



Crowdfunding som alternativ finansieringsform

En retsdogmatisk analyse af crowdfundingforordningens retlige udfordringer for aktørerne i et crowdfundingudbud

Af Peter Christian Nyborg Villadsen



Titelblad

Dansk titel:	Crowdfunding som alternativ finansieringsform
Engelsk titel:	Crowdfunding as an alternative form of financing
Forfatter:	Peter Christian Nyborg Villadsen
Studienummer:	20193168
Vejleder:	Thomas Neumann
Uddannelsesinstitut:	Juridisk Institut, Aalborg Universitet
Retsområde:	Finansieringsret
Afleveringsdato:	16. maj 2024
Anslag:	143.857

Abstract

The crowdfunding market has emerged in Europe as a vital resource for financing SMEs. The popularity of crowdfunding has resulted in the adoption of the Crowdfunding Regulation which aims to establish a level playing field and support innovation while providing sufficient investor protection. The values of the Crowdfunding Regulation do not serve the same interests. Therefore, it has been necessary for the EU to balance these interests appropriately.

Based on this balance of interests, this thesis uses the legal dogmatic method to analyse which potential legal issues the Crowdfunding Regulation poses for the parties in a crowdfunding offering. The analysis is divided into four parts.

Firstly, the prohibition on offering shares publicly for a private limited company in the Danish Company Act gives reason to assess the prohibition's compliance with the Crowdfunding Regulation. The assessment is currently subject to divided opinions. However, the Danish prohibition is deemed non-compliant with the Crowdfunding Regulation. Because of this, the legal landscape for Danish project owners is uncertain. This leads to an inappropriate limitation of Danish innovation that fundamentally contradicts one of the values of the Crowdfunding Regulation.

Secondly, the Crowdfunding Regulation aims to establish a level playing field and prevent regulatory arbitrage. To achieve this, the EU has implemented a European passport and delegated the supervisory competence to the national authorities. The EU has succeeded in its implementation of the European passport that enables approved crowdfunding service providers to offer their crowdfunding platform cross-border. However, the delegation of the supervisory competence to the national authorities raises concerns about potential regulatory arbitrage, undermining the effectiveness of the level playing field. Ultimately, the delegated supervisory competence imposes a risk of regulatory arbitrage and has not been as successful as the implementation of the European passport.

Thirdly, to ensure investor protection, it is fundamental that the investors have the right to sell their investments on the secondary market. Despite a sufficient investor protection level on the crowdfunding platform, the Crowdfunding Regulation does not impose a similar level of protection for investors who want to sell or buy investments through the bulletin board. Consequently, the investors engaging in the secondary market do not have a sufficient level of protection which contradicts one of the Crowdfunding Regulation's core values.

Lastly, the Crowdfunding Regulation does not include subordinated loans. It is common practice for companies to receive financing from different creditors. Therefore, the exclusion of subordinated loans limits the flexibility of the companies' options in financing, consequently limiting innovation. Despite this, investors who grant a loan through a crowdfunding offering, are more likely to receive their expected return, including interest. This matter is a balance between innovation and investor protection. Only time will tell whether the decision to exclude subordinated loans is appropriate.

In summary, the Crowdfunding Regulation imposes a harmonised regulation for crowdfunding in the EU with the main objectives of ensuring a level playing field that supports innovation and ensures the protection of the involved investors. Despite achieving its objectives in certain aspects, the Crowdfunding Regulation still has room for improvement.

Indholdsfortegnelse

Kapitel I: Indledende om crowdfunding	8
1 Crowdfunding som alternativ finansieringsform.....	8
1.1 Behovet for finansiering	8
1.2 Crowdfunding: omfang, retsgrundlag og begrebsafklaring	9
2 Problemformulering og strukturering.....	12
2.1 Problemformulering.....	12
2.2 Strukturering af fremstillingen	12
3 Metode.....	13
3.1 Anvendte retskilder	13
3.2 Metodiske overvejelser	15
Kapitel II: Crowdfundingsmarkedets retlige udfordringer	18
4 Formålene med crowdfundingforordningen	18
4.1 Level playing field	18
4.2 Innovationshensyn	19
4.3 Investorbeskyttelseshensyn	20
4.4 Hensynenes retlige betydning	21
5 Forbuddet mod udbud af anparter til offentligheden	22
5.1 Hensynene bag forbuddet	22
5.2 Forbuddets legitimitet.....	25
5.3 Retstilstanden for danske anpartsselskaber	28
5.4 Opsummering om forbuddet	30
6 Reglarbitrage i crowdfundingsmarkedet	32
6.1 Konsekvenserne ved reglarbitrage	32
6.2 CFR's tiltag mod reglarbitrage.....	34
6.3 Hvordan sikrer CFR reelt et level playing field?	39
6.4 Opsummering om reglarbitrage i crowdfundingsmarkedet.....	40
7 Det sekundære marked for crowdfunding	42
7.1 Retten til fri omsættelighed	42
7.2 Investorbeskyttelsen på det sekundære marked	43
7.3 Hvordan skabes et trygt sekundært marked?	51
7.4 Opsummering om det sekundære marked	53
8 Efterstillede lån i lånebaseret crowdfunding.....	54
8.1 Brugen af lånestruktureringer	54
8.2 CFR's regulering af efterstillede lån	56
8.3 Er udelukkelsen af efterstillede lån i CFR hensigtsmæssig?	57
8.4 Opsummering om efterstillede lån i lånebaseret crowdfunding.....	58
Kapitel III: Konkluderende om CFR.....	60
9 Konklusion	60

10	Litteraturliste	62
10.1	EU-retlige retsakter mv.	62
10.2	Dansk lovgivning mv.	63
10.3	Praksis	64
10.4	Juridisk litteratur	64
10.5	Andet litteratur	68
10.6	Udenlandsk lovgivning mv.	69
11	Bilag.....	70
	Bilag 1: Specialets omfang	70
	Bilag 2: Procesplan	71
	Bilag 3: Procesafsnit	74

Anvendte forkortelser

2. selskabsdirektiv	Rådets andet direktiv 77/91/EØF af 13. december 1976 om samordning af de garantier, der kræves i medlemsstaterne af de i artikel 58, stk. 2, i traktaten nævnte selskaber til beskyttelse af såvel selskabsdeltagernes som tredjemands interesser, for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelsen af og ændringer i dets kapital, med det formål at gøre disse garantier lige byrdefulde (2. selskabsdirektiv)
3. selskabsdirektiv	Rådets tredje direktiv 78/855/EØF af 9. oktober 1978 med hjemmel i traktatens artikel 54, stk. 3, litra g), om fusioner af aktieselskaber (3. selskabsdirektiv)
CFR	Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2020/1503 af 7. oktober 2020 om europæiske crowdfundingstjenesteudbydere for erhvervslivet og om ændring af forordning (EU) 2017/1129 og direktiv (EU) 2019/1937
CJIL	Chicago Journal of International Law
CLR	California Law Review
CMLJ	Capital Markets Law Journal
EBA	European Banking Authority
EBI	European Banking Institute
EBLR	European Business Law Review
EBOR	European Business Organization Law Review
ECFR	European Company and Financial Law Review
EF	Det Europæiske Fællesskab
EIFO	Danmarks Eksport- og Investeringsfond
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	Den Europæiske Union
EUD	Den Europæiske Unions Domstol
EUR	Euro
FCA	Financial Conduct Authority
ICA	Intercreditor agreement
KL	Lovbekendtgørelse nr. 1600 af 25. december 2022 af konkursloven

Kommissionen	Europa-Kommissionen
KML	Lovbekendtgørelse nr. 198 af 26. februar 2024 om kapitalmarkeder
MHF	Multilateralt system, jf. MiFID II-direktivets bilag I, afsnit A, nr. 8
MiFID II	Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EU) 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU
MLR	Modern Law Review
NJCL	Nordic Journal of Commercial Law
NTS	Nordisk Tidsskrift for Selskabsret
Parlamentet	Europa-Parlamentet
Prospektforordningen	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
SL	Lovbekendtgørelse nr. 1168 af 1. september 2023 om aktie- og anparts-selskaber (selskabsloven)
SMV	Små og mellemstore virksomheder
TEU	Traktaten om Den Europæiske Union
TEUF	Traktaten om Den Europæiske Unions Funktionsmåde

Kapitel I: Indledende om crowdfunding

1 Crowdfunding som alternativ finansieringsform

1.1 Behovet for finansiering

Finansiering er en nødvendighed for ethvert selskab. Dette gælder i forbindelse med selskabets oprettelse og dets levetid. Udgifter som driftsomkostninger, løn og pengekrav fra kreditorer er uundgåelige. Det er derfor afgørende for selskabet, at det til enhver tid har tilstrækkelig kapital til at imødekomme dets finansieringsbehov. For danske kapitalselskabers vedkommende er dette endda lovpligtigt i henhold til SL¹, som forpligter ledelsen til at sikre, at selskabets egenkapital og finansieringsbehov til enhver tid er forsvarligt.² Det er i denne henseende op til ledelsen at vurdere, hvilken finansieringsform der er mest hensigtsmæssig.

Den mest forekomne finansieringsform er optagelse af bankfinansiering.³ Fra bankens side har man navnlig to interesser, som skal varetages: Dels skal kreditrisikoen minimeres mest muligt, og dels skal banken opnå en fortjeneste for at yde finansieringen. Interesserne korrelerer med hinanden; jo højere risiko banken påtager sig, jo højere vil forrentningen af lånet blive. I denne henseende er der som følge af finanskrisen sket en stramning af bankernes kreditpolitikker, hvilket har begrænset risikovilligheden.⁴ For SMV'ernes vedkommende er sammenhængen mellem bankernes kreditrisiko og forrentningsgrad uuhensigtsmæssig. SMV'er har et behov for finansiering, særligt i de tidlige stadier. Imidlertid kan SMV'erne typisk ikke give tilstrækkelig sikkerhed for lånet, hvormed eksponeringsgraden bliver for stor for banken. Skulle banken i overensstemmelse med dens kreditpolitik indvillige i at yde lånet, vil den påtagne kreditrisiko resultere i en så høj udlånsrente, at SMV'erne sættes i en uholdbar økonomisk position. I den tidlige fase skulle bankfinansieringen gerne bruges på skalering og positionering på markedet og ikke på tilbagebetaling af for dyre lån.

¹ Lovbekendtgørelse nr. 1168 af 1. september 2023 om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven).

² Eksempelvis er direktionen forpligtet til at sikre en betryggende formueforvaltning, jf. SL § 118, stk. 1 samt at iagttage reglen om kapitaltab i SL § 119.

³ Jf. Henrik Kure, *Finansieringsret*, 3. udg., Karnov Group, 2021, s. 263. Flere betegner da også bankfinansiering som den traditionelle finansieringsform, jf. f.eks. Finanstilsynets orientering af 18. november 2013 om samspillet mellem alternativ finansiering og den finansielle regulering, s. 1; Signe Andersen, *Crowdfunding som alternativ finansieringsform*, i Hanne Søndergaard Birkmose, Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen (red.), *Selskaber: Aktuelle emner II*, Djøf forlag, 2019, s. 391 samt Kommissionens arbejdsdokument af 8. marts 2018 til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om europæiske crowdfundingtjenesteudbydere for erhvervslivet, SWD(2018) 56 final, s. 22.

⁴ Jf. Kommissionens forslag af 8. marts 2018 til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om europæiske crowdfundingtjenesteudbydere for erhvervslivet, COM(2018) 113 final, s. 1. Se endvidere Linda Nielsen, *Finansret*, 1. udg., Djøf Forlag, 2019, s. 234 ff.

1.2 Crowdfunding: omfang, retsgrundlag og begrebsafklaring

SMV'ers mulighed for at optage bankfinansiering er således uhensigtsmæssig.⁵ Som følge heraf er alternative finansieringsformer blomstret op i de seneste år. Særligt crowdfunding har fået stor interesse.⁶ Dette gælder blandt andet i Danmark, hvor crowdfunding de seneste år har vundet større og større popularitet blandt danske SMV'er.⁷ Interessen er imidlertid ikke kun dansk. I EU er crowdfunding også blevet anset som den største alternative finansieringsform som følge af finanskrisen.⁸ Kommission var da også positiv over for crowdfundingens stigende popularitet:

»Crowdfunding indgår i denne arbejdsplan [Grønbogen om langsigtet finansiering af den europæiske økonomi].⁹ Det er en af de nye finansieringsmodeller, som i stigende grad bidrager til at hjælpe nyoprettede virksomheder med at bevæge sig op ad »finansieringstrappen« og til at bygge en pluralistisk og modstandsdygtig social markedsøkonomi.«¹⁰

Ifølge Kommissionen ville crowdfunding dels understøtte nyoprettede selskabers finansieringsmuligheder, og dels bidrage til at bygge en modstandsdygtig markedsøkonomi. Medlemsstaterne delte Kommissionens holdning. Således stemte 26 ud af 27 medlemsstater for en regulering af crowdfundingsmarkedet på EU-niveau.¹¹ Konsekvensen af afstemningen var, at CFR den 7. oktober 2020 blev vedtaget.¹²

CFR indeholder ikke nogen legaldefinition af begrebet »crowdfunding«. Efter gennemgang af den juridiske litteratur kan crowdfunding grundlæggende forstås som en indsamling af penge (heraf »funding«)

⁵ Jf. også CFR's præambelbetragtning nr. 3; Kristof De Buysere m.fl., *A Framework for European Crowdfunding*, Impressum, 2012, s. 8; Kommissionens forslag af 8. marts 2018 til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om europæiske crowdfundingtjenesteudbydere for erhvervslivet, COM(2018) 113 final, s. 1 og Signe Andersen Vest, *Crowdfunding som alternativ finansieringsform*, i Hanne Søndergaard Birkmose, Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen (red.), *Selskaber*, 1. udg., Djøf Forlag, 2019, s. 391.

⁶ Jf. Linda Nielsen, *Finansret*, 1. udg., Djøf Forlag, 2019, s. 131; EIFO, *Dansk crowdfunding – tendenser fra 2022*, 2022; Thomas Krüger Andersen & Jørgen Bek Weiss Hansen, *Finansiering*, i Jesper Lau Hansen & Jørgen Bek Weiss Hansen (red.), *Iværksætterens juridiske udfordringer*, 3. udg., Djøf Forlag, 2022, s. 175 samt Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalgs udtalelse om forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om europæiske crowdfundingtjenesteudbydere for erhvervslivet, (2018/C 367/13), pkt. 3.1.

⁷ Jf. EIFO, *Dansk crowdfunding – tendenser fra 2022*, 2022; Linda Nielsen, *Finansret*, 1. udg., Djøf Forlag, 2019, s. 131 og Dansk Erhverv, *Hver tredje startup ville søge crowdfunding, hvis det var mere tilgængeligt i Danmark*, link: <https://www.danskerhverv.dk/politik-og-analyser/analyser/2021/november/hver-tredje-startup-ville-soge-crowdfunding-hvis-det-var-mere-tilgangeligt-i-danmark/> (sidst besøgt d. 10. maj 2024).

⁸ Jf. Rotem Schneor, m.fl., *The European Crowdfunding Market Report 2023*, University of Agder Crowdfunding Research Center, 2023, s. 14; Eugenia Macchiavello & Antonella Sciarrone Alibrandi, *Marketplace Lending as a New Means of Raising Capital in the Internal Market: True Disintermediation or Reintermediation?*, i Emiliós Avgouleas & Heikki Marjosola (red.), *Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance*, ECFR, De Gruyter, vol. 5, 2022, s. 2 og Søren Brinkmann & Mads Ebert Rasmussen, *The New EU Crowdfunding Regulation – Explanations & Perspectives*, NJCL 2022(2), s. 56.

⁹ Kommissionens grøn bog af 25. marts 2013, *Langsigtet finansiering af den europæiske økonomi*, COM (2013) 150 final.

¹⁰ Kommissionens meddelelse af 27. marts 2014, *Udnyttelse af potentialet ved crowdfunding i Den Europæiske Union*, COM(2014) 172 final, s. 2.

¹¹ Rådets note af 20. juli 2020 om afstemningsresultatet for CFR, 9775/1/20, 2018/0048 (COD).

¹² 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.

