



FINANSINSPEKTIONEN

Crowdfunding in Sweden – an overview

15/12/2015

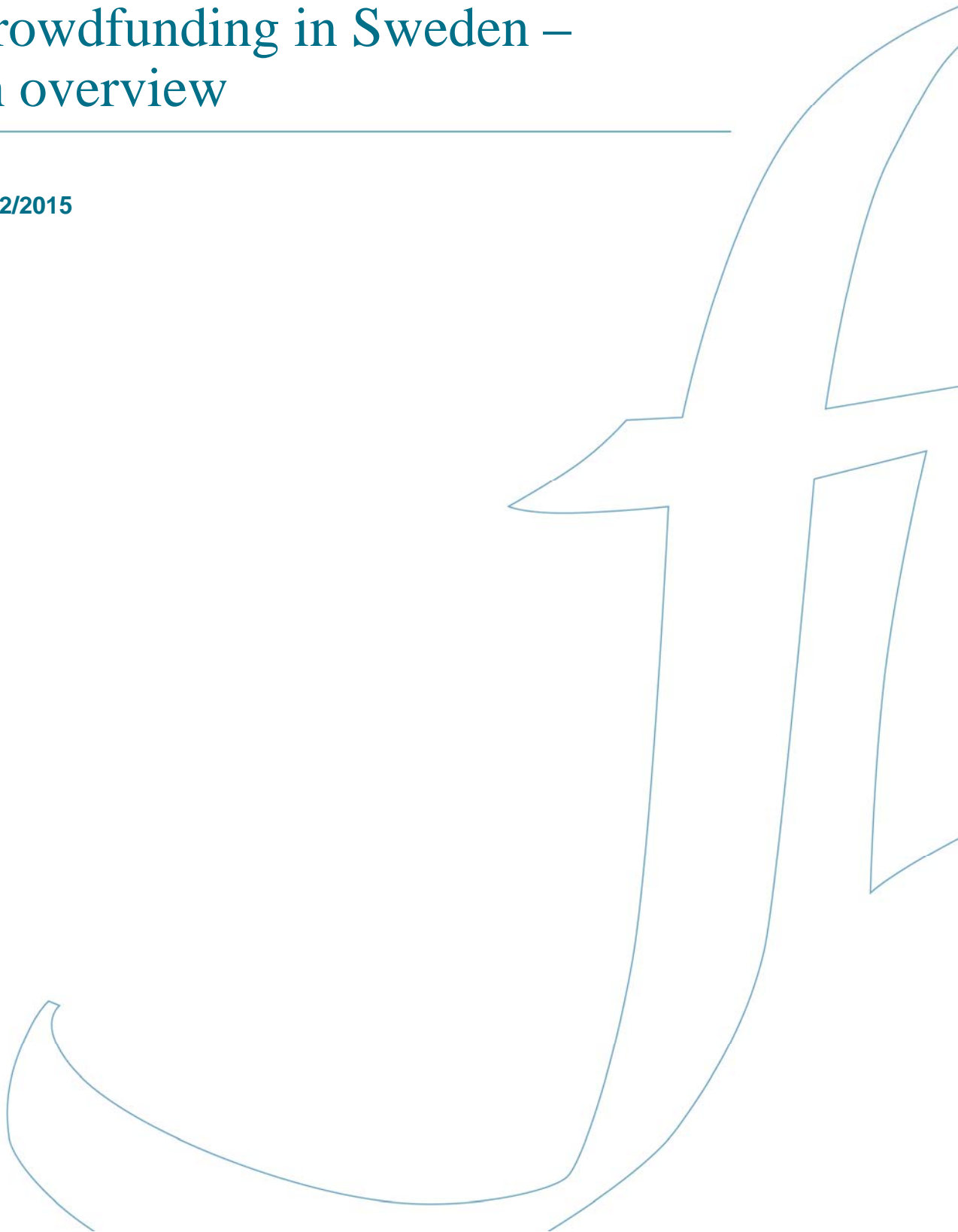


TABLE OF CONTENTS

SUMMARY	3
WHAT IS CROWDFUNDING?	4
Introduction	4
Crowdfunding – growth and scope	4
Crowdfunding in Sweden – an overview	5
Regulation of crowdfunding in other countries	10
RISKS ASSOCIATED WITH CROWDFUNDING	12
Specific risks associated with equity-based crowdfunding	12
Specific risks associated with lending-based crowdfunding	13
In what way are the activities of the platforms subject to current legislation?	14
SUPERVISION	17
Finansinspektionen's supervision	17
Supervision by the Swedish Consumer Agency	18
CONCLUSIONS AND PROPOSED MEASURES	20
Conclusions	20
APPENDICES	23
1. Regulation of crowdfunding in other countries	23
2. Overview of relevant legislation	25

Summary

Crowdfunding occurs when capital and loans are mediated via a technological platform that links together capital seekers and investors. This form of financing is an alternative to more traditional funding that occurs via credit institutions and markets. By efficiently linking many small investors to projects that need capital, crowdfunding could potentially make it cheaper and easier for smaller companies in particular to raise capital. Alternative sources of financing can have a positive influence on competition and efficiency on the financial market by increasing the number of projects that receive financing, even if, for example, banks were unable to provide a loan. However, crowdfunding also introduces some risks for consumers. Individuals that invest on a crowdfunding platform are in many cases exposed to a higher risk than what they would be exposed to via traditional forms of investment, such as securities or funds. Despite this relatively high risk, in many respects there is no consumer protection comparable to the protection that is in place for regulated forms of investment.

Crowdfunding constitutes only a very small part of the financial market and is currently only partly regulated. Given that it is a form of investment that increasingly targets consumers, Finansinspektionen believes there is a need to assess whether or not supplementary regulation is required for the platforms offering equity-based and lending-based investments. Other central topics that should be further investigated are how the dissemination ban should be interpreted with regard to crowdfunding, whether crowdfunding should require any form of authorisation and whether the platforms' conduct should be regulated, for example by holding the platforms responsible for the information they provide to both investors and capital seekers. Another important aspect of crowdfunding is that consumers are currently very weakly protected in some of the different contractual situations that could arise. For example, in terms of lending-based crowdfunding, it is often unclear from a legal perspective who should be considered "the lender". More investigation is needed into how regulation in this area could be formulated.

What is crowdfunding?

Crowdfunding is a growing global phenomenon that has also begun to establish itself in Sweden. It entails the mediation of capital and loans via a technical platform that links together capital seekers and investors. There are many different kinds of crowdfunding that are targeting increasingly wider groups of consumers. As a result, several European countries and the USA have opted to introduce regulation.

INTRODUCTION

An amendment to the Letter of Appropriation for the 2015 budget year assigned Finansinspektionen the task of obtaining an overview of the scope of crowdfunding in Sweden, its opportunities, risks, current regulation and supervision, and proposing measures if needed.¹

This report is based on information presented on the various platforms' websites or that Finansinspektionen has obtained via its regular supervision or from reports and information from other Swedish and European authorities. The report was prepared in collaboration with the Swedish Agency for Economic and Regional Growth, the Swedish Consumer Agency, the Swedish Economic Crime Authority, the Swedish Board of Agriculture and the Swedish Agency for Cultural Policy Analysis.

CROWDFUNDING – GROWTH AND SCOPE

In a report from 2013, the Swedish Agency for Economic and Regional Growth discussed the opportunities for crowdfunding.² The Agency identified a financing gap – i.e. a lack of financing from a growth perspective. This gap occurs because it is difficult for firms and projects to gain access to the amount of capital that their future earnings potential would justify. In the report, the argument is made that crowdfunding could play a role in bridging the difficult period when a company is transitioning from upstart to an established company. One conclusion of the report was that there is a significant demand for both more accessible loans and owner capital. The Swedish Agency for Economic and Regional Growth made the assessment that demand for loans is probably the larger of the two since most companies would be less willing to bring in external owner capital unless absolutely necessary (even if for some companies this could have added value in the form of knowledge and know-how). Crowdfunding through loans, according to the Swedish Agency for Economic and Regional Growth, would increase the supply of loans for a large number of firms, including those that have been identified as being stuck in the “financing gap”.

The Internet has made it possible to find a never-ending source of other people with whom to exchange goods and services or from

¹ Amendment to the Letter of Appropriation for the 2015 budget year for Finansinspektionen Fi2015/3817

² Tillväxt genom Crowdfunding? Report 0156 Rev A, p. 21.

whom to rent or loan or buy second-hand. This has been dubbed the “sharing economy”.

Finansinspektionen has observed that many areas of the economy have been undergoing a rapid digitalisation in the past few years, which in many cases is changing the fundamentals of business logic. This also applies to the financial market, and crowdfunding is one of the many examples.

Crowdfunding constitutes a very small part of the global financial market, but it is growing rapidly and in 2014 amounted to more than USD 16 billion, an increase of 167 per cent compared to 2013. It is expected to double in scope this year and amount to more than USD 34 billion. The majority of crowdfunding is located in North America, followed by Asia, and the growth in Asia is considered to be the main driver behind crowdfunding growth in the past two years. Europe comes in at third place.³

In Sweden, crowdfunding still represents a very small part of the financial market. Even if it is difficult to find information about the scope of crowdfunding in Sweden, the figures from several of the major platforms indicate that growth is strong. It is likely that crowdfunding will continue to grow in the future. Crowdfunding increasingly targets the general public and consumers and not only experienced venture capitalists or “business angels”. In this respect, crowdfunding is becoming more and more similar to a traditional form of savings. Given its potential development, it is important for both investors and capital seekers to have a high degree of trust for this form of financing.

CROWDFUNDING IN SWEDEN – AN OVERVIEW

There is no established definition of crowdfunding in Sweden.⁴ Finansinspektionen has therefore used in this report the terminology and definitions of “crowdfunding” as set forth by the European Securities and Markets Authority (ESMA) and the European Banking Authority (EBA).⁵

Crowdfunding is defined by the European supervisory authorities as capital procurement from the general public for a specific project – normally through the Internet – in the form of:

- donations (donation-based),
- exchange for rewards (rewards-based),
- the admission of debt (lending-based), or
- the issuance of debt instruments (e.g. bonds) or units in the acquiring company (normally shares) (equity-based).⁶

³ <https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf>.

⁴ Tillväxt genom Crowdfunding? Report 0156 Rev A, p. 19.

⁵ Opinion Investment-based crowdfunding, 18 December, ESMA/2014/1378, Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding, EBA/Op/2015/03.

⁶ The division between equity-based and lending-based crowdfunding is partly fluid. In this report, the issue of “securitised” debt instruments (such as bonds) are considered equity-based crowdfunding. This kind of capital procurement can also be said to be lending-based, since the company that is procuring capital either through the issuance of a debt instrument or the raising of loans will report the amount in both cases on the liability side of its balance sheet (in contrast to the issuance of e.g. shares that are reflected in the company’s equity). In this report, however, the issue of bonds is considered to be equity-based crowdfunding.

By definition, it is clear from a financial perspective that crowdfunding is not a new concept but rather entails the procurement of capital from the general public. What is new are the technical platforms that make it possible to efficiently facilitate the procurement of capital without going through traditional channels.

