

Erhvervsstyrelsen
Dahlerups Pakhus
Langelinie Allé 17
2100 København Ø



Att: Michael Aske Alexis Jepsen og Anja Lamp Vrang
Sendt pr. e-mail til micjep@erst.dk og anjlam@erst.dk

Forskergruppen CLEAR
Juridisk Institut
Aalborg Universitet
Fibigerstræde 4
9220 Aalborg Ø

Dato: 4. oktober 2024

Høringsvar: Høring over forslag til ændring af selskabsloven (Offentligt udbud af anpartar og nedsættelse af minimumskrav til anpartsselskabers selskabskapital) af 23-08-2024.

1. INTRODUKTION

Forskergruppen CLEAR ved Aalborg Universitet forsker i retlige aspekter ved crowdfunding på dansk, europæisk og internationalt plan og indgår i en række internationale tværfaglige partnerskaber og netværk om alternativ finansiering. Forskergruppen er uafhængig af aktører på markedet og bedriver uafhængig og fri forskning, jf. universitetsloven. På baggrund af gruppens egne retlige analyser, samt den viden gruppen har indsamlet om crowdfunding fra udlandet, ses en række forhold, der er af væsentlig betydning for den del af lovforslaget, der angår ændring af selskabslovens § 1, stk. 3 (muliggørelse af anpartsselskabers udbud af kapitalandele til offentligheden). Høringsvaret er udarbejdet af forskningsleder lektor Thomas Neumann (ph.d, cand.jur.) samt videnskabelig assistent Cecilie Højvang Christensen (ph.d, cand.jur.).

1.1. BEGREBER

Lovforslaget angår selskabslovens § 1, stk. 3. Reglen udtrykker det selskabsretlige forbud mod, at anpartsselskaber udbyder deres kapitalandele til offentligheden. Dette betegnes retligt som et spredningsforbud.

Crowdfunding er ikke et retligt begreb, og alle crowdfundingmodeller må underlægges en konkret vurdering for at afgøre, hvilke retlige rammer der gælder. Generelt gælder det, at donationscrowdfunding reguleres af indsamlingsloven, og belønningscrowdfunding reguleres af de købe- og obligationsretlige regler. Låne- og andelscrowdfunding reguleres af den finansielle regulering, herunder også crowdfundingforordningen.

Andelscrowdfunding forstås som værende crowdfundingmodeller, hvor et selskab foretager en kapitalforhøjelse ved at sælge kapitalandele i selskabet. Andelscrowdfunding har tidligere været beskrevet som investeringscrowdfunding og aktiecrowdfunding. I udlandet kendes andelscrowdfunding som *equity crowdfunding*.

2. SAMMENFATTEDE BEMÆRKNINGER

Lovforslaget muliggør andelscrowdfunding i Danmark. I forhold til hvordan man har gjort i andre lande, og de overvejelser man gør sig dér, så er lovforslaget vidtgående. Man må gøre sig principielle overvejelser om, i hvilken grad man vil tillade, at anpartsselskaber skal kunne ligne aktieselskaber uden dog at være underlagt samme krav til stiftelse, kapital, regnskab, drift og kapitalforhøjelser.

Crowdfundingforordningen, som gælder for både andelscrowdfunding og låncrowdfunding, indeholder specifikke regler om investorbeskyttelse, hvorfor en mere simpel og forsigtig muliggørelse af andelscrowdfunding kunne ske ved at betinge, at anpartsselskabernes udbud af deres kapitalandele til offentligheden kun må ske, når crowdfundingforordningen finder anvendelse.