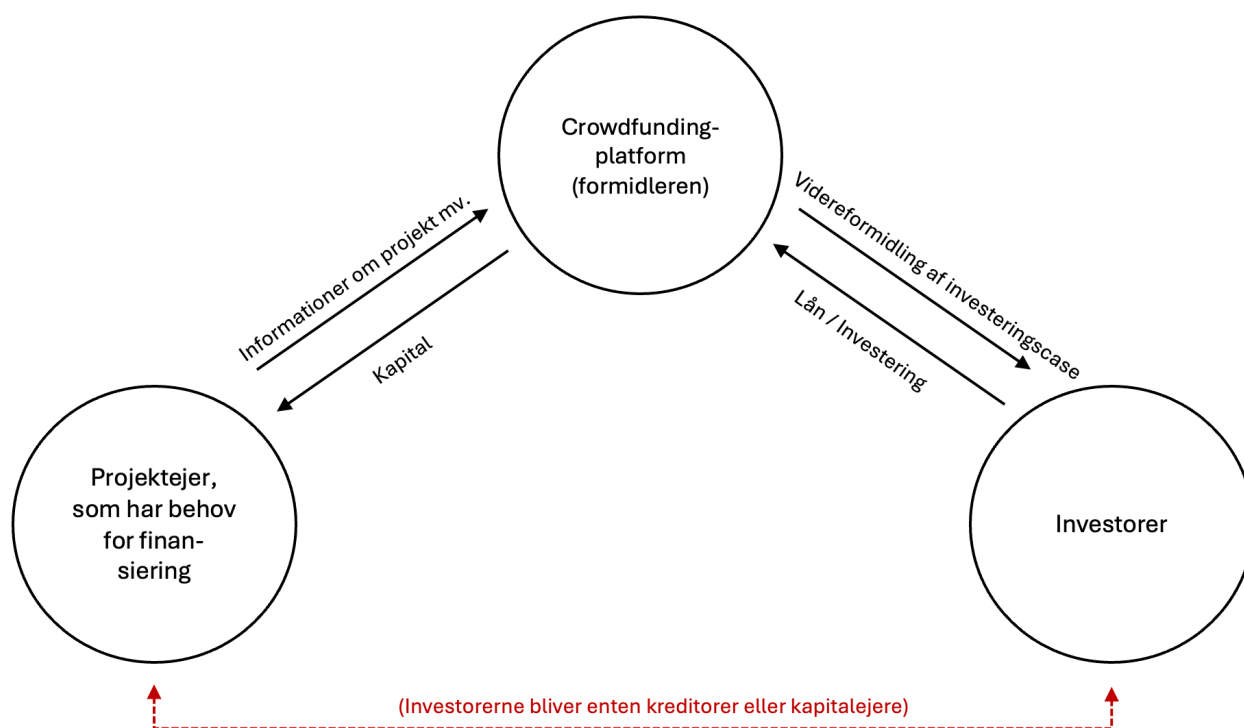
fra en bred, udefinerbar kreds af långivere eller investorer (heraf »crowd«).¹³ Ud fra samme betragtning angiver CFR's præambelbetragtning nr. 1, at crowdfunding er en formidling,

»... hvor en crowdfundingtjenesteudbyder uden selv at påtage sig en risiko driver en digital platform, som er åben for offentligheden, for at matche eller gøre det lettere at matche potentielle investorer eller långivere med virksomheder, der søger finansiering. En sådan finansiering kan tage form af lån eller erhvervelse af værdipapirer eller andre instrumenter, der er godkendt til crowdfunding...«.

Ud fra præambelbetragtningen kan tre karakteristika af crowdfundingsbegrebet udledes:

1. Konstruktionen består af tre aktører: (i) projektejer, som har behov for finansiering, (ii) investorer, som yder finansieringen, og (iii) crowdfundingtjenesteudbyderen, som via sin crowdfundingplatform matcher projektet med investorerne¹⁴
2. Crowdfundingprojektet er offentligt tilgængeligt via crowdfundingplatformen¹⁵
3. CFR omfatter kun lånebaseret og investeringsbaseret crowdfunding¹⁶

Efter CFR kan crowdfundingmodellen illustreres som følgende:



Figur 1: Illustration over crowdfunding omfattet af CFR (egen konstruktion)

¹³ Se f.eks. Thomas Krüger Andersen & Jørgen Bek Weiss Hansen, *Finansiering*, i Jesper Lau Hansen & Jørgen Bek Weiss Hansen (red.), *Iværksætterens juridiske udfordringer*, 3. udg., Djøf Forlag, 2022, s. 181 f. og Signe Andersen Vest, *Crowdfunding som alternativ finansieringsform*, i Hanne Søndergaard Birkmose, Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen (red.), *Selskaber*, 1. udg., Djøf Forlag, 2019, s. 393 f.

¹⁴ Jf. CFR's præambelbetragtning nr. 2.

¹⁵ Jf. CFR's præambelbetragtning nr. 10.

¹⁶ Jf. CFR's præambelbetragtning nr. 1.

Projektejeren er således det selskab, som søger finansieringen via en internetbaseret crowdfundingplatform. Heraf fungerer crowdfundingstjenesteudbyderen som formidler mellem projektøren og investorerne. Den røde stiplede linje er indsat for at illustrere det retsforhold, der opstår, efter investorerne har ydet deres investeringer. Heraf kan investorerne have en fordring på tilbagebetaling af lånet inklusive renter eller indtræde som kapitalejere i projektet. I denne fremstilling bliver begreberne »projektejer«, »SMV« og »selskab« brugt som synonymmer.

2 Problemformulering og strukturering

2.1 Problemformulering

Den 10. november 2021 trådte CFR i kraft. Formålene med forordningen er grundlæggende at skabe et fælles retsgrundlag for crowdfunding i EU, der skal understøtte crowdfundingstjenesteudbydere samt SMV'ers innovative tiltag og som vil yde et beskyttelsesniveau for investorerne.¹⁷ Ideelt varetager CFR formålene på et velafbalanceret grundlag, som kommer alle aktørerne på crowdfundingsmarkedet til gode. I denne henseende er det specialets formål at benytte den retsdogmatiske metode til at analysere, om CFR reelt opfylder dette ideal. Derfor lyder problemformulering som følgende:

Hvilke retlige udfordringer indeholder crowdfundingsforskriften for aktørerne i et crowdfundingssudbud?

En besvarelse af problemformuleringen kræver en struktureret og systematisk analyse. Struktureringen af den resterende del af specialet er kort angivet nedenfor.

2.2 Strukturering af fremstillingen

Besvarelsen af ovenstående problemformulering tager sit udgangspunkt i den retsdogmatiske metode. For at få en klar forståelse for den anvendte metodik samt de usikkerheder, som er forbundet hermed, behandler **afsnit 3** de retskilder og metodiske overvejelser, som er anvendt i specialet.

De efterfølgende afsnit, der er indeholdt i Kapitel II, er specialets analyserende del. Kapitlet er todelt. Den første del består af **afsnit 4**, som analyserer de formål, som er lagt til grund for CFR. Formålene er essentielle at have *in mente* ved læsningen af analysen. Dette skyldes, at de retlige udfordringer som undersøges, tager udgangspunkt i en eller flere af formålene. Der vil derfor også løbende igennem analysen blive refereret til disse formål. Den anden del af Kapitel II består i en retsdogmatisk analyse af de retlige udfordringer, som CFR indeholder for aktørerne. I **afsnit 5** undersøges CFR's forenelighed med den danske selskabslovgivning for så vidt angår forbuddet mod udbud af anparter i SL § 1, stk. 3. Fokusset er her på de danske projektere, hvis retssikkerhed muligvis er udfordret. I **afsnit 6** analyseres, om CFR reelt har etableret et ensartet og fælles retsgrundlag for crowdfunding. Herunder vil det blive undersøgt, i hvilket omfang forordningen forebygger risikoen for regelarbitrage, som principielt er til skade for alle aktører. Herefter vil investorernes retssikkerhed, når de videresælger deres investeringer på det sekundære marked, blive analyseret i **afsnit 7**. Endelig vil det i **afsnit 8** blive analyseret, om CFR reelt skaber de bedste forudsætninger for SMV'ers finansieringsmuligheder, hvis de ønsker at supplere lånebaseret crowdfunding med traditionel bankfinansiering.

Slutteligt er der specialets Kapitel III, som er den konkluderende del. Baseret på analysen i afsnit 4-8, indeholder **afsnit 9** således en samlet konklusion på hvilke retlige udfordringer, som CFR indeholder for aktørerne i et crowdfundingssudbud.

¹⁷ Jf. herom i afsnit 4.

3 Metode

For at opnå en dybdegående og retvisende analyse kræves en metodisk tilgang, som benytter de relevante kilder med henblik på at fastlægge retstilstanden for crowdfundingsmarkedet i EU.

Den metodik som anvendes, er den retsdogmatiske metode, hvis formål er at analysere og beskrive den gældende ret, *de lege lata*.¹⁸ Hertil kræves en korrekt systematisering, fortolkning og analysering af de relevante retskilder. Helt overordnet kan retskilderne i dette speciale opdeles i tre grupper; EU-retlige retskilder, danske retskilder samt øvrige retskilder, som falder uden for de to førstnævnte grupperinger. De enkelte retskilders retskildeværdi og usikkerheder, vil blive behandlet i afsnit 3.1.

Det er den retsdogmatiske metode, som er fundamentet for specialeafhandlingen. Det må dog erkendes, at crowdfundingsmarkedet i EU fortsat er relativt nyt. Derfor kan andre retsvidenskabelige metodikker være behjælpelige til at skabe nuancering og klarhed over den nuværende retstilstand. Således vil afsnit 3.2 omtale de metodiske overvejelser, som har været lagt til grund ved udarbejdelsen af dette speciale.

3.1 Anvendte retskilder

3.1.1 EU-retlige retskilder

EU-retten består af en række retskilder, som indgår i et retskildehierarki.¹⁹ Der tages udgangspunkt i CFR, som er en forordning. Efter traktatgrundlaget indgår forordningerne, der i henhold til TEUF art. 288, stk. 2, er almen gyldige og direkte anvendelige i medlemsstaterne. CFR er dermed gyldig for enhver og har direkte virkning i national ret. CFR indgår således som en integreret del af det danske retssystem, hvortil den i henhold til EUD's praksis har forrang for national lovgivning.²⁰ Henset til CFR's almen gyldighed og direkte virkning i national ret, nyder den således stor retskildeværdi.

Som forordning giver CFR principielt ikke anledning til tvivl angående dens retskildeværdi, idet den er almen gyldig, jf. TEUF art. 288, stk. 2. Der opstår imidlertid en vis usikkerhed angående forordningens retskildeværdi i afsnit 5 omkring forholdet til SL § 1, stk. 3. I denne henseende afhænger forordningens retskildeværdi af, hvordan man erkender gældende ret.²¹ Erkendelsen relaterer til, hvordan man anser forholdet mellem EU-retten og national ret. Her sondres mellem dualisme og monisme. Ved »dualismen« anses EU-retten og national ret som to adskilte retssystemer, mens »monismen« derimod er af den opfattelse, at EU-retten og national ret indgår i et samlet retssystem.²² Der er generel konsensus i retslitteraturen om, at samspillet mellem EU-retten og dansk ret skal opfattes ud fra den monistiske

¹⁸ Carsten Munk-Hansen, *Retsvidenskabsteori*, 3. udg., Djøf Forlag, 2022, s. 70; Jens Evald, *Juridisk teori, metode og videnskab*, 3. udg., Djøf Forlag, 2024, s. 201; Christina Tvarnø & Ruth Nielsen, *Retskilder og retsteorier*, 6. udg., Djøf Forlag, 2021, s. 34 og Louise Victoria Johansen & Cecilie Brito Cederstrøm, *Ret på tværs*, 1. udg., Djøf Forlag, 2023, s. 38.

¹⁹ Ulla Neergaard & Ruth Nielsen, *EU-ret*, 8. udg., Karnov Group, 2020, s. 121 f. og Peter Villadsen, *Kompendium i EU-ret*, 2. udg., Samfundslitteratur, 2024, s. 27.

²⁰ Jf. EUD's dom af 15. juli 1964, *Costa mod ENEL*, EU:C:1960:48. Se også Carsten Munk-Hansen, *Retsvidenskabsteori*, 3. udg., Djøf Forlag, 2022, s. 287 f.

²¹ Carsten Munk-Hansen, *Retsvidenskabsteori*, 3. udg., Djøf Forlag, 2022, s. 75 f.

²² Ulla Neergaard & Ruth Nielsen, *EU-ret*, 8. udg., Karnov Group, 2020, s. 122 f.

tilgang.²³ Med henvisning hertil indtages det monistiske standpunkt. Konsekvensen af den monistiske tilgang er, at det reelt kan vurderes, om danske selskabslovgivning eventuelt strider mod EU-retten.²⁴

CFR er udformet på baggrund af et lovforberedende arbejde, som blandt andet omfatter konsekvensanalyser, drøftelser samt forslag, som er udstedt og udarbejdet af en række EU-institutioner.²⁵ Det lovforberedende arbejde er inddraget i et stort omfang, idet det bidrager til forståelsen af de bagvedliggende hensyn og motiver, som er lagt til grund ved udarbejdelsen af CFR.

Forståelsen af CFR's ordlyd afhænger imidlertid af, hvilken fortolkningsform der bliver anvendt. Normalvis anvendes en objektiv fortolkningsstil i EU-retten, hvoraf EUD alene forholder sig til ordlyden uden at inddrage det lovforberedende arbejde som fortolkningsmiddel.²⁶ Desuden er det lovforberedende arbejde ofte baseret på politiske holdninger og kompromisser.²⁷ Disse forhold mindsker retskildeværdien af det lovforberedende arbejdes funktion som fortolkningsbidrag. Man kan derfor stille sig kritisk over for denne fremstillings prioritering af det lovforberedende arbejde som retskilde. Modsat har *Fenger* anført, at EUD med tiden har benyttet en mere subjektiv fortolkningsstil, hvor lovforberedende arbejder inddrages i større omfang.²⁸ EUD har da heller ikke afvist at inddrage lovforberedende arbejde i sin fortolkning, såfremt ordlyden ikke er tilstrækkelig klar.²⁹ Der hersker således en vis usikkerhed om, i hvilket omfang EUD er blevet mere tilbøjelig til at anvende subjektiv fortolkning.

For di retsområdet for crowdfunding i øjeblikket fortsat er relativt nyt og præget med visse usikkerheder, er det blevet prioriteret at inddrage det lovforberedende arbejde for at skabe klarhed. Det må dog erkendes, at det lovforberedende arbejdes retskildeværdi er forbundet med en vis usikkerhed.

Grundlæggende er der således to EU-retlige retskilder, som primært bliver benyttet.³⁰ *Den første retskilde* er CFR, som er almen gyldig, jf. TEUF art. 288, stk. 2. I overensstemmelse med den almene opfattelse indtages et monistisk synspunkt, hvormed forordningen anses som værende en integreret del af dansk ret. *Den anden retskilde* er det lovforberedende arbejde, som er inddraget for at skabe større klarhed omkring retstilstanden på crowdfundingsmarkedet i EU. Det må dog erkendes, at retskildeværdien af det lovforberedende arbejde er tvetydigt, hvoraf der i retslitteraturen er uenighed om dens eksakte retskildeværdi.

3.1.2 Danske retskilder

Problemstillingen centrerer sig om crowdfundingsmarkedets retlige udfordringer i lyset af CFR. Danske retskilder er af denne grund nedprioriteret, da de ikke bidrager til at fastslå gældende ret for crowdfundingsmarkedet i EU.

²³ Ibid., s. 123; Christina Tvarnø & Ruth Nielsen, *Retskilder og retsteorier*, 6. udgave, Djøf Forlag, 2021, s. 37 og Carsten Munk-Hansen, *Retsvidenskabsteori*, 3. udg., Djøf Forlag, 2022, s. 288.

²⁴ Jf. herom i afsnit 5.2.

²⁵ Eksempelvis Kommissionens konsekvensanalyse af 30. oktober 2017, *Legislative proposal for an EU framework on crowd and peer to peer finance*, Ares (2017)5288649; EBA's holdning af 26. februar 2015, *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*, EBA/Op/2015/03 og Kommissionens forslag af 8. marts 2018 til forordning om europæiske crowdfundingstjenesteudbydere for erhvervslivet, COM (2018) 113 final.

²⁶ Christina Tvarnø & Ruth Nielsen, *Retskilder og retsteorier*, 6. udg., Djøf Forlag, 2021, s. 148 f. og Ulla Neergaard & Ruth Nielsen, *EU-ret*, 8. udg., Karnov Group, 2020, s. 135.

²⁷ Ulla Neergaard & Ruth Nielsen, *EU-ret*, 8. udg., Karnov Group, 2020, s. 136.

²⁸ Niels Fenger, *Forarbejders retskildeværdi i EU-retten*, U.2014B.392, Karnov Group, 2014. Se også Ulla Neergaard & Ruth Nielsen, *EU-ret*, 8. udg., Karnov Group, 2020, s. 138, som tilsvarende anerkender EUD's nye fortolkningsstil.

²⁹ Se eksempelvis EUD's dom af 3. maj 2007 i sag C-386/05, *Color Drack*, ECLI:EU:C:2007:262 samt EUD's dom af 25. februar 2010 i sag C-381/08, *Car Trim*, ECLI:EU:C:2010:90.

³⁰ Bemærk, at øvrige EU-retsakter (eksempelvis MiFID II-direktivet) perifært bliver benyttet.

Der er imidlertid to tilfælde, hvor danske retskilder får en mere fremtræden betydning. *Det første tilfælde* er i afsnit 5, hvor det analyseres, om forbuddet i SL § 1, stk. 3 strider mod CFR. Analysen forudsætter, at retstilstanden for forbuddet i SL § 1, stk. 3 bliver fastlagt. I dansk ret er lovgivningen systematiseret som den øverste retskilde inden for retskildelæren.³¹ SL har derfor som retskilde stor retskildeværdi i national ret. Desuden benyttes forarbejder til selskabslovgivningen. I modsætning til EU-retten, er der i dansk ret tradition for at anvende en subjektiv fortolkningsstil, hvor domstolene jævnligt inddrager forarbejder for at fastslå lovgivers hensigt.³² *Det andet tilfælde* er i afsnit 8, hvor der perspektiveres til det danske insolvensretlige udgangspunkt i KL.³³ Perspektiveringen har til formål at belyse den problematik, som CFR's anvendelsesområde har for SMV'er og kreditorer i lånebaseret crowdfunding.

De danske retskilder bliver således i et mindre omfang benyttet i specialet. Dette skyldes, at problemstillingen har afsæt i CFR, som er en EU-retsakt. Imidlertid vil der i to tilfælde blive inddraget dansk lovgivning. Henset til, at der i Danmark er tradition for at anvende en subjektiv fortolkning, hersker der ikke nogen reel usikkerhed omkring retskildeværdien af de danske forarbejder, som nyder en vis retskildeværdi.

3.1.3 Øvrige kilder

Den sidste gruppering er øvrige kilder, som i specialet primært består af retslitteraturen. I modsætning til ovenstående retskilder er der generel enighed om, at retslitteraturen ikke har nogen retskildeværdi.³⁴ Retslitteraturen skaber med andre ord ikke ret.

Derimod bidrager retslitteraturen med forståelse og nuancering af den gældende ret.³⁵ Som det vil blive belyst, indeholder crowdfundingsmarkedet i EU en række uklarheder. I denne henseende får retslitteraturen stor værdi til at fastlægge gældende ret.³⁶ Det skal dog fastholdes, at retslitteraturen ikke udgør en retskilde.