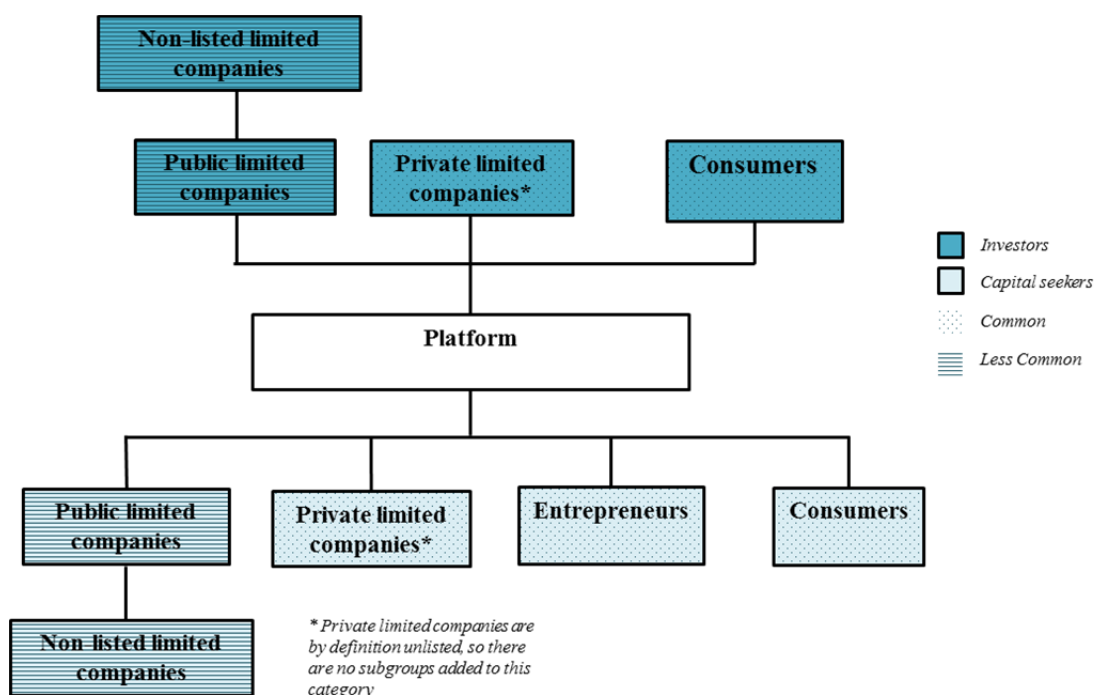
Limitations

The assignment states that the overview should focus on crowdfunding that is associated with an expectation of a financial yield, i.e. equity- and lending-based crowdfunding. Finansinspektionen has therefore opted not to include the other forms of crowdfunding, i.e. donation- and reward-based crowdfunding, in this report. Even if it is difficult to draw a clear line separating the groups, there are a number of activities that are not covered in this overview. First, this overview does not include capital procurement that occurs via traditional channels already subject to regulation – e.g. securities exchanges, securities institutions and other intermediaries – even if they in some cases could be considered to be platforms for crowdfunding. Second, this overview does not include situations where investors make agreements directly with capital seekers without the involvement of an online platform.

Third, this overview does not include a number of phenomena that in many respects are similar to crowdfunding but that for some reason do not fall under the definition from EBA and ESMA. Examples include Internet forums where capital seekers and investors discuss different projects, investment networks, incubators, capital intermediaries and local capital companies.

Parties

Common for all forms of crowdfunding is that there are normally three parties: the capital seeker, the investor and the platform that links them together.



The platforms

As set forth by the definition from ESMA and EBA, crowdfunding normally means that there is an online platform that acts as the intermediary between the capital seeker and investors.

In addition to the distinction between equity-based and lending-based crowdfunding, there is also a difference between active and passive platforms (see Table 1 for examples of platforms). Passive platforms aim solely to link together investors and capital seekers and, if necessary, assist with the implementation of the investment. Active platforms, in addition to providing a meeting place for investors and capital seekers, also offer one or several additional services that directly or indirectly affect the investors' investment decisions.

Most platforms require both investors and capital seekers to register and open an account on the platforms' websites in order to be able to gain access to the investment object or seek capital. The investment process can also vary between platforms.

Table 1: Examples of crowdfunding platforms

	Active	Passive
Equity-based	Innovestor, Arantus, OIKO Credit, Solid Beans	FundedByMe, Crowdcube North, Tessin, Co-owning
Lending-based	Trustbuddy ⁷ , Sparlån, To-borrow, Lendify, FundedByMe	

Capital seekers

Capital seekers can be consumers, entrepreneurs, private limited companies, public limited companies, listed limited companies and non-listed limited companies. The overview shows that capital seekers are primarily private limited companies, entrepreneurs and consumers. Private limited companies are capital seekers in all forms of crowdfunding. Consumers are only capital seekers in lending-based crowdfunding. Public, non-listed limited companies only rarely seek capital through crowdfunding and have only been observed on the odd occasion, and public, listed limited companies are not present at all.

Investors

⁷ Entered into bankruptcy on 19 October 2015.

Investors are primarily consumers who view crowdfunding as an alternative to traditional savings in a bank or in funds and shares. Many platforms also allow firms to invest.

Equity-based crowdfunding

Equity-based crowdfunding is a form of financing that aims to raise funds for a company in exchange for a stake or share in the company. Investors are primarily consumers, but there are also platforms that allow investments from legal entities. Capital seekers funding themselves through this method are primarily private limited companies or smaller firms and entrepreneurs.

Active platforms

In addition to serving as the intermediary between capital seekers and investors, active platforms also provide additional services during the investment process. These services may include, for example, due diligence, analyses, risk categorisation assessments of the projects seeking capital as well as advisory and management services.

Platforms that offer advisory and management services have varying degrees of influence on investors' choices. Some of the platforms offer what is similar to investment advice when recommending or suggesting certain investments to potential investors.

The platforms offering management services go one step further and take over the investment responsibility from the investors. Investors are then passive and turn over responsibility for the investment to the platform. This gives rise to a more indirect third-party relationship, where investors in reality invest in the platform, which in turn runs a business that is very much like fund or discretionary portfolio management. The platforms usually charge a fee for their management that consists of both a fixed annual fee and a variable performance-based fee.

Passive platforms

The most common type of passive platforms only offers a meeting place for capital seekers and investors and does not assist the investor with any information for making the investment decision. In other words, it is entirely up to the investors to assess and evaluate the projects that are seeking capital via the platform. The platform manages the administrative process that enable the execution of the investment and charges for this service. This group of platforms includes everything from general platforms without a specific industry focus to more specialised actors that focus on a specific sector, such as real estate.

Investment process

The process that brings together investors and capital seekers can be generally described as follows. Both capital seekers and investors must create a profile on the platforms' websites. The capital seeker is then given an opportunity to present a project using video clips, simulations, statistics, investment memoranda, etc. The capital seeker also decides on the conditions for the investments, for example how much capital corresponds to a stake in the company. Finally, potential investors are given the opportunity to evaluate the project and thereafter decide whether or not to invest.

Lending-based crowdfunding

Lending-based crowdfunding is a form of financing that aims to raise money from the general public for a specific project or personal use through the aid of a third party in the form of a lending agreement with a promise to repay the loan with or without interest. Lending-based crowdfunding can include many different types of relationships between the parties since the capital seeker can also be a consumer (see Table 2 for example of the different types of contractual relationships).

Table 2: Examples of different types of lending-based crowdfunding

		Borrower	
		Consumer	Firm
Lender	Consumer	Lendify, Lendlink, Sparlån, Trustbuddy ⁸	Toborrow, FundedByMe
	Firm	FundedByMe, Lendify, Lendlink	Toborrow, FundedByMe

Lending to consumers from firms and consumers

Lending to consumers via an intermediary, a platform, differs from other types of crowdfunding since the capital seeker (borrower) is a consumer, and the aim of the loan is not to finance a specific project but rather normal consumption. Most lending agreements are constructed in such a way as to give the lender monthly interest on a borrowed amount, often in the form of a variable interest rate, but fixed rates may occasionally occur.

Lending to firms from consumers and firms

The possibilities of a firm to raise capital are normally affected by the current phase of the company. Businesses that have existed for a long time are offered loans under different conditions than new companies. In recent years, platforms have been formed to target different capital seeker profiles. On some platforms, firms with a good history can apply for loans as an alternative to traditional bank loans, while other platforms primarily target new firms. The latter type of platform, for example, can provide financing alternatives for entrepreneurs who want to realise a business idea but have not been granted loans by traditional financial institutions such as banks and credit market companies.

Most lending agreements are constructed in such a way as to pay the lender interest on a borrowed amount in the form of a variable or fixed rates. The structure of the loan, however, can vary significantly in other respects, and during the research for this overview loans were observed that had a structure similar to that of equity-based crowdfunding. Examples include equity loans and equity loans, where the interest rate on the loans depend on the results of the underlying operations.

Active platforms

⁸ Entered into bankruptcy as of 19 October 2015.

There are also both passive and more active platforms associated with lending-based crowdfunding. The most common is that the platform provides support services during the lending process. These support services normally consist of a credit assessment of the loan applicant, administration, preparation of loan agreements, collection services, etc. The credit assessment conducted by the platforms maps the risk profiles of the loan applicants through credit scores and discretionary income calculations that are based on both information submitted by the loan applicant and external information, normally from a credit information company. The resulting score determines if the borrower receives a loan and at what terms. Using this credit score, the platform makes a final decision about whether or not the investment may proceed.

Passive platforms

The platforms that do not offer these support services and do not undertake to conduct an assessment of the borrower's creditworthiness completely turn over responsibility to the lender (normally a consumer) to determine on their own the borrower's risk profile. This is most common with newly established firms that apply for capital via platforms where loans constitute an alternative to equity-based crowdfunding.

REGULATION OF CROWDFUNDING IN OTHER COUNTRIES

The issue of crowdfunding and the eventual need for regulation has been discussed at the EU level. The European Commission has noted that Member States have taken the initiative at the national level to clarify the terms for this new financing channel, and the European Commission has said that equity-based crowdfunding may be subject to the rules of the MiFID Directive⁹ while lending-based crowdfunding is currently not regulated by any EU rules. The Commission has also said that it is advisable to carefully weigh the goals of investor protection against the continued development of crowdfunding and has announced that it will publish a report on crowdfunding.¹⁰

Several European countries have opted to regulate crowdfunding. Because these regulations have only recently been implemented, it is difficult to draw any specific conclusions or note any experiences from the regulations.¹¹ This statement is primarily based on information from IOSCO¹², which conducted a survey of the organisation's Member States in May 2015.

Most of the countries in the survey that responded that they had opted to regulate crowdfunding stated that they had chosen to do so by increasing the scope of existing legislation to include the platforms. The UK, Italy, France and Spain chose to regulate both equity- and lending-based crowdfunding in this way. The regulation in the UK applies whether or not the operations are conducted from a platform. The regulations of the other countries only apply to operations that are

9 Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC.

10 http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_en.pdf.

11 The countries implemented these changes between 2013 and 2015.

12 The International Organization Of Securities Commissions.

conducted via a website. For a more detailed account of some of these countries' crowdfunding regulations, see Appendix 1.

Risks associated with crowdfunding

Most forms of investment on the financial market are associated with risks. The risks for investments via crowdfunding are generally higher than for traditional forms of investment on the market.

This section focuses on the potential risks and problems that consumers face due to crowdfunding. It also includes an overview of the legislation that Finansinspektionen has identified as relevant for crowdfunding.

SPECIFIC RISKS ASSOCIATED WITH EQUITY-BASED CROWDFUNDING

One of the prominent problems with equity-based crowdfunding is the information gap between the investor and the capital seeker. From the perspective of investor protection, this gap makes it difficult for investors to make well-informed decisions, and there is therefore a risk that investors may invest in a project that has a higher level of risk than what they intended.