Vi konkluderer at:

- Lovforslaget vil muliggøre andelscrowdfunding for danske anpartsselskaber.
- Lovforslaget muliggør andelscrowdfunding ved brug af en crowdfundingtjenesteudbyder. En sådan andelscrowdfunding er omfattet af investorbeskyttelsesreglerne i crowdfundingforordningen.
- Lovforslaget muliggør andelscrowdfunding foretaget af et anpartsselskab selv uden brug af en crowdfundingtjenesteudbyder. En sådan andelscrowdfunding er ikke omfattet af særlige investorbeskyttelsesregler.
- Lovforslaget hindrer, at anpartsselskabers kapitalandele kan handles på et reguleret marked eller multilateral handelsfacilitet.
- Lovforslaget bryder med den etablerede sondring mellem private (anpartsselskaber) og offentlige (aktieselskaber) selskaber og sætter spørgsmålstegn ved, hvilket niveau af investorbeskyttelse man ønsker, især for private investorer.
- Crowdfundingforordningen tvinger ikke Danmark til at forandre selskabslovens § 1, stk. 3, men der er heller ikke EU-retlige hindringer for, at der foretages forandringer.

Det er vores forslag at:

- Man sikrer, at der er hjemmel til at sanktionere overtrædelser af crowdfundingforordningen på det minimumsniveau, som er påkrævet af crowdfundingforordningen. Dette bør ske ved fuldt ud at implementere forordningens artikel 39 i lov om finansiel virksomhed § 373.
- Man nøje overvejer, hvilket niveau af beskyttelse man ønsker for særligt de private investorer. Lovforslaget vil i sin nuværende form gøre det muligt at foretage andelscrowdfunding med forskelligt investorbeskyttelsesniveau.
- Man bør overveje, om det er en fordel kun at tillade andelscrowdfunding, der er omfattet af crowdfundingforordningens regler om tilladelse, tilsyn og investorbeskyttelse, indtil der er opnået erfaring på de europæiske markeder med andelscrowdfunding.
- Man bør bibeholde lovforslagets forbud mod optagelse på reguleret marked eller bilateral handelsfacilitet for at fastholde sondringen mellem private selskaber (anpartsselskaber) og offentlige selskaber (aktieselskaber), da de to selskaber har forskellige præmisser og regulatoriske kvalitetsforskelle. Hvis andelscrowdfunding kun tillades for anpartsselskaber, når det sker under crowdfundingforordningens regler, vil dette i sig selv afskære anpartsselskabers mulighed for at lade deres kapitalandele optage til handel på et reguleret marked eller en bilateral handelsfacilitet.
- Man bør undersøge, om der er andre retlige barrierer, der har væsentlig indflydelse på andelscrowdfundingmarkedet, herunder f.eks. aktieavancebeskatningslovens § 19 om lagerbeskatning ved kollektive investeringer.

Vi vurderer at:

- En gennemførelse af lovforslaget kan skabe usikkerhed for private investorer, da niveauet af investorbeskyttelse ikke er det samme for anpartsselskabets egen andelscrowdfunding kontra andelscrowdfunding foretaget ved brug af en crowdfundingtjenesteudbyder.
- Der vil fortsat ikke eksistere et likvidt marked for investorerne til at afhænde andele erhvervet ved andelscrowdfunding. Dette kan dæmpe investeringslysten.
- Det generelle kendskab til crowdfunding blandt kapitaløgende virksomheder og de private investorer er lavt.
- Visse andre lande har tidligt foretaget regulatoriske forandringer, der har muliggjort og opmuntret brug af crowdfunding. Det er uvist, om et dansk andelscrowdfundingmarked kan konkurrere mod det forspring, som udenlandske aktører har fået til at øge kendskabet blandt virksomheder og investorer samt til at samle erfaring med andelscrowdfundingudbud.

