotsfinansiering inte vanligen omfattas av lagstiftning som reglerar investerarskydd, har investerarna inte erhållit något skydd. Flera kampanjer som bedrivits har slutat i att det kapitalsökande bolaget har ansökt om konkurs eller försvunnit helt. Att skapa en lagstiftningen som omfattar gräsrotsfinansiering är därför nödvändigt för främja båda delarna.

### **5.5.3. Viljan att gå med vinst på investerarnas bekostnad**

Plattformarna som bedriver andelsbaserad gräsrotsfinansiering har ingen prospektskyldighet eller ansvar gentemot investerarna, då onoterade aktier inte utgör finansiella instrument eller medel. Detta bortser från Pepins som bedriver en verksamhet som omfattas av VpmL. Investerarna som oftast är icke-professionella investerare, har därför en bristande sakkunskap och förståelse för vilken risk en investering kan innebära. Plattformarna erhåller sina intäkter från de kapitalsökande bolaget genom en fast avgift och sedan en procentuell del av kampanjens insamlingsbelopp. Det gynnar därför plattformarna att hjälpa de kapitalsökande bolagen att marknadsföra sig på ett sådant sätt att fler väljer att investera. Investerarna kan därför erhålla överdriven eller vinklad information, som gör att investeraren fattar beslut på fel grunder. Plattformarna bör därför ha krav på sig att upprätta prospekt, där investeraren erhåller den information som krävs för att fatta ett välgrundat beslut.

### **5.5.4. Avslutande kommentar**

Det är vanligt att intressekonflikter uppstår. När det sker är det dock viktigt att åtgärda dessa. Att investerarnas skydd ska äventyras på grund av en ofullständig reglering antas inte uppfylla målet om att upprätthålla ett allmänt förtroende för den finansiella marknaden. En reglering, där alla former av gräsrotsfinansiering omfattas, är därför nödvändig.



## 6. Avslutande analys och sammanfattning

Andelsbaserad gräsrotsfinansiering är ett relativt nytt digitaliserat finansieringsalternativ vars tillväxt ökar snabbt. En ofullständig lagstiftning kan vara anledningen till detta, vilken också antas ha bidragit till att investerares skydd och förtroende för gräsrotsfinansiering har minskat. En intressekonflikt föreligger därför mellan att främja tillväxt för företag och att värna om investerarnas skydd. Dessutom antas en intressekonflikt finnas mellan plattformarnas och de kapitalsökandes vilja att gå med vinst och investerarnas skydd. Syftet med denna uppsats var därför att undersöka huruvida investeraren kan erhålla skydd genom annan lagstiftning som berör investerarskyddet.

Plattformarna verkar för att förmedla kontakten och underlätta att finansiella kontrakt upprättas mellan olika kapitalsökande bolag och presumtiva investerare. De kapitalsökande bolagen bedriver vanligen sin verksamhet genom ett privat aktiebolag, vilket innebär att investeraren erhåller onoterade aktier i utbyte mot finansiering. Onoterade aktier omfattas inte av definitionen finansiella instrument och medel, enligt den lagstiftning som berör investerarskydd. Gällande rätt som reglerar investerarskydd och prospektskydlighet är därför inte tillämplig på andelsbaserad gräsrotsfinansiering.

Ett undantag är den andelsbaserade gräsrotsfinansieringsplattformen Pepins. Plattformen ligger i framkant och har tagit andelsbaserad gräsrotsfinansiering till en ny nivå. Onoterade aktier är inte överlåtbara, men enligt uppsatsens analys har Pepins delvis löst detta problem. Plattformen har skapat en handelsplats för onoterade aktier på deras plattform, där handel sker beroende av varje enskild emission. Aktierna kan därför antas överlåtbara, och omfattas av begreppet finansiella instrument och medel, förutsatt att handeln antas utgöra allmän omsättning. Om lagstiftaren syftar till att inkludera detta, har uppsatsen dock valt att inte utreda. Pepins verksamhet omfattas av VpmL och har beviljats tillstånd av FI att bedriva värdepappersrörelse. De måste därför värna om investerarna och vidta vissa åtgärder som andra plattformar, som inte omfattas av lagen, inte behöver.

Andra gräsrotsfinansieringsplattformar bör därför inspirerats av Pepins koncept med Pepins Market, där handel med onoterade aktier kan ske på plattformen. FI beviljar tillstånd för sådan typ av investeringstjänst. Att ansöka om tillstånd hos Finansinspektionen är dock förknippat med en del avgifter. Först när ansökan sker och sedan årligen efter det. Detta kan vara anledningen till att inte fler plattformsbolag väljer att tillämpa strukturen. En ny lagstiftning kan därför antas nödvändig för att tillväxten av gräsrotsfinansiering ska fortsätta, samtidigt som finansieringsformen upprätthåller investerarnas skydd på alla andelsbaserade gräsrotsfinansieringsplattformar.