I få tilfælde vil anden ikke-juridisk litteratur blive inddraget. Der er her tale om politiske holdninger, statistikker samt nyhedsartikler. Ligesom retslitteraturen, nyder de ej heller nogen form for retskildeværdi.

De øvrige kilder, der er benyttet, nyder således ingen retskildeværdi. Retslitteraturen og anden ikke-juridisk litteratur er medtaget, da de bidrager med en brugbar nuancering og systematisering af retstilstanden for crowdfundingsmarkedet i EU.

3.2 Metodiske overvejelser

Det er den retsdogmatiske metode, som er fundamentet for specialeafhandlingen. I denne henseende er det metodens formål at analysere og beskrive de retlige udfordringer, som CFR indeholder. Den retsdogmatiske metode vil desuden blive anvendt til at præcisere retlige tvivl, som er forbundet med retsområdet for crowdfunding.³⁷

³¹ Jens Evald, *Juridisk teori, metode og videnskab*, 3. udg., Djøf Forlag, 2024, s. 34 f. og Carsten Munk-Hansen, *Retsvidenskabsteori*, 3. udg., Djøf Forlag, 2022, s. 302.

³² Carsten Munk-Hansen, *Retsvidenskabsteori*, 3. udg., Djøf Forlag, 2022, s. 312.

³³ Lovbekendtgørelse nr. 1600 af 25. december 2022 af konkursloven.

³⁴ Carsten Munk-Hansen, *Retsvidenskabsteori*, 3. udg., Djøf Forlag, 2022, s. 397 ff.; Carsten Munk-Hansen, *Den juridiske løsning*, Jurist- og Økonomforbundets forlag, 2017, s. 80 samt Lone Hansen & Erik Werlauff, *Den juridiske metode*, 3. udg., Djøf Forlag, 2022, s. 170.

³⁵ Carsten Munk-Hansen, *Retsvidenskabsteori*, 3. udg., Djøf Forlag, 2022, s. 397 ff.

³⁶ Jens Peter Christensen, *Hvad kan man egentlig bruge juridisk litteratur til i praksis*, U.2017B.312, Karnov Group, 2017, s. 313.

³⁷ Carsten Munk-Hansen, *Retsvidenskabsteori*, 3. udg., Djøf Forlag, 2022, s. 212.

Henset til CFR's relative nye karakter som indeholder en vis uklarhed, er det blevet prioriteret at indtage øvrige retsvidenskabelige metodikker, hvis formål er at bidrage med yderligere nuancering og perspektivering til retstilstanden.³⁸ Det skal understreges, at det er den retsdogmatiske metode, som er den førende metodik, mens øvrige metodikker derimod skal anses som værende supplerende. De øvrige metodikker er behandlet i afsnit 3.2.1.

Det er afgørende, at der benyttes fyldestgørende og sandfærdig dokumentation med henblik på at give en korrekt besvarelse på problemformuleringen.³⁹ De anvendte metodikker er dog præget af visse usikkerheder. Disse usikkerheder er reflekteret i afsnit 3.2.2.

3.2.1 Øvrige juridiske metodikker

Formålet er at undersøge, hvilke retlige udfordringer som CFR indeholder for aktørerne i et crowdfundingudbud. Problemformuleringen giver således anledning til en kritisk stillingtagen til CFR. I denne henseende kan den retsdogmatiske metode alene anvendes til at fastslå hvordan retstilstanden er, *de lege lata*. I modsætning til den retsdogmatiske metode kan den retspolitiske metode være med til at analysere, hvordan retstilstanden bør være, *de lege ferenda*.⁴⁰ Med henblik på at skabe en nuanceret og pragmatisk specialefremstilling, vil der derfor løbende blive anvendt retspolitik.⁴¹

Da den retspolitiske metode er holdningsbaseret, står det principielt specialet frit for at indtage et givent synspunkt.⁴² Det er dog tilstræbt, at egne vurderinger er saglige, rationelle og understøttet af relevante retskilder.⁴³ Ved brug af den retspolitiske metode er det prioriteret, at de retspolitiske bemærkninger er med udgangspunkt i CFR's formål. Der er med andre ord et samspil mellem den retspolitiske og retsdogmatiske metode, hvor der fremsættes retspolitiske holdninger (*de lege ferenda*), baseret på CFR's værdier (*de lege lata*). For at sikre klarhed er det tydeliggjort undervejs, når der anføres retspolitiske bemærkninger.

Mens den retspolitiske metode bidrager med en nuancering af den retsdogmatiske metode, er det væsentligt at være opmærksom på, at crowdfundingmarkedet i EU fortsat er relativt nyt. Modsat er der andre jurisdiktioner, som i længere tid har beskæftiget sig med håndteringen af crowdfunding. For at tjene som inspiration til den retspolitiske tankegang om hvordan retstilstanden bør være, er der derfor benyttet komparativ metode, hvor der løbende er blevet perspektiveret til andre jurisdiktioner. Andre jurisdiktioner er ikke en retskilde, men den komparative metodik bidrager med perspektivering og inspiration, hvilket giver en mere nuanceret fremstilling.⁴⁴ I det forberedende arbejde op til CFR havde EU også kontinuerligt inddraget inspiration og perspektiver fra andre jurisdiktioner.⁴⁵ Det har derfor været nærliggende at inddrage øvrige jurisdiktioner ved brug af den komparative metode med det formål at skabe en nuancering af den retsdogmatiske metode.

³⁸ Uklarheder på retsområdet for crowdfunding forekommer eksempelvis i afsnit 5.2.1.

³⁹ Lars Henrik Gam Madsen, *Retsdogmatisk forskning i praksis*, Creative Commons licens, 2014, s. 2.

⁴⁰ Carsten Munk-Hansen, *Retsvidenskabsteori*, 3. udg., Djøf Forlag, 2022, s. 79 ff. og Carina Risvig Hamer & Sten Schaumburg-Müller, *Juraens verden: Metoder, retskilder og discipliner*, 1. udg., Djøf Forlag, 2020, s. 325 f.

⁴¹ Se afsnit 5.3, 6.3, 7.3 og 8.3.

⁴² Carsten Munk-Hansen, *Retsvidenskabsteori*, 3. udg., Djøf Forlag, 2022, s. 81.

⁴³ Jens Evald, *Juridisk teori, metode og videnskab*, 3. udg., Djøf Forlag, 2024, s. 169 og Carsten Munk-Hansen, *Retsvidenskabsteori*, 3. udg., Djøf Forlag, 2022, s. 217.

⁴⁴ Jens Evald, *Juridisk teori, metode og videnskab*, 3. udg., Djøf Forlag, 2024, s. 176 f. og Carsten Munk-Hansen, *Retsvidenskabsteori*, 3. udg., Djøf Forlag, 2022, s. 78.

⁴⁵ Se eksempelvis Kommissionens arbejdsdokument af 8. marts 2018, SWD(2018) 56 final, s. 71, som henviser til USA samt Kommissionens konsekvensanalyse af 30. oktober 2017, *Legislative proposal for an EU framework on crowd and peer to peer finance*, Ares (2017)5288649, s. 1 med henvisning til Asien.

Slutteligt vil der i afsnit 5.1 gøres brug af den retshistoriske metode. Retshistorien består her i en undersøgelse af skabelsen af anpartsselskaber samt SL § 1, stk. 3's bagvedliggende hensyn. Der er med andre ord tale om en undersøgelse af den gældende rets historik.⁴⁶ I denne henseende benyttes den retshistoriske metode til at fastlægge problemstillingen ved forholdet mellem SL § 1, stk. 3 og CFR. Den retshistoriske metodik supplerer således med en analytisk vinkel, som giver en mere dybdegående analyse af den gældende ret i afsnit 5.

Den grundlæggende metodik er den retsdogmatiske metode, hvis formål er at analysere og beskrive gældende ret. Undervejs vil der imidlertid blive benyttet den retspolitiske, komparative samt retshistoriske metode, som skal supplere besvarelsen med nuancering, pragmatisme samt perspektivering. De anvendte retskilder og metodikker er dog ikke perfekte. Der er således en række usikkerheder i specialefremstillingen, som giver anledning til kritisk refleksion.⁴⁷ Disse usikkerheder er omtalt nedenfor.

3.2.2 Usikkerheder

En stor del af de inddragede retskilder består i det lovforberedende arbejde til CFR. Som anført, er EU-retten primært præget af en objektiv fortolkningsstil, hvorimod der i specialeafhandlingen er indtaget en mere subjektiv fortolkningsstil.⁴⁸ I den danske retslitteratur er der tvivl omkring EU-rechts fortolkningsstil, hvor majoriteten angiver, at den er objektiv, mens andre teoretikere fastslår, at EUD er blevet mere subjektiv i sin fortolkningsstil.⁴⁹ Usikkerheden omkring EU-rechts fortolkningsstil giver – med rette – anledning til kritik af prioriteringen af det lovforberedende arbejde som retskilde. Et EU-reguleret crowdfundingmarked er imidlertid så nyt, at det er vurderet mest hensigtsmæssigt at inddrage det lovforberedende arbejde for at udarbejde en dybdegående og saglig besvarelse af problemformuleringen.

En væsentlig retskilde som ikke er anvendt, er retspraksis. Som retskilde har retspraksis stor retskildeværdi og anses for retsskabende.⁵⁰ I henhold til TEU art. 19, er EUD's rolle blandt andet at værne om lov og ret ved fortolkningen af EU-retten. EUD indtager dermed en mere proaktiv rolle i sine udtalelser og er derfor også blevet betegnet som principorienteret.⁵¹ Henset til, at crowdfundingmarkedet under CFR fortsat er præget af usikkerheder, ville retspraksis således have været en hensigtsmæssig retskilde. På nuværende tidspunkt er der ingen relevant retspraksis, som omhandler fortolkningen af CFR. Det må antages, at der med tiden kommer præjudicielle udtalelser fra EUD. På nuværende tidspunkt er retsområdet imidlertid præget af en vis uklarhed.

Der er således to kritiske erkendelser, som bør tages *in mente* ved gennemgangen af specialeafhandlingen. Dels er der anvendt en subjektiv fortolkningsstil, hvis anvendelse i EU-retten er omdiskuteret i retslitteraturen. Og dels er der ingen retspraksis, hvis præjudikatsværdi kunne have bidraget væsentligt med klarhed af retstilstanden på crowdfundingmarkedet.

Nedenfor analyseres hvilke retlige udfordringer, som CFR indeholder for aktørerne i crowdfundingsmarkedet. Dette indledes med en undersøgelse af, hvilke formål som forordningen er baseret på.

⁴⁶ Carsten Munk-Hansen, *Retsvidenskabsteori*, 3. udg., Djøf Forlag, 2022, s. 74.

⁴⁷ Ibid., s. 64 og s. 212 f.

⁴⁸ Jf. herom afsnit 3.1.1.

⁴⁹ Se Christina Tvarnø & Ruth Nielsen, *Retskilder og retsteorier*, 6. udgave, Djøf Forlag, 2021, s. 37 og Carsten Munk-Hansen, *Retsvidenskabsteori*, 3. udg., Djøf Forlag, 2022, s. 288, som taler for en objektiv fortolkningsstil, mens Ulla Neergaard & Ruth Nielsen, *EU-ret*, 8. udg., Karnov Group, 2020, s. 138 samt Niels Fenger, *Forarbejders retskildeværdi i EU-retten*, U.2014B.392, Karnov Group, 2014 argumenterer for en mere subjektiv fortolkningsstil.

⁵⁰ Carsten Munk-Hansen, *Retsvidenskabsteori*, 3. udg., Djøf Forlag, 2022, s. 350 og Jens Evald, *Juridisk teori, metode og videnskab*, 3. udg., Djøf Forlag, 2024, s. 164 f.

⁵¹ Christina Tvarnø & Ruth Nielsen, *Retskilder og retsteorier*, 6. udg., Djøf Forlag, 2021, s. 167.

Kapitel II: Crowdfundingsmarkedets retlige udfordringer

4 Formålene med crowdfundingforordningen

Formålet med regulative tiltag er at varetage samfundsmæssige hensyn. Dette gælder også for CFR. I det følgende behandles de primære hensyn, som forordningen søger at varetage.⁵² Hensynene er væsentlige at have *in mente* ved læsningen af afsnit 5-8, da de danner grundlaget for den efterfølgende retsdogmatiske analyse af, i hvilket omfang CFR indeholder retlige udfordringer for aktørerne i et crowdfundingsudbud.

Hensynene er tæt forbundne, men det betyder ikke, at de nødvendigvis tjener samme interesser. Der kan således forekomme modsatrettede interesser. Her har det været EU's opgave at balancere, hvordan de enkelte hensyn skal varetages. Grundlæggende skal CFR sikre

- at der er et grænseoverskridende udbud af crowdfundingstjenester baseret på et fælles og ensartet retsgrundlag (afsnit 4.1),
- at virksomheder får lettere adgang til finansiering via crowdfunding (afsnit 4.2), og
- at investorer får tilstrækkelig beskyttelse på crowdfundingsmarkedet (afsnit 4.3).

Disse hensyn vil blive gennemgået enkeltvis nedenfor.

4.1 Level playing field

Det første formål med forordningen er at skabe et grænseoverskridende udbud af crowdfundingstjenester baseret på et fælles og ensartet retsgrundlag. Allerede i den indledende fase ved udformningen af CFR anså Kommissionen crowdfunding manglende grænseoverskridende karakter som et centralt problem.⁵³ Dette problem skyldtes navnlig, at retsgrundlaget for crowdfunding i EU var fragmenteret, jf. CFR's præambelbetragtning nr. 5-6. Der var med andre ord forskellige nationale regimer i EU, som enkeltvis regulerede crowdfunding. Fragmenteringen resulterede i complianceomkostninger og uoverskuelighed for crowdfundingstjenesteudbydere og projektjere, hvilket samtidig skabte en mistillid og

⁵² Bemærk, at gennemgangen af hensynene ikke er udtømmende. CFR varetager også andre hensyn, som f.eks. økonomisk kriminalitet, jf. CFR præambelbetragtning nr. 32.

⁵³ Jf. Kommissionens konsekvensanalyse af 30. oktober 2017, *Legislative proposal for an EU framework on crowd and peer to peer finance*, Ares (2017)5288649, s. 2; Parlamentets beslutning af 9. juli 2015 om etablering af en kapitalmarkedsunion (2015/2634 (RSP)) pkt. 47 og Kommissionens forslag af 8. marts 2018 til forordning om europæiske crowdfundingstjenesteudbydere for erhvervslivet, COM (2018) 113 final, s. 2.

usikkerhed for investorerne.⁵⁴ Ultimativt resulterede fragmenteringen i, at skaleringen af grænseoverskridende crowdfunding blev begrænset.

Der var således et behov for at skabe et ensartet og fælles retsgrundlag for crowdfunding i EU, hvilket også betegnes som et »level playing field«. Et harmoniseret regelsæt ville sikre, at crowdfundingstjenesteudbydere kunne operere grænseoverskridende med minimale hindringer og omkostninger.⁵⁵ Hensynet er adresseret i CFR's artikel 1, stk. 1, hvori fremgår, at forordningen fastsætter *ensartede* krav med hensyn til udbud af crowdfundingstjenester, struktur, tilladelse samt tilsyn. De ensartede krav i CFR skaber dermed en retstilstand, hvor alle – uanset hvilken medlemsstat de er fra eller opererer i – er vidende om hvilken regulering, som er gældende. Ved at skabe et ensartet retsgrundlag skabte man samtidig et incitament for crowdfundingstjenesteudbydere, projektere og investorer til at deltage i grænseoverskridende crowdfundingsudbud.

Et af CFR's primære formål er således at etablere et level playing field. Et fælles retsgrundlag understøtter skaleringen for crowdfundingsmarkedet, hvilket kommer både crowdfundingstjenesteudbydere og projektere til gode, mens der også skabes en vis gennemsigtighed til fordel for investorerne. I denne henseende er det afgørende, at crowdfundingstjenesteudbydere ikke kan udføre regelarbitrage, hvilket i givet fald ville underminere etableringen af et level playing field. Denne problemstilling er behandlet i afsnit 6.

4.2 Innovationshensyn

I tæt samspil med hensynet til et level playing field skal CFR være med til at understøtte innovationen i EU. Ved at etablere et innovativt marked for grænseoverskridende crowdfunding opnås en række positive følgevirkninger: *For det første* får SMV'erne adgang til en lettere og billigere finansieringsform, hvilket giver bedre forudsætninger for flere innovative tiltag.⁵⁶ *For det andet* kan crowdfunding være med til at understøtte SMV'ernes skalering til gavn for jobskabelse og økonomisk vækst. *Slutteligt* bliver flere investorer, herunder private investorer, inddraget og får en mere direkte kontakt til iværksættere, hvilket kan fremme en iværksætterkultur.⁵⁷

Kommissionen udtaler sig da også eksplicit om innovationshensynet i deres ambition om skabelsen af et mere innovativt marked for crowdfunding med bedre finansieringsmuligheder:

»Dette initiativ [CFR] indgår i Kommissionens prioriterede mål om at oprette en kapitalmarkedsunion, som skal give innovative virksomheder, nyetablerede virksomheder og andre unoterede virksomheder bredere adgang til finansiering.«⁵⁸

Ambitionerne om at skabe et innovativt marked angives også i CFR. I overensstemmelse med citatet ovenfor fremgår det af forordningens præambelbetragtning nr. 3, at crowdfunding kan medvirke til at give SMV'er adgang til finansiering og til at gennemføre kapitalmarkedsunionen.

⁵⁴ Peter Chapman, *Crowdfunding*, i Jelena Madir (red.) *Fintech: Law and Regulation*, Edward Elgar Publishing Limited, 2021, s. 54.