In order to be able to make a well-informed decision about an investment, it may be necessary to have access to different types of information about the business, which then must be considered as a whole. The overview shows that the information is provided by the capital seeker and is primarily designed to attract investors. It is therefore important to use appealing presentation, such as videos, in order to market an idea. This often places high demand on a person's knowledge of and experience in different industries, but also their ability to assess financial information. Few consumers are probably capable of doing the type of financial assessments that are required to be able to determine, for example, if a business plan is realistic and implementable. Since many of the companies are newly established, there is no history that would otherwise give an overview of the company's development. As a rule the information is not written for a consumer but rather for a reader who is knowledgeable about and has experience in the industry in question. It is also not uncommon for the information on the platforms to be in English, which further complicates comprehension. The capital seeker thus has an information advantage since it determines not only which information it will publish and make available but also how transparent and comprehensible the information will be.

Often, investments in immature companies are associated with a higher risk than other equity investments since the possibility of a return is in most cases highly uncertain. There could also be a risk that the investment would become worthless in the event of a potential bankruptcy or acquisition. Investment in immature, unlisted companies is also associated with a risk of not being able to sell or turn over the investment since there is often no secondary market for selling units or shares. This means that there is a high risk that consumers will lose part of their invested capital or have their capital tied-up for a long period of time.

Some platforms offer decision support, such as advice regarding the various investments, in order to help bridge the difficulties associated

with assimilating complex financial information. This creates a risk of conflicts of interest. The remuneration models for the platform increase the risk that the investor will obtain advice that is based more on the payment a certain investment would generate to the platform than another investment with lower remuneration that would be more appropriate for the investor.

Since many of the platforms do not guarantee the information they issue, this also increases the risk of fraud. It is the consumer's own responsibility to check that the investment has gone to where it was intended.

SPECIFIC RISKS ASSOCIATED WITH LENDING-BASED CROWDFUNDING

Lending-based crowdfunding is even more complex because there are so many different contractual relationships that can occur. For example, consumers can be on both sides of the loan agreement, i.e. be both the borrower and the lender. The following description of the risks associated with lending-based crowdfunding focuses on the risks that can arise for the consumer.

Risks faced by the lender

Lenders are responsible for the credit risk associated with a loan. This means that consumers who take on the role of the lender are responsible themselves for assessing whether a borrower's repayment capacity is sufficient. It is difficult (if not impossible) for a consumer to gain an overview of such a credit risk, and it becomes even more difficult if the loan is broken down into several smaller loans and distributed between a large number of borrowers with different credit risk, which is common. There are also platforms where the consumer does not know who is borrowing the money, which makes a credit assessment impossible. Even when the platform takes a more active role and offers credit assessments, it is not clear if the platform is responsible for ensuring that the credit assessment is carried out in accordance with the Consumer Credit Act. If the platform is considered a credit intermediary, it has no such responsibility. Since the platform will not be responsible for any losses, there is a significant risk that the criteria for the credit assessment will not be appropriate, if there are any criteria at all, or that the models used for the credit assessment will not be consistent with sound credit risk management.

Lenders also are subject to more requirements than just conducting a credit assessment, such as providing information to the borrower via a SECCI form¹³. This form should state who the lender is, and it is to this party borrowers can turn in accordance with the Consumer Credit Act in the event they want to withdraw the loan. Even if the actual lender (the consumer) is stated on the form, contact information is rarely provided, which makes it difficult under certain conditions to exercise the right to cancel the transaction. The agreement terms of some companies state that the platform takes responsibility for ensuring that the Consumer Credit Act is followed with respect to the borrower, but not all companies specify this.

¹³ Standardised European Consumer Credit Information.

Risks faced by the borrower

When the borrower is a consumer, the product that is offered via the platforms is very similar to an instant loan. The borrower/consumer may be subject to less comprehensive protection than in traditional consumer lending and there is more of a risk of over-indebtedness since it is not clear who is responsible for ensuring that a correct credit assessment has been conducted. The fact that the platforms are not responsible for any credit risk increases that risk that the borrower will be granted a loan despite an insufficient repayment capacity. This also means that there are no, or at least very small, incentives for the platforms to avoid granting bad loans, i.e. loans where the borrower has very limited ability repayment capacity.

The platforms' revenue is based on the granting of a loan, regardless of whether it is good or bad for the consumer.

Trustbuddy AB

In 2009, Trustbuddy AB launched one of the first platforms for lending between private individuals. The platform served as the intermediary for loans between consumers and it provided credit assessments and collection services.

Due to serious improprieties, in part related to the improper handling of lenders' funds, Finansinspektionen decided in October 2015 to order the company to immediately terminate its operations. The company at that point 3,500 people who had lent approximately SEK 300 million via the company. The manner in which the lenders' funds were handled will most likely result in major losses for these people. The company applied for bankruptcy of its own accord on 19 October 2015. The bankruptcy has not been completed yet.

Other risks and problems

Since the responsibility of the platforms with regard to lending is not clear, as described above, and their incentives to control borrowers in some cases are most likely low, there is a greater risk that the platforms will be used for money laundering and terrorism financing.

IN WHAT WAY ARE THE ACTIVITIES OF THE PLATFORMS SUBJECT TO CURRENT LEGISLATION?

As mentioned in previous sections, crowdfunding is an umbrella term for a number of different forms of capital procurement via online platforms. There is no legal definition of crowdfunding, but rather the structure of each individual business determines which regulations apply.

Is equity-based crowdfunding a violation of the ban on dissemination?

One question that has arisen while researching the crowdfunding market in Sweden is whether equity-based crowdfunding, in cases where the firm that is seeking capital is a private limited company¹⁴, is in

¹⁴ This report has chosen to use the wider definition of equity-based crowdfunding, which in some cases can mean that the investor receives something other than shares in exchange for an investment, such as a participation in an economic association.

violation of the ban on dissemination in the Companies Act (2005:551).¹⁵ The provision states that private limited companies are banned from turning to the general public in various ways to try to disseminate their shares, subscription rights, debt instruments¹⁶ and subscription options issued by the company. Finansinspektionen's overview shows that mainly private limited companies use equity-based crowdfunding. The question is whether the dissemination ban of shares in private companies eliminates this channel as a source of funding. The dissemination ban in the Companies Act does not allow private limited companies to target the general public through *advertising* to raise capital. Nor may a private limited company *in any other way* try to disseminate its shares to more than 200 people. However, this provision is not formulated to be so narrow that it prevents the private limited companies from generating capital contributions through offers that do not aim to widely disseminate the company's securities. There are some exemptions for cases where the offer specifically targets a group that in advance has submitted notification of interest in such offers and the group numbers less than 200.¹⁷

Finansinspektionen makes the assessment that the offers on a platform's website to invest in a private limited company facilitate the dissemination of shares in such a company. It should not be assumed that a reference to the log-in requirements of many platforms is sufficient to activate the exemption. Knowingly being in violation of the ban on dissemination is subject to punishment.¹⁸

Do the platforms need to have authorisation for their business?

One feature that all forms of crowdfunding share is that a platform acts as the intermediary between capital seekers and investors. The business includes in some cases some type of payment services between the investor and the capital seeker. When offering payment services or credit mediation, the platforms need to have authorisation pursuant to one of the following regulations: Banking and Financing Business Act (2004:297), Payment Services Act (2010:751) or Certain Consumer Credit-related Operations Act (2014:275). If the platform's business does not fall under any of these laws, it may need to register its operations pursuant to the Certain Financial Operations (Reporting Duty) Act (1996:1006).

In terms of rules on the financial market that regulate other types of investments, such as the Financial Instruments Trading Act (1991:980) and the Securities Market Act (2007:528), these rules are not applicable to the platforms' business. This is because a share in a private company is not a financial instrument. A financial instrument is a transferable security, i.e. a security that can be traded on the capital market. Since shares in private companies may not be disseminated to a wide group or available for organised trade, they are not considered to be financial instruments.¹⁹ It is therefore not relevant to require authorisation pursuant to these laws. This is further complicated in the

¹⁵ Chapter 1, section 7, first paragraph of the Companies Act.

¹⁶ Examples of transferable debt instruments that are forbidden by the ban include debt instruments issued in conjunction with the raising of convertible participation certificates or capital loans, bonds or commercial paper.

¹⁷ Chapter 1, section 7, second paragraph of the Companies Act.

¹⁸ Chapter 30, section 1 of the Companies Act (2005:551)

¹⁹ See Bill 2004/05:158 p. 68) and Bill. 2006/07:115 p. 282.

event of cross-border operations since not all countries have both private and public limited companies.²⁰

Other legislation with which the platforms need to comply include civil and commercial legislation, such as the Consumer Contract Act (1994:1512) and the Marketing Act (2008:486). For a more detailed account of each law, refer to Appendix 1.

Risk of regulation arbitrage

Finansinspektionen has noted during its research that businesses offer investment opportunities to consumers, products and services that are similar to regulated activities but do not fall under any existing regulation and thus are not supervised. There appears to be companies that are consciously creating investment structures that are similar to regulated activities in order to achieve a high level of credibility to the targeted audience for the company's investment offers.

²⁰ For a more detailed discussion, see Appendix 1, *Securities Market Act (2007:528)*.

Supervision

As previously mentioned, the term “crowdfunding” is neither defined in Swedish law nor regulated by a specific law. Supervision can only be exercised if the business or parts of the business fall under existing legislation.

FINANSINSPEKTIONEN’S SUPERVISION

The previous section explained how, in most cases, the platforms are subject to only a few laws.

However, Finansinspektionen has observed situations where companies are conducting business that is related to a business that requires authorisation, but without having relevant authorisation. In such a situation, Finansinspektionen is able to order the company conducting the business to provide the information about the business that is needed in order to assess whether existing legislation is applicable to a certain activity. By asking the companies to report their operations, Finansinspektionen will be able to assess on a case-by-case basis whether these companies should apply for authorisation and thus be subject to supervision. Finansinspektionen has recently sent a request to several of the companies offering the kind of crowdfunding services that might be require authorisation.

Review in conjunction with application for authorisation

When an application is submitted for authorisation, the company in question is subjected to an in-depth review. Once the application for authorisation is completed and approved, Finansinspektionen’s ongoing supervision takes over. Currently, some platforms have applied for authorisation pursuant to the Payment Services Act (2010:752), the Certain Consumer Credit-related Operations Act (2014:275) and the Banking and Financing Business Act (2004:97).

The application process entails, for example, that Finansinspektionen reviews the management and owners of the company to determine whether it can be assumed that the business will be conducted in accordance with the applicable provisions. If the company will conduct payment service business or financing business, the company must also meet a minimum capital requirement.

In conjunction with its application the company reports on its organisational structure, and certain internal policy documents must also be attached to the application. Finansinspektionen reviews that the company’s governance and control mechanisms are suitable for their purpose and that the company meets the requirements placed on the organisation and procedures. For example, for application related to the Payment Services Act, it is important to safeguard that the company has procedures for keeping its customers’ funds separate from the company’s funds and that it has procedures for decreasing the risk of money-laundering and terrorism financing. For applications related to the Certain Consumer Credit-related Operations Act, in addition to the procedures mentioned above, primarily lending procedures and procedures for credit mediation are subject to review.

Supervision of companies that are only registered

The platforms that do not need to apply for authorisation may still need to register their business pursuant to the Certain Financial Operations (Reporting Duty) Act (1996:1006). The company is then registered as a financial institution. In conjunction with such a registration, Finansinspektionen verifies that the management or owners of the company have not violated any business laws or been found guilty of a serious crime. The ongoing supervision is limited to an annual check of the management and owners and compliance with the money laundering regulations. Finansinspektionen has pointed out on several occasions that a registration in accordance with this act in many cases sends out the wrong signals about the oversight of the registered companies. The registration is marketed by the companies in some contacts as a mark of quality, with the understanding being that the company is under the full supervision of Finansinspektionen.²¹

SUPERVISION BY THE SWEDISH CONSUMER AGENCY

The Swedish Consumer Agency is the administrative authority for consumer-related matters. Basic regulations and requirements for consumer protection are included in commercial law. In 2015, the Swedish Consumer Agency received four complaints about a company that offered lending-based crowdfunding between private individuals. The complaints were related to misleading marketing about free loans, that the firm did not provide a SECCI form before entering into an agreement about the loan and about difficulties to withdraw deposited funds.