3. KOMMENTARER TIL LOVFORSLAGET

3.1. EKSISTERENDE IMPLEMENTERINGSFEJL BØR KORRIGERES

Lovforslaget adresserer ikke, at crowdfundingforordningen ikke er fuldt implementeret i Danmark. Ifølge crowdfundingforordningen skal Danmark sikre et minimumsniveau af administrative sanktioner og foranstaltninger for overtrædelse af crowdfundingforordningens regler, jf. artikel 39. I Danmark er dette minimumsniveau søgt implementeret ved at tilføje de sanktionerede bestemmelser fra artikel 39 i § 373 i lov om finansiel virksomhed. Ved ændringen har man dog ikke medtaget alle tilfælde, som er nævnt i crowdfundingforordningens artikel 39. Konsekvensen er, at Danmark ikke har sikret det minimumsniveau, der er påkrævet, og at der derved ikke er hjemmel til at sanktionere overtrædelser af crowdfundingforordningens krav til behandling af klager (artikel 7, stk. 1-4), krav om videnstest og simulering af tabsevne (artikel 21, stk. 1-7), krav om adgang til registre (artikel 26) og krav til markedsføringsmateriale (artikel 27, stk. 1-3). Sanktionerne angår både lånebaseret crowdfunding og den andelscrowdfunding, som forventes muliggjort ved en forandring af selskabslovens § 1, stk. 3. Det er vores anbefaling, at implementeringsfejlen korrigeres, sådan at der sikres hjemmel for overtrædelser af crowdfundingforordningen på det minimumsniveau, der er påkrævet.

3.2. LEMPELSE ER MULIGT, MEN GIVER ANLEDNING TIL OVERVEJELSER

Lovforslaget vil give anpartsselskaber adgang til at benytte andelscrowdfunding i Danmark. Hidtil har alle andre selskabstyper lovligt kunne benytte andelscrowdfunding i Danmark, og anpartsselskaber har lovligt kunne foretage andelscrowdfunding i udlandet.

Selskabslovens § 1, stk. 3, er et udslag af, at man i selskabsretten sonderer mellem offentlige selskaber og private selskaber. I Danmark kendes disse som henholdsvis aktieselskabet og anpartsselskabet, men sondringen er kendt i hele Europa. Ser man nærmere på baggrunden for sondringen og for selskabslovens § 1, stk. 3, så ses det ikke, at en undtagelsesfri sondring mellem de to typer er påkrævet. Flere europæiske lande har da også tidligere lempet på deres regler, som svarer til den danske selskabslovs § 1, stk. 3.

Baggrunden for sondringen mellem offentlige og private selskaber kan spores tilbage til tysk ret. I Tyskland sonderer man mellem investorer, der passivt placerer deres midler i selskaber, og derfor er lettere ofre for vildledning, end investorer, der er aktive i selskabet, og derfor har et indgående kendskab til selskabet og de øvrige selskabsdeltagere. Af den grund er der for de tyske aktieselskaber (*allgemeine gesellschaft*) indført investorbeskyttelsesregler, men ikke for de tyske anpartsselskaber (*gesellschaft mit beschränkter haftung*). *Qua* harmoniseringen af selskabsretten med det 2. selskabsdirektiv (direktiv 77/91), som kun finder anvendelse på offentlige selskaber som det danske aktieselskab, har sondringen spredt sig til det øvrige Europa.

I Tyskland er det et krav at overførsel af kapitalandele i et privat selskab (*gesellschaft mit beschränkter haftung*) sker med notarbekræftelse, hvilket har gjort det umuligt for disse at henvende sig til offentligheden om investering uden at omdanne sig til et offentligt selskab. Da de øvrige EU-lande ikke har lignende regler om notarbekræftelse, så blev de private selskabers mulighed for at henvende sig til offentligheden om investering forbudt ved såkaldte spredningsforbud, som i selskabslovens § 1, stk. 3. Siden 1970'erne har spredningsforbuddet været betragtet som en del af dansk ret, selv om det først blev lovfæstet i selskabslovens § 1, stk. 3, senere.

Det er ikke et krav, at Danmark indfører et undtagelsesfrit forbud mod anpartsselskabernes henvendelse til offentligheden om investering. Nok kan man anføre, at det er et vilkår for at opretholde sondringen mellem offentlige og private selskaber, og dermed mellem de passive og aktive investorer, men det vil være en fejlfortolkning af 2. selskabsdirektiv at indlæse et sådant krav. Flere EU-lande har da også, uden indgriben fra EU, på forskellig vis lempet på deres nationale spredningsforbud.