⁵⁵ Jf. også Kommissionens arbejdsdokument af 8. marts 2018, SWD(2018) 56 final, s. 23.

⁵⁶ Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalgs udtalelse om forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om europæiske crowdfundingtjenesteudbydere for erhvervslivet, (2018/C 367/13), pkt. 3.18 ff.

⁵⁷ Jf. Kommissionens meddelelse af 27. marts 2014, *Udnyttelse af potentialet ved crowdfunding i Den Europæiske Union*, COM(2014) 172 final, s. 5 samt Kommissionens arbejdsdokument af 3. maj 2016, *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, SWD (2016) 154 final, s. 15.

⁵⁸ Jf. Kommissionens forslag af 8. marts 2018 til forordning om europæiske crowdfundingstjenesteudbydere for erhvervslivet, COM (2018) 113 final, s. 2.

Grundlæggende skal CFR lette SMV'ers adgang til finansiering via crowdfunding. Et af hovedformålene med forordningen er med andre ord at skabe et innovativt marked for crowdfunding, hvilket skal være med til at gennemføre kapitalmarkedsunionen. I denne henseende er det nærliggende at overveje i hvilket omfang projektere skal have ret til at udbyde investeringsmuligheder via crowdfundingplatforme til investorer. Dette vil blive analyseret i afsnit 5 og 8.

Selvom innovationshensynet er tungtvejende for CFR, må investorbeskyttelseshensynet, som er et af kapitalmarkedsunionens kerneværdier, ikke undervurderes. I det følgende afsnit behandles det tredje og sidste primære formål med CFR, som består i at beskytte investorerne.

4.3 Investorbeskyttelseshensyn

Innovation er en prioritet for EU, men den er ikke ubetinget. Over for innovationshensynet står et hensyn til de investorer, der enten som långiver eller kapitalejer indgår i et crowdfundingudbud. En innovativ og bæredygtig økonomi forudsætter investortillid. Selv om projektere skal have fordelagtige vilkår for at udbyde crowdfundingudbud til offentligheden, skal det fortsat ske inden for nogle rammer, der sikrer et tilstrækkeligt beskyttelsesniveau for de deltagende investorer. Investorerne ønsker kun at yde lån til eller foretage investeringer i et projekt, såfremt de har tillid til, at lånet eller investeringen ydes under ordentlige og trygge forhold. Uden tillid er der principielt intet finansieringsgrundlag. For CFR's vedkommende har udfordringen således bestået i at finde en tilpas afvejning mellem innovations- og investorbeskyttelseshensynet.

Investorbeskyttelseshensynets betydning for et effektivt crowdfundingmarked må ikke undervurderes. Dette understreges af EU ad flere omgange i det forberedende arbejde op til vedtagelsen af CFR. I Kommissionens konsekvensanalyse af 2017 var manglende tillid til crowdfundingmodellen en af de kerneproblemer, som CFR skulle løse.⁵⁹ Vigtigheden af et trygt og sikkert marked for investorerne blev igen understreget i Kommissionens arbejdsdokument af 2018. Heri blev anført, at markedet for crowdfunding stagnerede blandt andet på grund af investorernes frygt for en uforholdsmæssig risiko for fejlinvesteringer, og at crowdfundingplatformene kollapsede grundet forsømmelse.⁶⁰

Kommissionen var da også i sit forslag opmærksom på at få afdækket risiciene i CFR:

*»Dette forslag sigter også på at forsyne investorerne med de fornødne oplysninger om crowdfunding, deriblandt oplysninger om de underliggende risici. For at styrke investorernes tillid til disse innovative tjenesteydelser indeholder dette forslag også krav om, at crowdfundingstjenesteudbydere skal have truffet de nødvendige sikkerhedsforanstaltninger til at minimere sandsynligheden for, at risiciene bliver til virkelighed«.*⁶¹ (mine fremhævelser).

Citeringens fremhævelser sammenfatter de to tiltag, som skal sikre et tilstrækkeligt beskyttelsesniveau for investorerne.

Den første fremhævelse angiver, at investorerne skal forsynes med de fornødne oplysninger. Der er med andre ord tale om, at investorerne skal deltage i crowdfundingudbud på et tilstrækkeligt oplysningsgrundlag. Som angivet ovenfor, bestod én af de to største bekymringer i, at der var en uforholdsmæssig

⁵⁹ Kommissionens konsekvensanalyse af 30. oktober 2017, *Legislative proposal for an EU framework on crowd and peer to peer finance*, Ares (2017)5288649, s. 2.

⁶⁰ Kommissionens arbejdsdokument af 8. marts 2018, SWD (2018) 56 final, s. 25 samt University of Cambridge, *Sustaining momentum: The 2nd European Alternative Finance Industry Report*, Cambridge Center for Alternative Finance, 2016, s. 47.

⁶¹ Jf. Kommissionens forslag af 8. marts 2018 til forordning om europæiske crowdfundingtjenesteudbydere for erhvervslivet, COM (2018) 113 final, s. 3.

stor risiko for fejlinvesteringer. Formålet med informationsforanstaltningen er at sikre en klar forståelse af arten af crowdfundingstjenesten, risiciene, omkostningerne og gebyrerne i forbindelse med sådanne tjenester, jf. CFR's præambelbetragtning nr. 39. Fordelene ved, at investorerne får den fornødne information er dels, at der skabes en større tillid til grænseoverskridende crowdfunding, og dels at investorerne kan deltage i crowdfundingudbud på et veloplyst grundlag, som minimerer risikoen for skuffelser. Informationsforanstaltningen sikrer grundlæggende, at investorerne kan deltage i udbud på et oplyst grundlag med den konsekvens, at den uforholdsmæssige risiko for fejlinvesteringer minimeres.

Den anden fremhævelse som skal sikre investorbeskyttelseshensynet, består i, at crowdfundingstjenesteudbydere underlægges nødvendige sikkerhedsforanstaltninger. Det skal være trygt for investorer at anvende crowdfundingplatforme. Investorernes anden primære bekymring var, at crowdfundingplatformene kollapsede grundet forsømmelse. Ved at underlægge crowdfundingstjenesteudbydere en række sikkerhedsforanstaltninger forebygges risikoen for systematiske og operationelle nedbrud.

Et effektivt crowdfundingmarked kræver tillid fra investorerne. Hvis investorerne ikke føler sig trygge, vil de heller ikke investere. Man må derfor på den ene side skabe et trygt crowdfundingmarked, hvilket for CFR's vedkommende er sket ved brug af informations- og sikkerhedsforanstaltninger. På den anden side må sådanne foranstaltninger ikke påføre crowdfundingstjenesteudbydere en så stor byrde, at det begrænser innovationen. Det har derfor været afgørende for EU at finde den rette balance mellem hensynene.

Det har været en prioritet at skabe et crowdfundingmarked, som dels beskytter investorerne mod at påtage sig uforholdsmæssige store risici på et uoplyst grundlag, og dels beskytter mod systematiske og operationelle nedbrud. Spørgsmålet er imidlertid, om foranstaltningerne også er lige så effektive på det sekundære marked for crowdfunding. Dette analyseres i afsnit 7.

4.4 Hensynenes retlige betydning

I stedet for et crowdfundingmarked hvor retsgrundlaget varierer efter den enkelte medlemsstat, har man i stedet prioriteret at skabe et level playing field, der gælder i hele EU. Inden for dette fælles retsgrundlag, har man skullet afbalancere hensynet til innovation over for investorbeskyttelsen.

Selvom hensynene er forskellige, er det ikke ensbetydende med, at de nødvendigvis er modsatrettede. Et level playing field sikrer eksempelvis skalering og færre complianceomkostninger, som kommer SMV'erne til gode, hvilket ultimativt understøtter innovationshensynet. Der forekommer imidlertid også interessemodsætninger, hvor SMV'erne og crowdfundingstjenesteudbydere på den ene side skal have fordelagtige vilkår til at udbyde crowdfunding, mens man samtidig skal sikre et vist beskyttelsesniveau for investorerne.⁶² CFR skal således formå at afbalancere og dermed varetage hensynet til alle interesser på crowdfundingmarkedet.

Baseret på forordningens tre kerneværdier, vil der i de følgende afsnit blive analyseret, hvilke retlige udfordringer som CFR indeholder for aktørerne i et crowdfundingudbud.⁶³

⁶² Jf. også Arjya Majumdar, *Regulatory Arbitrage in Cross Border Crowdfunding*, i Douglas Cumming & Sofia Johan (red.), *The Oxford Handbook of IPOs*, Oxford University Press, 2018, s. 19.

⁶³ Jf. problemformuleringen i afsnit 2.1.

5 Forbuddet mod udbud af anparter til offentligheden

Afsnittets formål er at analysere, om SL § 1, stk. 3's forbud mod udbud af anparter til offentligheden for anpartsselskaber er foreneligt med CFR. Først vil afsnit 5.1 gennemgå de hensyn, der har ligget til grund for forbuddet. Dernæst vil afsnit 5.2 undersøge, om forbuddet er i overensstemmelse med CFR. På baggrund af dette vil afsnit 5.3 diskutere retstilstanden for danske projektere, herunder de retlige udfordringer, som forbuddet medfører. Endelig vil afsnit 5.4 give en opsummering på forbuddet i SL § 1, stk. 3 sammenholdt med CFR.

5.1 Hensynene bag forbuddet

Anpartsselskaber kan ikke udbyde sine anparter til offentligheden, jf. SL § 1, stk. 3. Hvad der nærmere skal forstås ved »offentligheden« er ikke defineret i selskabsloven. I Moderniseringsudvalgets betænkning om modernisering af selskabsretten er det angivet, at udbuddet alene kan ske til en nærmere defineret gruppe.⁶⁴ Forbuddet er ubetinget. Hermed menes, at forbuddet under ingen omstændigheder kan fraviges, såfremt selskabet drives i anpartsselskabsform. Anpartsselskabet er i stedet henvist til at omdanne sig til et aktieselskab i henhold til SL §§ 319-320. For at analysere hvilken retlig betydning forbuddet har i forhold til CFR, er det formålstjenligt at forstå baggrunden for forbuddet i SL § 1, stk. 3.

5.1.1 Lukket og kendt ejerkreds

I 1970'erne forventede man, at en række EF-direktiver⁶⁵ ville påføre vidtgående krav for danske aktieselskaber. Man fandt det ikke hensigtsmæssigt, at mindre aktieselskaber, som havde lukkede og kendte ejerkredse, skulle reguleres i et sådant vidtgående omfang. Derfor etablerede man en ordning, som sondrede mellem aktie- og anpartsselskaber, da lov om anpartsselskaber⁶⁶ blev vedtaget i 1973. I stedet for at indordne sig under en uforholdsmæssig regulering, kunne mindre danske aktieselskaber som alternativ blive omdannet til et anpartsselskab.⁶⁷ Opdelingen mellem aktie- og anpartsselskaber skete med andre ord grundet et innovationshensyn til de mindre selskaber, hvor anpartsmodellen var (og stadig er) tiltænkt selskaber med en snæver og kendt ejerkreds.⁶⁸

⁶⁴ Jf. Moderniseringsudvalgets betænkning nr. 1498 af 2008 om modernisering af selskabsretten, s. 779. I betænkningen eksemplificeres at udbud via en annonce i en avis vil være at anse som udbud til offentligheden, medmindre annoncen begrænses til en bestemt gruppe (for eksempel abonnenter eller beboer i et bestemt lokalområde). I givet fald vil annoncen ikke være i strid med forbuddet.

⁶⁵ Rådets andet direktiv 77/91/EØF af 13. december 1976 om samordning af de garantier, der kræves i medlemsstaterne af de i artikel 58, stk. 2, i traktaten nævnte selskaber til beskyttelse af såvel selskabsdeltagernes som tredjemands interesser, for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelsen af og ændringer i dets kapital, med det formål at gøre disse garantier lige byrdefulde (2. selskabsdirektiv) og Rådets tredje direktiv 78/855/EØF af 9. oktober 1978 med hjemmel i traktatens artikel 54, stk. 3, litra g), om fusioner af aktieselskaber (3. selskabsdirektiv).

⁶⁶ Lov nr. 371 af 13. juni om anpartsselskaber.

⁶⁷ Jf. lovforslag nr. 172 af 31. januar 1973, Tillæg F, spalte 3104 f. Sondringen mellem aktie- og anpartsselskaber skete med inspiration fra den tyske model, GmbH (på tysk: *gesellschaft mit beschränkter Haftung*), som har rødder tilbage til 1800-tallet, jf. Timothy Guinnane, *German company law 1794-1897*, i Harwell Wells (red.), *Research Handbook on the History of Corporate and Company Law*, Edward Elgar Publishing Limited, 2018, s. 170 ff. samt Bernhard Gomard, *Aktieselskaber og anpartsselskaber efter lovene af 13. Juni 1973: Et foreløbigt grundrids*, Juristforbundets forlag, 1974, s. 12.

⁶⁸ Jf. lovforslag nr. 172 af 31. januar 1973, Tillæg F, spalte 3102 til lov om anpartsselskaber. Synspunktet er senere blevet opretholdt ved sammenlægningen af selskabsloven, jf. Moderniseringsudvalgets betænkning nr. 1498

Opdelingen betød også, at danske aktieselskaber var underlagt flere organisatoriske krav og kapitalkrav med henblik på at beskytte investorer og kreditorer. Grundet den restriktive regulering, kunne aktieselskaber fortsat udbyde sine aktier til offentligheden.⁶⁹ For anpartsselskabernes vedkommende var det derimod ikke muligt at udbyde anparter til offentligheden, hvilket dels skyldtes, at anpartsformen var tiltænkt den lukkede og kendte ejerkreds, og dels at der var et hensyn til investorerne.⁷⁰

5.1.2 Investorbeskyttelseshensynet

Fordelen ved et offentligt udbud er, at man kan markedsføre sine kapitalandele til en bredere kreds af investorer, hvilket øger chancen for, at selskabets kapitalbehov kan opnås. Bedre finansieringsmuligheder skaber incitament og bedre forudsætninger for, at virksomheder kan vokse. Aktieselskabers muligheder for udbud af aktier til offentligheden tilgodeser med andre ord et innovationshensyn.

Over for innovationshensynet står et hensyn til investorerne, hvilket for aktieselskabernes vedkommende er tilgodeset ved en prospektpligt.⁷¹ Prospektpligten skal grundlæggende sikre, at investorer kan investere i aktier på et tilstrækkeligt oplyst grundlag. Prospektet er således fundamentalt for at sikre investorbeskyttelsen og samtidig opretholde hensynet til innovation for aktieselskaberne.⁷²

En konstruktion hvor man benytter prospekter til at tilgodese både innovations- og investorbeskyttelseshensynet, har ikke været benyttet for anpartsselskaber. Derimod har man fastholdt et ufravigeligt forbud mod at udbyde anparter til offentligheden. I Moderniseringsudvalgets betænkning forholdt man sig til muligheden for at tillade udbud af anparter:

*»Den børsretlige lovgivning er imidlertid kun indrettet på at regulere aktieselskaber. Konsekvensen af gældende dansk ret er således, at et anpartsselskab kan rette henvendelse til offentligheden om investering, hvilket medfører risiko for, at selskabsformen omfattes af 2. selskabsdirektiv. En sådan henvendelse vil endvidere være helt undtaget fra den børsretlige regulering og den deraf følgende beskyttelse af investorerne, fordi denne regulering kun angår aktieselskaber. På denne baggrund må det anbefales, at det kommer til at fremgå klart af den fremtidige selskabsretlige regulering [dvs. SL § 1, stk. 3], at et anpartsselskab ikke kan rette henvendelse til offentligheden om investering«.*⁷³ (mine fremhævelser).

Citeringen fra betænkningen er central for forståelsen af, hvorfor man har fastholdt forbuddet mod udbud af anparter til offentligheden: Dels er der et innovationshensyn. Såfremt man tillod anpartsselskaber at udbyde anparter til offentligheden, ville der opstå en risiko for, at anpartsselskaber i givet fald vil

af 2008 om modernisering af selskabsretten, s. 271 samt lovforslag nr. 170 af 25. marts 2009, Tillæg A, spalte 5379. Se også Henrik Kure, *Finansieringsret*, 3. udg., 2021, Karnov Group, s. 105.

⁶⁹ I Moderniseringsudvalgets betænkning nr. 1498 af 2008 om modernisering af selskabsretten, s. 34, angives, at retten til at udbyde til offentligheden er det afgørende kriterium for den forskelligartede regulering af aktie- og anpartsselskaber.

⁷⁰ Forbuddet har været gældende siden vedtagelsen af lov om anpartsselskaber i 1973, men blev først eksplicit anført i selskabsloven i 2009. Formuleringen af forbuddet var alene af pædagogiske hensyn, jf. Moderniseringsudvalgets betænkning nr. 1498 af 2008 om modernisering af selskabsretten, s. 180 f.

⁷¹ Prospektpligten er i dag primært reguleret i lovebekendtgørelse nr. 198 af 26. februar 2024 om kapitalmarkeder (herefter »KML«) samt 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 (herefter »Prospektforordningen«).

⁷² Jf. også Peter Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *Børs og kapitalmarkedsretten*, 5. udg., Jurist- og Økonomiforbundets forlag, 2012, s. 17. Se tilsvarende i Henrik Kure, *Finansieringsret*, 5. udg., Karnov Group, 2021, s. 105 samt Philip Risbjørn & Thomas Krüger Andersen, *Om prospektpligt ved udbud af unoterede værdipapirer*, NTS, 2003(1), s. 26.