Division of responsibility between authorities

The Swedish Consumer Agency and Finansinspektionen are currently maintaining a dialogue about which authority should verify that a correct credit assessment was conducted in conjunction with lending-based crowdfunding. A reasonable starting point in determining which authority is responsible for supervision is the type of authorisation that the company needs to conduct business. If the company is judged to require authorisation pursuant to the Banking and Financing Business Act (2004:297), the Consumer Credit Act specifies that Finansinspektionen is responsible for the supervision of the platform's credit assessments. If the platform is judged to require authorisation pursuant to the Payment Service Act (2010:751), it is not currently clear if the responsibility for the supervision falls to Finansinspektionen or the Swedish Consumer Agency. This is because the Payment Services Act states that Finansinspektionen is only responsible for supervision of a firm's payment service activities, and that it is possible to argue that credit mediation is not a part of the payment service operations. Given this argument, the Swedish Consumer Agency would be responsible for the supervision of credit mediation and Finansinspektionen for payment mediation. If the platform instead is judged to require authorisation pursuant to the Certain Consumer Credit-related Operations Act (2014:275), then it is clearly the Swedish Consumer Agency that is responsible for monitoring that credit assessments are conducted correctly.²²

²¹ Report to the Government from Finansinspektionen 2011, supervision and registration, Ref. 11-2145

²² Section 49 of the Consumer Credit Act (SFS 2010:1846)

After a year of supervision under the Certain Consumer Credit-related Operations Act (2014:275), Finansinspektionen would like to highlight its experiences from the shared supervision that applies to the area.

It is unavoidable for supervisory authorities to encounter circumstances that touch on the other authority's area of responsibility during the course of supervision activities. The preparatory work to the law states in particular that the shared supervision responsibility requires cooperation between the two authorities to implement the Government's measures to counteract over-indebtedness. Finansinspektionen agrees that this is a prerequisite for being able to successfully carry out the authority's assignment given the wording of the supervision regulations. However, the preparatory work does not contain an analysis of how this cooperation should take shape and how the two authorities should relate to one another in respect to the Public Access to Information and Secrecy Act (2009:400). The current arrangement with shared supervision responsibility could result in double-work, but it primarily makes it more difficult to conduct effective supervision since in practice this means that two authorities must make the same prioritisations and assessments.

Conclusions and proposed measures

Funding possibilities for smaller firms are important from a growth perspective. When the possibility for these firms to find new funding develops through new channels, there may also be grounds to consider whether existing regulations need to be adjusted or supplemented, both to ensure that businesses experience healthy growth and to safeguard a reasonable level of consumer protection. This overview shows some of the deficiencies in the consumer protection that Finansinspektionen believes require further investigation. This applies in particular to consumer protection that prevents over-indebtedness. Even the issue of how the dissemination ban should be interpreted in relation to crowdfunding needs to be reviewed.

CONCLUSIONS

To date, crowdfunding that targets a wider general audience via a platform is not very common, but it will probably grow. This applies to both equity-based and lending-based crowdfunding. The phenomenon described in this report are not new forms of funding. What is new are the opportunities that new technology create in the form of channels, such as online platforms, to reach investors. It is therefore highly relevant to investigate in more detail which additional conditions and, potentially, regulations are needed for the platforms' business.

Finansinspektionen makes the assessment that the advertisement that takes place on the platforms' websites offering investment in private limited companies should be viewed as advertisement and thus be considered in violation of the dissemination ban. In Finansinspektionen's opinion, this means that the dissemination ban needs to be reviewed to clarify how the provision relates to crowdfunding via an online platform.

Assuming that any problems with crowdfunding in relation to the dissemination ban are clarified, potential regulations then need to also take into consideration that crowdfunding which targets the general public still represents a relatively small percentage of the market and the individual investments are often relatively small. A proportionate regulation should be able to start with some principles that as a whole increase the possibility for the consumer to make well-informed investment decisions without unnecessarily hindering the development of this new channel for funding offered by the platforms, thus also benefiting small firms and creating growth. At the same time, it should also take into consideration that platforms that offer lending-based crowdfunding in particular might be used for money laundering and terrorism financing.

One conclusion is that the risks of investing in firms that are seeking capital via platforms are the same as those in the financial sector at institutions that are subject to financial regulation and already are subject to supervision by Finansinspektionen. However, it is noted that the risks in some cases are higher. Despite these higher risks, the consumer protection is lower than for other, regulated forms of investment.

More platforms probably need to apply for authorisation for their business. For some only registration will be needed. However, Finansinspektionen believes that registration alone is not sufficient to counteract the problems and risks identified in this report. This kind of registration can also be perceived as “false” authorisation.²³ Supervision for authorisation-based operations is not always sufficient, either. It is Finansinspektionen’s opinion that the absence of regulations regarding information and conduct have currently resulted in deficient consumer protection in terms of both equity-based and lending-based crowdfunding. This is particularly serious when it comes to lending-based crowdfunding. Even if these activities are partly regulated today, there are some deficiencies in the consumer protection in that not all contractual relationships are covered by the regulation.

Points to consider when expanding regulation of the platforms’ business activities with aim of increasing consumer protection

In addition to requirements on authorisation, rules should be considered that give consumers a higher level of protection than what they have today. This means, for example, a code of conduct and requirements on information and transparency toward investors. Even if the provisions of the Marketing Act also apply to the platforms, it is not possible to rule out that a specially worded information requirement would be needed for platforms that offer equity-based investments.

Finansinspektionen has not taken a position on whether it would be better to have a bespoke regime for crowdfunding or expand the areas of application of existing legislation. Some EU countries have opted for the latter. Regardless of the method, Finansinspektionen would like to highlight which existing legislation that should be taken into consideration and is relevant given the context.

Equity-based crowdfunding

For equity-based crowdfunding, the prospectus rules in the Financial Instruments Trading Act (1991:980) and the conduct regulations in the Securities Market Act (2007:528) could serve as a model.²⁴ A conceivable regulation should aim, in the same way as for the prospectus rules, to increase the possibility of the investor to understand the risks of the investment and based on the information about the project/firm be able to make well-informed investment decisions. The Securities Market Act contains a number of rules of conduct that aim to protect the investor. It is relevant to protect the same interests in conjunction with investments via platforms. When considering which rules are relevant for implementation, consideration should be given to rules about conflicts of interest, investment advice, suitability assessments and portfolio management more or less in the same way as is done for such activities in the law. Other rules to take into consideration in the law are related to receipt and transmission of orders.

Other considerations could include reviewing whether some form of limit should be implemented both for investors and capital seekers.

Lending-based crowdfunding

²³ Report from Finansinspektionen to the Government, Ref. 11-2145.

²⁴ As mentioned previously, these rules are not applicable to crowdfunding since shares of private limited companies are not financial instruments.

When a consumer gives a loan to a business, neither the Certain Consumer Credit-related Operations Act (2014:275) nor the Consumer Credit Act (2010:1846) apply. In this situation, consumers that are lenders have very weakly regulated, if not non-existent, consumer protection. If the platform has taken on a responsibility on behalf of the consumer that would otherwise lie with the lender, there may be some limited protection.

For lending-based crowdfunding, the question of who the lender is in situations where a consumer lends money is important and needs to be reviewed. It would be reasonable for the platform to have a regulated responsibility for ensuring that the provisions of the Consumer Credit Act regarding credit assessment also apply in conjunction with lending-based crowdfunding. This issue is also key in mitigating the risks of over-indebtedness when the borrower is a consumer. Since the platform is not responsible for any of the credit risk, there are small or no incentives for the platform to conduct a proper credit assessment. This increases the risk of over-indebtedness among borrowers and provides borrowers with less protection than with loans from instant loan firms.

The borrower's ability to exercise their right of withdrawal also needs to be reviewed, since this is currently not possible when a consumer is the lender.

Another issue that should also be considered for platforms that offer lending-based crowdfunding is the introduction of rules regarding advice and conflicts of interest. The need to provide consumers with information in situations where the consumer is the lender should also be reviewed, as should fee structures that create incentives for the platforms to grant or mediate bad loans.

Finansinspektionen also believes that the issue of shared supervision responsibility for lending to consumers must be investigated. The shared supervision in this area creates problems in general, but this becomes particularly clear for lending-based crowdfunding. The problems that were accounted for in the previous section (Supervision) introduce a risk that some businesses will slip between the cracks between the two authorities, which is not acceptable and could seriously damage confidence in their supervision, thus impairing consumer protection.

The Government has recently appointed an inquiry into how to achieve a more responsible market for consumer loans.²⁵ The purpose of the inquiry is to strengthen consumer protection and reduce the risk of consumer credits leading to over-indebtedness. The Government should consider allowing this inquiry, through a supplemental directive, to review how consumer protection can be strengthened in conjunction with lending-based crowdfunding and at the same time consider necessary changes to the supervision responsibility shared between Finansinspektionen and the Swedish Consumer Agency.

²⁵ A more responsible market for consumer credits, Dir. 2015:43.

Appendices

1. REGULATION OF CROWDFUNDING IN OTHER COUNTRIES

USA

The most common form of crowdfunding to date in the USA has been donation-based crowdfunding. Equity-based crowdfunding has not yet had its breakthrough in the USA, and one of the reasons for this is believed to be the extensive federal regulations governing securities. These regulations ban the targeting of equity-based crowdfunding to anyone other than specially accredited investors. They also require that offers to subscribe to shares be registered with the Securities and Exchange Commission (SEC), the US supervisory authority, which has been considered to be too burdensome for smaller capital procurements.²⁶ The JOBS Act²⁷, which was adopted in April 2012, introduced several exemptions from the extensive regulations. One of the aims of the JOBS Act is to promote equity-based crowdfunding, and it grants SEC the powers to regulate this kind of crowdfunding. In October 2015, the SEC proposed new regulations pursuant to these powers.²⁸ The proposal allows equity-based crowdfunding to also target non-accredited investors under certain conditions. It also limits capital-seeking companies to a maximum of USD 1 million from equity-based crowdfunding over a 12-month period, on the condition that they hire a special intermediary called a funding portal. The rules proposed by the SEC can enter into force at the earliest in April 2016.

United Kingdom

In addition to expanding the applicability of its existing legislation, the UK has also introduced new rules for the marketing of equity-based crowdfunding. According to these rules, crowdfunding through illiquid securities may only be marketed to investors who regularly obtain advice, fulfil certain requirements regarding wealth or knowledge or have confirmed that they only will invest at the most ten percent of their assets. The primary goal of the implementation of this regulation was to increase consumer protection and prevent inexperienced consumers from investing in financial instruments they do not understand.

Italy

According to the Italian regulations, firms offering crowdfunding must act with diligence, fairness and transparency in their actions as well as manage conflicts of interest. Firms registered in accordance with the separate regulation may only provide investment services related to the receipt and transmission of orders for one or more financial instruments. These companies are not allowed to hold customers' assets.

²⁶ <https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf>.

²⁷ Jumpstart Our Business Startups Act, Pub. L. No. 112-106, 126 Stat. 306 (2012).

²⁸ Securities and Exchange Commission 17 CFR Parts 200, 227, 232, 239, 240, 249, 269, and 274 [Release Nos. 33-9974; 34-76324; File No. S7-09-13] RIN 3235-AL37 (available at <https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf>).