Generelt er aktieselskaberne i dag underlagt mere regulering om stiftelse, kapital, drift, regnskab m.m. end anpartsselskaberne er. Lovforslaget tilføjer til denne regulatoriske ulighed ved, at anpartsselskaberne får mulighed for at foretage kapitalforhøjelser uden at være underlagt reglerne i selskabslovens kapitel 10, sådan som aktieselskaberne er.

Gennemføres lovforslaget i dets nuværende form, så vil der være incitament, også for store selskaber, til at drive selskab i ApS-formen for at undgå den merregulering, der påhviler aktieselskaberne. Samtidigt vil man med lovforslaget åbne for investering fra passive investorer, som principielt har mere behov for beskyttelse, jf. ræsonnementerne fra Tyskland.

Lovforslaget giver mulighed for, at et anpartsselskab kan rejse 5 mio. euro om året i kapitalforhøjelse uden særlige investorbeskyttelsesregler, såfremt anpartsselskabet undlader at bruge en platform reguleret af crowdfundingforordningen. Falder kapitalforhøjelsen under en af undtagelserne i lovforslagets nummer 1 til 4, eller prospektforordningens artikel 1, stk. 4, kan der, uden særlige investorbeskyttelsesregler, rejses for mere end 5 mio. euro om året.

Man kan spørge, om forudsætningen om, at anpartsselskabet er det lille selskab med aktive selskabsdeltagere, og aktieselskabet er det offentlige selskab med passiv selskabsdeltagelse, fortsat vil være gældende, såfremt den foreslåede ændring gennemføres.

Selv om det er retligt muligt for Danmark at fjerne eller lempe på spredningsforbuddet i selskabslovens § 1, stk. 3, så bør man nøje overveje, hvilke implikationer det kan have at opløse afgrænsningen mellem aktie- og anpartsselskaberne. Lovforslaget bryder med tanken om, at henvendelse til offentligheden om (passiv) investering er et karakteristikum forbeholdt aktieselskaber.

3.3. TÆRSKELVÆRDIEN PÅ 5 MIO EURO OG BESKYTTELSE AF DEN PRIVATE INVESTOR

En vidtgående åbning

Lovforslaget gør det muligt for anpartsselskaber at foretage andelscrowdfundingudbud på op til 5 mio. euro om året, hvilket svarer til den grænse, man ser i crowdfundingforordningen, og som blev foreslået af Liberal Alliance i et forslag til folketingsbeslutning om muliggørelse af andelscrowdfunding i maj 2023. Trods et sammenfald i tærskelværdien, så kræves det ikke, ifølge lovforslaget, at et udbud kun kan ske under crowdfundingforordningens regler. Det er, ifølge lovforslaget, således muligt for anpartsselskaber selv at foretage andelscrowdfundingudbud uden brug af en crowdfundingtjenesteudbyder, og dermed vil udbuddet ikke være omfattet af de særlige investorbeskyttelsesregler, man finder i crowdfundingforordningen. Når erhvervsministeren i 2023 anførte et behov for at undersøge, om et loft på 5 mio. euro ville sikre en tilstrækkelig investorbeskyttelse, så må svaret være, at lovforslaget både åbner for udbud, der er indgående regulerede under crowdfundingforordningen, og udbud, der ikke er underlagt særlige investorbeskyttelsesregler.

Det er tvivlsomt, om private investorer er i stand til at skelne mellem regulatorisk meget forskellige typer af andelscrowdfundingudbud, når de begge må markedsføres som andelscrowdfunding og i øvrigt kan fremstå meget ensartede. En tærskelværdi på 5. mio. euro sikrer ikke, at særlige investorbeskyttelsesregler finder anvendelse. I dén henseende er lovforslaget vidtgående, og man

bør overveje, hvilket niveau af investorbeskyttelse man ønsker, og om dette skal være ensartet for alle andelscrowdfundingudbud under den foreslåede tærskelværdi.

