



EXAMENSARBETE
FASTIGHET OCH FINANS
FINANS
GRUNDNIVÅ, 15 HP
STOCKHOLM, SVERIGE 2019

KONKURS PÅ SMÅSPARARNAS BEKOSTNAD CROWDFUNDING AV FASTIGHETSPROJEKT

FREDRIK BLOMQVIST
AUGUST VILHELMSON

Bachelor of Science Thesis

Title	Bankruptcy on Behalf of Private Investors – Crowdfunding of Real Estate
Author(s)	Fredrik Blomqvist and August Vilhelmson
Department	Real estate and construction management
Bachelor Thesis number	TRITA-ABE-MBT-19219
Supervisor	Andreas Fili
Keywords	Real Estate Crowdfunding, Tessin, Bankruptcy

Abstract

This bachelor thesis focuses on the two housing projects partially financed via Tessin's crowdfunding platform that faced insolvency. The purpose is to discuss whether or not the two bankruptcy projects differ from the successfully completed projects and if so, is there reason to question the fact that they were financed at all. The report is limited to crowdlending and geographically to Sweden and the Swedish crowdfunding platform Tessin. The report takes a quantitative approach where a typical project has been derived from 53 successful real estate development projects. This typical projects is later numerically compared with the two unsuccessful ones. Project owner factors as well as project specific factors for the two unsuccessful projects have been compared to its peers with the intention to identify any significant deviations. The deviation is then evaluated and discussed in line with the theoretical framework. Among theories are The Pecking order Theory and Market for Lemons. The ultimate goal is to answer the question: *With regards to the data available before the financing of these unsuccessful projects. Was there, at the time for financing, deviation from the typical project of such character one should have realized the two projects were doomed to fail?* In one of the unsuccessful projects the conclusion is that the deviations were of such character, and in the other it is not as clear.

Acknowledgement

We would like to thank our supervisor Andreas Fili for his guiding through the project. Your sense of humor and enthusiasm is contagious.

Examensarbete

Titel	Konkurs på småspararnas bekostnad – crowdfunding av fastighetsprojekt
Författare	Fredrik Blomqvist och August Vilhelmson
Institution	Institutionen för fastigheter och byggande
Examensarbetsnummer	TRITA-ABE-MBT-19219
Handledare	Andreas Fili
Nyckelord	Crowdfunding, fastighetsprojekt, Tessin, konkurs

Sammanfattning

Denna rapport tar sikte på de två konkursprojekt som till viss del finansierats av småsparare via crowdfundingplattformen Tessin. Syftet är att diskutera om och i så fall hur konkursprojekten skiljer sig från lyckade bostadsprojekt som finansierats via Tessin och om det finns anledning att tycka att de inte borde ha finansierats överhuvudtaget. Avgränsningar görs till bostadsprojekt finansierade via Tessin i Sverige sedan tjänsten grundades 2014. Rapporten baseras på en kvantitativ metodansats där 53 stycken lyckade projekt inom bostadsutveckling sammanställts till ett typprojekt som senare jämförs rent numeriskt mot de två konkursprojekten. Jämförelser görs både på projekt- och verksamhetsnivå med avsikten att identifiera eventuella avvikelser. Avvikelseernas betydelse utvärderas och kopplas till den utvalda teorin, däribland The Pecking order Theory och Market for Lemons. Målet är att besvara frågeställningen: *Finns det för konkursprojekten betydande avvikelser från Tessins typprojekt av sådan karaktär att man bort inse ett misslyckande redan före finansiering?* I det ena konkursprojektet är avvikelserna så pass betydande att man bort inse ett misslyckande redan före finansiering och således kunnat undvika att nu 20 mkr från småsparare står på spel i ett långdraget konkursförfarande. I det andra projektet är bristerna inte lika uppenbara.

Förord

Stort tack till vår handledare Andreas Fili som bidragit med god vägledning genom projektet. Din humor och entusiasm smittar av sig.

Innehållsförteckning

1. INLEDNING	8
1.1 BAKGRUND.....	8
1.2 SYFTE	8
1.3 METOD.....	8
1.4 FRÅGESTÄLLNING	8
1.5 AVGRÄNSNINGAR.....	9
2. UTÖKAD BAKGRUND	9
2.1 KRISEN 2008 / BASEL III.....	10
2.2 TRADITIONELL FASTIGHETSFINANSIERING	11
2.2.1 Banklån	11
2.2.2 Obligationer	11
2.3 CROWDFUNDING	11
2.3.1 Andelsbaserad.....	12
2.3.2 Lånebaserad.....	12
2.3.3 Donationsbaserad.....	12
2.3.4 Belöningsbaserad.....	12
2.4 CROWDFUNDING AV FASTIGHETER.....	12
2.4.1 Tidigare studier	12
2.4.2 Tessin	13
2.5 LEGALA ASPEKTER	13
2.5.1 Spridningsförbudet.....	13
2.5.2 Tillit och informationstillgänglighet.....	14
2.6 FASTIGHETSMARKNADENS UTVECKLING	14
2.7 BEGREPPET KONKURS	14
3. TEORI.....	15
3.1 INTRESSEKONFLIKT	15
3.2 MORAL HAZARD	15
3.3 INFORMATIONASASYMMETRI	15
3.4 PECKING ORDER-TEORI.....	16
3.5 MARKET FOR LEMONS	16
3.6 ADVERSE SELECTION	17
3.7 WORD OF MOUTH	17
3.8 FLOCKBETEENDE	17
4. EMPIRI	17
4.1 TESSINS TYPPROJEKT	17
4.2 KONKURSPROJEKT	19
4.2.1 Axxonen Properties AB.....	19
4.2.1.1 Konkurs 1 - Terrasslägenheter på Kungsholmen.....	19
4.2.1.2 Finansiell ställning	20
4.2.1.3 Avvikelse från typprojekt	21
4.2.1.3 Konkursförfarande	21
4.2.2 Albert Hansson Finans och Fastigheter AB	21
4.2.2.1 Konkurs 2 - Topprenoverade lägenheter i hjärtat av Båstad	22
4.2.2.2 Finansiell ställning	23
4.2.2.3 Avvikelse från typprojekt	23
4.2.2.4 Konkursförfarande	24
5. ANALYS.....	24
6. SLUTSATS.....	26
7. KÄLLFÖRTECKNING	27
7.1 BÖCKER	27

7.2 RAPPORTER	27
7.3 WEBBASERADE REFERENSER.....	29
7.4 ARTIKLAR	30
7.5 BILDER OCH ILLUSTRATIONER.....	31

1. Inledning

1.1 Bakgrund

De senaste 20 åren har vårt samhälle förändrats i takt med att den tekniska utvecklingen. Vi har ändrat sättet vi arbetar på och hur vi kommunicerar. Tekniken har lett till globalisering och tillgången till kunskap och information är större än någonsin. Crowdsourcing är ett samlingsbegrepp för när folk hjälper varandra att lösa olika problem över onlineplattformar (SOU 2018:20). En gren av crowdsourcing är crowdfunding (gräsrotsfinansiering på svenska). Det är processen när ett stort antal personer, ofta via en onlineplattform, bidrar med mindre belopp för att finansiera ett projekt (Nationalencyklopedin. 2019). Efter finanskrisen 2008 och införandet av de nya Basel III-reglerna har alternativa finansieringslösningar, inklusive crowdfunding, blivit både vanligare, populärt och accepterat bland framförallt småsparare. Bankernas kapitaltäckningskrav innebär att deras utlåning blir mer restriktiv. Crowdfunding har visat sig spela en viktig roll för entreprenörer i behov av pengar, men har också i många fall lämnat en bra avkastning till investerare eller finansiärer. I takt med att fenomenet blivit större kan idag även byggprojekt och fastighetsförvärv finansieras via crowdfunding, i Sverige bland annat via plattformen Tessin. Tessin har hittills anskaffat en och en halv miljard kronor i kapital, och återbetalat 640 miljoner med ränta (Tessin, 2019a). Två projekt har emellertid finansierats för att sedan gå i konkurs och privatpersonerna som finansierat dem har sannolikt förlorat totalt 50 miljoner kronor. Ett av projekten har trots konkursen återbetalats till finansiärerna med ränta, medan det andra fortfarande är oklart.

1.2 Syfte

Syftet med denna rapport är att diskutera om och i så fall hur de två projekt som gått i konkurs skiljer sig från lyckade bostadsprojekt som finansierats via Tessin och om det finns anledning att tycka att de inte borde ha finansierats överhuvudtaget.

1.3 Metod

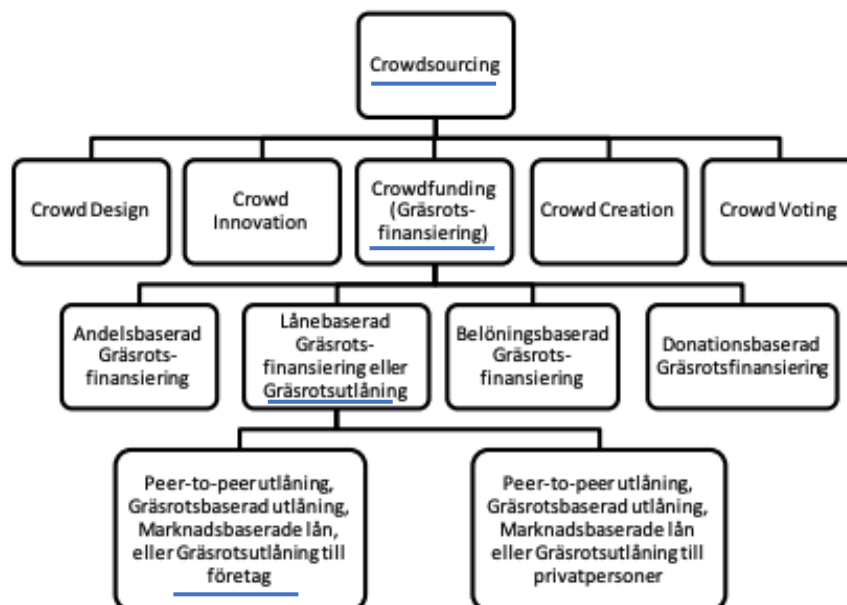
Kvalitativa studier styrker analys med ord och visuella bilder och förknippas ofta med småskaliga projekt ur ett holistiskt perspektiv. Detta är en kvantitativ studie där analys styrks av siffror ofta användbart vid större projekt där man analyserar specifika variabler. (Denscombe, 2010) En kvantitativ ansats gör det möjligt att jämföra finansierade bostadsprojekt rent numeriskt med varandra. För att besvara frågeställningen samlas data in från samtliga bostadsprojekt finansierade via Tessin. De två misslyckade ställs i relation mot de lyckade bostadsprojekten för att finna eventuella avvikelser. Avvikelseerna ligger till grund för det slutgiltiga resultatet. Jämförelsen görs statistiskt på beräknade medianvärden. Aritmetiska medelvärden används inte då de tenderar ge missvisande resultat som inte speglar verkligheten framförallt vid stor spridning av datapunkter (Newbold, 2012). Att justera för extremvärden är ett alternativ, dock med risk för partisk gallring (ibid). Därav används medianvärden. Datainsamling sker från webbaserade källor med hjälp av webbskrapning för att effektivisera processen och kategorisera data (Denscombe, 2010). Vidare sammanställas detta i Microsoft Excel vilket presenteras i tabeller och diagram för att på ett så tydligt sätt som möjligt förmedla informationen i rapporten. Data inhämtas på projektnivå och finansielldata på verksamhetsnivå, från respektive projektbolag. Målet är att presentera ett typprojekt för bostadsutveckling som framgångsrikt finansierats via crowdfundingplattformen Tessin, för att sedan kunna jämföra med konkursprojekt, och mynna ut i en diskussion med slutsatser.

1.4 Frågeställning

Finns det för konkursprojekten betydande avvikelser från Tessins typprojekt av sådan karaktär att man bort inse ett misslyckande redan före finansiering?

1.5 Avgränsningar

I figur 1 nedan illustrerar de understrukna rubrikerna de områden rapporten avgränsas till. I övrigt har vi begränsat oss till finansierade bostadsprojekt i Sverige via crowdfundingplattformen Tessin och därmed lånebaserad (till skillnad från andelsbaserad) crowdfunding, även kallat crowdlending.