In order to be registered in accordance with this special regulation, the firm that operates the platform for crowdfunding must have its head office in Italy. Capital-seeking companies must be Italian and have a business plan, and they may not have a value in excess of EUR 5 million. A certain percentage of the shares offered by the platform must be subscribed by professional investors or business incubators. The offer must contain a provision regarding the right of the investors to transfer the shares if control over the company changes. Furthermore, investors who purchased shares via a platform have a seven-day right of withdrawal.

In order to be able to invest via a platform, investors must first undergo a test to demonstrate that they are knowledgeable about crowdfunding. They must also receive information stating both that the offer is not approved by the Italian financial supervisory authority and that the shares that are being offered may be illiquid. Investors must also certify that they have the means to lose their entire investment. The informational documents that a platform gives to investors must meet a certain standard and be available at the request of the investor for up to five years.

France

French firms must apply for authorisation to act as a Crowdfunding Investment Advisor (CIP). In order to receive authorisation to be a CIP, the applicant company must be a French legal entity. A CIP may only provide investment advice and as such is forbidden from holding customers' assets and performing other investment services.

According to the French crowdfunding regulations, CIPs must conduct company due diligence for capital-seeking companies. The criteria on which such due diligence must be based has been predetermined by the legislator. Capital-seeking companies must also submit a business plan to the platform. The informational documents that investors are given access to via the website must be updated in the event new circumstances or inaccuracies occur that could have a significant impact on the investment decision. Companies may not seek capital contributions of more than EUR 1 million over the course of one year.

In order to gain access to a platform for crowdfunding, presumptive investors must register and twice a year review and confirm that they have received information about the risks that an investment may entail and the fact that the investment may not be liquid.

Spain

Firms that receive authorisation in accordance to the separate crowdfunding regulation may not receive, forward or execute orders. Firms also may not hold client funds, manage investment projects, assess investors or grant loans.

Capital-seeking companies must be domiciled within the EEA and may not offer securities totalling more than EUR 2 million per year. Investors may not invest more than EUR 3,000 per offer or EUR 10,000 per platform.

The platforms do not need to conduct due diligence for capital-seeking companies, but must clearly provide information that the offer is not subject to any supervision. Furthermore, investors must be warned that the investment may be illiquid and there is a risk of losing all invested funds. The informational documents given to investors by a

platform must meet a certain standard and be available for up to twelve months.

Germany

Germany has not introduced any specific regulation regarding crowdfunding. However, there are rules that affect the platforms that mediate loans between private individuals. German BaFin²⁹ monitors the platforms and the activities carried out via the platforms. Where necessary, BaFin also monitors relevant agreements and authorisations.

The Netherlands

The Netherlands have not introduced any specific regulation regarding crowdfunding. However, its financial supervisory authority places specific requirements on securities companies that intend to provide platforms for crowdfunding. The rules cover operations conducted from a website. The requirements entail that the platform must provide information clearly stating that offers via crowdfunding platforms are not subject to supervision. Private individuals may not invest more than EUR 20,000 in equity-based crowdfunding and EUR 40,000 in lending-based crowdfunding.

2. OVERVIEW OF RELEVANT LEGISLATION³⁰

The following appendix is an overview of relevant Swedish legislation. It is not translated into English.

Utgångspunkter för redogörelsen

De olika verksamheter som beskrivits i rapporten aktualiserar ett antal regelverk som är och som skulle kunna vara eller till viss del är tillämpliga på respektive form av gräsrotsfinansiering. I rapporten berörs dessa regelverk kortfattat. Denna redogörelse beskriver de olika regelverken mer utförligt.

Finansinspektionens kartläggning visar bland annat att andelsbaserad gräsrotsfinansiering i de flesta fall inte träffas av de regelverk som gäller för annan reglerad investeringsverksamhet, trots att andelsbaserad gräsrotsfinansiering i många avseenden liknar den. När det gäller den lånebaserade formen av gräsrotsfinansiering är Finansinspektionen av den uppfattningen att det finns lagstiftning som är tillämplig, men inte fullt ut på alla avtalsförhållanden som kan uppstå.³¹

Regler som kan träffa alla typer av plattformar

Tillhandahållandet av en plattform för gräsrotsfinansiering kan normalt sett komma att omfattas av följande regler:

- lagen (2004:97) om bank- och finansieringsrörelse,
- lagen (2010:751) om betaltjänster,

29 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – German Federal Financial Supervisory Authority (BaFin)

30 For more information about Appendix 2 of this report in English, please contact Finansinspektionen.

31 Aktiviteter som vanligtvis ingår i olika former av gräsrotsfinansiering kan också ha beröringspunkter med rättsområden såsom skatterätt, avtalsrätt och immaterialrätt. Denna framställning behandlar i huvudsak endast sådana rättsområden inom vilka Finansinspektionen och Konsumentverket utövar tillsyn.

- lagen (1996:1006) om anmälningsskyldighet avseende viss finansiell verksamhet,
- lagen (1994:1512) om avtalsvillkor i konsumentförhållanden,
- lagen (2002:562) om elektronisk handel och andra informationssamhällets tjänster,
- lagen (2005:59) om distansavtal och avtal utanför affärslokaler, samt
- marknadsföringslagen (2008:486).

Tillstånd eller anmälningsskyldighet

Lagen (2010:751) om betaltjänster (betaltjänstlagen)

För att tillhandahålla en eller flera betaltjänster krävs normalt tillstånd av Finansinspektionen enligt lagen om betaltjänster.

Med betaltjänster avses bland annat genomförande av betalningstransaktioner, inklusive överföring av medel som även kan täckas av ett kreditutrymme, genom autogiro, kontokort eller andra betalningsinstrument, eller kontobaserade betalningar, 1 kap. 2 § 2. Även penningöverföringar anses utgöra betaltjänster, 1 kap. 2 § 5.

En verksamhet där medel tas emot och hålls åtskilda från den egna verksamhetens medel, exempelvis genom att medel deponeras på ett klientmedelskonto för att därefter överföras till en tredje part, kan omfattas av tillståndsskyldighet enligt betaltjänstlagen. En plattform vars affärsmodell inbegriper att tillhandahålla överföringar av medel kan därför behöva ansöka om tillstånd. I de fall plattformarna endast förmedlar kontakt mellan investerare/långgivare och kapitalökande/låntagare utan att överföra medel krävs dock inget tillstånd enligt betaltjänstlagen. Företag som bedriver tillståndsskyldigt verksamhet enligt betaltjänstlagen benämns betalningsinstitut. Dessa företag måste bland annat ha ett visst startkapital och en viss kapitalbas. Dessutom ställs det krav på organisation, ägare och ledning samt krav på information och utförande av betaltjänster. Företag som omsätter betaltjänster för mindre än 3 miljoner euro per månad och som uppfyller vissa andra krav, kan ansöka om att undantas från tillståndsskyldigheten. Finansinspektionen ska registrera de företag som har beviljats sådana undantag. Företagen benämns registrerade betaltjänstleverantörer. För dessa företag gäller enklare regler än för betalningsinstituten. Betalningsinstitut och registrerade betaltjänstleverantörer som bedriver verksamhet som omfattar kreditverksamhet i förhållande till konsumenter måste följa reglerna i konsumentkreditlagen (2010:1846).

Särskilt om inlåningsverksamhet

I lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse finns ett förbud för andra än svenska och utländska kreditinstitut att driva näringsverksamhet som har till ändamål att ta emot återbetalningspliktiga medel från allmänheten om inte annat är särskilt föreskrivet.³² Ett företag som har tillstånd enligt betaltjänstlagen får i betaltjänstverksamheten inte ta emot insättningar eller andra återbetalningspliktiga medel från allmänheten. Som betaltjänstlagen är utformad finns dock utrymme för att ta emot inlåning utanför själva verksamheten med betaltjänster, under förutsättning att det är särskilt föreskrivet. Sådana föreskrifter är prospektreglerna i lagen (1991:980) om handel med finansiella in-

³² 1 kap. 7 § lag (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse

strument samt lagen (2004:299) om inlåningsverksamhet. Den senare lagen innebär att en plattform behöver vara registrerad hos Finansinspektionen. Lagen avser dock endast mottagande från privatpersoner och icke-finansiella företag av återbetalningspliktiga medel som efter uppsägning är tillgängliga för fordringsägaren inom högst ett år. Lagen innehåller skyddsregler för konsumenter som vill investera. Bland annat får ett registrerat företag inte ta emot mer än femtiotusen kronor från en enskild konsument. Samma begränsning gäller inte mottagande av medel från icke-finansiella företag.

I förarbetena till betaltjänstlagen diskuterades frågan om medel som var mottagna i betaltjänstverksamheten i vissa fall ändå kunde betraktas som inlåning, vilket i så fall skulle strida mot regeln att betalningsinstitutet inte fick ta emot inlåning. Diskussionen fördes utifrån definitionen av betalkonto. Regeringens bedömning var att avgränsningen av vad som utgör ett betalkonto (och inte ett inlåningskonto) ska göras med utgångspunkt i att ett betalkonto ska vara avsett för utförande av betalningstransaktioner. Avgörande för bedömningen är således kontots syfte och funktion. Det är exempelvis i första hand kontohavarens möjligheter att genomföras betalningar som avgör om ett visst konto är ett betalkonto.³³

Exempel på konton där förfoganderätten är begränsad är sådana spar- och placeringskonton där medlen binds på löptider från några månader upp till flera år, utan att kostnadsfria uttag får göras under bindningstiden. Förekomsten av sådana restriktioner tyder på att kontot inte är avsett att användas för att utföra betalningstransaktioner, vilket innebär att kontot som huvudregel inte anses utgöra ett betalkonto.³⁴

Av det ovan nämnda framgår att en plattform som förmedlar medel hänförliga till krediter inte kan anses driva inlåningsverksamhet om syftet inte är tillgodogöra plattformens kapitalförsörjningsbehov.

Däremot skulle ett kapitalsökande företag som använder en plattform för att söka kapital från privatpersoner och icke-finansiella företag kunna anses ta emot återbetalningspliktiga medel från allmänheten. Skillnaden mot ett allmänt annonserat anbud om låna medel, t ex i en tidningsannons, är ytterst liten. Det skulle därför kunna göras gällande att ett sådant företag behöver vara kreditinstitut, vara registrerat hos Finansinspektionen enligt lagen om inlåningsverksamhet eller iakttå reglerna om prospekt i lagen om handel med finansiella instrument.

35

Lagen (1996:1006) om anmälningsplikt avseende viss finansiell verksamhet (AnmL)

Den som yrkesmässigt driver verksamhet som huvudsakligen består i till exempel att lämna och förmedla krediter, medverka vid finansiering och medverka vid värdepappersemissioner är skyldig att anmäla verksamheten till Finansinspektionen. Detta gäller inte om den som redan har tillstånd att driva finansiell verksamhet. Den som anmäls betecknas som ett finansiellt institut. Anmälningsplikten tar sikte på penningtvättregleringen och syftar till att allmänheten och Finansinspektionen ska veta vilka som är skyldiga att följa den regleringen.

33 Prop. 2009/10:220 s. 93.

34 Prop. 2009/10:220 s. 94.

35 Finansinspektionens skrivelse till regeringen 2011, Tillsyn och registrering, Dnr 11-2145.

En plattform som inte av andra skäl anses driva tillståndspliktig verksamhet kan därför vara anmälningspliktig. Det torde vara fallet om plattformen förmedlar krediter till näringsidkare och inte hanterar ett betalningsflöde. I det fallet är varken lagen (2014:275) om viss verksamhet med konsumentkrediter eller betaltjänstlagen tillämpliga.