Anparts- og aktieselskaber har ikke samme vilkår

Lovforslaget gør det muligt for anpartsselskaber selv at foretage udbud, hvilket aktieselskaberne allerede har mulighed for i dag. Selv om anpartsselskaberne kan siges at blive ligestillet med aktieselskaberne ved at få samme mulighed for at rejse kapital, uden at der gælder særlige investorbeskyttelsesregler, så må det erindres, at aktieselskaberne generelt er underlagt strengere regulatoriske krav om stiftelse, kapital, drift og regnskab. Selv om lovforslaget giver anpartsselskaberne adgang til andelscrowdfunding, sådan som aktieselskaberne har det i dag, så har de to selskaber ikke samme vilkår. Så længe man fastholder udgangspunktet om, at aktieselskabet er det offentlige selskab og anpartsselskabet det private selskab, så er der ræson i, at de to typer ikke har samme vilkår.

Der er ikke samme beskyttelsesincitamenter ved eget udbud

Det har, på baggrund af analyser af crowdfundingmarkedet i USA, Canada, Australien, New Zealand, Storbritannien og EU, været fremført, at crowdfundingtjenesteudbydernes erfaring med, hvilke udbud og selskaber der klarer sig godt, mindsker investeringsrisiko og informationsasymmetri. Udbyderen har en egeninteresse i at undgå dårlige investeringscases for, på lang sigt, at etablere tillid til andelscrowdfunding som investeringsprodukt. På den måde er der i sig selv visse investorbeskyttelseseffekter ved udbud, der foretages via en crowdfundingtjenesteudbyder. Gennemføres lovforslaget, vil det dog være muligt for anpartsselskaber selv at foretage udbud af kapitalandele uden brug af en crowdfundingtjenesteudbyder. I de tilfælde vil der ikke være samme investorbeskyttelseseffekter, da anpartsselskabers egeninteresse i det enkelte udbud øger risikoen for den enkelte investor, der ikke beskyttes af, at udbuddet sker gennem en udenforstående udbyder.

Alternativ

Ønsker man at muliggøre andelscrowdfunding ved en mindre vidtgående lovændring, så kan lovforslaget omformuleres, således at kun udbud, der sker under crowdfundingforordningens regler, er undtaget fra spredningsforbuddet i den nugældende regel i selskabslovens § 1, stk. 3. Et sådant forslag har været fremført i Sverige, hvor man for tiden gør sig de samme overvejelser om muliggørelse af andelscrowdfunding.

3.4. UNDTAGELSERNE I NR. 1-4 MED INSPIRATION FRA PROSPEKTFORORDNINGEN

Støtte til at lade den allerede kendte afgrænsning være gældende

Ifølge prospektforordningen skal der udarbejdes, godkendes og udsendes prospekt, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked. Da prospektkravene placerer en stor byrde på det selskab, der vil udbyde værdipapirer, har Danmark med hjemmel i forordningen fastsat, at udbud under 8 mio. euro om året er fritaget fra prospektkravet. Lovforslagets undtagelser i nr. 1-4 gør det muligt for anpartsselskaber at foretage udbud over tærskelværdien på 5 mio. euro under fire nærmere angivne tilfælde, som hver især genkendes fra prospektforordningens regler.

Selv om formuleringen af lovforslaget synes fremmed for selskabsloven, så er betingelserne i lovforslagets nr. 1-4 genkendelige fra prospektforordningens artikel 1, stk. 4, litra a – d. Antager man, at der allerede i prospektforordningen er fundet en fornuftig balance imellem frit at kunne udbyde kapitalandele og prospektkrav, så er det meningsfuldt at duplikere de undtagelser, der i forvejen gælder for prospektkravet i prospektforordningen. Denne måde at åbne for andelscrowdfunding ses da også anvendt i Irland, hvor en lignende selskabsretlig lempelse er foretaget i *Companies Act 2014 revised updated to 6 July 2024*.