Figur 1. Understrukna områden är de områden rapporten är avgränsad till. Källa: SOU 2018:20

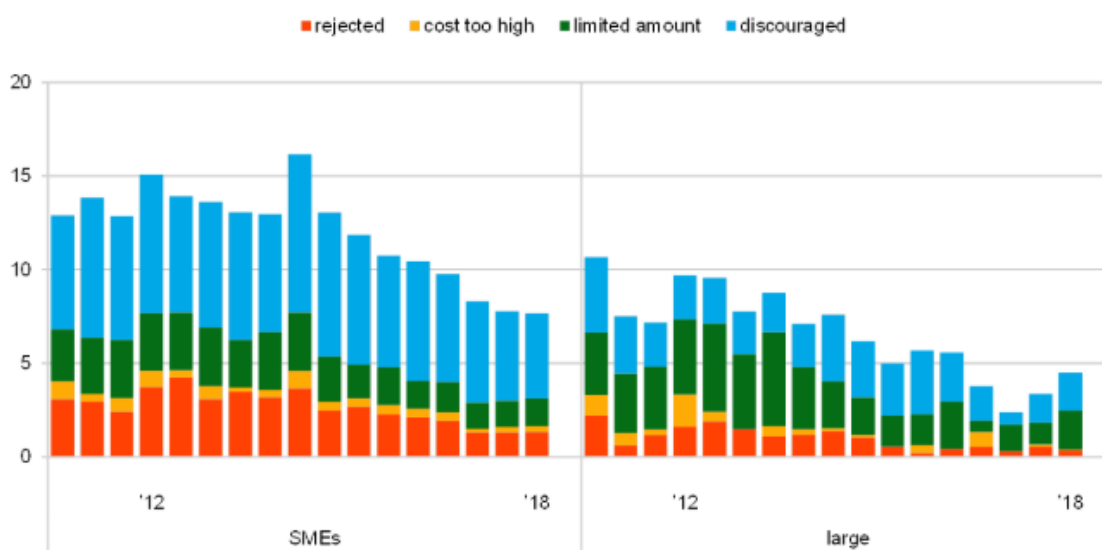
2. Utökad bakgrund

Det traditionella banksystemet i Sverige har alltid varit mer inriktat på finansiering av större företag. Anledningen till detta kan till stor del förklaras av Sveriges historiska storföretagsdominans (Kontigo, 2011). Sveriges industri har haft störst tillväxt i kapitalintensiva näringar som stål, trä och järn (ibid). I Sverige ledde den industriella revolutionen och storföretagens tillväxt till många jobb och samtidigt sköt Sveriges bruttonationalprodukt i höjden. De stora företagen blev dominanta och stordriftsfördelarna gjorde det svårt för mindre aktörer att slå sig fram. Detta drevs på ytterligare av att typen av industri som bedrevs i Sverige var av sådan natur att den inte kan bedrivas i liten skala. När industrin fick fart blev till exempel Sundsvall centrum för världens träexport. Bankerna var då precis som nu extremt riskaverta och kapitalet allokeras till de etablerade aktörerna som kan presentera fullgoda säkerheter och stark finansiell historik. Det diskuteras därför om historien mynnat ut i en kultur som delvis hämmar nyföretagande (Kontigo, 2011).

Under 2013 publicerades en rapport från tillväxtverket i syfte att beskriva crowdfunding som fenomen, kartlägga internationella erfarenheter och svenska aktiviteter inom det, däribland nya företag, analysera problem, möjligheter och legala förutsättningar och dra generella slutsatser om det finns anledning för staten att förhålla sig till fenomenet och i så fall hur (Tillväxtverket, 2013). Rapporten hänvisar flera gånger till rapporten "små företags behov av krediter och system för att tillgodose dem" som Kontigo (2011) skrev på uppdrag av tillväxtverket. I den analyseras huruvida det finns ett finansieringsgap som hämmar tillväxten i Sverige. Finansieringsgap betyder i det här fallet att företag har svårare att anskaffa kapital än vad som motiveras med hänsyn till deras framtida intjäningsförmåga (ibid). Begreppet utgår främst ifrån effektivitet ur samhällsekonomiskt perspektiv och det diskuteras om det upplevda finansieringsgapet för nystartade och små företag kanske inte alls är en effektivitetsförlust utan snarare motsatsen (ibid). Det kan de facto vara både effektivt och rationellt ur ett samhällsekonomiskt perspektiv

att ett företag **inte** får finansiering. I diskussionen analyserar vi vidare huruvida crowdfunding effektiviserar kapitalmarknaden eller ej.

Forskningen är oense om huruvida ett finansieringsgap överhuvudtaget existerar, och om det gör det, hur stort det är. Generellt kan sägas att finansieringsgapet i vart fall varierar över tid (Landström, 2003). Forskning visar att majoriteten av alla jobb i Europa skapas av små och medelstora företag. Dessa bolag utgör 99 % av samtliga företag i Europa. En klar majoritet av dessa företag har färre än tio anställda. (De Buysere et al., 2012) Europeiska centralbanken rapporterar löpande små och medelstora företags finansieringssituation med undersökningen *Access to Finance Survey* (figur 1). Efter finanskrisen upplevde många mindre företagare att bankerna blivit mer restriktiva i sin utlåning. Trenden verkar dock ha vänt under senare år, och sedan 2015 har vi haft en nedåtgående trend i antalet företagare som upplever hinder med att få banklån. Faktum är att vi är nere på en historisk lägsta-nivå för mindre och medelstora företag enligt ECB:s senaste mätning (ECB, 2018). Även för stora företag är vi nere på historiskt låga nivåer. Trots den nedåtgående trenden finns fortfarande problematik.



Figur 2. Hinder att få ett banklån för små och medelstora bolag respektive stora bolag i Euroområdet. procent av svarande, halvårsvis. Källa (ECB 2018).

2.1 Krisen 2008 / Basel III

Som direkt följd av finanskrisen 2008–2009 arbetade Baselkommittén fram ett modifierat regelverk för bankernas handelslager. Det modifierade regelverket kallas Basel 2,5 och hade som syfte att snabbt hantera några av de uppenbara riskerna som uppdragats efter krisen (Baselkommittén, 2016b). Regelverket innebar högre kapitaltäckningskrav för värdepapperiseringar och andra komplexa produkter i bankernas handelslager. Basel 2,5 var en tillfällig lösning och ett mer omfattande regelverk behövde formas; därav Basel III. Regelverkets syfte är att stärka bankernas balansräkningar och minska risken för framtida finansiella kriser. (Niemeyer, 2016)

De stora skillnaderna mellan Basel II och Basel III är skillnaden i kapitaltäckningskrav och likviditetskrav. I Basel II fanns ett krav på att minst åtta procent av bankens riskvägda tillgångar ska finansieras med eget kapital, varav minst fyra procent kärnprimärkapital och annat primärkapital. Dock minst två procent kärnprimärkapital. (Niemeyer, 2016) Primärkapital definieras som den typ av kapital med vilken en bank kan bedriva verksamhet och förbli solvent, (Europeiska rådet, 2019). I Basel III krävs att minst 4,5 procent av dessa åtta är kärnprimärkapital. Primärkapital av högsta kvalitet kallas kärnprimärkapital och utgörs i huvudsak av aktiekapitalet och tidigare vinster, (Niemeyer, 2016). Utöver soliditetskraven ovan finns två likviditetskrav. En kortsiktig likviditetstäckningsgrad (Liquidity Coverage Ratio, LCR) och en långsiktig nettofinansieringskvot (Net Stable Funding Ratio, NSFR). LCR

speglar bankens förmåga att fullfölja dess kortsiktiga förpliktelser. LCR-kravet ska stärka bankerna i perioder av stress. Det har gjorts genom att sätta likvida tillgångar för varje bank i relation till dess respektive nettokassautflöde. Enligt Baselregelverket får bankens LCR inte understiga 100 procent enligt formeln nedan:

$$LCR = \text{Likvida tillgångar} / (\text{utflöde 30 dagar under stress} - \text{inflöde 30 dagar under stress})$$

Det innebär att bankerna måste hålla likvida tillgångar minst lika stora som det förväntade nettoutflödet under en stressad 30-dagarsperiod. (ibid) Nettofinansieringskvoten tar sikte på stabilisering av den så kallade löptidsomvandlingen. Eftersom banker finansierar sig på kapitalmarknaden och genom inlåning är stor del av deras tillgångar finansierade kortsiktigt. Deras utlåningsverksamhet är däremot ofta långsiktig. Förenklat förvandlar banker alltså kortsiktig inlåning till långsiktig utlåning (Niemeyer, 2016). NSFR definieras som följande:

$$NSFR = \text{tillgänglig stabil finansiering under ett år} / \text{behov av stabil finansiering under ett år}$$

NSFR får inte understiga 100 procent. Bankerna måste således ha tillgång till stabil finansiering för att täcka behovet av stabil finansiering på ett års sikt (Niemeyer, 2016). Ikraftträdandet av Basel III har tvingat bankerna att bli striktare i sin utlåning. Det har lett till att alternativa finansieringslösningar vuxit fram, däribland crowdfunding.

2.2 Traditionell fastighetsfinansiering

2.2.1 Banklån

Banklån är en typisk finansieringsform för fastighetsbolag och projektering. De är bilaterala avtal mellan fastighetsinvestorer och banken. Löptid, ränta, amorteringsstruktur och förfallovillkor varierar från fall till fall. För att minimera kreditförluster har banker inskrivna villkor så kallade kovenanter. Likviditet- och soliditetsmått är exempel på kovenanter och lånet förfaller till betalning om någon av villkoren över- eller underskrids. En vanlig likviditetskovenant är nettoskuld i förhållande till Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization, EBITDA. (Mishkin et al., 2013) Kvoten ger en indikation om företagets möjlighet att betala av sin utestående skuld med intäkterna verksamheten genererar. Bankernas kreditbedömning sker med stor hänsyn till företagets historiska återbetalningsförmåga varför det är svårt för nystartade företag med begränsad eller ingen historik att få förmånliga lånevillkor. (ibid)

2.2.2 Obligationer

Obligationer är liksom banklån en vanlig finansieringsform för fastigheter. En obligation är ett finansiellt instrument som ställs ut på kapitalmarknaden och handlas i de flesta fall öppet på en börs. En obligation ger innehavaren rätt att åtnjuta räntebetalningar under löptiden för att sedan få tillbaka det utlånade beloppet vid obligationens förfall. Instrumenten kan också handlas på en andrahandsmarknad. Likviditeten och omsättningen är dock lägre än den för aktier eftersom investerare i obligationer generellt har en så kallad "buy and hold"-strategi. Obligationsskuld redovisas som räntebärande skuld på balansräkningen till skillnad från eget kapital som redovisas som skuld till aktieägarna. Obligationsfinansiering påverkar liksom bankenskuld företagets soliditetsmått. Obligationsmarknaden har vuxit mycket sedan subprime-krisen 2008-09 och totalt har lånevolymen (obligationer och andra lån) mer än dubblats det senaste decenniet. (McKinsey, 2018)

2.3 Crowdfunding

Crowdfunding i sig är inget nytt fenomen utan det finns exempel från förr innan termen var allmänt vedertagen. En av pionjärerna är USA, året var 1885 i New York då frihetsgudinnan var under uppförande. Statyn fraktades från Frankrike men piedestalen som pjäsen vilar på är finansierad med mer än 160 000 donationer från folket. Detta efter ett misslyckat försök att finna finansiering på annat håll.

Inte heller var staten villig att bidra från statskassan. Förläggaren Joseph Pulitzer var upphovsman till idén om en kollektiv insamling. I hans egen tidning The New York World annonserades möjligheten att donera valfri summa till det blivande landmärket, och frihetsgudinnan blev verklighet. På fem månader anskaffades \$101 091 vilket var tillräckligt för att färdigställa piedestalen och dessutom uppkom ett överskott som skänktes till skulptören. Tre fjärdedelar av donationerna var under \$1. (BBC, 2013). Vad som skedde i USA kallas för crowdsourcing, en kombination av begreppen "crowd" och "outsourcing" (SOU 2018:20). Crowdfunding är en specifik typ av crowdsourcing, där det sistnämnda kan vara vad som helst som hämtas från massan medan crowdfunding syftar till kapital. Crowdfunding definieras som en metod för projektfinansiering med mindre belopp från större antal personer, ofta via internet, (Nationalencyklopedin, 2019). Crowdfunding definieras på samma sätt i den här rapporten, de fyra huvudsakliga typerna av crowdfunding är:

2.3.1 Andelsbaserad

Andelsbaserad crowdfunding, enskilda investerare i företag genom att mindre andelar av bolaget säljs. Används främst som finansiering av bolag i tidigt stadium. (De Buysere et al., 2012)

2.3.2 Lånebaserad

Enskilda lånar ut till befintliga företag i utbyte mot en förhandsbestämd räntesats. Många individuella långgivare bidrar till ett lån (Baeck et al., 2014). Vid lånebaserad crowdfunding ingår kapitalsökande och finansören ett avtal sig emellan. Respektive part ingår i sin tur ett uppdragsavtal med företaget som tillhandahåller låneplattformen. Plattformen agerar således mellanhand mellan de två parterna, likt en börs eller annan marknadsplats. (SOU 2018:20)

2.3.3 Donationsbaserad

Donationsbaserad crowdfunding, enskilda donerar mindre belopp för att uppnå ett större finansieringsmål för särskild välgörenhet utan finansiellt eller materiellt utbyte (De Buysere et al., 2012). Förekommer primärt lokalt i småskaliga projekt för välgörande ändamål (Baeck et al., 2014).

2.3.4 Belöningsbaserad

Belöningsbaserad crowdfunding, enskilda donerar till ett specifikt projekt med förväntningen att belönas senare i form av en konkret belöning eller produkt (ej finansiell) i utbyte mot deras donation. (Baeck et al., 2014)

2.4 Crowdfunding av fastigheter

2.4.1 Tidigare studier

Tidigare studier kring crowdfunding kopplat till fastigheter är relativt begränsat i jämförelse med många andra områden, av naturliga skäl. Däremot har tre studenter från Lunds Universitet kartlagt de risker man utsätts för som investerare i kandidatarbetet: *Funderar du på att investera i fastigheter via crowdfunding?* (2017). De nyttjade en kvalitativ metod i syfte att konstruera en modell över risker kopplade till crowdfunding av fastigheter. Den slutgiltiga modellen finns tillgänglig i bilaga 1 där samtliga risker presenteras och vem som kan påverka respektive risk. De risker som presenteras återfinns även i ett masterarbete på samma område *Crowdfunding av Fastigheter – Risker och Möjligheter* (2016). I den sistnämnda rapporten används likaså en kvalitativ ansats där slutsatserna överensstämmer med den förstnämnda rapporten. De risker som bägge rapporter belyser primärt är informationsasymmetri mellan parterna och bristfällig due diligence från investerarnas sida till följd av crowdfundingens natur där småsparare tenderar sakna resurser och möjlighet att utföra en ordentlig sådan. Regeringen har låtit göra en offentlig utredning på området crowdfunding eller gräsrotsfinansiering som de benämner det. Med legal struktur i fokus identifierar de risker förknippade

med crowdfunding samt föreslår regleringar i syfte att stärka konsumentskyddet, (SOU 2018:20). Bland dessa risker diskuteras den framstående informations- och likviditetsrisken inom crowdfunding som investeringsform (ibid).