⁷³ Moderniseringsudvalgets betænkning nr. 1498 af 2008 om modernisering af selskabsretten, s. 35.

blive omfattet af selskabsdirektiverne, hvilket strider mod formålet bag opdelingen mellem aktie- og anpartsselskaber.⁷⁴ Og dels er der et investorbeskyttelseshensyn, idet et anpartsselskab ikke omfattes af den børsretlige regulering og deraf følgende prospektpligt, som skal sikre mod uoplyste investeringer.⁷⁵ Som angivet ovenfor fungerer prospektpligten som en sikring af både innovations- og investorbeskyttelseshensynet. Imidlertid vil anpartsselskaber (trods afskaffelse af forbuddet) ikke være omfattet af børsretten med den konsekvens, at de ikke vil være underlagt prospektpligten, hvilket vil være til skade for investorbeskyttelsen.

Argumentationen for at fastholde et forbud mod udbud af anparter til offentligheden skyldes ifølge Moderniseringsudvalget således, at anpartsselskaber i så fald ikke omfattes af den børsretlige regulering, herunder prospektpligten. Som anført er prospektet et centralt element i børsretten, hvis formål er at beskytte investorer mod investeringer på et uoplyst grundlag.⁷⁶ Investorbeskyttelsen må ikke nedprioriteres, og hensynet har været et tungtvejende argument for at fastholde forbuddet mod udbud af anparter til offentligheden.

5.1.3 Udbud af anparter til offentligheden: Et dilemma?

To hensyn er lagt til grund for at fastholde forbuddet mod udbud af anparter til offentligheden: Innovations- og investorbeskyttelseshensynet. *For det første* har man ikke ønsket, at mindre selskaber med lukkede og kendte ejerkredse skulle underlægges en uhensigtsmæssig, tung regulering.⁷⁷ *For det andet* vil et ophør af forbuddet ikke resultere i en prospektpligt for anpartsselskaber, hvilket i så fald vil skade investorbeskyttelsen.⁷⁸ Disse hensyn har resulteret i det forbud, som i dag er reguleret i SL § 1, stk. 3.

Løsningen om et absolut forbud er imidlertid ikke perfekt. På grund af forbuddet kan anpartsselskaber ikke udbyde anparter til offentligheden. Som anført indledningsvist i afsnit 5.1.2, kan offentlige udbud være en hensigtsmæssig måde at skaffe kapital, hvilket tilgodeser selskabets finansieringsbehov og dermed giver bedre forudsætninger for innovation.⁷⁹ På den anden side vil et ophør af forbuddet indebære, at anpartsselskaber underlægges strengere regulering.⁸⁰ Konsekvensen bliver da, at anpartsselskaberne risikerer at underlægges større krav, hvilket kan være særligt byrdefuld for de mindre startups i anpartsselskabsform.⁸¹ Man befinder sig dermed i et dilemma, hvor innovationshensynet – uanset om forbuddet opretholdes eller ej – i et vist omfang vil tage skade. Dilemmaet kan illustreres på følgende vis:

⁷⁴ Jf. afsnit 5.1.1.

⁷⁵ Dette er også fastslået i ældre praksis. I Erhvervsankenævnets kendelse af 21. juni 1993, nr. 92-97.899 udtalte nævnet, at udbud af anparter ikke er et aktielignende værdipapir, som var omfattet af daværende udbudsprospektlov (nuværende KML). Retstilstanden er senere blevet fastslået i forarbejderne til KML, se lovforslag nr. 155 af 15. marts 2017, s. 93, hvori anføres, at anparter ikke opfylder betingelserne for at være et omsætteligt værdipapir i MiFID II's forstand.

⁷⁶ Jf. Prospektforordningens præambelbetragtning nr. 7.

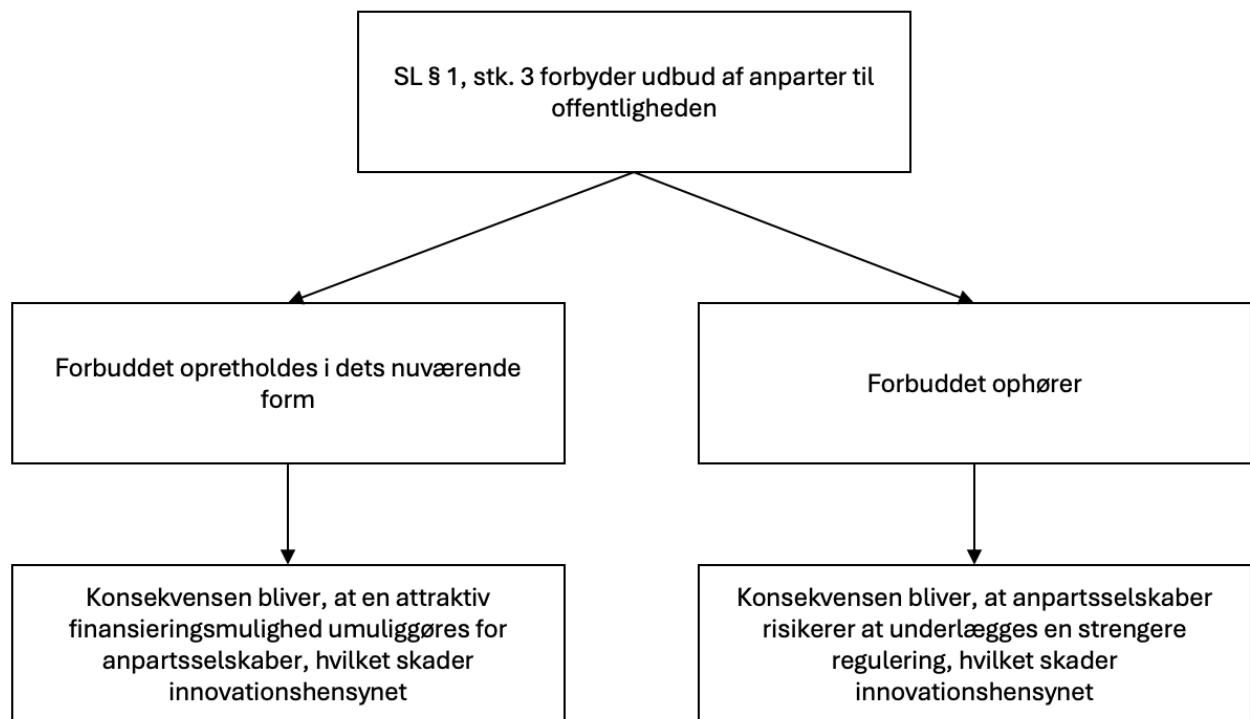
⁷⁷ Jf. afsnit 5.1.1.

⁷⁸ Jf. afsnit 5.1.2.

⁷⁹ Se Amanda Emilia Kamph & Layal Sarhan, *Anpartsbaseret crowdfunding – om adgangen til at lovliggøre anpartsselskabers anvendelse af equity-crowdfunding samt den potentielle regulering heraf*, ET.2022.227, Karnov Group, 2022, s. 1. Se tilsvarende i Kommissionens konsultationsdokument, *Crowdfunding in the EU – Exploring the added value of potential EU action*, 2013, s. 7.

⁸⁰ Jf. Moderniseringsudvalgets betænkning nr. 1498 af 2008 om modernisering af selskabsretten, s. 35.

⁸¹ Over 42 % af nyoprettede virksomheder etableres i anpartsselskabsform, mens kun 2,5 % af virksomhederne etableres som aktieselskaber, jf. Danmarks Statistik, *Iværksættere*, 2024, link: <https://www.dst.dk/da/Statistik/emner/erhvervsliv/erhvervslivets-struktur/ivaerksaettere> (sidst besøgt d. 10. maj 2024).



Figur 2: Konsekvensanalyse af forbuddet i SL § 1, stk. 3 (egen konstruktion)

For så vidt angår investorbeskyttelseshensynet vil dette hensyn alene tage skade, hvis forbuddet ophørte, idet anpartsselskaberne ikke underlægges krav om prospektpligt. I så fald opstår en risiko for, at udefrakommende investorer vil investere i anparter på et utilstrækkeligt oplysningsgrundlag med risiko for skuffelse. Opretholdes forbuddet derimod (som er tilfældet på nuværende tidspunkt), vil risikoen for, at investorer lider tab grundet utilstrækkelige oplysninger være ikkeeksisterende.

De to formål som SL § 1, stk. 3 har skullet tilgodese, har været fastlagt siden vedtagelsen af lov om anpartsselskaber i 1973. Siden da er CFR trådt i kraft. Spørgsmålet er da om de hensyn, som har lagt til grund for forbuddet, fortsat kan benyttes som grundlag for at opretholde forbuddet. I det følgende afsnit vil det derfor blive undersøgt, om forbuddet er EU-konformt med CFR.

5.2 Forbuddets legitimitet

Selvom SL § 1, stk. 3 varetager samfundsinteresser i form af innovation og investorbeskyttelse, er det ikke nødvendigvis ensbetydende med, at forbuddet er legitimt.

Der er to betingelser, som skal være opfyldte, før det kan konstateres, at SL § 1, stk. 3 strider mod CFR. *Den første betingelse* er, at CFR også finder anvendelse på danske anparter (afsnit 5.2.1). Forudsat dette kan bekræftes, består *den anden betingelse* i en vurdering af, om SL § 1, stk. 3 i givet fald strider mod CFR (afsnit 5.2.2). Betingelserne er således kumulative.

5.2.1 Anvendelsesområdet for anparter

Udgangspunktet for CFR's anvendelsesområde findes dels i præambelbetragtning nr. 13, og dels i artikel 2, stk. 1, litra n. Det fremgår af præambelbetragtningen, at »anparter i visse selskaber med begrænset ansvar, der er omfattet af medlemsstaternes nationale ret, er også frit omsættelige på kapital-markederne og bør derfor ikke udelukkes fra at være omfattet af denne forordnings anvendelsesområde«.

På linje hermed definerer artikel 2, stk. 1, litra n, »instrumenter, der er godkendt til crowdfunding«, som kapitalandele i et begrænset selskab med begrænset ansvar, der ikke er underlagt restriktioner, der reelt forhindrer dem i at blive omsat. For at en kapitalandel skal være omfattet af CFR forudsættes således, at (i) kapitalandelen er i et selskab med begrænset ansvar, og (ii) at kapitalandelen ikke er underlagt restriktioner, der forhindrer den i at blive omsat.

Det er et karakteristikum ved et anpartsselskab, at dets kapitalejere som udgangspunkt ikke hæfter personligt for selskabets forpligtelser, jf. SL § 1, stk. 2. Anpartsselskabets ansvar er således begrænset til kapitalejernes indskud. Første forudsætning er således opfyldt.

Den anden forudsætning kræver, at anparterne ikke må være underlagt restriktioner, der forhindrer dem i at blive omsat. Dette giver anledning til en nærmere diskussion:

Anparter kan ikke udbydes til offentligheden, jf. SL § 1, stk. 3. Endvidere fremgår det af KML § 4, stk. 1, nr. 1, litra a modsætningsvist, at anparter ikke er omsættelige værdipapirer, der kan handles på et reguleret marked.⁸² Der er således klare lovgivningsmæssige rammer i SL og KML, der fastslår, at anparter hverken kan udbydes til offentligheden eller handles på et reguleret marked.⁸³ I retslitteraturen har dette betydet, at *Macchiavello* er af den opfattelse, at danske anparter ikke er et instrument, der er godkendt til crowdfunding.⁸⁴ Samme opfattelse har erhvervsministeren, der i sin udtalelse af 16. januar 2024 svarede på kritik angivet i en artikel om langsomlig dansk lovgivning angående forholdene for de danske SMV'er.⁸⁵ Heraf udtalte erhvervsministeren:

»Det er vurderingen, at anparter i et dansk anpartsselskab ikke opfylder crowdfundingforordningens definition af værdipapirer, idet anparter ikke kan udbydes til offentligheden og dermed ikke kan handles på kapitalmarkedet. Anparter er heller ikke omfattet af forordningens definition af instrumenter, der er godkendt til crowdfunding, idet selskabslovens forbud udgør en restriktion i forhold til den måde, hvorpå de kan udbydes til offentligheden, som reelt forhindrer dem i at blive omsat. Eftersom hverken crowdfundingforordningen eller den øvrige EU-ret indeholder krav om, at anparter i et anpartsselskab skal kunne udbydes til offentligheden, er det Erhvervsministeriets vurdering, at forbuddet i selskabsloven ikke er i strid med EU-retten.«⁸⁶ (mine fremhævelser).

Argumentationen er todelt. Dels argumenteres, at anparter ikke kan udbydes til offentligheden og dermed ikke kan handles på kapitalmarkedet, og dels vurderes, at SL § 1, stk. 3 i sig selv udgør en restriktion. Den ene opfattelse er dermed, at danske anparter ikke er omfattet af CFR, hvormed en eventuel EU-retsstridighed ikke er relevant at overveje.

Der er imidlertid også forhold der taler for, at anparter er omfattet af CFR. For det første omtaler præambelbetragtningen eksplicit »anparter« i den danske sprogversion.⁸⁷ For det andet er SL § 1, stk. 3 et

⁸² Jf. også Jesper Lau Hansen, *Børsretten*, 7. udg., Djøf Forlag, 2023, s. 20.

⁸³ Jf. også Elif Härkönen, Thomas Neumann & Cecilie Højvang Christensen, *The Regulation of Crowdfunding in the Nordic Countries*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022 pkt. 48.13, s. 770

⁸⁴ Eugenia Macchiavello, *Conclusions about the ECSPR and its harmonization force: A brief summary of the objectives achieved and the remaining 'grey' areas from a comparative law perspective*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022, pkt. 51.20, s. 813.

⁸⁵ K-News, *Nølede dansk lovgivning spænder ben for små og mellemstore virksomheder*, 2023, link: <https://www.k-news.dk/artikler/noelende-dansk-lovgivning-spaender-ben-for-smaa-og-mellemstore-virksomheder> (sidst besøgt d. 10. maj 2024).

⁸⁶ Erhvervsministeriets besvarelse af 16. januar 2024 af spørgsmål 88 alm. del stillet af Folketingets Erhvervsudvalg den 19. december 2023.

⁸⁷ Samme argumentation anføres også af Amanda Emilia Kamph & Layal Sarhan, *Anpartsbaseret crowdfunding – om adgangen til at lovliggøre anpartsselskabers anvendelse af equity-crowdfunding samt den potentielle*

forbud mod at udbyde til offentligheden, mens KML § 4, stk. 1, nr. 1, litra a fastslår, at anparter ikke kan handles på et reguleret marked. CFR's artikel 2, stk. 1, litra n, relaterer sig derimod til anpartens *omsættelighed*. Det er med andre ord ikke afgørende om den kan udbydes til offentligheden eller kan handles på et reguleret marked. Afgørende er blot, om den kan omsættes til tredjemand. Dette kan bekræftes. Kapitalandele (herunder anparter) er frit omsættelige, jf. SL § 48. Der er således intet i dansk lovgivning, der ulovliggør omsætteligheden af anparter.

For så vidt angår erhvervsministerens vurdering af, at forbuddet i SL § 1, stk. 3 i sig selv gør, at danske anparter ikke omfattes af CFR, kan dette ej heller tiltrædes. Man kan som anpartsselskab ikke være projektejer i et crowdfundingudbud, da det *de facto* ville være et udbud af anparter til offentligheden, hvilket ville være i strid med SL § 1, stk. 3.⁸⁸ I henhold til legaldefinitionen i CFR's artikel 2, stk. 1, litra n, er det en forudsætning, at kapitalandelen »ikke er underlagt restriktioner«. Denne argumentation vil dog stride imod grundlæggende EU-retlige principper. Danmark er som medlemsstat forpligtet til at samarbejde loyalt om gennemførelse af EU-retten, jf. loyalitetsprincippet.⁸⁹ Desuden ville det stride mod princippet om EU-rettens forrang, hvis en forordning ikke fandt anvendelse grundet national lovgivning.⁹⁰ At Danmark har taget den holdning, at anpartsselskaber ikke kan udbyde anparter til offentligheden skal således ikke anses som en legitim restriktion, da det i givet fald ville stride mod grundlæggende EU-retlige principper. SL § 1, stk. 3 vurderes dermed ikke som en »restriktion« i henhold til definitionen i artikel 2, stk. 1, litra n.

På nuværende tidspunkt har Danmark i overensstemmelse med CFR's artikel 2, stk. 3 meddelt ESMA, at det kun er aktieselskaber, der er omfattet af CFR.⁹¹ Majoriteten i retslitteraturen er imidlertid af den opfattelse, at anparter også omfattes af forordningen.⁹² Det vurderes, at det er en misforståelse, at anparter ikke omfattes af CFR grundet SL § 1, stk. 3 og KML § 4, stk. 1, nr. 1, litra a. Afgørende må være, at anparter er omsættelige kapitalandele i et selskab med begrænset ansvar, jf. SL § 1, stk. 2 og § 48. Argumentationen om at SL § 1, stk. 3 i sig selv udgør en »restriktion« efter CFR's artikel 2, stk. 1, litra n, kan ej heller tiltrædes. Dette skyldes, at Danmark i så fald ville tilsidesætte grundlæggende EU-retlige principper.

Det er således vurderingen, at anparter er »instrumenter, der er godkendt til crowdfunding«, jf. CFR's artikel 2, stk. 1, litra n. Den første betingelse anses som værende opfyldt. I det følgende afsnit er spørgsmålet i givet fald, om SL § 1, stk. 3 strider mod CFR.

5.2.2 Forholdet mellem SL § 1, stk. 3 og CFR

Crowdfunding består af en række små investeringer fra offentligheden, jf. CFR's præambelbetragtning nr. 1. Det forhold, at danske anpartsselskaber er afskåret fra at udbyde anparter til offentligheden indebærer, at der *de facto* er et forbud mod at udbyde anparter via en crowdfundingplatform.

regulering heraf, ET.2022.227, Karnov Group, 2022, s. 6 og Jesper Lau Hansen, *Crowdfundingforordningen og anpartsselskaber*, ET.2023.044, Karnov Group, 2023, s. 4.

⁸⁸ Jf. afsnit 1.2.