Alternativ – et principielt valg

Lovforslaget angår primært grænseområdet mellem lovforslagets 5 mio. euro og grænsen på 8 mio. euro, hvorefter der skal udarbejdes et prospekt, jf. prospektforordningen. Ønsker man at forsimple

lovforslaget kan man i stedet nedsætte prospektforordningens tærskelværdi til 5 mio. euro, sådan at der ikke opstår et grænseland. Dette vil give samme muligheder for anpartsselskaberne til at foretage andelscrowdfundingudbud som efter lovforslagets dupliserede regler. En sådan ændring vil dog omfatte aktieselskaberne, som herefter vil blive omfattet af prospektkravet, jf. prospektforordningen, allerede fra 5 mio. euro. Forudsat at præmissen om, at investorbeskyttelsen er godt afbalanceret i prospektforordningens undtagelsesbestemmelser, så er det meningsfuldt at duplikere disse i lovforslaget, trods den komplicerede ordlyd til følge. En sænkelse af prospektgrænsen vil påvirke aktieselskabernes retsstilling, og der bør afsøges yderligere indsigt i dette, før grænsen nedsættes.

3.5. FORBUD MOD OPTAGELSE TIL HANDEL PÅ REGULERET MARKED ELLER MULTILATERAL HANDELSFACILITET

Lovforslagets stk. 4 vil gøre det umuligt for anpartsselskaber at lade deres kapitalandele optage til handel på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet. Lovforslagets argument om, at det kan medføre risiko for, at anpartsselskaber omfattes af det kodificerede selskabsdirektiv, som stammer fra det 2. selskabsdirektiv, er mindre overbevisende. Det afgørende for lovforslaget må være, i hvilken grad man vil tillade, at anpartsselskaber kan komme til at ligne aktieselskaber. De to er, som tidligere anført, væsensforskellige. Anpartsselskaberne forudsættes at være mindre selskaber med aktive og informerede selskabsdeltagere som investorer. Aktieselskabet forudsættes at være større selskaber, som også kan have passive investorer. Blandt andet derfor er aktieselskaberne også underlagt en række yderligere regulering om stiftelse, kapital, drift, regnskab m.m. Således kan aktieselskaberne principielt siges at have en anden regulatorisk kvalitet. Lovforslaget giver derfor god mening og vil fortsat opretholde en vis sondring mellem anparts- og aktieselskaber. Lovforslaget vil dog fortsat spæge markedet for anpartsselskabers kapitalandele, da disse kun med besvær kan afhændes igen.

Hvis lovforslaget omformuleres, så anpartsselskaber alene kan foretage offentlige udbud, når det sker under reglerne i crowdfundingforordningen, så vil et forbud som det i stk. 4 blive overflødig. Dette da forordningens regler ikke i sig selv giver adgang til optagelse til handel på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet.

Andelscrowdfunding er overalt i Europa i øjeblikket udfordret af, at det er svært at afhænde kapitalandele i et unoteret selskab. Et likvidt marked er væsentligt i forhold til at kunne afvikle sin investering igen. Crowdfundingforordningen adresserer kun sparsomt problemet. Ifølge crowdfundingforordningens artikel 25 tillades anvendelsen af såkaldte *bulletin boards*, hvor interesse for at afhænde unoterede kapitalandele kan averteres. Et sådant *bulletin board* må dog ikke indeholde et system, hvorefter køb- og salgsinteresser matches, medmindre crowdfundingtjenesteudbyderen også har en tilladelse som investeringsselskab eller reguleret marked. Lovforslaget ændrer ikke ved mulighederne eller begrænsningerne for at afhænde andelscrowdfundede kapitalandele. Etablering af såkaldte sekundære markeder har fundet en løsning i Europa endnu. På den baggrund støttes lovforslagets forbud mod optagelse af anpartsselskabers kapitalandele på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet for nuværende.

3.6. SKATTERETLIGE ASPEKTER

Lovforslaget om muliggørelse af andelscrowdfunding tager ikke tidligere fremsat kritik til overvejelse. Kritik er blandt andet blevet fremsat af Landdistrikternes Fællesråd, Dansk Iværksætterforening og Dansk Industri, som i 2021 udgav en række anbefalinger til fremme af crowdfunding i landdistrikterne.