# Käll- och litteraturförteckning

## Offentligt Tryck

### Direktiv

MiFID II Europaparlamentets 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.

### Lagstiftning

Aktiebolagslagen (2005:551)

Lag (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder

Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument

Lag (1991:158) om investerarskydd

Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden

### Propositioner

Prop. 2004/05:85 Ny aktiebolagslag

Prop. 2006/07:115 Ny lag om värdepappersmarknaden

Prop. 2004/05:158 Prospekt

### Statens Offentliga Utredningar

SOU 2018:20 Gräsrotsfinansiering

### Kommittédirektiv

Dir. 2015:21 Kommittédirektiv, Statliga finansieringsinsatser

Dir. 2016:70 Kommittédirektiv, Gräsrotsfinansiering

### Lagkommentarer

Lycke, J., Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden kommentar, Karnov Group, 2007.  
(Ref: Lycke, J., Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden kommentar)

## **Rapporter**

Finansinspektionen, *Gräsrotsfinansiering i Sverige – en kartläggning*

Tillväxtverket, *Tillväxt genom Crowdfunding?*, Rapport 0156 Rev A, Stockholm 05/2013

## **Litteratur**

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

Wallin-Norman, K., *Finansiella instrument*, första upplaga, Jure Förlag AB, Stockholm, 2011  
(Ref: Wallin-Norman, K., 2011)

Korling, K. & Zamboni, M. *Juridisk Metodlära*, första upplagan, Studentlitteratur, Johanneshov, 2013.  
(Ref: Korling, K. & Zamboni, M., 2013)

## **Elektroniska källor**

AIAR, *The Global Digital Learning Ecosystem changing the world*, <http://aiar.io/>,  
Hämtad 2019-05-14.

Aktiebolagstjänst, *Vad är prospekt?*, <https://www.ab.se/foretag-sverige/kapital-i-ab/vad-ar-prospekt/>,  
Hämtad 2019-05-18

Avanza, *Kronfönster*, Placera, 29/09/16,  
<https://www.avanza.se/placera/telegram/2016/09/29/kronfonster-kronfonster-drog-in-35-miljoner-kronor-via-crowdfunding-nytt-rekord-hos-pepins.html>  
Hämtad 2019-05-22

BBC News, *The Statue of Liberty and America's crowdfunding pioneer*, Magazine, 25/04/13,  
<https://www.bbc.com/news/magazine-21932675>,  
Hämtad 2019-02-27

Boström, T., *Kronfönster tog in 44 miljoner via crowdfunding – ansöker om konkurs*,  
Breakit.se, 12/11/18, <https://www.breakit.se/artikel/16752/kronfonster-tog-in-35-miljoner-via-crowdfunding-ansoker-om-konkurs>  
Hämtad 2019-05-15

Collins Dictionary, *Joint Venture*, Definition of Joint Venture,  
<https://www.collinsdictionary.com/dictionary/english/joint-venture>  
Hämtad 2019-05-16

Ekström, J., *Svensken fick in 4 miljoner på Indiegogo till sin Bioring – sen gick han under jorden*, Breakit.se, 7/11/18, <https://www.breakit.se/artikel/16647/svensken-fick-in-4-miljoner-pa-indiegogo-till-sin-bioring-sen-gick-han-under-jorden>,  
Hämtad 2019-05-02

Elgebrant, E., *Utsläppsrätter – vad är det egentligen?*, Linköpings Universitet, 24/10/13, <https://liu.se/artikel/utslappsraetter-vad-ar-de-egentligen>  
Hämtad 2019-05-20

Finansinspektionen, *Avgifter*, Marknad, <https://www.fi.se/sv/marknad/sok-tillstand/avgifter/#Lagen2007:528>,  
Hämtad 2019-05-22

Finansinspektionen, *Prospekt*, Marknad, 05/09/2018, <https://www.fi.se/sv/marknad/prospekt/>,  
Hämtad 2019-05-15

FundedByMe, *AIAR Daring to Change the World*, Kampanj, <https://www.fundedbyme.com/sv/campaign/8286/aiar/>,  
Hämtad 2019-05-14

FundedByMe, *Aktieinvesteringar för alla!*, För investerare, <https://www.fundedbyme.com/sv/for-investors/>  
Hämtad 2019-05-03