⁸⁹ Ulla Neergaard & Ruth Nielsen, *EU-ret*, 8. udg., Karnov Group, 2020, s. 193 f.

⁹⁰ Ibid., s. 223 f.; Jesper Lau Hansen, *Crowdfundingforordningen og anpartsselskaber*, ET.2023.044, Karnov Group, 2023, s. 5 og Carina Risvig Hamer & Sten Schaumburg-Müller, *Juraens verden: Metoder, retskilder og discipliner*, 1. udg., Djøf Forlag, 2020, s. 147.

⁹¹ ESMA's rapport af 2. februar 2024, ESMA35-42-1305. Link: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1305_crowdfunding_tables.pdf (sidst besøgt den 10. maj 2024).

⁹² Se Jesper Lau Hansen, *Crowdfundingforordningen og anpartsselskaber*, ET.2023.044, Karnov Group, 2023, s. 5 og Amanda Emilia Kamph & Layal Sarhan, *Anpartsbaseret crowdfunding – om adgangen til at lovliggøre anpartsselskabers anvendelse af equity-crowdfunding samt den potentielle regulering heraf*, ET.2022.227, Karnov Group, 2022.

Forbuddet i SL § 1, stk. 3 strider dermed mod CFR's kernefunktion. Det er derfor vurderingen, at den anden kumulative betingelse er opfyldt.

Den anvendte metodik er den retsdogmatiske metode, hvis formål er at analysere, hvad der er gældende ret.⁹³ Hvad der skal forstås som gældende ret i forhold til SL § 1, stk. 3 sammenholdt med CFR afhænger af, hvordan man erkender forholdet mellem EU-retten og dansk ret. Som anført i afsnit 3.1.1, tages der udgangspunkt i den monistiske forståelse. Hermed forstås, at EU-retten, herunder CFR, er en integreret del i det danske retssystem. Efter EUD's praksis bliver konsekvensen da, at SL § 1, stk. 3 i denne henseende skal anses som uvirksom.⁹⁴

Den danske selskabslovgivning er principielt EU-retsstridig. På linje med *Hansen*, opfordres de danske politikere til at handle.⁹⁵ Opfordringen er særligt under hensyntagen til de danske anpartsselskaber, hvis retstilstand – grundet uoverensstemmelsen mellem national ret og EU-ret – forekommer usikker: På den ene side fastslår danske selskabslovgivning, at crowdfunding *de facto* er ulovlig for anpartsselskaber. På den anden side giver CFR projektere mulighed for at udbyde sine kapitalandele via crowdfunding i EU, herunder Danmark. Spørgsmålet er da, hvordan man som dansk anpartsselskab skal holde sig.

5.3 Retstilstanden for danske anpartsselskaber

I øjeblikket vurderes forbuddet mod udbud af anparter til offentligheden at være i strid med CFR. Dette stiller danske anpartsselskaber i en usikker position på crowdfundingsmarkedet. Uoverensstemmelsen mellem SL § 1, stk. 3 og CFR har da også fået flere interessenter til at markere sin utilfredshed,⁹⁶ mens forbuddet også har betydet, at visse anpartsselskaber i stedet har søgt til udlandet for at få finansiering via crowdfunding.⁹⁷

Fra politisk side har Liberal Alliance med et lovforslag presset på for en afskaffelse af forbuddet under hensyn til CFR og de danske SMV'er.⁹⁸ Ved lovforslagets 1. behandling kunne erhvervsministeren ikke støtte beslutningsforslaget, fordi regeringen forventede at udarbejde et »samlet iværksætterudspil«.⁹⁹

⁹³ Jf. Carsten Munk-Hansen, *Retsvidenskabsteori*, 3. udg., Djøf Forlag, 2022, s. 70; Jens Evald, *Juridisk teori, metode og videnskab*, 3. udg., Djøf Forlag, 2024, s. 201; og Christina Tvarnø & Ruth Nielsen, *Retskilder og retsteorier*, 6. udg., Djøf Forlag, 2021, s. 34.

⁹⁴ Jf. Ulla Neergaard & Ruth Nielsen, *EU-ret*, 8. udgave, Karnov Group, 2020, s. 225 f. samt EUD's dom af 24. oktober 1996, *Kraaijeveld m.fl.*, ECLI:EU:C:1996:404, præmis 59 ff.

⁹⁵ Jesper Lau Hansen, *Crowdfundingforordningen og anpartsselskaber*, ET.2023.044, Karnov Group, 2023, s. 5.

⁹⁶ Se Erhvervslivets EU- og regelforums anbefaling nr. 73 af 21. marts 2021, *Anpartsselskaber skal kunne lave crowdfunding med udbud af kapitalandele*; DI, *Flere nye vækstvirksomheder: En ny iværksætterpolitik for Danmark*, s. 16; Dansk Crowdfunding Forenings henvendelse af 8. maj 2023 til Erhvervsudvalget, 2022-23, Bilag 148; K-News, *Nølede dansk lovgivning spænder ben for små og mellemstore virksomheder*, 2023, link: <https://www.k-news.dk/artikler/noelende-dansk-lovgivning-spaender-ben-for-smaa-og-mellemstore-virksomheder> (sidst besøgt d. 10. maj 2024) samt Børsen, *Sådan får vi gjort alle danskere til "investeringsløver"*, 2023, link: https://borsen.dk/nyheder/opinion/vi-skal-vaere-fraadende-lokale-kapitalister?b_source=borsen&b_medium=row_17&b_campaign=opinion_news_5 (sidst besøgt d. 10. maj 2024).

⁹⁷ Børsen, *Bøvlet lov tvinger danske væksteventyr til udlandet*, 2023, link: <https://borsen.dk/nyheder/politik/bovlet-lov-tvinger-danske-vaeksteventyr-til-udlandet> (sidst besøgt d. 10. maj 2024).

⁹⁸ Beslutningsforslag nr. B 87 af 17. marts 2023, *Forslag til folketingsbeslutning om at afskaffe forbuddet mod anpartsselskabers brug af crowdfunding*, Folketinget 2022-23 (2. samling), Folketingstidende Tillæg A.

⁹⁹ Morten Bødskovs udtalelse under 1. behandling af B 87: Om at afskaffe forbuddet mod anpartsselskabers brug af crowdfunding af 17. maj 2023.

Lovforslaget blev efterfølgende forkastet ved 2. behandlingen.¹⁰⁰ På nuværende tidspunkt er dette udspil ikke offentliggjort. De danske SMV'er må derfor væbne sig med tålmodighed.

Spørgsmålet er således, hvordan man som dansk anpartsselskab skal forholde sig. For hvordan skal man som dansk anpartsselskab disponere, når man på den ene side ønsker finansiering via crowdfunding, men på den anden side ikke vil handle i strid med SL § 1, stk. 3? Med afsæt i den retspolitiske metode drøftes to muligheder, som kan løse problemstillingen:

Den første mulighed består i, at man ophæver forbuddet i sin helhed. I givet fald ville alle danske anpartsselskaber være berettigede til at udbyde deres anparter til offentligheden. En sådan retsstilling er også benyttet i andre lande, herunder Belgien, hvor det i maj 2019 blev lovgiggjort, at det der svarede til det danske anpartsselskab, *besloten vennootschap (BV)*, kunne udbyde sine kapitalandele til offentligheden.¹⁰¹ Ligeledes har Norge ej heller et forbud mod, at norske *aksjeselskaper* (som svarer til den danske anpartsselskabsform) udbyder sine kapitalandele offentligt.¹⁰² Der er både fordele og ulemper ved en total ophævelse af forbuddet i SL § 1, stk. 3. Fordelene er, at det giver gode forudsætninger for et vækstende dansk crowdfundingmarked, idet danske SMV'er kan udbyde anparter til offentligheden. Der opstår bedre muligheder for at opnå finansiering, hvilket understøtter innovation og skaber økonomisk vækst. Hansen er også af den opfattelse, at forbuddet hurtigst muligt bør ophæves.¹⁰³ Ulemperne er imidlertid, at et totalt forbud også indbefatter, at anpartsselskaber uden for crowdfundingplatformene kan udbyde anparter til offentligheden. CFR indeholder en række organisatoriske og sikkerhedsmæssige krav til crowdfundingplatformene, hvilket skal beskytte investorerne.¹⁰⁴ I de tilfælde, hvor udbuddet ikke sker via crowdfunding, vil udbuddet ikke være omfattet af CFR's beskyttelsesregime. Investorerne vil således i disse tilfælde være eksponeret over for uforholdsmæssige store risici for økonomisk svindel, uoplyste investeringer, systematiske nedbrud mv. Ved en total ophævelse af forbuddet må man afveje mellem innovation og investorbeskyttelse.¹⁰⁵ I denne henseende vurderes, at en total ophævelse af forbuddet vil være en u hensigtsmæssig skævvridning til ulempe for investorerne. Løsningsforslaget er således ikke ideelt.

Den anden mulighed er, at man laver en undtagelse til forbuddet mod udbud af anparter. Således er udbud af anparter til offentligheden udelukkende lovlig, hvis udbuddet sker i forbindelse med et crowdfundingsudbud. En sådan løsning er velkendt fra Italien, hvor der er indført en undtagelse til det generelle forbud mod, at private selskaber udbyder kapitalandele til offentligheden.¹⁰⁶ En lignende tilgang benyttes også uden for EU's grænser, hvor Storbritanniens finanstilsyn, FCA, i øjeblikket er i gang med

¹⁰⁰ 2. behandling af B 87 i 71. møde af 2. juni 2023 om at afskaffe forbuddet mod anpartsselskabers brug af crowdfunding, afstemningsnummer 361.

¹⁰¹ The Belgian Code on Companies and Associations. En oversigtsform i engelsk udgave over den belgiske selskabslovgivning kan tilgås her: https://corporategovernancecommittee.be/assets/pagedoc/2003973319-1651062453_1651062453-2020-belgian-code-on-corporate-governance.pdf (sidst besøgt d. 10. maj 2024). Se også Jesper Lau Hansen, *Crowdfundingforordningen og anpartsselskaber*, ET.2023.044, Karnov Group, 2023, s. 3, fodnote 17.

¹⁰² Reguleret i Lov om aksjeselskaber (aksjeloven), LOV-1997-06-13-44. Kan tilgås her: https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1997-06-13-44/*#* (sidst besøgt d. 10. maj 2024). Se også Thomas Neumann, *Aktuelle selskabs- og skatteretlige aspekter af aktiecrowdfunding*, ET.2022.22, Karnov Group, 2022, s. 2. Bemærk, at aksjeselskaber ikke skal forstås som aktieselskaber i dansk forstand. Den norske pendant til aktieselskaber betegnes »allmennaksjeselskaper«.

¹⁰³ Jesper Lau Hansen, *Crowdfundingforordningen og anpartsselskaber*, ET.2023.044, Karnov Group, 2023, s. 5

¹⁰⁴ Jf. afsnit 4.3.

¹⁰⁵ Jf. afsnit 4.4.

¹⁰⁶ Jf. Lov nr. 179 af 18. oktober 2012, *Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese*, § 30 (på dansk: Yderligere hasteforanstaltninger for statens vækst). Læs herom i GreenbergTraurig, *The GT M&A Report*, vol. 6(2), 2014, s. 22 f.; Søren Brinkmann & Mads Ebert Rasmussen, *The New EU Crowdfunding Regulation – Explanations & Perspectives*, NJCL, 2022(2), s. 63 og Kommissionens rapport, *Study on identifying market and regulatory obstacles to crowdfunding in the EU*, 2017, s. 103.

at undersøge muligheden for at indarbejde en undtagelse til deres generelle forbud mod udbud af kapitalandele fra private selskaber.¹⁰⁷ Danmark kan i denne henseende også skele til Sverige. Før CFR var det udgangspunktet i Sverige, at private selskaber ikke måtte udbyde sine kapitalandele til en gruppe på over 200 personer. Udgangspunktet er her fortsat gældende, medmindre udbuddet sker i henhold til lag (2021:899), som er en national lov, der supplerer CFR.¹⁰⁸ Ved at indføre en undtagelse til forbuddet kan danske SMV'er, som opererer på crowdfundingplatforme, have mulighed for at udbyde sine anparter til offentligheden. På denne måde vil offentlige udbud af anparter altid være underlagt CFR, herunder dets beskyttelsesregime. Den skævvridning i afvejningen mellem innovation og investorbeskyttelse, som var gældende ved et totalt forbud, er således ikke aktuel ved denne løsning. En indførelse af en undtagelse til forbuddet er da også blevet foreslået af *Neumann*¹⁰⁹ samt *Kamph og Sarhan*.¹¹⁰ På linje hermed er det vurderingen, at en indførelse af en undtagelse til SL § 1, stk. 3 er den mest ideelle løsning.

Den nuværende situation, hvor der gælder et totalt forbud mod udbud af anparter til offentligheden efter SL § 1, stk. 3, er uholdbar. Såfremt Danmark ikke får reageret, er det vurderingen, at Kommissionen har belæg for at anlægge et traktatbrudssøgsmaal efter TEUF art 258. Der er identificeret to løsningsforslag, hvoraf det foretrakkes, at der indføres en undtagelse til forbuddet. Om de danske politikere forholder sig passive, eller reagerer på risikoen for potentielt traktatbrud, må tiden vise.

5.4 Opsummering om forbuddet

I øjeblikket står det klart, at danske anpartsselskaber ikke kan udbyde anparter til offentligheden, jf. SL § 1, stk. 3. Indførelsen af forbuddet skete som led i opdelingen mellem aktie- og anpartsselskaber under hensyn til en lukket og kendt ejerkreds og for at beskytte investorerne.¹¹¹ Siden da har crowdfunding opnået en sådan interesse, at CFR er blevet vedtaget. I denne henseende har det været formålet med dette afsnit at analysere, om SL § 1, stk. 3 er foreneligt med CFR.

Analysen af SL § 1, stk. 3's forenelighed med CFR har været baseret på to betingelser. Den første betingelse bestod i, om danske anparter var omfattet af CFR, mens anden betingelse var en vurdering af, om SL § 1, stk. 3 i givet fald stred mod CFR. Det er i retslitteraturen omdiskuteret, om anparter omfattes af CFR eller ej. Det er vurderingen, at afgørende herfor må være, at anparter er omsættelige efter SL § 48 og derfor også er omfattet af CFR. Det faktum, at SL § 1, stk. 3 forbyder offentligt udbud af anparter, vurderes ikke at være en gyldig »restriktion« efter CFR's artikel 2, stk. 1, litra n, da denne argumentation strider mod grundlæggende EU-retlige principper. For så vidt angår, om SL § 1, stk. 3 strider mod CFR, afhænger svaret af, om man anser national ret og EU-ret som dualistisk eller monistisk. I overensstemmelse med den gængse opfattelse i retslitteraturen, tiltrædes den monistiske tilgang. Konsekvensen er da, at der er uoverensstemmelse mellem SL § 1, stk. 3 og CFR, hvormed Danmark principielt ikke lever op til sine EU-retlige forpligtelser.¹¹²

Det kan konkluderes, at SL § 1, stk. 3 strider mod CFR. Ud fra nogle retspolitiske betragtninger, vil det ikke være hensigtsmæssigt med en fuldstændig tilsidesættelse af forbuddet mod udbud af anparter til offentligheden. I overensstemmelse med andre jurisdiktioner og øvrige teoretikere, bør der indarbejdes

¹⁰⁷ The FCA, *Engagement Paper 5: The Public Offer Platform*, juli 2023.

¹⁰⁸ Lag (2021:899) med kompletterande bestämmelser till EU:s förordning om gräsrotsfinansiering. Kan tilgås her: https://www.riksdagen.se/sv/dokument-och-lagar/dokument/svensk-forfattningssamling/lag-2021899-med-kompletterande-bestammelser_sfs-2021-899/ (sidst besøgt d. 10. maj 2024).

¹⁰⁹ Thomas Neumann, *Aktuelle selskabs- og skatteretlige aspekter af aktiecrowdfunding*, ET.2022.22, Karnov Group, 2022, s. 2.

¹¹⁰ Amanda Emilia Kamph & Layal Sarhan, *Anpartsbaseret crowdfunding – om adgangen til at lovliggøre anparts-selskabers anvendelse af equity-crowdfunding samt den potentielle regulering heraf*, ET.2022.227, Karnov Group, 2022, s. 7.

¹¹¹ Jf. afsnit 5.1.

¹¹² Jf. afsnit 5.2.

en undtagelse til forbuddet, hvilket i givet fald vil varetage både hensynet til innovationen og investorbeskyttelsen.¹¹³

Det er væsentligt at være opmærksom på, at vurderingen indeholder en række usikkerheder. Retsområdet for crowdfunding i Danmark er fortsat relativt nyt. Som angivet ovenfor er der flere holdninger i retslitteraturen. Mens *erhvervsministeren* og *Machiavello* er af den opfattelse, at danske anparter ikke er omfattet af CFR, indtager *Hansen* samt *Kamph* og *Sarhan* det modsatte synspunkt. Tilsvarende er der ikke konsensus i retslitteraturen omkring den mest ideelle løsning. Retstilstanden er endnu ikke entydig. Man kunne savne mere klarhed fra de danske politikere. Tilsvarende kunne ESMA udarbejde uddybende retningslinjer. Endelig kunne principielle udtalelser fra EUD også være med til at fastlægge retstilstanden for dansk crowdfunding.¹¹⁴ Med tiden vil retstilstanden forhåbentligt blive mere tydelig. I øjeblikket er det imidlertid vurderingen, at Danmark ved at fastholde forbuddet i SL § 1, stk. 3 reelt handler i strid med EU-retten. Konsekvensen er, at SL § 1, stk. 3's samspil med CFR, skaber en usikker retstilstand for danske anpartsselskaber, der ønsker at opnå finansiering via crowdfunding.

¹¹³ Jf. afsnit 5.3.