I andelscrowdfunding samles investorerne af praktiske grunde i et selskab, som derpå erhverver andelen i den kapitaløgende virksomhed. Således får den kapitaløgende virksomhed kun én ny ejer at forholde sig til. Når investorer samler sig i en kollektiv investering, sidestilles de med et investeringsselskab, når der er otte eller flere deltagere. I andelscrowdfunding vil investorerne derfor næsten altid blive anset som deltagere i et investeringsselskab. Konsekvensen er, at investorerne bliver lagerbeskattet. Lagerbeskatning betyder, at skatteyderen løbende skal sikre sig midler til betaling af skat. Dette kan i andelscrowdfunding være svært, da de andelscrowdfundede ejerandele kun med besvær kan realiseres. Således kan lagerbeskatningen udgøre en barriere for de mange private investorer, som forudsættes at være investorer i andelscrowdfundingudbud.

3.7. ERFARINGER FRA UDLANDET

Det er alment kendt i Europa, at anpartsselskaber (private selskaber) ikke frit kan udbyde deres kapitalandele til offentligheden. Med crowdfundingforordningens mål om at skaffe risikovillig kapital til SMV'erne bliver de såkaldte spredningsforbud udfordret. For nuværende har Estland, Finland, Holland, Irland, Italien, Letland, Rumænien og Spanien meddelt Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA), at de tillader, at deres private selskaber kan anvende andelscrowdfunding. I modsætning hertil har Belgien, Grækenland, Litauen, Luxemborg, Malta, Polen, Sverige, Tjekkiet, Tyskland, Ungarn og Østrig for nuværende fastholdt, at anpartsselskaber ikke må udbyde kapitalandele til offentligheden og derfor heller ikke kan foretage andelscrowdfundingudbud under crowdfundingforordningen. Danmark og seks andre lande har ikke entydigt taget stilling til spørgsmålet.

Selv om der nok er en tendens til, at anpartsselskaber i Europa får bedre adgang til at udbyde deres kapitalandele til offentligheden, så spores der også en vis forsigtighed. For eksempel har Italien kun gradvist tilladt andelscrowdfunding. I første omgang fik kun innovative start-ups adgang til andelscrowdfunding, herefter små selskaber, og nu alle SMV'er. Store italienske selskaber har for nuværende stadig ikke adgang til andelscrowdfunding, også selvom de er anpartsselskaber.

I Norden ses det, at Finland i 2001 fjernede spredningsforbuddet for finske private selskaber ud fra en ambition om at skabe et internationalt konkurrencedygtigt og varieret finansielt marked. Siden da er det finske andelscrowdfundingmarked også vokset markant, når der måles på antallet af crowdfundingtjenesteudbydere og mængden af kapital rejst af selskaberne.

I Sverige diskuteres det, i hvilken grad man bør undtage fra det nuværende spredningsforbud. Det svenske finansdepartement støtter, at der gøres en undtagelse for udbud, der omfattes af crowdfundingforordningen, da man derved vil sikre et vist niveau af offentligt tilsyn, investorbeskyttelsesregler og administrative sanktioner. Det har i Sverige været fremhævet, at crowdfundingbranchen selv har interesse i, at udbud med kapitalandele i anpartsselskaber er underlagt regulering, da det vil øge transparensen og tilliden til crowdfunding.

I Norge er retstilstanden den, at anpartsselskaber i udgangspunktet ikke kan udbyde kapitalandele til offentligheden. Det er dog muligt for selskabet at fravige dette udgangspunkt ved at angive i sine vedtægter, at kapitalandelene er frit omsættelige. Således har Norge lagt vægt på, at anpartsselskaberne skal have en stor grad af fleksibilitet og aftalefrihed. Konsekvensen er da også, at der rent faktisk findes et andelscrowdfundingmarked i Norge.