2.4.2 Tessin

När Basel-III direktiven infördes efter finanskrisen 2008 ställdes allt högre krav på banker. Kraven innefattar bland annat bättre kapitaltäckning, likviditet och strängare regler för utlåning i syfte att minska kreditrisken. Detta kom att påverka fastighetsbranschen. Jonas Björkman tillsammans med två andra såg möjligheten att lösa bristen av finansiering på grund av behovet av större andel eget kapital hos fastighetsutvecklare genom crowdfunding. Tessin Nordic AB grundades 2014 och introducerades samma år på den svenska kapitalmarknaden som den första crowdfunding-tjänsten för fastigheter i Sverige, (Tessin, 2019b). Projektbolag i behov av finansiering erbjuds via Tessins investerarnätverk andelsbaserad crowdfunding för att bidra med eget kapital och täcka upp bristen. Plattformen som Tessin tillhandahåller sammankopplar fastighetsprojekt med kapital från olika investerare. Tessin agerar som en intermediär (mellanman) och tar ut en fast överenskommen procent av det sökta beloppet. Under våren 2016 lanserade Tessin crowdlending och har efter hösten 2017 helt slutat med att erbjuda andelsbaserad crowdfunding då de anser den investeringsformen vara för riskfylld för investerare (BreakIT, 2019). Idag är Tessin ledande på den nordiska marknaden för crowdfunding av fastighetsprojekt (ibid, 2019). Projekten har hittills inbringat konkurrenskraftig avkastning och gjort det möjligt för mindre investerare att direkt exponeras mot enskilda fastighetsprojekt. En marknad som tidigare krävt stort kapital från varje enskild investerare. Andels- och lånebaserad crowdfunding görs ofta i syfte att toppbelåna projekt. De som tar upp skuld genom Tessin har ofta 20 procent i eget kapital, 60 procent bankfinansiering och ytterligare 20 procent via crowdfunding, (Tessin, 2019c).



Figur 3. Kapitalstrukturen vid projektfinansiering via Tessin. Källa: Tessin (2016)

2.5 Legala aspekter

2.5.1 Spridningsförbudet

Det diskuteras om crowdfunding och sättet plattformarna fungerar strider mot spridningsförbudet i aktiebolagslagen (SOU 2018:20). Det är en viktig del av finansinspektionens rapport (2015) att utreda detta och komma med ett förslag om lagändring. Spridningsförbudet innebär att privata aktiebolag inte får genom *annonsering* vända sig till allmänheten för kapitalanskaffning (Finansinspektionen, 2015). Privata aktiebolag får inte heller *på annat sätt* försöka sprida sina värdepapper till fler än 200 personer

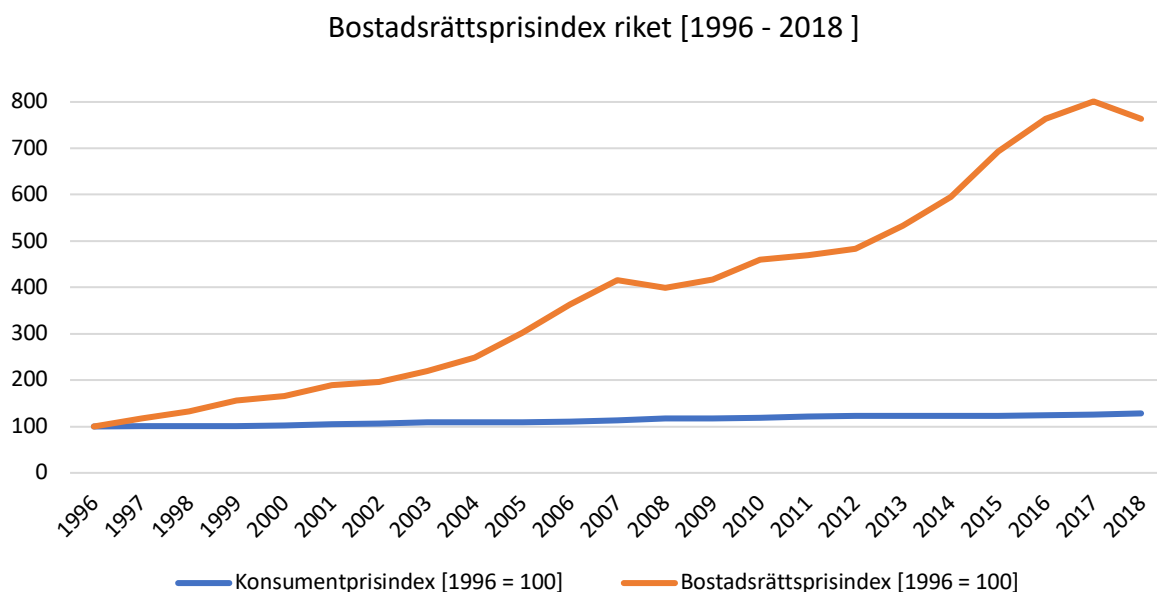
(ibid). Publika noterade aktiebolag lyder till skillnad från privata aktiebolag under striktare regler vad gäller framförallt bolagsstyrning varför man tillåter spridning, och tvärtom finns det ett spridningsförbud för privata aktiebolag (FAR, 2019). Syftet med regeln är inte att hindra privata aktiebolag från att finansiera sig med externt kapital, utan att skydda investerare. Av den anledningen finns det undantag från regeln när ett erbjudande riktar sig till en krets föranmälda intressenter, om siffran inte överstiger 200 poster (ibid). Vidare anser Finansinspektionen att någon form av inloggningskrav på plattformarnas hemsidor inte nödvändigtvis innebär att undantaget skulle bli tillämpligt, utan att det ändå kan föreligga fall då spridningsförbudet bryts (Finansinspektionen, 2015).

2.5.2 Tillit och informationstillgänglighet

När ett stort antal personer finansierar ett projekt begränsas varje investerares förlust av det investerade beloppets storlek (SOU 2018:20). Projektets risk är dock oförändrad (ibid). Att investera i andelar eller lån till ett företag kommer alltid med en investeringsrisk och i fallet med crowdfunding är det än så länge plattformen som kvantifierar denna risk åt investerarna i form av en given avkastning. Det slutgiltiga investeringsbeslutet blir således svart eller vitt för investeraren: investera, eller investera inte. Historiskt har finansiella tjänsters osäkerhet och till viss mån risk balanserats upp med vad som kallas institutionell tillit (ibid). Banker och värdepappersinstitut har arbetat som en intermediär med tillit hos både investerare och låntagare. Mellanhanden har som syfte att minska informationsgapet och gör det gynnsamt för alla parter att bedriva seriös verksamhet. (ibid)

2.6 Fastighetsmarknadens utveckling

Figur 2 nedan visar prisutvecklingen på bostadsrätter i hela Sverige i jämförelse mot konsumentprisindex, KPI. En stark uppåtgående trend av bostadsrättspriserna över perioden, viss avtrappning efter 2017 där kulmen nåddes.



Figur 4. Konsumentprisindex och bostadsrättsprisindex i riket. Källa: SCB & Mäklarstatistik (2019)

2.7 Begreppet konkurs

Konkurs är ett tvingande förfarande där samtliga tillgångar hos gäldenären tas i anspråk för att under ordnade former betala dennes borgenärer. Detta sker när gäldenären är på obestånd, det vill säga kan inte betala sina skulder eller på ett mer juridiskt språk, oförmögen att i tid fullgöra vad som förpliktas och att denna oförmåga inte bara är tillfällig. Tillgångarna omhändertas av en separat juridisk person, ett så kallat konkursbo vilken företräds av en konkursförvaltare. Gäldenären förlorar kontrollen över tillgångarna genom denna rådgivningsavskärande åtgärd, och kontrollen tas över av konkursförvaltaren.

Konkursförvaltaren har till uppgift att utreda och avgöra vilka tillgångar och fordringar gäldenären (bolaget i konkurs) faktiskt har. Tillgångarna omvandlas till likvida medel via exempelvis auktionsförfaranden och används till att betala borgenärerna och därmed lösa fordringar. All egendom i konkursboet skall ha konverterats till likvida medel innan konkursen är fullbordad. Fordringarna löses i viss prioriteringsordning då fordran kan vara förknippad med viss förmånsrätt, en så kallad prioriterad fordran. Borgenär med bäst förmånsrätt för sin fordran får betalt först. Skatter och avgifter till det allmänna har sådan förmånsrätt. Konkurs har till syfte att på ett rättvist sätt under kontrollerade former fördela värdet av tillgångarna till borgenärerna. Detta är till för att undvika att en gäldenär på obestånd gynnar en specifik borgenär framför resterande genom att lösa just den specifika borgenärens fordran med de sista tillgångarna. Genom återvinning kan ett sådant förfarande, om det nu skulle ha skett strax innan gäldenären försattes i konkurs, åtgärdas genom återvinning. Sådana transaktioner krävs således tillbaka av konkursboet. Konkursförfarandet inleds med en ansökan om konkurs vid gäldenärens tingsrätt, antingen av borgenär eller gäldenären själv. Konkursförvaltaren utses därefter av domstolen, inte sällan en advokat med specialistkunskap inom området konkurser och obeståndsrätt. Företag som går i konkurs upplöses efter det att konkursförfarandet avslutats. Återstår det skulder hos bolaget skrivs dessa av och försvinner helt. Konkurs regleras i konkurslagen liksom förmånsrätt regleras i förmånsrättslagen. (lagen.nu, 2019) En normal effekt av så gott som alla konkurser är att aktierna i bolaget blir värdelösa och aktieägarna blir således helt utan utdelning i konkursen

3. Teori

3.1 Intressekonflikt

Det finns många definitioner av intressekonflikt, enligt Boatright (2014) förekommer en intressekonflikt om ett enskilt eller institutionellt intresse inte överensstämmer med den andra partens intresse, när den enskilde eller institutionen har en etisk eller legal förpliktelse att agera i dennes intresse. Finansiella tjänster kommer sällan utan intressekonflikter. Leverantörer av finansiella tjänster fungerar som mellanhänder för oss människor. Med uppgift att bland annat hantera finansiella transaktioner och ansvara för besparingar tvingas de aktörer som tillhandahåller dessa tjänster att välja mellan konkurrerande intressen och väga dessa mot varandra. Även om personliga intressen spelar viss roll, uppkommer intressekonflikter primärt i leverantörens försök att tillhandahålla många olika typer av tjänster och simultant tillfredsställa ett antal olika parter. Intressekonflikter är inbyggda i strukturen hos våra finansiella institut och är oundvikliga. Att förhindra intressekonflikter är ytterst svårt och inget större fokus bör läggas vid detta, utan istället försöka hantera dem på bästa sätt i syfte att upprätthålla ett fungerande finansiellt system. (Boatright, 2014)

3.2 Moral hazard

Moral hazard, eller moralisk risk på svenska, är det problem som uppkommer på grund av informationsasymmetri efter att en finansiell transaktion har skett. Ett exempel är när säljare eller långivare kan ha incitament att undanhålla information eller delta i oönskade aktiviteter utifrån köparens eller låntagarens intressen. (Mishkin et al., 2013). Dowd (2009) definierar företeelsen som när en aktör är ansvarig för att handla i annans intresse, men har incitament att prioritera sitt eget intresse i första hand.

3.3 Informationsasymmetri

Informationsasymmetri definieras av Mishra et al. (1998) som när en aktör har mer information än en annan aktör på en specifik marknad. Akerlof (1970) har i sin studie visat att informationsasymmetri mellan två eller flera parter vid ett avtals ingående ökar osäkerheten och försvårar kvalitetsbedömningen av detta. Detta förekommer på finansmarknaden eftersom bolagen normalt sitter på mer information än finansierarna (Lean & Tucker, 2003). Problemet kan många gånger vara mer märkbart på en

crowdfundingmarknad menar Schwienbacher & Larralde (2010) i och med det stora antal investerare som crowden består av.

Som en direkt följd av informationsasymmetri mellan aktörer kan enligt Holmström (1971) moral hazard uppstå. För att undvika förekomst av moral hazard menar Holmström (1971) att upprättande av olika typer av övervakning och regler minimerar risken att exempelvis en bolagsstyrelse handlar i strid mot övriga ägarintressen. En investerares oförmåga eller begränsning att observera vad som försiggår med dess investering kan ge upphov till moral hazard. Att investeringen användas till fel ändamål än vad som presenterades vid investeringens ingående (Bergemann & Hege, 1998).

3.4 Pecking order-teori

Inom företagsekonomi finns det enligt Myers (1984) en "Pecking order theory", en hierarki mellan olika typer av finansieringskällor. Vid behov av finansiering prioriteras internt ägarkapital. Saknas interna medel, och externt kapital således behöver sökas, föredras lånefinansiering framför externt ägarkapital. Detta förklaras enligt teorin av att finansieringskostnaden ökar med informationsasymmetri. Desto större risk för informationsasymmetri ju högre finansieringskostnad. Internt kapital är billigast då ingen informationsasymmetri föreligger. Externt kapital innebär en större finansieringskostnad då risken för informationsasymmetri mellan finansiär och företagsledning är stor. Av de två typer av externt kapital anses lån dock säkrare och ger något lägre finansieringskostnad än externt ägarkapital. (Berk och DeMarzo, 2013).