¹¹⁴ Jf. afsnit 3.2.2.

6 Regelarbitrage i crowdfundingsmarkedet

Et af CFR's formål er at skabe et level playing field.¹¹⁵ Forordningen har således til hensigt at skabe et ensartet og fælles retsgrundlag for crowdfunding i EU. I denne henseende er det afgørende, at crowdfundingstjenesteudbydere efterlever de regler, som er indeholdt i forordningen. Dette forudsætter, at CFR ikke indeholder muligheden for regelarbitrage.

Ved »regelarbitrage« forstår de tilfælde, hvor retssubjektet spekulerer i at udnytte smuthuller i lovgivningen. Regelarbitrage er dermed en taktisk disponering, der anvendes til at opnå (u)retmæssige konkurrencefordele. Sådanne fordele kunne være mildere sanktionsregimer, færre administrative omkostninger mv. For CFR's vedkommende kunne regelarbitrage eksempelvis være, at der var færre administrationsomkostninger forbundet med at være etableret i Tyskland frem for Danmark, eller at tilsynet er mindre intenst i Polen end det er tilfældet i Belgien.¹¹⁶ Det forhold, at crowdfundingstjenesteudbydere foretrækker en specifik jurisdiktion grundet kommercielle forhold som eksempelvis markedsanalyser, branchekendskab mv. er ikke regelarbitrage. Det står principielt frit for crowdfundingstjenesteudbydere, om de foretrækker det ene land frem for det andet. Skyldes præferencen derimod retlige forhold, er det regelarbitrage, som strider mod formålet om et ensartet og fælles retsgrundlag.

Dette afsnit har således til formål at undersøge, om CFR reelt har skabt et level playing field for crowdfunding i EU. Undersøgelsen består af fire dele. Den første del i afsnit 6.1 er en analyse af, hvilke konsekvenser regelarbitrage har for crowdfundingsmarkedet og dets aktører. Den anden del i afsnit 6.2 vil herefter vurdere, om CFR reelt sikrer et level playing field for crowdfundingsskaktørerne. Den tredje del i afsnit 6.3 vil, baseret på denne vurdering, indeholde retspolitiske forslag til at begrænse omfanget af regelarbitrage. Endelig vil afsnit 6.4 opsummere omfanget af regelarbitrage i crowdfundingsmarkedet i EU.

6.1 Konsekvenserne ved regelarbitrage

I Kommissionens Grønbog af 2013 var et led i målsætningen om at skabe en bæredygtig, fælles økonomi, at SMV'ernes muligheder for at optage alternative finansieringsformer skulle forbedres.¹¹⁷ I denne forbindelse prioriterede Kommissionen blandt andet at skabe et grænseoverskridende crowdfundingsmarked i EU, der havde potentiale til at kunne være en hensigtsmæssig alternativ finansieringsform.¹¹⁸

Kommissionens prioritering var velbegrundet. Forud for vedtagelsen af CFR var retsgrundlaget for crowdfunding i EU varierende, alt afhængig af den enkelte medlemsstat.¹¹⁹ I Danmark var crowdfunding

¹¹⁵ Jf. afsnit 4.1.

¹¹⁶ Jf. også Karsten Wenzlaff, Ana Odorovic & Sebastian Spaeth, *Into the Unknown – Monitoring how European Digital Finance Platforms adapt to the new European Crowdfunding Service Provider Regime (ECSP-R)*, University of Hamburg – Digital Markets – Working Paper, 2024, s. 3 f.

¹¹⁷ Kommissionens Grønbog af 25. marts 2013, *Langsigtet finansiering af den europæiske økonomi*, SWD (2013) 76 final, s. 17 f.

¹¹⁸ Kommissionens meddelelse af 30. september 2015, *Handlingsplan for etablering af en kapitalmarkedsunion*, SWD (2015) 184 final, s. 5. Se også Kommissionens arbejdsdokument af 5. marts 2016, *Crowdfunding in the EU Capital Market Union*, SWD(2016) 154 final, s. 30.

¹¹⁹ CFR's præambelbetragtning nr. 5; Iustina Boitan, *Crowdlending and Financial Inclusion Evidence from EU Countries*, Economic Alternatives, 2016(4), 2016, s. 425 f. og EBI, *Regulatory Arbitrage in a FinTech World: Devising an Optimal EU Regulatory Response to Crowdlending*, EBI Working Paper Series, 2018(4), s. 13.

beskeden reguleret, hvoraf lånebaseret crowdfunding var reguleret i betalingsloven¹²⁰, mens investeringsbaseret crowdfunding var reguleret i KML.¹²¹ Andre lande som Italien havde detaljeret regulering omkring crowdfunding, mens eksempelvis Holland benyttede MiFID II-direktivet¹²² som retsgrundlag.¹²³ Kort sagt var retsgrundlaget for crowdfunding i EU fragmenteret, hvilket var en af de primære hæmsko for skaleringen af crowdfundingsmarkedet.¹²⁴

Som følge af vedtagelsen af CFR, er det fragmenterede retsgrundlag udskiftet med ét fælles retsgrundlag, som kommer både EU og crowdfundingstjenesteudbydere til gode, hvilket også var Kommissionens opfattelse i deres forslag til CFR:

*»De forskellige rammer, regler og fortolkninger af forretningsmodeller for crowdfundingstjenesteudbydere i EU hæmmer således muligheden for at opskalere crowdfundingaktiviteterne på EU-plan. [...] Dette vil resultere i høje omkostninger, juridisk kompleksitet og uvished blandt crowdfundingstjenesteudbydere og afføde unødigt opsplittning af markedet, manglende stordriftsfordele og usammenhængende tilgange til gennemsigtighed og finansielle risici. Sådanne forskelle udgør en hindring for oprettelsen af et velfungerende marked. [...] Endnu vigtigere er det, at sådanne divergerende fortolkninger og behandlinger af crowdfundingtjenester skaber stor retsusikkerhed for detailinvestorer, som fortsat ikke har incitament til at benytte eller uvis adgang til retslig prøvelse samt manglende gennemsigtighed med hensyn til priser og gebyrer forbundet med investeringer i projekter«.*¹²⁵

Sammenfattende vurderer Kommissionen, at de forskellige rammer dels hindrer skaleringen af crowdfundingsmarkedet, og dels skaber en stor retsusikkerhed for investorerne. Baseret på Kommissionens forslag, synes der at være et interessesammenfald mellem EU og crowdfundingstjenesteudbydere. For EU's vedkommende skabes et gennemsigtigt crowdfundingsmarked, der giver investorbeskyttelse og som understøtter en bæredygtig økonomi i EU. For crowdfundingstjenesteudbydere kan et level playing field for den enkelte crowdfundingstjenesteudbyder betyde minimale complianceomkostninger, større kundesegment og bedre forudsætninger for en højere indtjening, jf. også CFR's præambelbetragtning nr. 6. Interessesammenfaldet stopper imidlertid også her. For EU har man som formål at skabe et konkurrencedygtigt og fair marked, hvori risikoen for regelarbitrage minimeres mest muligt.¹²⁶ Crowdfundingstjenesteudbydere har derimod alene interesse i at drive en så rentabel forretning som muligt

¹²⁰ Lovbekendtgørelse nr. 53 af 18. januar 2023 om betalinger.

¹²¹ Jf. Erhvervsministeriets grund- og nærhedsnotat til Folketingets Europaudvalg af april 2018, ERU Alm. del bilag 156, s. 7 og Elif Härkönen, Thomas Neumann & Cecilie Højvang Christensen, *The Regulation of Crowdfunding in the Nordic Countries*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022, pkt. 48.03, s. 766.

¹²² Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EU) 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU.

¹²³ Jf. Eugenia Macchiavello, *Conclusions about the ECSPR and its harmonization force: A brief summary of the objectives achieved and the remaining 'grey' areas from a comparative law perspective*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022, pkt. 51.04, s. 809 f.

¹²⁴ Panagiotis Staikouras, *The European Union Proposal for a Regulation on Cross-Border Crowdfunding Services: A Solemn or Pie-Crust Promise?*, EBLR, vol. 31(6), 2020, s. 1059 ff. og Eugenia Macchiavello & Antonella Sciarone Alibrandi, *Marketplace Lending as a New Means of Raising Capital in the Internal Market: True Disintermediation or Reintermediation?*, i Emiliós Avgouleas & Heikki Marjosola (red.), *Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance*, ECFR, De Gruyter, vol. 5, 2022, s. 57.

¹²⁵ Kommissionens forslag af 8. marts 2018 til forordning om europæiske crowdfundingstjenesteudbydere for erhvervslivet, COM (2018) 113 final, s. 3 f.

¹²⁶ Jf. også ESMA's Q/A, ESMA35-42-1088, svar 1.4; ESMA's rapport af 10. november 2021, *Draft technical standards under the European crowdfunding service providers for business Regulation*, ESMA-35-42-1183, s. 115 og EBA, *Opinion of the EBA on Lending-based Crowdfunding*, EBA/Op/2015/03 (2015) EBA/Op/2015/03, pkt. 8.

inden for forordningens grænser.¹²⁷ For den enkelte crowdfundingstjenesteudbyder kan det betyde, at man søger retlige smuthuller, som CFR risikerer at indeholde. I så fald er der tale om regelarbitrage, hvilket har flere negative følgevirkninger:

For det første vil regelarbitrage være skadende for innovationshensynet. Såfremt crowdfundingstjenesteudbydere opnår fordele ved at etablere sig i en medlemsstat frem for en anden, får den pågældende crowdfundingstjenesteudbyder en uretmæssig konkurrencefordel. Dette kunne eksempelvis bestå i, at de administrative omkostninger ved opnåelse af tilladelse er markant billigere i Finland frem for Frankrig. Den herved opnåede konkurrencefordel er med til at hæmme lige konkurrencevilkår og dermed også hindre et fælles og ensartet marked for crowdfundingstjenesteudbydere.¹²⁸

For det andet risikerer regelarbitrage at skade investorbeskyttelsen. Formålet med at skabe et level playing field er blandt andet for at sikre, at investorer nyder samme beskyttelsesniveau, uanset hvilken medlemsstat crowdfundingsudbuddet markedsføres i. Håndhævelsen af investorernes rettigheder er uddelegeret til de nationale myndigheder, som i denne henseende har ansvaret for at sikre overholdelsen af CFR, jf. CFR's artikel 15. Såfremt intensiteten af tilsynet eller fortolkningen af CFR er lempeligere i nogle medlemsstater i forhold til andre, opstår der et usammenhængende og divergerende investorbeskyttelsesniveau i EU.¹²⁹ Er eksempelvis den tjekkiske tilsynsmyndighed mindre proaktiv i sin håndhævelse af CFR end den danske tilsynsmyndighed, vil det gå udover investorerne i Tjekkiet. Såfremt investorbeskyttelsen tager skade grundet divergens i beskyttelsesniveauet, opstår en dominoeffekt, hvorefter der potentielt opstår mistillid til crowdfundingsmarkedet som helhed, hvilket ultimativt vil begrænse skaleringen.¹³⁰ Det er derfor afgørende, at håndhævelsen af CFR er ensformig i medlemsstaterne.¹³¹

Slutteligt vil regelarbitrage i sig selv underminere CFR som fælles retsgrundlag. Der vil *de facto* ikke være et level playing field, hvis enkelte aktører kan udnytte smuthuller og manøvre sig udenom dele af CFR.

Regelarbitrage skader således samtlige formål, som CFR søger at iagttage. Det er derfor næppe ønskværdigt for EU, at crowdfundingstjenesteudbyderne kan udpege specifikke jurisdiktioner for at opnå fordele eller for at undgå strengere regimer. Derfor har det være en ambition for EU, at CFR skulle forebygge og afdække risikoen for, at regelarbitrage kunne forekomme på crowdfundingsmarkedet. Spørgsmålet er, om EU har opnået sin ambition. Det følgende afsnit undersøger derfor, om CFR reelt forhindrer regelarbitrage.

6.2 CFR's tiltag mod regelarbitrage

På grund af de negative virkninger som regelarbitrage har på crowdfundingsmarkedet, har det været afgørende for EU at forebygge risikoen for, at crowdfundingstjenesteudbydere skulle kunne omgå forord-

¹²⁷ Arjya Majumdar, *Regulatory Arbitrage in Cross Border Crowdfunding*, i Douglas Cumming & Sofia Johan (red.), *The Oxford Handbook of IPOs*, Oxford University Press, 2018, s. 11 samt Amir Licht, *Cross-Listing and Corporate Governance: Bonding or Avoiding?*, CJIL, 4(1), s. 141.

¹²⁸ Kommissionens forslag af 8. marts 2018 til forordning om europæiske crowdfundingstjenesteudbydere for erhvervslivet, COM (2018) 113 final, s. 4.

¹²⁹ Jf. også Eugenia Macchiavello & Antonella Sciarrone Alibrandi, *Marketplace Lending as a New Means of Raising Capital in the Internal Market: True Disintermediation or Reintermediation*, i Emiliós Avgouleas & Heikki Marjosola (red.), *Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance*, De Gruyter, 2022, s. 57.

¹³⁰ Kommissionens arbejdsdokument af 8. marts 2018, SWD(2018) 56 final, s. 25 f. samt Kommissionens forslag af 8. marts 2018 til forordning om europæiske crowdfundingstjenesteudbydere for erhvervslivet, COM (2018) 113 final, s. 4.

¹³¹ Jf. nærmere herom i afsnit 6.2.2.

ningen.¹³² På samme tid har det handlet om at skabe et effektivt indre marked, hvor crowdfundingtjenesteudbydere kunne udbyde deres crowdfundingplatforme til flere medlemsstater. Dette hensyn er kommet til udtryk i CFR's artikel 18, som indeholder et europæisk pas, der giver crowdfundingtjenesteudbydere retten til at udbyde sin crowdfundingplatform til andre medlemsstater. Når crowdfundingtjenesteudbydere herefter udøver sin ret til at udbyde sin tjenesteydelse, er det afgørende, at de retlige forpligtelser som crowdfundingtjenesteudbydere er underlagt, effektivt kan blive håndhævet. Den pågældende crowdfundingtjenesteudbyder er således pålagt en forpligtelse til at overholde CFR i det land, hvor udbyderen fik sin tilladelse. Som en del af et level playing field må forventningen være, at denne forpligtelse bliver opretholdt og håndhævet ens i de forskellige jurisdiktioner.

I hvilken grad det europæiske pas samt håndhævelsen af CFR forhindrer regelarbitrage vil blive undersøgt i henholdsvis afsnit 6.2.1 og 6.2.2.

6.2.1 Det europæiske pas

I det lovforberedende arbejde vedrørende CFR havde Kommissionen flere overvejelser omkring, hvordan der skulle etableres et fælles og ensartet marked for crowdfunding. En af overvejelserne gik på at indføre vejledende retningslinjer, mens de nationale regimer for crowdfunding fortsat skulle bestå.¹³³ Argumentet for at indføre en sådan ordning var, at der ville opstå en fælles standard for, hvad der i crowdfundingsmarkedet ansås som »best practice«. Dette ville skabe en vis gennemsigtighed, der kom alle aktørerne til gode. Retningslinjerne havde dog den primære ulempe, at de var *vejledende*. Ordningen ville dels indebære, at aktørerne ikke ville være retligt forpligtet til at efterkomme retningslinjerne, og dels at de nationale regimer ville blive bibeholdt med den konsekvens, at crowdfundingsmarkedet fortsat ville have været fragmenteret. Ordningen om vejledende retningslinjer fik da også kritik for dens uforpligtende karakter.¹³⁴ Kritikken tiltrædes. Det ville næppe føre til nogen reel skabelse af et fælles retsgrundlag, hvis EU udstedte retningslinjer for, hvad der ansås som best practice. Ud fra disse betragtninger vil en sådan ordning være overflødig og ikke have nogen reel virkning for skabelsen af et level playing field.

Ordningen om vejledende retningslinjer fik ej heller større opmærksomhed i det efterfølgende lovforberedende arbejde. I stedet prioriterede man på at skabe en forpligtende ramme, som fastlagde et retsgrundlag for crowdfunding i EU. Prioriteringen resulterede i CFR, som skabte et level playing field, hvilket flere interessenter også havde efterspurgt.¹³⁵

En væsentlig bestemmelse i målsætningen om at skabe et level playing field er »pas-regimet«. Brugen af pas-regimet er generelt velkendt i kapitalmarkedsunionen, blandt andet i MiFID II-direktivet, jf. direktivets artikel 6, stk. 3, hvor ordningen har nydt stor ros fra teoretikere grundet passets evne til at skalere finansielle markeder.¹³⁶ I CFR er det europæiske pas reguleret i artikel 18. Ifølge bestemmelsen kan en crowdfundingtjenesteudbyder, der er meddelt tilladelse efter artikel 12 i en medlemsstat, under hen-

¹³² Kommissionens forslag af 8. marts 2018 til forordning om europæiske crowdfundingtjenesteudbydere for erhvervslivet, COM (2018) 113 final, s. 6.

¹³³ Kommissionens konsekvensanalyse af 30. oktober 2017, *Legislative proposal for an EU framework on crowd and peer to peer finance*, Ares (2017)5288649, s. 3

¹³⁴ Se EBI, *Regulatory Arbitrage in a FinTech World: Devising an Optimal EU Regulatory Response to Crowdlending*, EBI Working Paper Series, 2018(4), s. 18.

¹³⁵ European Crowdfunding Network, *Review of Crowdfunding Regulation 2017 – Interpretations of Existing Regulation Concerning Crowdfunding in Europe, North America and Israel*, 2017, s. 19-21 og Association for Financial Markets in Europe, *The Shortage of Risk Capital for Europe's High Growth Businesses*, 2017, pkt. 5, s. 11.