I Tyskland fastholder man det tekniske krav om notarbekræftelse ved overdragelse af kapitalandele i anpartsselskaber. Faktisk går man så langt, at man ikke vil tillade, at notarforretningen udøves digitalt, hvilket effektivt hindrer et andelscrowdfundingmarked. Tyskland holder derved fast i sondringen mellem de private selskaber (anpartsselskaberne) og de offentlige selskaber (aktieselskaberne).

4. REFERENCER

- Amanda Emilia Kamph, Layal Sarhan, *Anpartsbaseret crowdfunding - om adgangen til at lovliggøre anpartsselskabers anvendelse af equity-crowdfunding samt den potentielle regulering heraf* (Erhvervsjuridisk Tidsskrift 2022.227)
- Andrew A. Schwartz: *Investment Crowdfunding* (Oxford University Press 2023)
- Cecilie Højvang Christensen, Thomas Neumann *Muliggørelse af andelscrowdfunding i Danmark* (Ugeskrift for retsvæsen, kommende, i tryk)
- Cecilie Højvang Christensen: *Investeringsbaseret crowdfunding i Danmark* (Aalborg Universitet 2024)
- Elif Härkönen, *Regulating Equity Crowdfunding Service Providers - An Innovation-Oriented Approach to Alternative Financing* (Nordic Journal of Commercial Law 2018)
- Elif Härkönen, Thomas Neumann, Cecilie Højvang Christensen: *The Regulation of Crowdfunding in the Nordic Countries* i Eugenia Macchiavello, *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business – A Commentary* (Edward Elgar Publishing 2022)

- Eugenia Macchiavello, *La regolazione del crowdfunding in Italia dopo l'adattamento del nostro ordinamento al Regolamento UE n. 2020/1503: i principali cambiamenti per i fornitori di servizi di crowdfunding operanti in Italia e questioni ancora aperte* (Rivista di diritto bancario 2023)
 - Eugenia Macchiavello, *The Challenges Awaiting the European Crowdfunding Services Providers Regulation: Ready for Launch?* (Nordic Journal of Commercial Law 2022)
 - Jan Schans Christensen, "Reform af den danske kapitalselskabsret" Nordisk Tidsskrift for Selskabsret 2008:4
 - Jesper Lau Hansen, *Crowdfundingforordningen og anpartselskaber* (Erhvervsjuridisk Tidsskrift 2023.044)
 - Karsten Wenzlaff, Ana Odorovic, *The Crowdfunding Regulation in Germany – On the Path to Self-isolation?* i Eugenia Macchiavello, *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business – A Commentary* (Edward Elgar Publishing 2022)
 - Matteo Gargantini, *Secondary markets for crowdfunding: Bulletin boards* i Eugenia Macchiavello, *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business – A Commentary* (Edward Elgar Publishing 2022)
 - Tania Ziegler, Rotem Shneor, Karsten Wenzlaff, Krishnamurthy Suresh og Leyla Mammadova, *The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report* (University of Cambridge Judge Business School 2021)
 - Thomas Neumann, *Aktuelle selskabs- og skatteretlige aspekter af aktiecrowdfunding* (Erhvervsjuridisk Tidsskrift 2022.154)
-
- ESMA35-42-1305, ESMA: European crowdfunding service providers for business regulation (2020/1503) (2. februar 2024)
 - Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1129 af 14. juni 2017 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked, og om ophævelse af direktiv 2003/71/EF
 - Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2020/1503 af 7. oktober 2020 om europæiske crowdfundingtjenesteudbydere for erhvervslivet og om ændring af forordning (EU) 2017/1129 og direktiv (EU) 2019/1937
 - Irland, lov nr. 38 af 2014, *Companies Act 2014 Revised updated to 6 July 2024*
-
- Høringssvar: Fi2022/00473, Finansdepartementet Finansmarknadsafdelningen, Nya regler för viss gräsrotsfinansiering (Februari 2022)
 - Høringssvar: Almi Företagspartner AB d. 3.5.2022
 - Høringssvar: Regelrådet 06.05.2022
 - Høringssvar: Konsumentverket 6.5.2022
 - Høringssvar: Finansinspektionen 9.5.2022