Lagen anger bland annat att finansiella institut ska uppfylla vissa krav beträffande företagets ägare och personer i dess ledning. I övrigt innehåller lagen ett begränsat konsumentskydd genom regler för den som ägnar sig åt valutaväxling.³⁶

Andra relevanta lagar

Lagen (2009:62) om åtgärder mot penningtvätt och finansiering av terrorism

Plattformar som bedriver hos Finansinspektionen tillstånds- eller registreringspliktig verksamhet är skyldiga att följa reglerna i lagen (2009:62) om åtgärder mot penningtvätt och finansiering av terrorism. Lagen syftar till att förhindra att företag utnyttjas för penningtvätt och finansiering av terrorism. Lagen bygger på det så kallade penningtvättsdirektivet.³⁷ Till den del verksamheten avser försäljning mot kontant betalning som uppgår till minst ett belopp som motsvarar 15 000 euro, gäller lagen även för fysiska och juridiska personer som driver yrkesmässig handel med varor.³⁸ Bestämmelsen omfattar all yrkesmässig kontanthandel med till angivet minimibelopp. Detta innebär att även plattformar som bedriver icke-tillståndspliktiga verksamheter kan omfattas av lagreglerna.

Lagen (1994:1512) om avtalsvillkor i konsumentförhållanden

Lagen tillämpas på alla avtalsvillkor på det finansiella området.³⁹ Det marknadsrättsliga sanktionssystemet är således fullt ut tillämpligt även på finansiella tjänster.⁴⁰ Något undantag torde inte finnas för vare sig andels- eller lånebaserad gräsrotsfinansiering. Marknadsdomstolen kan förbjuda en näringsidkare att i framtiden använda oskäliga avtalsvillkor. Ett förbud ska förenas med vite om det inte av särskilda skäl är obehövligt. Även Konsumentombudsmannen får, i fall som inte är av större vikt, förbjuda en näringsidkare att använda ett oskäligt avtalsvillkor.⁴¹ Lagen är emellertid inte tillämplig på individuellt förhandlade villkor. I de fallen kan dock ett avtalsvillkor komma att prövas utifrån 36 § lagen (1915:218) om avtal och andra rättshandlingar på förmögenhetsrättens område.

Lagen (2005:59) om distansavtal och avtal utanför affärslokaler (DAL)

Lagen innehåller bestämmelser om konsumentskydd vid distansavtal och avtal utanför affärslokaler.⁴² Bestämmelser som reglerar avtal varigenom en näringsidkare överlåter eller upplåter lös egendom till

36 3, 5 och 8 §§ lagen (1996:1006) om anmälningsplikt avseende viss finansiell verksamhet.

37 Europaparlamentet och rådets direktiv 2005/60/EG av den 26 oktober 2005 om åtgärder för att förhindra att det finansiella systemet används för penningtvätt och finansiering av terrorism.

38 1 kap. 2 § 16 lagen (2009:62) om åtgärder mot penningtvätt och finansiering av terrorism.

39 Prop. 1994/95:17 s. 1.

40 Prop. 1994/95:17 s. 73.

41 3 och 7 §§ lagen (1994:1512) om avtalsvillkor i konsumentförhållanden.

42 1 kap. 1 § lagen (2005:59) om distansavtal och avtal utanför affärslokaler.

eller utför en tjänst åt en konsument återfinns i 2 kap. För avtal om finansiella tjänster eller om överlåtelse eller emission av finansiella instrument gäller i stället 3 kap.

3 kap. tillämpas när ett distansavtal mellan en näringsidkare och en konsument ingås om kredit, försäkring, betalning eller andra finansiella tjänster eller om överlåtelse eller emission av finansiella instrument. Bestämmelserna gäller dock inte för avtal utanför affärslokaler som sammanlagt understiger 400 kronor, eller om avtalet omfattas av konsumentkreditlagen.⁴³ Undantaget gäller bara avtal utanför affärslokal, inte distansavtal. Därmed ska inte bestämmelsen tolkas som att den undantar krediter som omfattas av konsumentkreditlagen. Eftersom speciallagstiftning har företräde framför allmänrättsliga bestämmelser, har emellertid konsumentkreditlagen företräde i de delar som regleras av den lagen.

Med distansavtal avses enligt 1 kap. 2 § ett avtal som ingås inom ramen för ett av näringsidkaren organiserat system för att träffa avtal på distans, om kommunikationen uteslutande sker på distans.

Därmed undantas lånebaserad gräsrotsfinansiering, där lån ges mellan konsumenter eller från konsument till näringsidkaren, från tillämpningen av DAL i de delar som regleras av konsumentkreditlagen. Vidare kan DAL bli tillämplig för lån som ges från konsument till näringsidkare eftersom den situationen inte träffas av konsumentkreditlagen. DAL blir dock även tillämplig på plattformar som erbjuder andelsbaserad gräsrotsfinansiering. Lagen uppställer krav på vilken information en konsument har rätt att få när ett distansavtal ingås. Bestämmelserna kan mot bakgrund av detta bli tillämpliga när en plattform eller ett kapitalsökande företag ingår avtal med en konsument.

Lagen (2002:562) om elektronisk handel och andra informationssamhällets tjänster

Denna lag tillämpas på informationssamhällets tjänster och påbörjande och utövande av verksamhet som rör sådana tjänster. Lagen inte tillämplig på vissa specificerade finansiella tjänster. Det torde dock inte finnas något undantag för vare sig andelsbaserad eller lånebaserad gräsrotsfinansiering. Informationssamhällets tjänster definieras som ”tjänster som normalt utförs mot ersättning och som tillhandahålls på distans, på elektronisk väg och på individuell begäran av en tjänstemottagare”. En tjänsteleverantör definieras som ”fysisk eller juridisk person som tillhandahåller någon av informationssamhällets tjänster”. Därmed torde bland annat de informationskrav som ställs i lagen vara tillämpliga på plattformar.⁴⁴

Marknadsföringslag (2008:486)

Marknadsföringslagen är inte begränsad till särskilda områden, varför information som lämnas i samband med gräsrotsfinansiering ska vara förenlig med lagen. En näringsidkare får inte utelämna väsentlig information i marknadsföringen. Inte minst mot bakgrund av att de tjänster som plattformarna tillhandahåller är under utveckling och det finns olika typer av affärsmodeller är det av vikt att en konsument genom marknadsföringen får tillgång till väsentlig information om den

⁴³ 3 kap. 1 § lagen (2005:59) om distansavtal och avtal utanför affärslokaler.

⁴⁴ 1, 2, 6, 8-10 §§ lagen (2002:562) om elektronisk handel och andra informationssamhällets tjänster.

finansiella tjänsten, så att han eller hon ges möjlighet att fatta ett välgrundat affärsbeslut. Marknadsföring som är vilseledande är att anse som otillbörlig om den påverkar eller sannolikt påverkar mottagarens förmåga att fatta ett välgrundat affärsbeslut. Exakt vilken information som ska anses vara väsentlig, får avgöras i samband med bedömning av den specifika tjänsten i fråga.⁴⁵

Regler som är relevanta för andelsbaserad gräsrotsfinansiering

Då andelsbaserad gräsrotsfinansiering i många avseenden liknar verksamhet som är reglerad behöver frågan ställas om andelsbaserad gräsrotsfinansiering i något avseende träffas av regler som gäller för tillståndspliktig verksamhet på finansmarknaden. Finansinspektionens bedömning är att dessa regler i dagsläget troligtvis inte kan tillämpas på andelsbaserad gräsrotsfinansiering. Här följer dock en redogörelse för vissa regler för att åskådliggöra dess relevans i sammanhanget. Lagstiftning som aktualiseras är

- aktiebolagslagen (2005:551),
- lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument,
- lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden och
- lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder.

Aktiebolagslagen (2005:551) (ABL)

De regler i aktiebolagslagen som är aktuella att särskilt resonera kring är det så kallade spridningsförbudet och om verksamheten på en plattform som erbjuder andelsbaserad gräsrotsfinansiering kan anses strida mot det.⁴⁶ Ett svenskt aktiebolag kan vara antingen privat eller publikt. Den viktigaste skillnaden mellan sådana aktiebolag är att privata aktiebolag är förhindrade att på olika sätt vända sig till allmänheten för att försöka sprida aktier, teckningsrätter, skuldebrev⁴⁷ och teckningsoptioner som bolaget gett ut. Dessa värdepapper får inte bli föremål för handel på en reglerad marknad, en motsvarande marknad utanför EES eller någon annan organiserad marknadsplats.⁴⁸

Spridningsförbudet har utformats för att förhindra åtgärder som är ägnade att leda till att privata aktiebolags värdepapper sprids till allmänheten. Bestämmelsen är dock inte avsedd att vara utformad så snävt att den förhindrar de privata aktiebolagen att öka sitt kapital genom erbjudanden som inte syftar till större spridning av bolagets värdepapper.⁴⁹ Spridningsförbudet omfattar inte erbjudanden som avser överlåtelse till högst tio förvärvare och omfattar inte aktiebolag med särskild vinstutdelningsbegränsning.

Att sprida innebär i detta sammanhang bland annat att vända sig utanför den befintliga delägarkretsen med erbjudande om att förvärva eller teckna aktier. Som spridning innebär också att bolaget eller dess ak-

⁴⁵ 8 och 10 §§ marknadsföringslagen (2008:486)

⁴⁶ I den mån ett kapitalsökande företag är ett aktiebolag gäller såklart aktiebolagslagens övriga regler också.

⁴⁷ Exempel på löpande skuldebrev som omfattas av förbudet är exempelvis skuldebrev som utfärdas i samband med upptagande av vinstandels- eller kapitalandelslån obligationer eller företagscertifikat.

⁴⁸ 1 kap. 2 § och 7-8 §§ ABL.

⁴⁹ Prop. 1993/94:196 s.143.

tieägare uppdrar åt någon annan att förmedla värdepapper till en större krets personer.⁵⁰

Spridningsförbudet hindrar för det första privata bolag från att genom annonsering försöka sprida ovan nämnda värdepapper. Vad som utgör annonsering framgår inte av aktiebolagslagen eller dess förarbeten. Av lagens förarbeten framgår endast att såväl tidningsannonsering som annonsering i andra former omfattas. I lagens förarbeten konstaterar man också att annonsering är en marknadsföringsmetod som är särskilt ägnad att leda till en vid spridning av aktier.⁵¹

Spridningsförbudet förbjuder också privata aktiebolag från att på annat sätt än annonsering försöka sprida ovan angivna värdepapper genom att erbjuda fler än 200 personer att teckna eller förvärva dessa. Vad som anses utgöra ett försök att sprida aktier ”på annat sätt” framgår inte av aktiebolagslagen. Det utökade förbudet infördes enligt lagens förarbeten i syfte att förhindra att erbjudanden riktas till en större mängd personer genom ”omfattande rundskrivelser och andra liknande åtgärder”.⁵²

Från förbudet att sprida aktier på annat sätt än genom annonsering undantas de fall då erbjudandet enbart riktar sig till en krets som i förväg har anmält intresse av sådana erbjudanden och antalet utbudna poster inte överstiger 200. Bakgrunden till detta undantag var enligt lagens förarbeten att det fanns anledning att vara mindre restriktiv när det gäller erbjudanden som riktar sig till professionella investerare. Enligt förarbetena kan undantaget omfatta erbjudanden till sådana penningplacerare som särskilt har anmält till bolaget eller dess aktieägare, eller på annat sätt markerat sitt intresse, att de önskar bli kontaktade i händelse av försäljning eller emission av aktier och andra värdepapper.⁵³

Ovan nämnda värdepapper får inte bli föremål för handel på en reglerad marknad.⁵⁴ Med reglerad marknad avses enligt 1 kap. 5 § 20 VpmL ett multilateralt system inom EES som sammanför eller möjliggör ett sammanförande av flera köp- och säljintressen i finansiella instrument från tredje man – regelmässigt, inom systemet och i enlighet med icke skönmässiga regler, så att detta leder till avslut.⁵⁵ Begreppet har ersatt vad som tidigare kallades svensk eller utländsk börs. I sak innebär detta i princip samma sak; aktier tillhörande ett privat aktiebolag får inte bli föremål för handel på en börs.⁵⁶

Aktier tillhörande privata aktiebolag får inte heller bli föremål för handel på någon annan organiserad marknadsplats. Begreppet organiserad marknadsplats har en vid innebörd⁵⁷ och kan omfatta allt från ett bolag som har fått tillstånd att driva verksamhet som auktoriserad marknadsplats, såsom exempelvis en handelsplattform, till handel som sker genom ett värdepappersinstitut beroende på verksamhetens karaktär och omfattning. Även avtal om köp och försäljning som görs

50 Prop. 1993/94:196 s.141 f.

51 Prop. 1993/94:196 s.143.

52 Prop. 1993/94:196 s.143.

53 Prop. 1993/94:196.

54 1 kap. 8 § aktiebolagslagen (2005:551).