Utöver kostnaden finns ytterligare en faktor som väger in vid val av kapitalkälla, och det är rädslan att förlora kontroll över bolaget. Småföretagare tenderar att välja bort externt ägarkapital vid finansiering och studier visar att detta ofta har sin grund i viljan att fortsätta vara självständig med kontroll över verksamheten. (Silver et al., 2016).

3.5 Market for Lemons

År 1970 presenterade Nobelpristagaren George Akerlof Market for Lemons i sin rapport. Market for Lemons handlar om kvalitet och osäkerhet på en marknad till följd av informationsasymmetri. Varor på en marknad har olika kvalité, svårigheten är att veta vilken vara har vilken kvalité. Akerlof använder sig av marknaden för begagnade bilar för att förklara fenomenet. Marknaden för begagnade bilar lyfter fram essensen av problematiken. För enkelhetens skull utgår exemplet från att det finns fyra olika typer av bilar. Det finns nya och begagnade. Bra och dåliga. En ny bil kan vara antingen bra eller dålig, som i USA kallas "lemons" (på svenska måndagsexemplar). Detsamma gäller för begagnade bilar. Konsumenterna i denna marknad köper en ny bil utan att veta bilens kvalité, bra eller lemon. Köparen vet däremot att bilen är en bra bil med sannolikheten q och tvärtom, vet att bilen med sannolikheten $(1 - q)$ är en lemon. Med antagandet att q är andelen bra tillverkade bilar. Efter att ha ägt en specifik bil under en tid kan ägaren skaffa sig en god uppfattning om kvalitén på bilen och tillskriver en ny sannolikhet att just denna bil är en lemon. Denna uppskattning är därmed mer riktig än den ursprungliga. Till följd av detta utvecklas asymmetri i den tillgängliga informationen: säljarna har nu mer information om kvalitén än köparna. Bra och dåliga bilar måste fortfarande säljas till samma pris då det är omöjligt för en köpare att observera kvalité. Köpare vet med sig att det finns både bra och dåliga bilar på marknaden och när kvaliteten ej kan urskiljas är köparen endast beredd att betala ett pris som speglar den genomsnittliga kvaliteten av samtliga bilar på marknaden. Gynnsamt för säljare av "lemons" och oacceptabelt för säljare av bilar med hög kvalitet. De sistnämnda får inte ut ett korrekt pris och kommer inte delta i marknaden. När fler säljare av bra bilar lämnar marknaden går det förväntade genomsnittliga priset ned. Till slut har de bra bilarna stängts ute från marknaden och kvar är endast lemons. (Akerlof, 1970)

3.6 Adverse selection

Informationsasymmetri i de finansiella marknaderna leder till adverse selection. Detta problem uppstår innan transaktion har skett. Personer eller företag som söker lån kommer vara de minst kreditvärldiga som långivarna helst av allt vill undvika. (Mishkin et al., 2013).

3.7 Word of Mouth

Härrör ur marknadsföring, Allsop (2007) och belyser vikten av att i möjligaste mån undvika negativ Word of Mouth, eller ryktesspridning, om företag (Allsop et al., 2007). Negativ Word of Mouth har i studier utförda på uppdrag av PR-byrån Burson-Marsteller visat sig ha snabbare spridning och det till en större massa än vad positiv Word of Mouth tenderar att ha, (Dietz et. al., 2005). Därav menar Allsop att företag skall fokusera på att lära sig hantera och motverka negativ Word of Mouth genom att idka stor transparens och ärlighet mot konsument för att stärka både varumärket och förtroendet. Slutligen understryker Allsop att Word of Mouth är ingenting som är fullt kontrollerbart men med viss kunskap om fenomenet kan man som företag anpassa sitt förhållningssätt respektive strategi. (Allsop et al., 2007)

3.8 Flockbeteende

Imitation och mimik är enligt Devenow (1996) en av våra mest grundläggande instinkter som människor. När man talar med både teoretiker och praktiker inom finansbranschen har Devenow (1996) uppmärksammat en gemensam nämnare, och det är att investerare direkt påverkas av andra investerares beslut. När investerare påverkas av varandra menar Bikhchandani (2001) att man reviderar sin egen uppfattning och möjligen investerar trots att man från början var negativt inställd.

4. Empiri

I en intervju med Tessins grundare och VD Jonas Björkman uppger han att varje projekt granskas av två externa aktörer, Newsec och Forum Fastighetsekonom, (Sylvan et al., 2016). Detta i syfte att säkerställa projektets lämplighet att bli finansierat. Björkman menar att nio av tio projekt inte tar sig igenom prövningen (ibid). Två av de 53 bostadsprojekt som finansieras via Tessin har gått i konkurs. Det rör sig om Axxonen Properties projekt *Altitude* som beskrivs som premiumbostäder i Stockholms innerstad, och Albert Hansson Finans och Fastigheters projekt med titeln *Topprenoverade lägenheter i hjärtat av Båstad*.

4.1 Tessins typprojekt

Typprojektet som finansieras via Tessin förefaller vara nybyggnation av bostäder. En sammanställning av samtliga finansierade bostadsrelaterade fastighetsprojekt (se Bilaga 2) sedan Tessins start 2014 har tagits fram genom webbskrapning från Tessins hemsida. Det finansiella data har hämtats från *allabolag.se*. Antal observationer är 53 stycken där konkursprojekten ej är inräknade för att inte störa den senare jämförelsen. Spridningen är varierande och kan ge missvisande medelvärden, därav kommer jämförelser göras mot beräknade medianvärden som tidigare presenterat i metodavsnittet. I skrift nedan presenteras samtliga värden som median om inget annat anges. I *tabell 1 till och med 2* presenteras däremot både medel- och medianvärde.

Förklaring	Belopp (SEK)	Löptid (mån)	Avkastning (%)	Investerare (st)
Aritmetiskt medelvärde	11 226	14,5	10,1%	130
Median	10 140	14,0	10,0%	125
Högsta	20 130	24,0	12,5%	254
Lägsta	4 920	5,0	8,0%	28

Tabell 1. Tabell över belopp, löptid, avkastning och antal investerare sammanställt från 53 observationer. Källa: (egengjord, Bilaga 2)

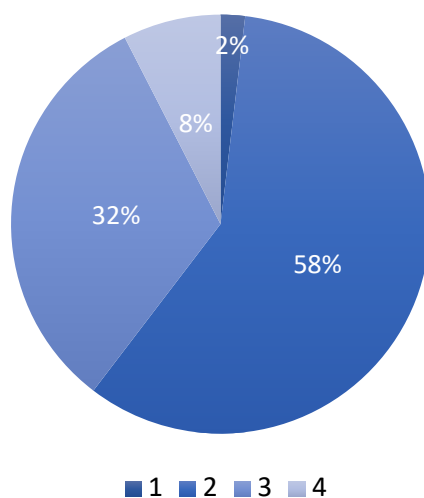
Typprojektet avser ett kapitalbehov om drygt tio miljoner kronor, 10 140 000 kr, och löper under 14 månader. Avkastningen till de 125 investerarna eller räntan på lånet uppgår till 10 %. Låntagaren är i 98 % av fallen ett dotterbolag till ett projektbolag. Dotterbolagen är nystartade och har därför begränsad finansiell historik tillgänglig, därav presenteras projektägarens finansiella ställning. Datat avser den tillgängliga informationen vid tidpunkten för investeringsbeslutet, det vill säga när investeringsmöjligheten annonserades på Tessins hemsida. Det är den information investerare har åtkomst till för att fatta ett investeringsbeslut. Tabell 2 nedan visar att projektbolag i genomsnitt (median) är bildade år 2013 och har 438 000 kr i omsättning, ett resultat efter skatt på 5 000 kr och en soliditet på 36 %.

Förklaring	Bolagsbildning [år]	Omsättning	Årets Resultat [tkr]	Soliditet [%]
Aritmetiskt medelvärde	2011	16 873	3 411	37,4%
Median	2013	438	5	36,0%
Högsta	2018	247 961	21 620	100,0%
Lägsta	1989	0	-29 543	-196,0%

Tabell 2. Tabell över bolagsbildning, omsättning, årets resultat och soliditet sammanställt från 53 observationer. Källa: (egengjord, Bilaga 2)

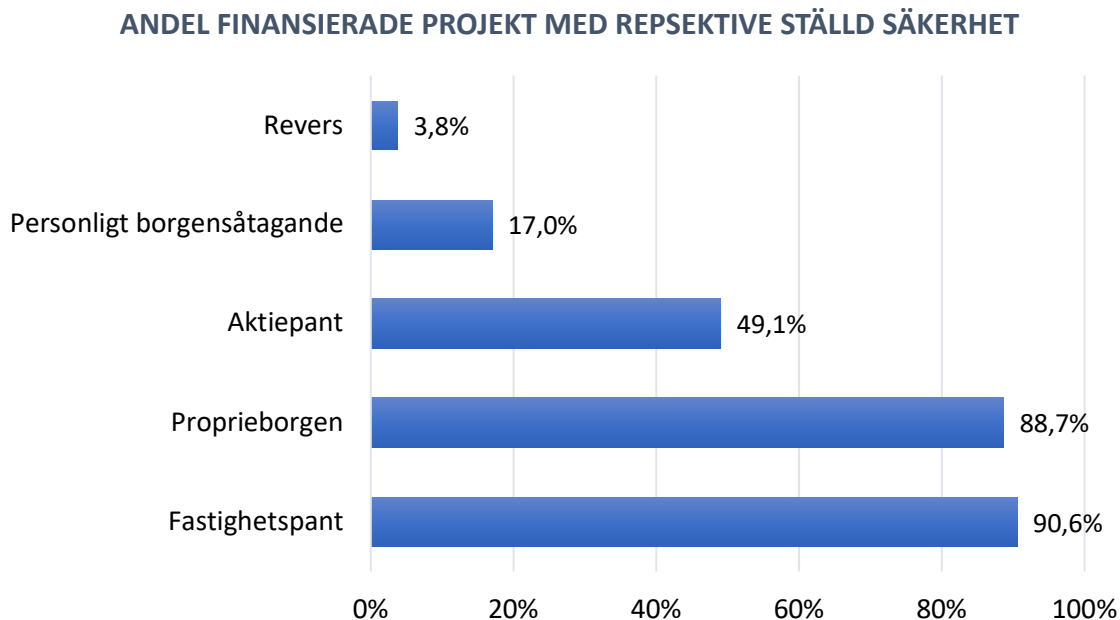
Som säkerhet för finansieringen har fem olika typer observerats bland de 53 projekten. De fem olika är följande: revers, personligt borgensåtagande, aktiepant, proprieborgen och fastighetspant. Cirkeldiagrammet i Figur 5 nedan visar fördelningen av antalet ställda säkerheter. Två procent av de observerade projekten har en säkerhet, 58 % av de observerade projekten har två säkerheter, 32 % av de observerade projekten har tre säkerheter liksom 8 % har fyra säkerheter. (Bilaga 2)

FÖRDELNING ANTAL STÄLLDA SÄKERHETER



Figur 5. Visar fördelning över antal säkerheter för de 53 observerade projekten. Källa: (egengjord, Bilaga 2)

I Figur 6 nedan presenteras hur stor andel av de 53 finansierade projekten som säkerställdes med respektive typ av säkerhet. Fastighetspant förekommer i 91 % av de observerade projekten följt av proprieborgen från projektägaren i 89 % av fallen. Aktiepant förekommer i 49 % av de finansierade projekten, två mindre vanliga säkerheter är personligt borgensåtagande 17 % och revers 4 %. Vad gäller antalet säkerheter för respektive finansierat projekt uppgår det i genomsnitt till två stycken. Vanligast förekommande är fastighetspant i kombination med proprieborgen. (Bilaga 2)



Figur 6. Stapeldiagram över hur stor andel av samtliga 53 projekt som ställt respektive säkerhet. Källa: (egengjord, Bilaga 2)

4.2 Konkursprojekt

4.2.1 Axxonen Properties AB

Axxonen Properties har varit verksamt sedan 2004 av Markus Klasson och har sedan dess förvärvat, förvaltat och utvecklat över 500 lägenheter. Axxonen Properties skapar premiumbostäder i Stockholmsregionen genom utveckling av fastigheter, däribland förädling av råvindar, påbyggnader av en eller flera våningar och nyproduktion. Slutprodukten är alltid en bostadsrätt. (Axxonen, 2016)

4.2.1.1 Konkurs 1 - Terrasslägenheter på Kungsholmen

På Kungsholmen planerade Axxonen Properties att uppföra ett 30-tal lägenheter inom premiumsegmentet med öppen och fri utsikt över Stockholms takåsar. Projektet kallas *Altitude* innefattande lägenheter av varierande storlek från 27 kvm upp till 150 kvm. *Altitude* presenterades som mer än bara ett boende i linje med Axxonens Properties vision, att skapa ett hem bestående av mer än tak, golv och fyra väggar. Projektet såldes in med fokus på lyxiga gemensamma utrymmen däribland takterrass med matlagningsmöjligheter, stora glaspartier och modern arkitektur. Projektet möjliggörs genom en påbyggnad på den befintliga fastigheten Grinden 21 vid Fridhemsplan i Stockholm, genom en 3D-fastighetsindelning, omfattande fyra våningar. För att delfinansiera förvärvet och uppförandet av projektet lånar fastighetsutvecklaren in 18 mkr med möjlighet till överteckning upp till 25 mkr vid stort intresse. Återbetalning inom 18–24 månader med 9 % årlig avkastning. Lånet säkerställs med aktiepant i det förvärvande dotterbolaget samt proprieborgen, såsom för egen skuld, från moderbolaget. (Tessin, 2019e)



Figur 7. Axxonen Properties projekt Altitude. Källa: (Tessin, 2019d)

4.2.1.2 Finansiell ställning

Under reservationsperioden 19 maj - 24 maj 2017 (Tessin, 2019f) när man som investerare hade möjlighet att investera i projektet fanns Axxonen Properties årsredovisning för räkenskapsåret 2016 tillgänglig. Nedan i *tabell 3* följer tre år i sammandrag över projektbolaget Axxonen Properties AB. Data hämtat från allabolag.se och bearbetad i bilaga 2.