FundedByMe, *FundedByMe-teamet*, FundedByMe Joint Venture, <https://www.fundedbyme.com/sv/contact/>  
Hämtad 2019-05-14

Indiegogo, *The Indiegogo Community*, About us, <https://www.indiegogo.com/about/our-story>  
Hämtad 2019-05-26

Karlsson, J., *Branschen jublar efter nytt lagförslag om crowdfunding*, DI Digital, 19/03/2018, <https://digital.di.se/artikel/forslag-ger-krangligare-grasrotsfinansiering>,  
Hämtad 2019-04-12

Kronfönster, *Bakgrund*, <https://www.kronfonster.se/>  
Hämtad 2019-04-15

Kronofogden, *Företagsrekonstruktion*, Få betalt, <https://www.kronofogden.se/Foretagsrekonstruktion2.html>  
Hämtad 2019-05-14

NE - Uppslagsverk, *Due Diligence*, Encyklopedi, <https://www.ne.se/uppslagsverk/encyklopedi/l%C3%A5ng/due-diligence>  
Hämtad 2019-05-14

NE – Uppslagsverk, *Likviditet*, Encyklopedi, <https://www.ne.se/uppslagsverk/encyklopedi/l%C3%A5ng/likviditet>  
Hämtad 2019-05-16

Pepins, *Investera på Pepins*, How to, <https://www.pepins.com/investment-structure>,  
Hämtad 2019-05-03

Pepins, *Join the power of many*, Pågående kampanjer, <https://www.pepins.com/>,  
Hämtad 2019-05-17

Pepins, *Uppdatering Kronfönster Partners Sweden AB (publ)*, Team Pepins Nyhet,  
<https://www.pepins.com/shc/kronfonster/uppdatering-kronfonster-partners-sweden-ab-publ>  
Hämtad 2019-05-16

Pepins, *Vad är ett holdingbolag?*, Investera – Lär dig hur du investerar på Pepins och skapar  
en tillväxt portfölj, Support, [https://support.pepins.com/hc/sv/articles/115003043431-Vad-  
%C3%A4r-ett-holdingbolag-](https://support.pepins.com/hc/sv/articles/115003043431-Vad-%C3%A4r-ett-holdingbolag-)  
Hämtad 2019-05-16

Rouse, M., *Clickwrap agreement (clickthrough agreement)*, TechTarget,  
SearchCloudSecurity, 01/19, [https://searchcloudsecurity.techtarget.com/definition/clickwrap-  
agreement-clickthrough-agreement-or-clickwrap-license](https://searchcloudsecurity.techtarget.com/definition/clickwrap-agreement-clickthrough-agreement-or-clickwrap-license),  
Hämtad 2019-05-13

SVD Näringsliv, *Crowdfunding har gått om rikskapitalbranschen*, Näringsliv, 20/03/2018,  
<https://www.svd.se/crowdfunding-har-gatt-om-riskkapitalbranschen>  
Hämtad 2019-05-26

Sveriges Riksbank, *Finanskrisen 2007-2010*, Finansiell Stabilitet, 26/02/18,  
[https://www.riksbank.se/sv/finansiell-stabilitet/riksbankens-uppdrag-inom-finansiell-  
stabilitet/krishantering-vid-en-finansiell-kris/finanskrisen-2007-2010/](https://www.riksbank.se/sv/finansiell-stabilitet/riksbankens-uppdrag-inom-finansiell-stabilitet/krishantering-vid-en-finansiell-kris/finanskrisen-2007-2010/),  
Hämtad 2019-05-13

Verksamhet.se (2019), *Banklån*, Information från myndigheterna Arbetsförmedlingen,  
Bolagsverket, Skatteverket och Tillväxtverket, 14/05/19,  
<https://www.verksamhet.se/starta/finansiera-starten/banklan>,  
Hämtad 2019-02-28

Verksamhet.se (2019), *Finansiera starten*, Information från myndigheterna  
Arbetsförmedlingen, Bolagsverket, Skatteverket och Tillväxtverket, 10/04/19,  
<https://www.verksamhet.se/starta/finansiera-starten/affarsanglar>,  
Hämtad 2019-02-27

Wisterberg, E., *AIAR tog in miljoner via FundedByMe – begärs i konkurs av sina anställda*,  
Breakit.se, 14/11/18, [https://www.breakit.se/artikel/16796/aiar-tog-in-miljoner-via-funded-  
by-me-begars-i-konkurs-av-sina-anstallda](https://www.breakit.se/artikel/16796/aiar-tog-in-miljoner-via-funded-by-me-begars-i-konkurs-av-sina-anstallda),  
Hämtad 2019-05-02