55 1 kap. 5 § 20 lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden.

56 Prop. 2006/07:115 s. 677.

57 Prop. 2004/05:85 s. 514.

upp på telefon på penningmarknaden kan utgöra handel som sker på en organiserad marknadsplats.⁵⁸

Privata aktiebolag som sprider sina aktier på en plattform för gräsrotsfinansiering kan riskera att bryta mot reglerna i om en sådan plattform bedöms vara en organiserad marknadsplats.⁵⁹

Sammanfattningsvis kan andelsbaserad gräsrotsfinansiering innebära en överträdelse av spridningsförbudet i första hand om plattformens agerande anses vara annonsering. Om så inte är fallet kan agerandet ändå vara en sådan överträdelse, antingen om erbjudandet riktar sig till en krets som överstiger 200 personer alternativt omfattar fler än 200 poster, eller om plattformens konstruktion inte kan anses innebära att investerarna i förväg anmält intresse av plattformens erbjudande. En överträdelse kan också föreligga om plattformens verksamhet anses utgöra en reglerad marknad, motsvarande marknad utanför EES eller någon annan organiserad marknadsplats

Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument

Skyldighet att upprätta prospekt följer av lagen som i sin tur genomför det så kallade prospektdirektivet.⁶⁰ Direktivet syftar bland annat till att säkerställa ett gott investerarskydd inom EU. Enligt 2 kap. 1 § ska ett prospekt upprättas när överlåtbara värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad.⁶¹

Ett prospekt är en handling som ska innehålla all den information rörande emittenten och de överlåtbara värdepappren som är nödvändig för att investerarna ska kunna göra en välgrundad bedömning av emittentens och en eventuell garants tillgångar och skulder, finansiella ställning, resultat och framtidsutsikter samt av de värdepapper som erbjuds. Informationen ska vara skriven så att den är lätt att förstå och analysera.

Bolag som söker kapital via en gräsrotsfinansieringsplattform kan i vissa fall vara skyldiga att upprätta ett prospekt. Ett erbjudande eller upptagande till handel av överlåtbara värdepapper i ett publikt aktiebolag omfattas som huvudregel av prospektskyldigheten. Från denna huvudregel finns dock flera undantag. Av dessa är det främst undantagen som kan komma att aktualiseras vid investeringsbaserad gräsrotsfinansiering.⁶² Enligt bestämmelsen behöver ett prospekt inte upprättas om

- överlåtbara värdepapper erbjuds till allmänheten om erbjudandet endast riktas till kvalificerade investerare (1),
- erbjudandet riktas till färre än 150 fysiska eller juridiska personer, som inte är kvalificerade investerare, i en stat inom EES (2),
- erbjudandet avser köp av överlåtbara värdepapper till ett belopp motsvarande minst 100 000 euro för varje investerare (3),

⁵⁸ Prop. 2006/07:115 s 678.

⁵⁹ 1 kap. 8 § aktiebolagslagen (2005:551).

⁶⁰ Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG av den 4 november 2003 om de prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och om ändring av direktiv 2001/34/EG.

⁶¹ 2 kap. 1 § lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument.

⁶² 2 kap. 4 1–5 §§ lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument.

- vart och ett av de överlåtbara värdepapperen har ett nominellt värde som motsvarar minst 100 000 euro (4), eller
- det belopp som sammanlagt inom EES ska betalas av investerarna under en tid av tolv månader motsvarar högst 2,5 miljoner euro (5).

För de fall aktiebolagen är publika medför ovan nämnda undantag således att andelsbaserad gräsrotsfinansiering normalt inte omfattas av prospektskyldighet.

Det är normalt dock privata aktiebolag som är föremål för gräsrotsfinansiering och prospektreglerna anses inte vara tillämpliga på aktier i privata bolag. Med överlåtbara värdepapper avses sådana värdepapper utom betalningsmedel som kan bli föremål för handel på kapitalmarknaden.⁶³ Definitionen överlåtbara värdepapper har varit föremål för utredning i samband med genomförandet av prospektdirektivet och det första Mifid-direktivet.⁶⁴ Där framgår att aktier i privata bolag inte anses som överlåtbara värdepapper eftersom sådana aktier inte får spridas till en bredare krets eller blir föremål för organiserad handel.⁶⁵

Mot bakgrund av att aktier i privata aktiebolag inte anses utgöra överlåtbara värdepapper föreligger inte någon skyldighet att upprätta prospekt avseende dessa.

Sammanfattningsvis torde prospektskyldighet normalt inte uppstå vid gräsrotsfinansiering.

Lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden

Det krävs enligt lagen tillstånd för att få driva värdepappersrörelse. Företag som driver tillståndspliktig verksamhet enligt lagen ska följa en omfattande reglering av bland annat företagets organisation, riskhantering, kontrollfunktioner och uppförande. Företagen ska också ha vissa kapitalkrav.

Med värdepappersrörelse avses sådan verksamhet som består i att yrkesmässigt tillhandahålla investeringstjänster eller utföra investeringsverksamhet.⁶⁶ Tillstånd kan, med undantag för driften av handelsplattformar, uteslutande lämnas för tjänster avseende finansiella instrument. Med finansiella instrument avses bland annat överlåtbara värdepapper.⁶⁷

Som ovan konstaterats anses aktier utgivna av privata aktiebolag inte utgöra överlåtbara värdepapper och därmed inte finansiella instrument. Att tillhandahålla finansiella tjänster som avser aktier utgivna av privata aktiebolag omfattas därför normalt inte av tillståndsplikt enligt lagen. Endast i de fall de tjänster som tillhandahålls avser aktier utgivna av publika aktiebolag kan tillståndsplikt föreligga.

63 1 kap. 1 § (genom hänvisning till 1 kap. 4 § 2 i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden).

64 Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument och om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG och 93/6/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG samt upphävande av rådets direktiv 93/22/EEG.

65 Se prop. 2004/05:158 s. 68 och prop. 2006/07:115 s. 282.

66 1 kap. 5 § 14 och 28 (lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden).

67 1 kap. 4 § 1 lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden.

Särskilt om gränsöverskridande verksamhet

Inom EU-rätten styrs regleringen av och tillsynen över värdepappersföretag av Mifid-direktivet⁶⁸. Direktivet innehåller också en rätt för dessa företag att, med stöd av sitt hemlandstillstånd, bedriva gränsöverskridande verksamhet i andra medlemsstater (s.k. passportering).

Även om Mifid-direktivet lämnar visst utrymme för medlemsstaterna att på nationell nivå anta strängare reglering innebär direktivet att medlemsstaternas regelverk ska vara fullt ut harmoniserade vad avser sådana instrument och tjänster som omfattas av direktivet. Tillämpningen av dessa direktiv bygger dock i viss utsträckning i sin tur på nationell associationsrätt, som inte är harmoniserad. Detta kan bland annat få till följd att den svenska tillämpningen av definitionen av begreppet finansiella instrument inte överensstämmer med den tillämpning som görs av andra medlemsstater.

Företag som tillhandahåller tjänster som avser aktier i svenska privata aktiebolag faller, som framgått ovan, utanför tillämpningsområdet för Mifid-direktivet. Detta eftersom aktier i privata aktiebolag enligt svensk rätt inte är att anse som finansiella instrument. Följden av detta blir å ena sidan att svenska bolag av detta slag normalt inte kan få tillstånd att bedriva värdepappersrörelse från Finansinspektionen. Bolagen kan därmed inte heller bedriva gränsöverskridande verksamhet i andra medlemsstater genom passportering. Å andra sidan finns dock inget som hindrar att utländska tillsynsmyndigheter anser att aktier i privata aktiebolag utgör finansiella instrument, och att den verksamhet som de aktuella bolagen bedriver därför kräver tillstånd enligt Mifid-direktivet. Detta innebär att olika medlemsstater kan ha olika syn på hur tillsynen över dylika bolag ska bedrivas, och att svenska bolag riskerar att inte kunna konkurrera i andra medlemsstater på samma villkor som inhemska bolag.

Huruvida den verksamhet som typiskt sett utförs av en gräsrotsfinansieringsplattform kan anses utgöra någon av de tillståndspliktiga tjänsterna måste bedömas från fall till fall. Utgångspunkten är här hur plattformen och dess affärsmodell har utformats. Esmas har dock i en rapport som avser gräsrotsfinansiering angett att den verksamhet som normalt utövas av plattformar är mottagande och vidarebefordran av order i fråga om ett eller flera finansiella instrument. Med mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument avses enligt skäl 20 i andra Mifid-direktivet sammanförande av två eller flera investerare för att få till stånd en transaktion mellan dessa.⁶⁹

Av lagens förarbeten framgår att den som bara hänvisar någon som vill köpa eller sälja finansiella instrument vidare till ett värdepappersinstitut inte torde utföra investeringstjänsten mottagande och vidarebefordran av order. Det torde dock vara möjligt att anse att tillhandahållandet av en mötesplats för köpare och säljare av finansiella instrument varvid parterna därefter gör upp affären utanför mötesplatsen kan anses utgöra mottagande och vidarebefordran av order. Gränsdragningen mellan dessa två situationer bör göras utifrån hur mötes-

68 Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument och om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG och 93/6/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG samt upphävande av rådets direktiv 93/22/EEG.

69 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.

platsen är organiserad.⁷⁰ Även tillstånd för utförande av order avseende finansiella instrument på kunders uppdrag kan vara tillämpligt på en investeringsbaserad gräsrotsfinansieringsplattform. En plattform utför en order avseende finansiella instrument på kunders uppdrag om plattformen handlägger transaktionen mellan investerare och kapital-sökande företag ända fram till avslutet.⁷¹

Vidare kan en plattform anses tillhandahålla investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument enligt 2 kap. 1 § 5.⁷² Enligt motsvarande bestämmelse i första Mifid-direktivet omfattar begreppet investeringsrådgivning tillhandahållande av personliga rekommendationer till en kund, på dennes begäran eller på värdepappersföretagets initiativ, i fråga om en eller flera transaktioner som avser finansiella instrument, artikel 4.1.4. En personlig rekommendation är enligt artikel 52 i genomförandedirektivet⁷³ inte en personlig rekommendation, om den enbart sänds ut via distributionskanaler eller till allmänheten.

Lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder

I denna lag regleras förvaltare av alternativa investeringsfonder (AIF-förvaltare). Företag som omfattas ska följa omfattande regler som bland annat ställer krav på plattformens kapital, organisation, uppförande och marknadsföring. Definitionen av begreppet alternativ investeringsfond är bred och kan träffa en rad olika typer av verksamheter, dess innebörd bör dock tolkas restriktivt.⁷⁴ Finansinspektionen känner i dagsläget inte till aktörer som bedriver gräsrotsfinansiering som skulle kunna omfattas av AIF-regelverket. Med den breda definitionen av begreppet alternativ investeringsfond kan det dock inte uteslutas att framtida affärsmodeller inom gräsrotsfinansiering eventuellt kan komma att omfattas av regelverket. Vissa plattformar kan använda sig av en affärsmodell som ger plattformen en fondliknande struktur. Det kan exempelvis handla om att sätta upp ett särskilt holdingbolag för varje investering som plattformen förvaltar.

En AIF-förvaltare är en juridisk person vars normala verksamhet består i förvaltning av en eller flera alternativa investeringsfonder. Med en alternativ investeringsfond avses ett företag som har bildats för kollektiva investeringar och som tar emot kapital från ett antal investerare för att investera det i enlighet med en fastställd investeringspolicy till förmån för dessa investerare.⁷⁵

Fonden kan utgöras av olika företagsformer såsom exempelvis ett aktiebolag eller ett kommanditbolag. Företaget ska dock ha bildats för kollektiva investeringar i avsikt att skapa avkastning för investerarkollektivet. Investeringarna ska ske enligt en fastställd investeringspolicy. Med en fast investeringspolicy avses en grundläggande plan eller målsättning som är beslutad och dokumenterad och som binder förvaltarens handlingsförmåga i förhållande till det förvaltade kapitalet. En fastställd investeringspolicy kan dock föreligga även i andra situation-

⁷⁰ Prop. 2006/07:115 s. 306.

⁷¹ Prop. 2006/07:115 s. 300f.

⁷² 2 kap. 1 § 5 lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden.

⁷³ Kommissionens direktiv 2006/73/EG av den 10 augusti 2006 om genomförandet av Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG vad gäller organisatoriska krav och villkor för verksamheten i värdepappersföretag, och definitioner för tillämpning av det direktivet.

⁷⁴ Prop. 2012/13:155 s. 192.

⁷⁵ 1 kap. 2-3 §§ lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder.

er. Investeringarna har generellt inte någon löpande kontroll avseende investeringarna.

Eftersom investeringen ska ske till förmån för fondens investerare betraktas ett verksamhetsdrivande aktiebolag normalt inte som en alternativ investeringsfond. Verksamheten utgörs ju i sådana fall av något annat än att investera företagets kapital i enlighet med en fastställd investeringspolicy till förmån för dess investerare. Syftet med investeringen måste vara att ge avkastning till dem som investerar.

En ytterligare förutsättning för att klassificeras som en alternativ investeringsfond är att fonden inte kräver auktorisation enligt artikel 5 i Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/65/EG av den 13 juli 2009 om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag), senast ändrat genom Europaparlamentets och rådets direktiv 2011/61/EU.

Regler som är relevanta för lånebaserad gräsrotsfinansiering
Lånebaserad gräsrotsfinansiering är till vissa delar reglerad, till skillnad från den andelsbaserade. Affärsmodellerna kan dock skilja sig åt mellan olika plattformar. En plattform kan antingen agera som enbart en förmedlare av kontakt mellan långgivare och låntagare eller ha en mer aktiv roll genom att exempelvis tillhandahålla överföringar av medel. Olika regelverk kan därför bli tillämpliga. Utöver de regler som framgår i början av detta avsnitt kan plattformar som tillhandahåller lånebaserad gräsrotsfinansiering omfattas av reglerna i

- lagen (2014:275) om viss verksamhet med konsumentkrediter och
- konsumentkreditlagen (2010:1846).

Lagen (2014:275) om viss verksamhet med konsumentkrediter

En plattform som lämnar eller förmedlar krediter till konsumenter, och konsumenter emellan, men som inte har tillstånd enligt lagen (2010:751) om betaltjänster eller lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse, kan bedriva verksamhet som kräver tillstånd enligt lagen (2014:275) om viss verksamhet med konsumentkrediter. Lagen omfattar verksamhet som består i att lämna eller förmedla krediter till konsumenter. Lagen är inte tillämplig när krediten lämnas till en näringsidkare. Tillståndsplikten kan även omfatta verksamhet som endast består i att förmedla krediter till eller mellan konsumenter utan att hantera medel. Tillståndsplikten kan också omfatta verksamhet som inte består i att sammanföra låntagare och långgivares medel utan endast att sammanställa och tillhandahålla individuella lånepreferenser samt kontakt- och kontouppgifter.

Den som bedriver tillståndspliktig verksamhet enligt lagen om viss verksamhet med konsumentkrediter är skyldig att driva verksamheten på ett sätt som är sunt. Sundhetskravet, som går utöver kravet på god kreditgivningssed, innebär att företaget bland annat måste ha interna regler om kreditgivning. Lagen ställer dessutom särskilda krav på ägare och ledning. Den som bedriver tillståndspliktig verksamhet enligt lagen är även skyldig att följa reglerna i konsumentkreditlagen (2010:1846).

Konsumentkreditlag (2010:1846)

Konsumentkreditlagen tillämpas på krediter som en näringsidkare lämnar eller erbjuder en konsument. Lagen gäller också kredit som

lämnas eller erbjuds en konsument av någon annan än en näringsidkare, om krediten förmedlas av en näringsidkare som ombud för kreditgivaren. En kreditförmedlare är en näringsidkare som, utan att vara kreditgivare, mot ersättning erbjuder ett kreditavtal, bistår en konsument innan ett kreditavtal ingås eller inom ramen för ett uppdragsförhållande ingår ett kreditavtal som ombud för kreditgivaren. Lagen är inte tillämplig när krediten lämnas till en näringsidkare.

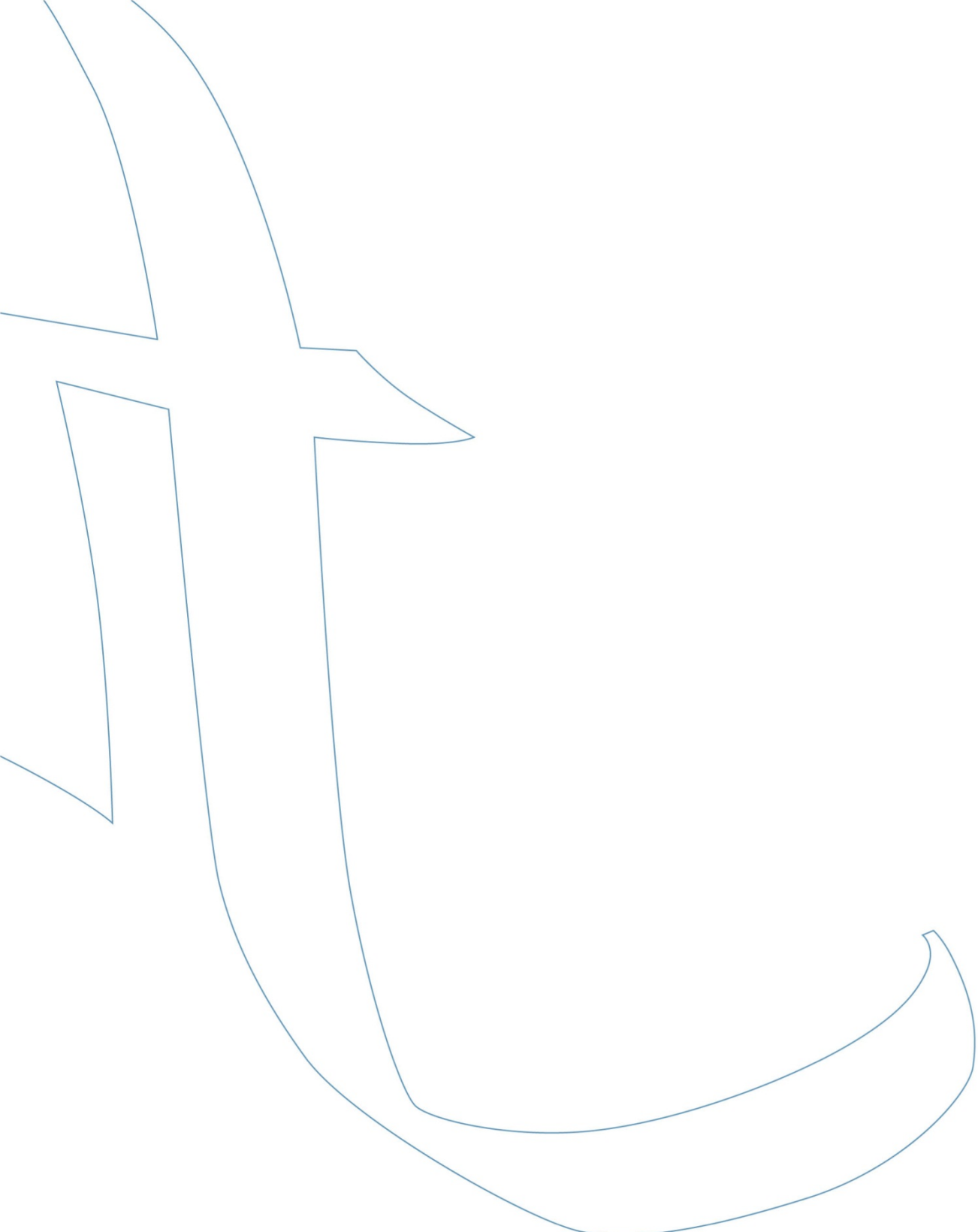
Om plattformens verksamhet överensstämmer med lagens tillämpningsområde omfattas verksamheten av lagens bestämmelser om informationskrav och ångerrätt. Ångerrätten kan dock inte utnyttjas när kreditgivaren är en konsument, eftersom ett beslut att utnyttja ångerrätten ska meddelas en näringsidkare. Om sådan information som ska lämnas inte lämnas ska marknadsföringslagen (2008:486) tillämpas med undantag av vissa bestämmelser om marknadsstörningsavgift.⁷⁶

I de fall en plattform förmedlar krediter mellan långgivare och en låntagare torde plattformen kunna anses vara kreditförmedlare. I de fallen inträder en skyldighet att bland annat informera om avgifter som ska betalas till förmedlaren för denna tjänst.

Plattformar som har tillstånd enligt lagen (2010:751) om betaltjänster eller lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse och vars verksamhet omfattar kreditverksamhet i förhållande till konsumenter måste också följa reglerna i konsumentkreditlagen.

Tabell över relevanta lagar fördelat på tillsynsmyndigheterna

Finansinspektionen	Konsumentverket
lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument,	lagen (1994:1512) om avtalsvillkor i konsumentförhållanden,
lagen (1996:1006) om anmälningsplikt avseende viss finansiell verksamhet,	lagen (2002:562) om elektronisk handel och andra informationssamhällets tjänster,
lagen (2004:97) om bank- och finansieringsrörelse,	lagen (2005:59) om distansavtal och avtal utanför affärslokaler,
aktiebolagsslagen (2005:551),	marknadsföringslagen (2008:486), och
lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden,	Konsumentkreditlag (2010:1846)
lagen (2010:751) om betaltjänster,	Tillsyn över informationsbestämmelser i lagen (1996:1006) om anmälningsplikt avseende viss finansiell verksamhet.
Konsumentkreditlag (2010:1846)	Tillsyn över informationsbestämmelser i lag (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder.
lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder,	
lagen (2014:275) om viss verksamhet med konsumentkrediter	



Finansinspektionen
Box 7821, 103 97 Stockholm
Besöksadress Brunnsgatan 3
Telefon 08-787 80 00
Fax 08-24 13 35
finansinspektionen@fi.se

www.fi.se