Axxonen Properties AB: Resultaträkning (tkr)	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31
Nettoomsättning	2 611	1 171	63
Övrig omsättning	674	143	540
Rörelseresultat (EBIT)	-16 064	-9 325	-177
Resultat efter finansnetto	-22 766	-2 700	4 711
Årets resultat	-22 766	-2 700	4 711
Axxonen Propterties AB: Balansräkning (tkr)	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31
Anläggningstillgångar	10 078	10 061	4 807
Omsättningstillgångar	12 788	27 747	21 321
Tillgångar	22 866	37 808	26 128
<i>Skulder och eget kapital</i>			
Eget kapital	12 414	24 139	10 761
Långfristiga skulder	0	1 105	15 047
Kortfristiga skulder	10 452	12 564	321
Skulder och eget kapital	22 866	37 808	26 128
Axxonen Properties AB: Övrigt (tkr)	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31
Utdelning till aktieägare	4 276	1 814	0
Soliditet	54,3%	63,8%	41,2%

Tabell 3. Axxonen Properties AB, finansiell ställning över tre senaste räkenskapsåren (2014 - 2016) före reservationsperioden. Källa: (egengjord, bilaga 2)

4.2.1.3 Avvikelse från typprojekt

Hur Axxonen Properties som bolag och dess projekt *Terrasslägenheter på Kungsholmen* avviker från typprojektet presenteras i *tabell 4* nedan. Axxonen Properties är registrerat 2014 (Δ 1 år) att jämföra med genomsnittet 2013 för fullbordade projekt. Bolaget har en omsättning om 3 285 tkr (Δ 650 %) med ett negativt resultat om 22 766 tkr (Δ -455420 %) samt en soliditet på 54 % (Δ 51 %). Dessutom återfinns inga tillgängliga projekt- och kostnadskalkyler för investerare.

Axxonen Properties AB	Registreringsår	Omsättning (tkr)	Årets resultat (tkr)	Soliditet (%)
Altitude	2014	3 285	-22 766	54,3%
Median [fullbordade projekt]	2013	438	5	36,0%
Δ [%] alt. [år]	1 år	650,0%	-455420,0%	50,8%

Tabell 4. Axxonen Properties AB, avvikelse på finansiell nivå från de 53 observationerna avseende liknande projekt. Källa: (egengjord, bilaga 2)

På projektnivå avviker det resta beloppet med 10 130 000 kr (Δ 100 %) mer än typprojektet, sju månader längre löptid (Δ 50 %), avkastningen är en procentenhet lägre (Δ -10 %) och har 73 fler investerare (Δ 58 %).

Axxonen Properties AB	Belopp (SEK)	Löptid (mån)	Avkastning (%)	Investerare (st)
Altitude	20 270 000	21	9,0%	198
Median [fullbordade projekt]	10 140 000	14	10,0%	125
Δ [%]	99,9%	50,0%	-10,0%	58,4%

Tabell 5. Axxonen Properties AB, avvikelse på projektnivå från de 53 observationerna avseende liknande projekt. Källa: (egengjord, bilaga 2)

4.2.1.3 Konkursförfarande

Axxonen Properties har tidigare gjort ett antal nyemissioner. Bland annat har de sedan 2015 tagit in 50 miljoner via Tessin genom utgivande av preferensaktier (Breakit, 2015) och ytterligare lånat in 20 miljoner till projektet *Altitude*, också via Tessin. Axxonen Properties VD Markus Klasson meddelade i ett mail till investerare om situationen och informerade att de gjort sitt yttersta men tyvärr tvingas lägga ner både projektet och verksamheten med hänvisning till att lägenheterna inte är säljbara på ritning till kommersiellt gångbara marginaler i dagens marknad. (Expressen, 2018). Konkurs inleddes för Axxonen Properties 2018-06-27, (allabolag, 2019a), drygt ett år efter att man sökte finansiering för projektet *Altitude*. Försäljning av konkursboets tillgångar har påbörjats vilket mestadels resulterat i förlikningar. Parallellt pågår arbetet med att färdigställa förvaltningsberättelsen där konkursförvaltaren Michael Levin från Hamilton Advokatbyrå förklarar orsakerna till obeståndet samt vid vilken tidpunkt obestånd inträffade. Processen har blivit försenad vilket kan förklaras av många inblandade bolag vilket enligt revisorerna är tidskrävande då de enskilda bolagen inte bara granskas utan också kopplingarna mellan bolagen. Ett avslut börjar närma sig men processen är långdragen och ett konkursförfarande kan pågå under 1–4 år. Konkursförvaltarens förhoppning är att avslut sker efter sommaren 2019. För långivarna via Tessin innebär det fortsatt väntan.

4.2.2 Albert Hansson Finans och Fastigheter AB

Albert Hansson Finans och Fastigheter AB startades 2009 och bedriver konsultverksamhet inom fastighetsbranschen samt investeringsverksamhet och projektering av fastigheter. Bolaget har utvecklat fastigheter i Storstockholm men även i semesterorter med koppling till Stockholm som Åre och Båstad. (Albert Hansson, 2017)

4.2.2.1 Konkurs 2 - Topprenoverade lägenheter i hjärtat av Båstad

I Båstad utvecklar Albert Hansson Finans och Fastigheter AB en välkänd kulturfastighet med anor från sent 1800-tal. Fastigheten är centralt belägen i Båstad, ett par hundra meter från hamnen, tennisbanan och stranden. Målet är att konvertera den befintliga byggnaden bestående av kommersiella lokaler till ett flerbostadshus i två plan samt vind och källare. Totalt skall 9 unika och individuellt inredda bostadsrättslägenheter uppföras i varierande storlek från 60 kvm upp till 105 kvm. Alla lägenheter har antingen en eller flera terrasser och balkonger beroende på lägenhetens storlek med utsikt mot vattnet alternativt Hallandsåsen. Utöver det ingår en parkeringsplats till varje lägenhet som inryms på fastighetens egen innergård. Byggnaden uppfördes ursprungligen år 1890 och är välkänd som "Gamla Enoks" bland Båstadsbor. Konditorn Enok drev nämligen ett bageri här under många år därav epitetet. Ägare av fastigheten är Brf Gamle Enoks som också upplåter lägenheterna.



Figur 8. Visar fastigheten Evald 4 med tillhörande kulturbyggnad. Källa: (Tessin, 2019g)

Värderingsmässigt bedöms lägenheterna betinga ett totalt värde om ca 38 mkr motsvarande 50 000 kr/kvm. Efter den varsamma ombyggnationen uppgår total boarea (BOA) till 730 kvm och ytterligare 119 kvm i källaren/gatuplan i form av en kommersiell lokal avsedd för restaurangverksamhet. Under den senare delen av 2014 påbörjades den extensiva renoveringen innefattande fasad, stammar, bjälklag, tak och invändig renovering. Sex av de nio lägenheterna är färdigställda, de resterande tre skulle renoveras klart under slutet av 2016, början av 2017. De lägenheter som är färdigställda hyrs ut av bostadsrättsföreningen i samarbete med Båstad Resebyrå och genererar 4000 kr i snitt per natt och lägenhet under högsäsong. Första halvåret tillträds de tre lägenheter som såldes i egenskap av hotelllägenheter under slutet av 2016. Försäljning av de resterande lägenheterna beräknades ske under våren 2017 när den annalkande sommarsäsongen var på intåg. Målet var att samtliga lägenheter försåls senast den sista december 2017. Albert Hansson Finans och Fastigheter AB tar in ett lån via Tessin i syfte att färdigställa de återstående tre lägenheterna, samt även förbereda för restaurang i källarplanet och slutföra arbetet på innergården. Aktiepart i bolaget samt proprieborgen, såsom för egen skuld, från ägarbolaget, Brf Gamle Enoks, ställs som säkerhet för lånet. Löptid på 1-2 år och en första ränteutbetalning skall ske 31 december 2017, resterande ränta utbetalas i samband med återbetalning av lånet. I projektets beskrivning listas tidigare projekt som Albert Hansson sägs ha genomfört motsvarade en total projektvolym om ca 439 miljoner 2010–2015. (Tessin, 2019h)

4.2.2.2 Finansiell ställning

Vid reservationsperioden 9:e november - 25:e november 2016 (Tessin, 2019i) fanns en preliminär årsredovisning för räkenskapsåret 2016 tillgänglig. Nedan i *tabell 6* följer fyra år i sammandrag över projektbolaget Albert Hansson Finans och Fastigheters finansiella ställning. Data hämtat från allabolag.se och bearbetad i bilaga 2.

Albert Hansson: Resultaträkning (tkr)	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31
Nettoomsättning	0	235	1 314	621
Övrig omsättning	0	1 380	0	0
Rörelseresultat (EBIT)	-3 337	-1 560	86	47
Resultat efter finansnetto	-7 404	-592	-351	125
Årets resultat	-7 404	-847	-351	90
Albert Hansson: Balansräkning (tkr)	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31
Anläggningstillgångar	19 412	12 124	23 428	23 428
Omsättningstillgångar	11 665	43 576	30 931	30 931
Tillgångar	31 077	55 700	54 359	54 359
<i>Skulder och eget kapital</i>				
Eget kapital	13 835	21 239	22 757	23 107
Långfristiga skulder	6 320	23 061	21 929	2 870
Kortfristiga skulder	10 921	11 399	9 674	19 404
Skulder och eget kapital	31 077	55 700	54 359	45 382
Albert Hansson: Övrigt (tkr)	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31
Utdelning till aktieägare	0	0	0	0
Soliditet	44,5%	38,1%	41,9%	50,9%

Tabell 6. Albert Hansson Finans och Fastigheter AB, finansiell ställning över de tre senaste räkenskapsåren före reservationstillfället (2015 - 2017). Källa: (egengjord, bilaga 2)

4.2.2.3 Avvikelse från typprojekt

Albert Hansson Finans och Fastigheters projekt *Topprenoverade lägenheter i hjärtat av Båstad* avvikelser från typprojektet presenteras i *tabell 7* och *9* nedan. Albert Hansson som bolag är registrerat 2009 att jämföra mot genomsnittet 2013 för fullbordade projekt (Δ 4 år). Bolaget har en omsättning om 235 000 kr med ett negativt resultat på 847 000 kr (Δ -17040 %) samt en soliditet på 38 % (Δ 6 %). Det finns ingen projektkalkyl, ingen kostnadskalkyl.

Avvikelse Albert Hansson AB	Registreringsår	Omsättning	Årets resultat	Soliditet
Båstadprojektet	2009	235	-847	38,0%
Median [fullbordade projekt]	2013	438	5	36,0%
Δ [%] & [år]	4 år	-46,3%	-17040,0%	5,6%

Tabell 7. Albert Hansson Finans och Fastigheter AB, avvikelse på finansiell nivå mot de 53 observationerna avseende liknande projekt. Källa: (egengjord, bilaga 2)

På projektnivå avviker det anskaffade beloppet med 3 860 000 kr (Δ -38 %) mindre än typprojektet, två månader kortare löptid (Δ 14 %), avkastningen är densamma (Δ 0 %) och något färre investerare (Δ -3 %).

Avvikelse Albert Hansson AB	Belopp (SEK)	Löptid (mån)	Avkastning (%)	Investerare (st)
Båstadprojektet	6 280 000	12	10,0%	121
Median [fullbordade projekt]	10 140 000	14	10,0%	125
Δ [%]	-38,1%	-14,3%	0,0%	-3,2%

Tabell 8. Albert Hansson Finans och Fastigheters avvikelse på projektnivå mot de 53 observationerna avseende fullbordade liknande projekt. Källa: (egengjord, bilaga 2)

4.2.2.4 Konkursförfarande

Konkurs inleddes för Albert Hansson finans och fastigheter 2019-01-16, (allabolag, 2019b). Konkursförvaltaren lyckades sälja fastigheten *Evald 4* för 26 mkr och den nya ägaren tillträdde i mars 2019. För långivarna via Tessin innebär det full återbetalning för sin investering tack vare fastighetspant som säkerhet. Upplupen ränta liksom dröjsmålsränta erhålls. Totalt belopp som tillfaller investerare 7 098 284 kr.

5. Analys

Axxonen Properties har upprepade gånger anskaffat kapital genom nyemission varför deras soliditet på 54 % är drygt 50 % bättre än typprojektet. Detta eftersom nyemission ökar det egna kapitalet. Efter att ha läst Axxonen Properties årsredovisningar är det svårt att säga annat än att bolaget blöder pengar. De tidigare rundorna av kapitalanskaffning verkar inte ha lett bolaget framåt, en stark varningssignal. Att sedan låna in mer kapital har inte gjort situationen bättre, tvärtom. En omsättning på drygt 3 mkr och ett rörelseresultat på ca -16 mkr visar inte på någon vidare betalningsförmåga. Det ligger förvisso i fastighetsutvecklingens natur att bygga först och sälja sen. Efter flertalet finansieringsrundor, två år av negativa resultat och ett senast redovisat rörelseresultat på -16 mkr en och annan varningsklocka borde ringa. Trots detta är det ovanligt många investerare i just detta projekt, 198 stycken motsvarande ca 58 % fler till antalet än typprojektet. Möjligen en effekt av flockbeteende. Det kan tänkas att utveckling av premiumbostäder i Stockholms innerstad lockade gemene man med hänsyn till marknadsklimatet under denna period. Lånebeloppet är dubbelt så stort som typprojektet, antalet investerare är mer än 50 % fler. Mot bakgrund av den tillgängliga informationen är det för oss svårt att förstå hur man som investerare är villig att placera sitt kapital i projektet *Altitude* och bära hela företagsrisken i Axxonen Properties mot 9 % årlig avkastning. Det kan ställas i relation till att under samma period istället köpa preferensaktier i SAS mot drygt 9 % direktavkastning (Börsdata, 2019). Dessutom till förmånligare beskattning givet att placering skedde i ett investeringssparkonto.

Axxonen Properties AB försattes i konkurs drygt ett år senare efter att man sökt lånefinansiering via Tessin för *Altitude*. Var detta något man kunnat förutspå utifrån den tillgängliga informationen vid tidpunkten för ansökan om finansiering? Kanske inte som enskild investerare men möjligen någon av de aktörer som granskat projektet inför finansiering. Om man vänder på frågan är det inte förvånande att bolaget gått i konkurs mot bakgrund av de redovisade siffrorna, vilka påvisade en negativ trend åt det värre år för år. Hur som helst hade projektet rekordmånga investerare. Det är svårt att argumentera för att dessa småsparare gjort ordentlig due-diligence då vi har svårt att se hur resultatet av en sådan skulle leda till investering. Detta är något tidigare studier belyst (se avsnitt 2.4.1) som en av de största riskerna med crowdfunding i kombination med den latent informationsasymmetrin mellan projektägare och investerare. Kan det då vara så att denna oförmåga hos småsparare i kombination med jakt på avkastning varit den drivande kraften som gjort att crowdfunding vuxit sig så stort på kort tid.

Albert Hanssons projekt skiljer sig inte märkbart från typprojektet mer än att beloppet är kraftigt mindre av naturliga skäl eftersom det endast avser färdigställande av ett redan påbörjat projekt. Projektet löpte på enligt plan. Denna gång var det marknaden som inte ville samarbeta, alltså marknadsrisken. Som tydligt visas i *bilaga 1* från rapporten *Funderar du på att investera i fastigheter via crowdfunding?* är marknadsrisken bortom kontroll för både förmedlare (Tessin), investerare och projektägare men bärs upp av de två sistnämnda. Albert Hansson lyckades inte sälja alla lägenheter och därav uppstod en

kapitalbrist som gav upphov till bolagets insolvens. Alla projekt har risker och inte minst den okontrollerbara marknadsrisken. Vad man kan göra är att försöka prognostisera marknaden. Förslagsvis före projektstart och inte minst före finansiering. Vi utgår från att Albert Hansson gjort en marknadsanalys före projektstart men det är inget som finns tillgängligt för investerarna. Det åligger investerarna att göra egen analys. Alla prognoser är mer eller mindre osäkra men kan i vart fall ge en indikation om vart marknaden är på väg eller om det överhuvudtaget finns en marknad givet målgrupp inom det geografiska området, i detta fall Båstad. Frågan man kan ställa sig är varför gick det inte att sälja? En generell marknadsnedgång? Osäkerhet kring framtiden? Priset är avgörande för hurvida en lägenhet kommer att säljas. Avsaknaden av projektkalkyl gör det svårt för investerare att få en uppfattning om vad försäljningen beräknas inbringa givet deras antaganden. Vad som görs tillgängligt däremot är en värdering av samtliga lägenheter uppgående till 38 mkr, vem som utfört värderingen och till vilken värdetidpunkt framgår ej. Vad som är givet är att fastigheten såldes för 26 mkr under konkursförfarandet, en avvikelse på 12 mkr från den presenterade värderingen. Antingen var förväntningarna för högt ställda redan från början eller så gjorde köparen ett kap. Eftersom det inte framgår vem som utfört värderingen går det inte att utesluta en subjektiv framställning. Visserligen avsåg 26 mkr hela fastigheten och man kan tänka sig att det inbringar mer att sälja var enskild lägenhet för sig som först planerat. När konkursförvaltaren hittade en köpare kunde investerarnas säkerhet aktualiseras (fastighetspant) vilken är förknippad med bra förmånsrätt, *Förmånsrättslagen 6§*. Förpliktelserna gentemot investerarna kunde således införlivas inklusive ränta. Ett misslyckat projekt dock utan att småspararnas kapital förorsakades. På bolagsnivå har Albert Hansson ett fyra år äldre registreringsår än genomsnittet och betyder nödvändigtvis inte att de har mer erfarenhet än någon annan men motsatsen kan inte uteslutas. Resultaträkningen har inte sett speciellt bra ut (2013-2015) med mestadels negativa resultat. Projektbeskrivningen hos Tessin lyfter fram Albert Hanssons tidigare projekt motsvarande en total projektvolym om 439 mkr vilket kan tänkas skänka viss trygghet mot investerare. En trygghet som inte kvarstår efter att ha synat Albert Hanssons årsredovisningar under motsvarande år då dessa projekt sägs ha ägt rum. Projekten har säkerligen ägt rum men när Albert Hanssons totala omsättning under perioden uppgår till drygt 3 mkr tappar historiken substans. Med reservation för ofullständig research vill vi ändå poängtera att information som styrker projektvolymen om 439 mkr, om det nu finns någon, inte är lättåtkomlig. Mot typprojektet är Albert Hanssons omsättning bara drygt hälften, 235 tkr mot 438 tkr och resultatet markant understigande, -847 tkr. mot 5 tkr. Vad gäller soliditeten finns inte mycket att nämna, den avviker minimalt och är något bättre än typprojektet, 38 % mot 36 %.

Givet är att de som söker finansiering via Tessin i regel inte har tillräckliga finansiella muskler för att finna finansiering på annat sätt. *The Pecking order Theory*, Myers (1984), både divergerar och konvergerar med praktiken i den bemärkelsen att projektbolagen snarare saknar valmöjlighet till finansieringskälla och tvingas låna via Tessin. Å andra sidan säger teorin att ägarkapital föredras och om det saknas (vilket många gånger är fallet) är lån (Tessin) prefererat före externt ägarkapital. Den möjlighet som erbjuds för dessa projektbolag är i praktiken endast **en** vilket också råkar vara den finansieringskällan som enligt teorin föredras, lån, det vill säga söka finansiering via Tessin. Hade det funnits en valmöjlighet hade inte teorin nödvändigtvis stämt överens med praktiken.

Precis som i teorin med *Market for Lemons* av Akerlof (1970) kan det tillämpas även på denna marknad för crowdfunding av fastighetsprojekt. Informationsasymmetrin mellan projektbolag och investerare gör att de "bra" bolagen är svåra att urskilja från de "dåliga". Investerare vill därför bli kompenserade för den risk de tar motsvarande ett medelmåttigt bolag eftersom kvaliteten är svår att urskilja utifrån. Detta gör det dyrare för "bra" bolag att söka finansiering som egentligen förtjänar en lägre ränta. Motsatsvis gynnas de "dåliga" bolagen. Det uppstår ett snedvridet urval, eller adverse selection på engelska. Risker finns att de "bra" bolagen drar sig från marknaden helt och försöker finna finansiering på annat håll. Kvar finns enbart "dåliga" bolag med sina projekt i behov av finansiering. Det blir fördelaktig finansiering för de "dåliga" bolagen i och med lägre finansieringskostnad men det kommer med en högre risk för dig som investerare.

Tessin agerar som mellanhand. Mellanhänder bidrar enligt SOU 2018:20 till att minska informationsgapet mellan parterna, i det här fallet investerare och projektbolag. I en intervju med E55

(2018) uppger Jonas Björkman att det enda Tessin kräver från fastighetsutvecklare är en projektplan och en projektkalkyl (se exempel, bilaga 3). Ingen vidare kvalitetsgranskning görs, utan det menar Björkman är upp till varje enskild investerare att bedöma. Projektkalkyl saknas i både Axxonen Properties och Albert Hanssons projekt, hur har det då granskats? Har det granskats? I en annan intervju meddelar Björkman att varje projekt granskas av två externa aktörer, Newsec och Forum Fastighetsekonomi. Den ena aktören, Newsec, ägs av Stronghold Invest som även äger en större del av Tessin (Stronghold, 2019). Stronghold är en vinstdrivande koncern och risken för intressekonflikt vid granskning kan inte uteslutas. Tessin är helt fristående från projekten och affärsplanen bygger på att ta ut en överenskommen avgift på det sökta beloppet. Således har de inget vidare intresse i hur projekten fortlöper mer än att skydda sitt varumärke. Vilket enligt Dietz et. al (2005) är nog så viktigt då negativ Word of Mouth sprider sig fortare och till en större grupp människor än positiv sådan. Det går inte att utesluta risk för moral hazard i och med denna potentiella intressekonflikt. Newsec skulle kunna ge godkännande utan vidare granskning vilket leder till ökad omsättning för Tessin, givet att projektet inte nekas av Forum Fastighetsekonomi om nu kvalificerad majoritet krävs. Det är inget som varken kan bekräftas eller dementeras men värt att belysa. Om så nu är fallet är det i praktiken en fristående aktör som förhoppningsvis utför ordentlig oberoende granskning. Nu är det två aktörer som har till uppgift att granska projekten men det kan diskuteras huruvida Newsec är lämplig att utgöra en av dem.

6. Slutsats

Syftet med denna rapport är att utreda om och i så fall hur de två projekt som gått i konkurs skiljer sig från lyckade bostadsprojekt som finansierats via Tessin och om det finns anledning att tycka att de inte borde ha finansierats överhuvudtaget. För att uppfylla syftet valdes en kvantitativ metod där vi jämför 53 stycken lyckade bostadsprojekt mot de två som gått i konkurs. Avvikelser presenteras och försöker förklaras mot bakgrund av den utvalda teoretiska referensramen, likheter och skillnader. Inledningsvis vill vi belysa att Tessin rest 1,5 miljarder och att 99 % av alla färdigställda projekt betalat tillbaka sina lån med ränta. Det vore helt fel att påstå något annat än att de fyllt en funktion på marknaden. Dock konstateras att en underliggande stark konjunktur troligtvis har bidragit till projektens liksom Tessins framgång (inget fel med det). Båda konkurserna har kommit till följd av en vikande fastighetsmarknad vilket bör anses ligga utom Tessins direkta kontroll.

För Axxonen Properties projekt förelåg så pass betydande avvikelser mot typprojektet att ett misslyckande borde kunnat förutspått redan före finansiering. Om inte från enskilda investerare i vart fall under den granskning som gjorts före projektets publicering på Tessins plattform. Konkursen är fortfarande under utredning och det ser mörkt ut för småspararna att få tillbaka sina investerade pengar. Det andra projektet i Båstad av Albert Hansson Finans och Fastigheter är inte lika solklart. Det föreligger avvikelser, vilket det gör för alla projekt när man direkt jämför mot medianvärden, men inga anmärkningsvärda av sådan karaktär att man bort ana ett misslyckande. Det hela slutade lyckligt tack vare fastighetspant som säkerhet för småspararnas investerade kapital. Pengarna är återbetalda inklusive både ränta och dröjsmålsränta. Gemensamt för de båda är att projektkalkyl inte funnits tillgänglig och investerarna har således inte kunnat ta del av vilka antaganden som gjorts. Alla investeringar är förknippade med risk och det åligger i slutändan de enskilda investerarna att avgöra var man vill placera sina pengar. Det är en fin balansgång för ett bolag som Tessin mellan moral och etik å ena sidan och att vara säljande å den andra. Fler konkurser kommer säkerligen ske men upprätthålls fortsatt ärlighet och transparens gentemot investerarna finns goda förutsättningar för Tessin att bli en bestående aktör på marknaden.

7. Källförteckning

7.1 Böcker

Mishkin, S. F., Matthews, K., Giuliadori, M. (2013). *The economics of money, banking and financial markets*. Harlow: Pearson Education Ltd.

Newbold, P., Carlson, W., Thorne, B. (2012) *Statistics for business and economics*. Eighth Edition. Harlow: Pearson Education Ltd.

Boatright J. (2014). *Ethics in Finance*. Third Edition. Wiley Blackwell: John Wiley & Sons Ltd.

7.2 Rapporter

Denscombe, J. (2010). *The Good Research Guide: For Small-scale Social Research Projects*.
www.researchgate.net/file.PostFileLoader.html?id=582a0dbf217e20276533f5a5&assetKey=AS:428404664213506@1479151039119
[Hämtad: 2019-05-16]

SOU 2018:20 *Gräsrotsfinansiering*. Stockholm: Finansdepartementet.
www.regeringen.se/4950e9/contentassets/35f365b3445942ad95e8221ee74f1833/grasrotsfinansiering-sou-201820.pdf
[Hämtad: 2019-04-26]

Tillväxtverket. (2013). *Tillväxt genom Crowdfunding?*. Rapport 0156.
www.mynewsdesk.com/material/document/27820/download?resource_type=resource_document
[Hämtad: 2019-04-27]

Larsson A., Häversjö A., Lindell D. (2017). *Funderar du på att investera i fastigheter via crowdfunding? - En kartläggning över de risker du som investerare är utsatt för*. Kandidatuppsats. Lunds universitet, företagsekonomiska institutionen.
[Hämtad 2019-04-26]

Kontigo. (2011). *Små företags behov av krediter och system för att tillgodose dem*. På uppdrag av Tillväxtverket.
docplayer.se/9568-Sma-foretags-behov-av-krediter-och-systemen-for-att-tillgodose-dem.html
[Hämtad 2019-04-26]

McKinsey. (2018). *A Decade after the Global Financial Crisis: What has (and hasn't) changed?* McKinsey Global Institute.
<https://www.mckinsey.com/~/media/McKinsey/Industries/Financial%20Services/Our%20Insights/A%20decade%20after%20the%20global%20financial%20crisis%20What%20has%20and%20hasnt%20changed/MGI-Briefing-A-decade-after-the-global-financial-crisis-What-has-and-hasnt-changed.ashx>
[Hämtad 2019-04-26]

Sylvan, I., Huuva R. (2016). *Crowdfunding av Fastigheter – Risker och Möjligheter*. Masteruppsats. KTH, Fastigheter och byggande.
www.divaportal.org/smash/get/diva2:951865/FULLTEXT01.pdf
[Hämtad 2019-04-26]

Finansinspektionen. (2015). *Gräsrotsfinansiering i Sverige – en kartläggning*. Statlig förvaltningsmyndighet.
www.fi.se/contentassets/0ffe196bc6ba4569bc16682da5faae14/grasrotsfinansiering_151214_eng_ny.pdf
[Hämtad 2019-04-27]

Silver, L., Berggren, B., Fili, Andreas. (2016). *The role of crowdfunding in entrepreneurial ventures: an analysis of recent trends in Sweden*.
www.researchgate.net/publication/306226206_The_role_of_crowdfunding_in_entrepreneurial_ventures_An_analysis_of_recent_trends_in_Sweden
[Hämtad 2019-04-26]

Baeck, P., Collins, L., & Zhang, B. (2014). *Understanding Alternative Finance—The UK Alternative Finance Industry Report 2014*.
media.nesta.org.uk/documents/understanding-alternative-finance-2014.pdf
[Hämtad 2019-04-06]

George A. Akerlof. (1970). The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, 84 Q. J. ECON. 488, 488.
[Hämtad 2019-04-06]

Allsop, D. T., B. R. Bassett, & J. A. Hoskins. (2007). Word-of-Mouth research: Principles and applications. [Journal of Advertising Research 47 (4): 398–411]
versatilesolutionsbb.com/web_documents/word_of_mouth_research_jar_dec-07.pdf
[Hämtad: 2019-04-25]

Mishra, D. P., Heide, J. B., och Cort, S. G. (1998) Information Asymmetry and Levels of Mishra D., Jan B., Heide, Stanton G. Cort Agency Relationships, Journal of Marketing Research, Vol: 35, upplaga 3.
personal.psu.edu/jxb14/JMR/JMR1998-3-277.pdf
[Hämtad: 2019-04-25]

Lean, J. och Tucker, J. (2003) Small firm finance and public policy, Journal of Small Business and Enterprise Development, Vol. 10, upplaga 1.
pdfs.semanticscholar.org/7fb6/79dca98b59f6133b94993476d5b541c7874c.pdf
[Hämtad: 2019-04-25]

Schwiebacher, A. och Larralde, B. (2010). *Crowdfunding of small entrepreneurial ventures*. SSRN Electronic Journal (2010)
www.ema.eu/fileadmin/content/REALISE_IT_2/REALISE_IT_3/CROWD_OUP_Final_Version.pdf
[Hämtad: 2019-04-25]

Bergemann, D., Hege, U. (1998) *Venture Capital Financing, Moral Hazard, and Learning*. Journal of Banking & Finance 22.
<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.464.4211&rep=rep1&type=pdf>
[Hämtad: 2019-04-25]

Deitz, S., Cakim, I. (2005). *Online Influence and the Tech-Influentials*.
[Hämtad: 2019-04-25]

ECB. (2018). *Access to Finance of Enterprises*. Survey.
www.ecb.europa.eu/stats/accesstofinancesofenterprises/html/ecb.safe201811.en.html#toc1
[Hämtad: 2019-04-29]

Axxonen Properties AB. (2016). *Årsredovisning Axxonen Properties AB 2016*.
Nedladdad från www.allabolag.se med hjälp av ett registrerat konto.
[Hämtad: 2019-04-29]

Albert Hansson Finans och Fastigheter AB. (2016). *Årsredovisning Albert Hansson Finans och Fastigheter AB 2016*.
Nedladdad från www.allabolag.se med hjälp av ett registrerat konto.
[Hämtad: 2019-04-29]

7.3 Webbaserade referenser

Tessin. (2019a). *Startsida*.
<https://tessin.com/sv/>
[Hämtad: 2019-04-29]

Tessin. (2019b). *Om oss*.
<https://tessin.com/sv/om-oss/>
[Hämtad: 2019-04-29]

Tessin. (2019c). *Toppfinansiering av projekt*.
<https://tessin.com/sv/vanliga-fragor/>
[Hämtad: 2019-04-29]

Tessin. (2019e). *Takbostäder på Kungsholmen*.
<https://tessin.com/sv/projekt/takbostader-kungsholmen/>
[Hämtad: 2019-04-29]

Tessin. (2019f). *Takbostäder på Kungsholmen - investeringsvillkor*.
<https://tessin.com/sv/projekt/toppreoverade-lagenheter-bastad/#investeringsvillkor>
[Hämtad: 2019-04-29]

Tessin. (2019h). *Toppreoverade lägenheter i hjärtat av båstad*.
<https://tessin.com/sv/projekt/toppreoverade-lagenheter-bastad/#oversikt>
[Hämtad: 2019-04-29]

Tessin. (2019i). *Toppreoverade lägenheter i hjärtat av båstad - investeringsvillkor*.
<https://tessin.com/sv/projekt/toppreoverade-lagenheter-bastad/#investeringsvillkor>
[Hämtad: 2019-04-29]

Nationalencyklopedin. (2019). *Crowdfunding*.
<https://www.ne.se/uppslagsverk/encyklopedi/l%C3%A5ng/crowdfunding>
[Hämtad: 2019-04-29]

BBC (2013) *The statue of liberty and America's crowdfunding pioneer*.
<http://www.bbc.com/news/magazine-21932675>
[Hämtad: 2019-04-27]

Europeiska rådet. (2019). *Kapitalkrav för banksektorn*.
<https://www.consilium.europa.eu/sv/policies/banking-union/single-rulebook/capital-requirements/>
[Hämtad: 2019-04-27]

Niemeyer J. (2016). *Basel III – vad och varför?*. Riksbanken.
http://archive.riksbank.se/Documents/Rapporter/POV/2016/2016_1/rap_pov_artikel_3_160317_sve.pdf
[Hämtad: 2019-04-27]

FAR. (2019). *Spridningsförbudet*. Föreningen Auktoriserade Revisorer.
https://www.faronline.se/dokument/rattserien/ratt-bolagsratt/s/rb_spridningsforbudet/ FAR 2019
[Hämtad: 2019-04-27]

allabolag. (2019a). *Axxonen Properties AB*.
<https://www.allabolag.se/5569594533/axxonon-properties-ab>
[Hämtad: 2019-04-27]

allabolag. (2019b). *Albert Hansson finans och fastigheter AB*.
<https://www.allabolag.se/5567892160/albert-hansson-finans-och-fastigheter-ab>
[Hämtad: 2019-04-27]

lagen.nu. (2019). *Konkurs*.
<https://lagen.nu/begrepp/Konkurs>
[Hämtad: 2019-04-28]

Stronghold. (2019) *Stronghold Invest - our investments*.
<http://stronghold.se/our-investments/>
[Hämtad: 2019-04-28]

7.4 Artiklar

BreakIT. (2019). *Ny konkurs på Tessin – småsparares pengar riskerar gå upp i rök*.
<https://www.breakit.se/artikel/18001/ny-konkurs-pa-tessin-smasparares-pengar-riskerar-ga-upp-i-rok>
[Hämtad: 2019-04-29]

BreakIT. (2018). *Axxonen Properties tog in 70 miljoner via plattformen Tessin – nu lägger de ner*.
<https://www.breakit.se/artikel/13615/axxonon-properties-tog-in-70-miljoner-via-plattformen-tessin-nu-lagger-de-ner>
[Hämtad: 2019-05-10]

E55. (2018). *Hundratals miljoner till lägenheter – på egen risk*.
<http://www.e55.se/artiklar/hundratals-miljoner-till-lagenheter-pa-egen-risk/>
[Hämtad: 2019-04-29]

Dagens Industri. (2018). *SAS löser in samtliga preferensaktier*.
<https://www.di.se/live/sas-loser-in-samtliga-preferensaktier/>
[Hämtad: 2019-05-06]

Börsdata. (2019). *SAS preferensaktie*.
<https://borsdata.se/sas-preferensaktie/nyckeltal>
[Hämtad: 2019-05-06]

De Buysere K., Gajda O., Kleverlaan R., Marom D. (2012). *A Framework for European Crowdfunding*.
http://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2013/06/Framework_EU_Crowdfunding.pdf

[Hämtad: 2019-04-29]

Expressen. (2018). *Bostadsbolag lägger ner – lägenheterna inte säljbara*
<https://www.expressen.se/dinapengar/bostad/bostadsbolag-lagger-ner-lagenheterna-inte-saljbara/>
[Hämtad: 2019-05-05]

7.5 Bilder och illustrationer

Tessin. (2019d). Figur x. (u.å.). *Projekt Altitude* [bild].
<https://tessin.com/sv/projekt/takbostader-kungsholmen/#projektet>
[Hämtad: 2019-05-03]

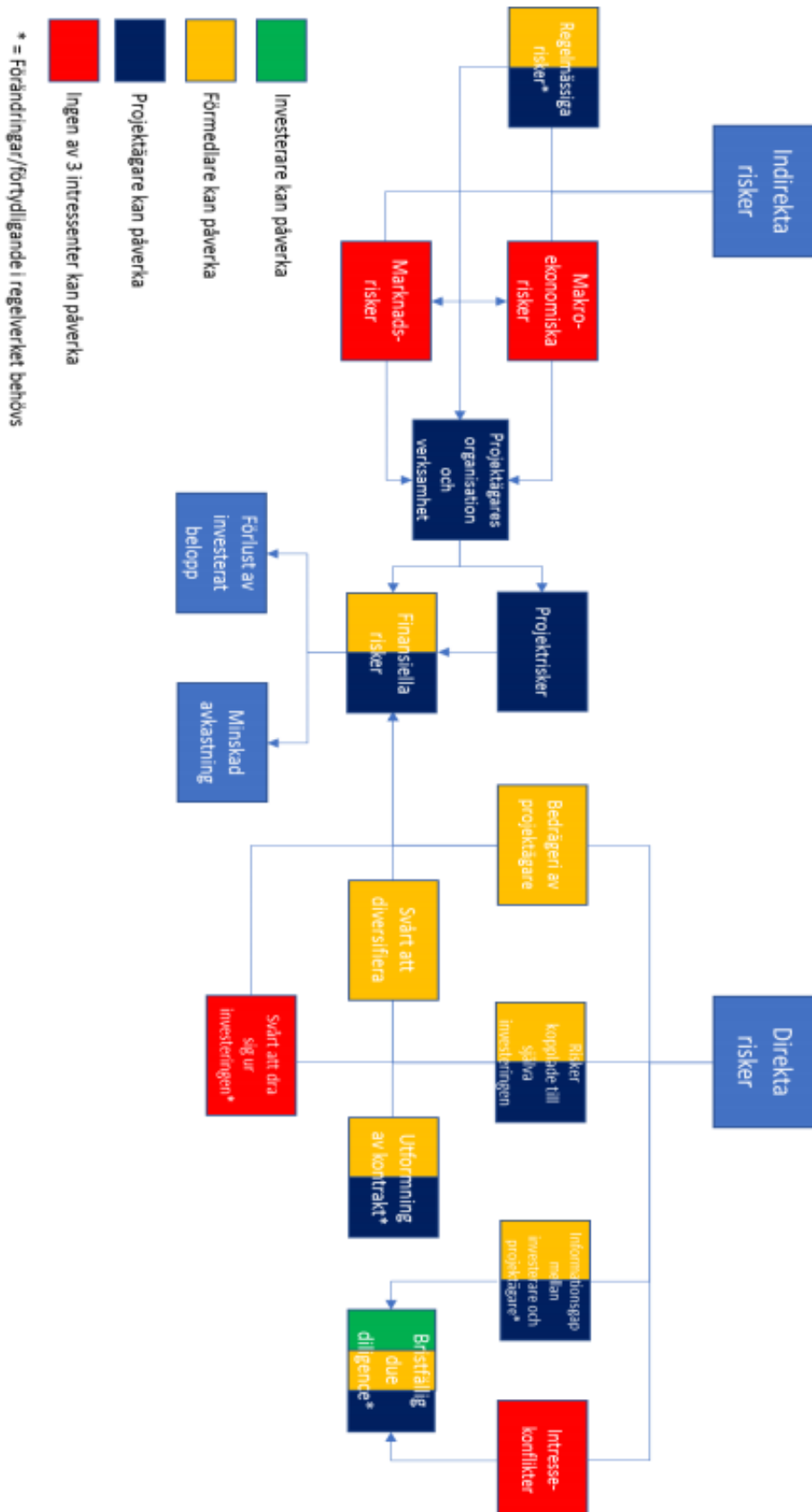
Tessin. (2019g). Figur x. (u.å.). *Fastigheten Evald 4* [bild].
<https://tessin.com/sv/projekt/toppenoverade-lagenheter-bastad/#projektet>
[Hämtad: 2019-05-03]

Mäklarstatistik. (2019). Figur x. *Bostadsrättspriser i riket, årshistorik* [graf].
<https://www.maklarstatistik.se/omrade/rikt/#/bostadsratter/arshistorik>
[Hämtad: 2019-05-03]

SCB. (2019). Figur x. *Konsumentprisindex* [graf].
<https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/priser-och-konsumtion/konsumentprisindex/konsumentprisindex-kpi/pong/tabell-och-diagram/konsumentprisindex-kpi/kpi-faststallda-tal-1980100/>
[Hämtad: 2019-05-03]

Bilagor

Bilaga 1 - Modell över risker förknippade med crowdfunding av fastigheter



Bilaga 2 – Webbskrapad data vilka beräkningarna baseras på

Beteckning	Belopp (tkr)	Löptid (mån)	Avkastning (%)	Investerare (st)
Bostäder med pistnära läge i Sälen	6 060	7,5	8,0%	44
Parhus med havsvy i Stockholms skärgd	10 140	11	10,0%	85
Terrasshus med söderläge i Vallentuna	13 160	14	10,0%	140
Slutsålda bostadsrätter mitt i Åre	17 990	18	9,0%	149
Bostäder med havsvy i Båstad	10 100	18	10,0%	115
Förstklassigt boende i tennismeckat	6 310	14	10,0%	88
Fastighetsbolag med försålda projekt	5 070	14	10,0%	89
Nyproducerade radhus i Tyresö	14 980	22,5	9,0%	138
Slutsålda lägenheter mitt i pisten	10 040	11	9,0%	45
Försålt radhusprojekt i Strängnäs	20 070	11	10,0%	233
Slutsålda bostäder i Kläppen	15 190	12	9,0%	158
Slutsålda kedjehus i Strängnäs	15 080	11	10,0%	88
Slutsålda parhus i Borlänge	20 130	13	10,0%	186
Slutsålda radhus i Strängnäs	20 100	13,5	9,0%	221
Slutsålt radhusprojekt i Borlänge	12 160	12	10,0%	112
Nybyggt fjällboende i Sälen	12 230	21	9,5%	127
Öländsk radby i modern tappning	15 670	15	12,0%	154
Bostadsprojekt i trivsamma Täby	11 030	18	11,0%	129
Bostäder med ski-in ski-out läge i Åre	10 070	11,5	10,0%	69
Byggstartat projekt i Stockholms skärgd	6 100	9	11,0%	220
Friliggande villor i Mälardalen	5 100	14	11,0%	113
Eftertraktade bostäder vid Kalmarsund	9 060	20	10,0%	131
Nybyggda hyresrätter i Småland	10 060	24	10,0%	127
Bostäder nära Gotlands nya regemente	10 090	19	12,0%	125
Citynära bostäder i Stockholm	10 040	18	12,0%	119
Nybyggnation i expansiva Aspudden	10 060	18	12,0%	119
Smålägenheter i Aspudden	20 090	21	10,0%	195
Familjevänliga parhus i Stockholm	15 120	15	12,0%	254
Sjönära bostäder i södra Stockholm	12 100	9	12,0%	174
Slutsålda kedjehus i Sollentuna	17 180	10,5	9,0%	197
Bostäder med strandnära läge i Nacka	12 090	18	10,0%	107
Smakfulla radhus i Nacka	15 000	18	10,0%	186
Citynära parhusbostäder i Älvsjö	13 080	13	10,0%	192
Citylägenheter mitt på Kungsholmen	15 000	11	8,7%	133
Nyproduktion i centrala Örebro	6 370	8	9,0%	83
Försålda lägenheter vid Skellefteälven	7 600	18	10,0%	102
Mobila hyresrätter i Barkarby	10 190	15	10,0%	103
Sjönära hem i Nacka + kapitalresning 2	13 100	13	10,0%	150
Skärgdsnära hem i Saltsjö+Boo	11 750	15,5	10,0%	141
Radhus centralt i Helsingborg	5 500	10	9,0%	28
Slutsålda parhus i Nykvarn	6 010	9	8,0%	95
Urban nyproduktion i pendlingsläge	13 900	18	12,5%	139
Fritidshus med havsvy i Strömstad	5 150	5	10,0%	50
Bostadsrätter centralt i Uddevalla	8 210	18	12,0%	162
Bostadsprojekt i expansiv storstadskommun	4 920	19	10,0%	89
Trendigt boende nära universitetet	10 090	12	10,0%	104
Lantligt boende utanför Stockholm	10 020	15	10,0%	254
Familjehus i Mälardalen	10 470	12	9,0%	109
Slutsålda villor i Haninge	7 860	9	10,0%	110
Parhus i populära Segeltorp	7 090	7	9,0%	98
Pendlingsnära bostadsrätter i Tumba	6 040	20	9,0%	52
Försålda bostäder nära Visby	9 790	21	10,0%	112
Centrala smålägenheter i Linköping	15 180	18	10,0%	166

Projektägare	Org.nummer	Registreringsår	Låntagare
Fjälldrömmar AB	556611-7304		2001 Fjällstugan i Idre AB
Kolfast Holding AB	556473-6998		1993 Brf Mörtån Havsvy
Kolfast Holding AB	556473-6998		1993 Kolfast Bällsta Holding AB
Westswedenestate AB	556703-9762		2006 Brf Åre Bergbana
Westswedenestate AB	556703-9762		2002 Norrvikens Kust Tennis Club AB
Westswedenestate AB	556703-9762		2006 Norrvikens Kust Moder AB
Fagnes AB	556856-2275		2011 Smålands Hem o Bostad
Reinova Properties AB	556703-2296		2006 Lingonriset 18 AB
WKKR Förvaltnings AB	556932-6639		2015 B. Markexploatering AB
Framfastgruppen AB	559015-8662		2015 Brf Bresshammaren 2
Framfastgruppen AB	559015-8662		2015 Framfastgruppen AB
Framfastgruppen AB	559015-8662		2015 Brf Runda Byn
Framfastgruppen AB	559015-8662		2015 Brf Uvbergsviken
Framfastgruppen AB	559015-8662		2015 Brf Bresshammaren
Framfastgruppen AB	559015-8662		2015
Nostrorum SÅ AB	556942-6298		2013 Aligera Fastigheter AB
Halltorpsgruppen AB	556421-5647		1991 Halltorpsgruppen AB
Sekvoja Projekt 1	559054-0695		2016 Sekvoja Fastigheter AB
Bearpeak AB	556368-8919		1989 Projektbolaget Bearpeak Holding AB
Lisseken AB	556609-1756		2001 Brf Brunnsbacken 48 Ingarö
NECD Co AB	556885-8699		2012 NECD Co AB
Halltorpsgruppen AB	556421-5647		1991 Ölandstid Fastighetsförvaltning KB
Zenergy AB	556796-2260		2009 Zenergy bostäder kvarter1 i Skillingaryd AB
Västerhejde Framtidsboende AB	559113-3839		2017 Västerhejde Projekt AB
Boform Fastighetsutveckling AB	556924-8056		2013 Schylter 3 Förvaltning AB
Boform Fastighetsutveckling AB	556924-8056		2013 Schylter 3 Förvaltning AB
Boform Fastighetsutveckling AB	556924-8056		2013 Alvastravägen 5 Förvaltning AB
Bovik Investment	559107-3415		2017 Brf Heliodal
Bovik Investment	559107-3415		2017 Brf Heliodal
Collin Properties Nordic AB	559087-5216		2016 Brf Hörnet 24
Valento AB	556714-2178		2006 Brf Hemstaden i Nacka
Valento AB	556714-2178		2006 BRF Sommarnästet
Atella Fastigheter AB	559014-9000		2015 Brf Tangenten 23
Celon Förvaltning AB	556954-3878		2013 Celon Förvaltning AB
Nätverket Idrottspartner Fastighets AB	556909-3239		2012 Brf Slussen Örebro
Grönbo AB	556995-4042		2014 Södra Karlgårds Bostadsrättsföreningen
Mobila Bostäder Xlnt AB	556863-6848		2011 Mobila Bostäder Xlnt AB
Rättsten Entreprenad AB	556807-7258		2010 Rättsten Entreprenad AB
Rättsten Entreprenad AB	556807-7258		2010 Backeböl 1:371 AB
Scandinavian Stenvillan AB	556915-0328		2015 Scandinavian Stenvillan AB
Vata Bygg AB	559156-3571		2018 Brf Brohill
Laterre Invest AB	559069-8782		2016 Rörahuset AB
Solcampen Holding AB	556817-6381		2010 Solcampen Holding AB
Dajab Förvaltnings AB	559004-9374		2015 Brf Kaptensbryggan
DK Property AB	559051-1662		2016 Brf Högmoraprakten
Miland 3K Witte AB	559016-7499		2015 Miland 3K Witte AB
Skärgårdsvillan Bygg AB	559057-1385		2016 Brf Ljusterö Skärgårdsby 2
Kungsholmen Fastighetsutveckling AB	559038-0688		2015 Jakobslijan Bostadsproduktion AB
Bricknova AB	559122-5395		2017 Runsten Village AB
MSAK Fastigheter AB	559091-2274		2016 Brf Bindaren
Spangarden Properties AB	559129-2072		2017 Ösmo Hallängen 7 AB
Västerhejde Framtidsboende AB	559113-3839		2017 Västerhejde Projekt AB
Mantorp Hus AB	556847-5718		2011 Bostadsrättsföreningen Kocken 8

Omsättning	Årets Resultat	Soliditet	Fastighetspant	Aktiepant	Personligt borgensåtagande	Proprieborgen	Revers
0	15	100,0%	1	1	1	1	0
0	10 045	99,3%	0	1	0	1	0
0	940	97,0%	1	1	0	1	0
891	8 261	96,5%	1	1	0	0	0
891	8 261	96,0%	1	0	0	1	0
1 216	4 453	91,0%	1	0	0	1	0
555	80	89,0%	1	0	1	1	0
1 413	1 022	86,0%	1	0	0	1	0
598	2 971	86,0%	1	1	0	1	0
0	16 127	82,0%	1	1	0	1	0
0	16 127	82,0%	1	0	0	1	0
0	17 109	78,0%	1	1	0	1	1
0	17 109	78,0%	1	1	0	1	0
0	17 109	78,0%	1	0	0	1	0
0	17 109	78,0%	1	1	0	1	0
0	1	75,0%	1	1	0	0	0
0	61	69,0%	1	0	0	1	0
0	12 970	67,0%	0	1	0	1	0
811	8 694	54,0%	1	0	0	1	0
77	471	53,0%	1	0	1	1	0
3 796	39	52,0%	1	0	0	1	0
0	3 601	49,0%	1	0	0	1	0
37 952	29 543	47,0%	1	1	0	1	0
1 800	868	42,0%	1	0	1	1	0
78 984	1 729	38,0%	1	0	0	1	0
78 984	1 729	38,0%	1	0	0	1	0
247 961	21 620	36,0%	1	0	0	1	0
0	26	35,0%	1	1	0	1	0
0	26	35,0%	1	1	0	1	0
75	2 314	21,0%	1	0	0	1	0
60 061	1 090	19,0%	1	0	0	1	0
60 061	1 090	19,0%	1	1	0	1	0
5 106	18 944	18,0%	1	0	0	1	0
134 860	19 975	18,0%	0	0	0	1	0
0	5	18,0%	1	0	0	1	0
22 736	307	12,3%	1	0	1	1	0
244	2	12,0%	0	0	1	1	0
41 458	1 706	11,0%	1	1	0	1	0
41 458	1 706	11,0%	1	1	1	1	0
33 203	77	6,2%	1	1	0	0	0
13 700	1 061	5,0%	1	0	1	0	0
1 606	697	2,3%	1	1	0	1	0
0	77	1,5%	1	1	0	0	0
438	0	1,1%	1	1	1	1	0
0	87	1,0%	1	1	0	1	0
0	20	1,0%	1	0	0	1	0
19 523	110	0,7%	1	0	0	1	0
0	224	0,3%	0	1	0	1	0
0	0	0,0%	1	1	0	0	0
0	0	0,0%	1	0	0	0	1
0	0	0,0%	1	0	0	1	0
1 240	1 349	-6,9%	1	1	0	1	0
2 560	597	-196,0%	1	0	0	1	0

Totalt antal säkerheter	Koncern	Noterat	
4	1	0	
2	1	0	
3	1	0	
2	1	0	
2	1	0	
2	1	0	
3	1	0	
2	1	0	
3	1	0	
3	1	0	
2	1	0	
4	1	0	
3	1	0	
2	1	0	
3	1	0	
2	1	0	
2	1	0	
2	1	0	
2	1	0	
3	1	0	
2	1	0	
2	1	0	
3	1	0	
3	1	0	
2	1	0	
2	1	0	
2	1	0	
3	1	0	
3	1	0	
2	1	0	
2	1	0	
3	1	0	
2	1	0	
1	1	0	
2	1	0	
3	1	0	
2	1	0	
3	1	0	
4	1	0	
2	1	0	
2	1	0	
3	1	0	
2	1	0	
2	1	0	
2	1	0	
2	1	0	
2	0	0	
2	1	0	
3	1	0	
2	1	0	

TRITA-ABE-MBT-19219