¹³⁶ Dirk Zetzsche & Christina Preiner, *Cross-Border Crowdfunding: Towards a Single Crowdlending and Crowdinvesting Market for Europe*, EBOR, vol. 19, 2018, s. 247; EBI, *Regulatory Arbitrage in a FinTech World: Devising an Optimal EU Regulatory Response to Crowdlending*, EBI Working Paper Series, vol. 2018(4), s. 22 og Kommissionens arbejdsdokument af 3. maj 2016, *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, SWD (2016) 154 final, s. 6.

visning til den meddelte tilladelse udbyde sin crowdfundingstjeneste til de øvrige medlemsstater. Har en dansk crowdfundingstjenesteudbyder eksempelvis fået tilladelse af Finanstilsynet til udbyde crowdfunding i Danmark, kan udbyderen via den danske tilladelse også udbyde sin crowdfundingplatform i andre medlemsstater. Artikel 18 indeholder således et pas-regime, hvor man med en enkelt tilladelse kan drive crowdfundingsvirksomhed i hele EU.¹³⁷

Det er pas-regimet i CFR's artikel 18, som faciliterer et level playing field. Pas-regimet fungerer dermed som en grundlæggende foranstaltning mod risikoen for regelarbitrage. I stedet for at den enkelte crowdfundingstjenesteudbyder skal spekulere i, hvilken jurisdiktion der er mest hensigtsmæssig at drive crowdfundingsvirksomhed i, er det i princippet underordnet. Crowdfundingmarkedet i EU er åbent for alle crowdfundingstjenesteudbydere, som har modtaget tilladelse i henhold til artikel 12, uanset hvilken medlemsstat som tilladelsen er opnået i, jf. artikel 18. Pas-regimet opstiller dermed et gennemsigtigt retsgrundlag for grænseoverskridende crowdfunding, hvilket minimerer risikoen for regelarbitrage.

Pas-regimet i CFR's artikel 18 har imidlertid også været udsat for kritik.¹³⁸ Det er en forudsætning for at benytte sit europæiske pas, at man har fået tilladelse efter CFR's artikel 12 hos den relevante offentlige myndighed. I denne ansøgningsproces skal ansøgeren indsende en række oplysninger, herunder en beskrivelse af crowdfundingstjenesteudbyderens operationelle risici, dens tilsynsmæssige foranstaltninger, driftsplan mv., jf. CFR's artikel 12, stk. 2. Det er ikke nærmere specificeret, hvornår sådanne oplysninger er tilstrækkeligt uddybende. Kritikken angår således ansøgningsprocessens uklarhed omkring hvor uddybende oplysningerne skal være. I andre reguleringer inden for kapitalmarkedsunionen er der via templates og tekniske standarder skabt klarhed og ensformighed omkring hvad der konkret skal indsendes til de offentlige myndigheder.¹³⁹ Man kan derfor stille sig kritisk over for de manglende specifikationer omkring ansøgningsprocessen. I stedet har det været op til den enkelte nationale myndighed at vurdere, hvornår de indsendte oplysninger er tilstrækkelige. Dette skaber en risiko for forskellighed i myndighedernes praksis, hvilket giver anledning til, at crowdfundingstjenesteudbydere udpeger de jurisdiktioner, hvor den offentlige myndighed ser mest lempeligt på ansøgningsprocessen. Hvis den italienske myndighed eksempelvis er notorisk kendt for sin lempelige tilgang til ansøgningerne, indebærer det en risiko for, at crowdfundingstjenesteudbydere søger mod Italien alene med det formål at opnå en tilladelse på et lempeligere bedømmelsesgrundlag. Dette ville være et udtryk for divergens i retsgrundlaget, som crowdfundingstjenesteudbydere udnytter for at opnå en konkurrencefordel.

Kritikken er principielt berettiget, men ikke længere aktuel. For at sikre en ensartet behandling af ansøgningerne udstedte Kommissionen den 13. juli 2022 sin delegerede forordning, som fastsætter tekniske standarder for, hvad der skal indsendes til de nationale myndigheder i ansøgningsprocessen.¹⁴⁰ I forordningens bilag er der udarbejdet en standardformular, som ansøgere skal indsende som en del af deres ansøgning, jf. forordningens artikel 2. Risikoen for regelarbitrage i forhold til ansøgningsprocessen er dermed ikke længere aktuel. Med Kommissionens standardformular er det derfor svært at forestille sig, at der i relation til pas-regimet skulle kunne forekomme regelarbitrage.

EU's vurdering om at indføre et pas-regime i artikel 18 vurderes at være hensigtsmæssig. Pas-regimet er et positivt initiativ, som understøtter formålet om at skabe et level playing field. På samme tid fun-

¹³⁷ Pas-regimet modtog også ros fra andre EU-institutioner, se eksempelvis Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalgs udtalelse om forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om europæiske crowdfundingtjenesteudbydere for erhvervslivet, (2018/C 367/13), pkt. 3.11

¹³⁸ Vittorio Tortorici, *The EU Passporting System for Crowdfunding Service Providers: Towards a New Type of Passport for Digital Financial Services? (Art 18)*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022, pkt. 16.25, s. 262.

¹³⁹ Ibid., fodnote 41.

¹⁴⁰ Kommissionens delegerede forordning (EU) 2022/2112 af 13. juli 2022 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2020/1503 for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder, som præciserer kravene til og bestemmelserne for ansøgningen om tilladelse til at fungere som crowdfundingstjenesteudbyder.

gerer pas-regimet som en effektiv foranstaltning mod regelarbitrage. Efter at der er udarbejdet standardformularer, er det reelt underordnet om der ansøges hos den ene eller anden nationale myndighed.

Det vil i denne henseende være den myndighed, som har godkendt ansøgningen, som også er ansvarlig for at føre tilsyn med den pågældende crowdfundingstjenesteudbyder. Spørgsmålet er i givet fald, om dette forhold kan være udslagsgivende for crowdfundingstjenesteudbyders valg af medlemsstat. Dette vil blive undersøgt i det følgende afsnit.

6.2.2 Tilsyn og retshåndhævelse

For at etableringen af et velfungerende crowdfundingsmarked i EU kan lykkes, er det en forudsætning, at reglerne effektivt kan håndhæves. Kompetencen til at føre tilsyn med crowdfundingstjenesteudbydere tilkommer den myndighed, som har meddelt tilladelsen, jf. CFR's artikel 15. Bestemmelsen indeholder således et princip om »hjemstatskontrol«. ¹⁴¹ Hvis en dansk crowdfundingstjenesteudbyder eksempelvis udbyder sin crowdfundingplatform til investorer i Tyskland, vil det i henhold til CFR's artikel 15, stk. 1 være Finanstilsynet i Danmark, som skal føre tilsyn med den pågældende udbyder.

Den kompetente tilsynsmyndighed skal sikre, at crowdfundingstjenesteudbyderne overholder deres retlige forpligtelser i CFR. Eksempelvis er crowdfundingstjenesteudbyderne forpligtet til at sikre, at oplysninger til investorerne er redelige, tydelige og ikke vildledende, jf. CFR's artikel 19, stk. 1. Bestemmelsen fastsætter en standard for, hvad der skal oplyses til investorerne, hvilket er i overensstemmelse med investorbeskyttelseshensynet. ¹⁴² Imidlertid er der ingen klare retningslinjer for, hvornår en oplysning reelt er redelig, tydelig og ikke vildledende. Det beror derimod på en konkret vurdering. Vurderingen er op til den relevante myndighed, hvis skønsmåling er uddybet i CFR's artikel 15, stk. 2:

»Den relevante kompetente myndighed vurderer crowdfundingstjenesteudbyderes overholdelse af de forpligtelser, der er fastsat i denne forordning. Den bestemmer, hvor hyppig og dybdegående denne vurdering skal være, i lyset af arten, omfanget og kompleksiteten af crowdfundingstjenesteudbyderens aktiviteter (...).« (min fremhævelse).

Det faktum at nationale myndigheder er tillagt en skønsmåling, er tosidet: På den ene side kan en overtrædelse af CFR have fatale konsekvenser for den pågældende crowdfundingstjenesteudbyder, som blandt andet kan få inddraget sin tilladelse i henhold til CFR's artikel 17. Proportionalitetsprincippet er et grundlæggende EU-retligt princip, som også gælder for CFR. Det ville således være skadeligt for innovationshensynet, hvis en bagatelagtig forseelse kunne resultere i en inddragelse af tilladelsen. Ud fra dette hensyn er det derfor hensigtsmæssigt, at de nationale myndigheder er tillagt en skønsmåling, så de kan vurdere den enkelte forseelse på et proportionelt niveau. ¹⁴³ På den anden side medfører skønsmålingen også en risiko for, at der opstår forskellighed i hyppigheden og omfanget af de offentlige myndigheders vurderinger. Hvis den franske tilsynsmyndighed eksempelvis anvender et generelt lempeligere skøn end det tyske, skaber det et fragmenteret retsgrundlag, som visse crowd-

¹⁴¹ Francesca Chiarelli m.fl., *Supervision and reporting obligations of crowdfunding service providers (arts 15-16)*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022, pkt. 14.07, s. 233 og Vittorio Tortorici, *The EU Passporting System for Crowdfunding Service Providers: Towards a New Type of Passport for Digital Financial Services? (Art 18)*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022, pkt. 16.04, s. 254.

¹⁴² Jf. herom afsnit 4.3.

¹⁴³ Jf. også Francesca Chiarelli m.fl., *Supervision and reporting obligations of crowdfunding service providers (arts 15-16)*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022, pkt. 14.09, s. 234.

fundingstjenesteudbydere potentielt kan udnytte.¹⁴⁴ Den delegerede skønsbeføjelse skaber således en risiko for, at der spekuleres i, hvor man kan underlægges det lempeligste tilsyn.

Der er på nuværende tidspunkt indikationer på, at crowdfundingstjenesteudbydere bevidst undgår at underlægges den tyske tilsynsmyndighed.¹⁴⁵ Siden ikrafttrædelsen af CFR, har antallet af etablerede, tyske crowdfundingstjenesteudbydere været faldende.¹⁴⁶ Ved gennemgang af ESMA's register over registrerede crowdfundingstjenesteudbydere anes også en mærkværdig fordeling for Tysklands vedkommende. På nuværende tidspunkt er der således registreret tre tyske crowdfundingstjenesteudbydere, mens der derimod er registreret 10 litauenske og 54 franske.¹⁴⁷

CFR trådte i kraft den 10. november 2021, hvortil der gjaldt en overgangsperiode for crowdfundingstjenesteudbydere til at opnå deres tilladelser senest den 10. november 2023.¹⁴⁸ Tilladelsesregimet er derfor fortsat relativt nyt. Selvom der er indikationer på, at crowdfundingstjenesteudbydere undgår at underlægges tysk tilsyn, er det vurderingen, at der på nuværende tidspunkt ikke kan gives en endelig konklusion på, om det reelt er tilfældet. Med tiden vil flere crowdfundingstjenesteudbydere søge om tilladelse, hvormed der vil være yderligere empiriske data til at svare entydigt på, om de nationale tilsynsmyndigheders skønsbeføjelser giver anledning til regelarbitrage.

Selvom flere empiriske data vil være hensigtsmæssige til at konstatere, om der faktisk forekommer regelarbitrage, er det vurderingen, at uddelegeringen af skønsbeføjelsen til de nationale tilsynsmyndigheder indeholder en risiko for regelarbitrage.¹⁴⁹ Spørgsmålet er i så fald, hvordan EU kan sikre, at risikoen ikke bliver til en realitet. Dette undersøges i nedenstående afsnit.

¹⁴⁴ Eugenia Macchiavello, *The Challenges Awaiting the European Crowdfunding Services Providers Regulation: Ready for Launch?*, NJCL, 2022, s. 102 f.; Eugenia Macchiavello, *Conclusions about the ECSPR and its harmonization force: A brief summary of the objectives achieved and the remaining 'grey' areas from a comparative law perspective*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022, pkt. 51.33-51.34, s. 817 f. og Eugenia Macchiavello, *The Challenges Awaiting the European Crowdfunding Services Providers Regulation: Ready for Launch?*, NJCL, 2022(2), s. 103.

¹⁴⁵ Karsten Wenzlaff, Ana Odorovic & Sebastian Spaeth, *Into the Unknown – Monitoring how European Digital Finance Platforms adapt to the new European Crowdfunding Service Provider Regime (ECSP-R)*, University of Hamburg – Digital Markets – Working Paper, 2024, s. 12; Karsten Wenzlaff m.fl., *On the merits of the key investment information sheet in the ECSPR (Arts 23-24 and annex I)*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022, pkt. 20.078 ff., s. 334 og Karsten Wenzlaff & Ana Odorovic, *The crowdfunding regulation in Germany – on the path to self-isolation?*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022, pkt. 43.65, s. 688.

¹⁴⁶ Karsten Wenzlaff, Ana Odorovic & Sebastian Spaeth, *Into the Unknown – Monitoring how European Digital Finance Platforms adapt to the new European Crowdfunding Service Provider Regime (ECSP-R)*, University of Hamburg – Digital Markets – Working Paper, 2024, s. 12.

¹⁴⁷ ESMA's register over crowdfundingstjenesteudbydere i EU per 10. april 2024, link: https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_upreg (sidst besøgt den 10. april 2024).

¹⁴⁸ Jf. Kommissionens delegerede forordning (EU) 2022/1988 af 12. juli 2022 om forlængelse af overgangsperioden for at muliggøre fortsat levering af crowdfundingtjenester i overensstemmelse med national ret, jf. artikel 48, stk. 1, i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2020/1503, artikel 1.

¹⁴⁹ I overensstemmelse med denne vurdering, se Eugenia Macchiavello, *The Challenges Awaiting the European Crowdfunding Services Providers Regulation: Ready for Launch?*, NJCL, 2022(2), s. 103; Eugenia Macchiavello, *Conclusions about the ECSPR and its harmonization force: A brief summary of the objectives achieved and the remaining 'grey' areas from a comparative law perspective*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022, pkt. 51.30, s. 816 samt Francesca Chiarelli m.fl., *Supervision and reporting obligations of crowdfunding service providers (arts 15-16)*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022, pkt. 14.09, s. 234.

6.3 Hvordan sikrer CFR reelt et level playing field?

I det forrige afsnit er det analyseret, i hvilket omfang regelarbitrage kan forekomme ved pas-regimet samt de nationale myndigheders skønsbeføjelser. Heraf kan konstateres, at pas-regimets tidligere problematik er blevet løst gennem Kommissionens delegerede forordning om standardformularer. Derimod indeholder skønsbeføjelsen til de nationale myndigheder en risiko for, at crowdfundingstjenesteudbydere spekulerer i crowdfundingsmarkedet med henblik på at opnå lempeligere tilsynsforhold. Med afsæt i den retspolitiske metode vil dette afsnit derfor undersøge, hvilke regulative tiltag, der kan implementeres for at hindre regelarbitrage.

I øjeblikket er det de enkelte medlemsstaters myndigheder, som har tilsynskompetencen. En alternativ tilgang kunne være at centralisere tilsynet i EU ved at overlade tilsynskompetencen til ESMA. Normalvis er ESMA kendetegnet for sin ekspertise omkring kapitalmarkedsunionen, hvilket er kommet til udtryk ved dens udarbejdelse af adskillige tekniske standarder, uddybende rapporter, Q/A's mv.¹⁵⁰ Baseret på disse dokumenter kan medlemsstaternes relevante myndigheder indrette sig herefter og udøve sine tildelte kompetencer. Man kan dog overveje, om rollefordelingen bør ændres, hvormed ESMA også får beføjelsen til at føre tilsyn i EU.

Centraliseringen af tilsynskompetencen i kapitalmarkedsunionen har længe været et tema for EU.¹⁵¹ I visse dele af kapitalmarkedsunionen har ESMA fået kompetencen til at kontrollere, at den pågældende retsakt bliver overholdt. Således har ESMA eksempelvis tilsynskompetencen vedrørende kreditvurderingsbureauer og depositarer af data fra derivativer.¹⁵² For CFR's vedkommende var det også Kommissionens oprindelige forslag, at beføjelsen til at føre tilsyn alene skulle tilkomme ESMA.¹⁵³ Forslaget mødte dog kritik fra medlemsstaterne og øvrige EU-institutioner.¹⁵⁴ Kritikken bestod, i at man vurderede, at de nationale tilsynsmyndigheder var bedst egnet til at håndhæve CFR.

Trods uenigheder i det lovforberedende arbejde blev resultatet som nævnt, at tilsynskompetencen blev uddelegeret til de nationale myndigheder. Uddelegeringen har da også den fordel, at den er mest praktisk. I stedet for at ESMA, som er beliggende i Paris, skal føre tilsyn med samtlige medlemsstater, er det mere effektivt og praktisk, at det er den enkelte nationale myndighed, som fører tilsynet. Hertil er der også inkorporeret et koordineret samarbejde mellem ESMA og de nationale myndigheder i form af årlige rapporteringskrav mv., jf. eksempelvis CFR's artikel 43 om indberetning af sanktioner og administrative foranstaltninger. Selvom tilsynskompetencen er uddelegeret til 27 forskellige tilsynsmyndigheder, er der således foranstaltninger, som sikrer et koordineret samarbejde.

¹⁵⁰ Der kan læses om ESMA på deres officielle hjemmeside: <https://www.esma.europa.eu/about-esma> (sidst besøgt den 10. maj 2024).

¹⁵¹ Niamh Moloney, *The age of ESMA*, Hart Publishing, 2018, s. 242 ff. og Francesca Chiarelli m.fl., *Supervision and reporting obligations of crowdfunding service providers (arts 15-16)*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022, pkt. 14.02, s. 231.

¹⁵² Niamh Moloney, *The age of ESMA*, Hart Publishing, 2018, s. 245 f. samt Danny Busch, *The future of EU financial law*, CMLJ, vol. 17(1), 2022, s. 58.

¹⁵³ Kommissionens forslag af 8. marts 2018 til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om europæiske crowdfundingtjenesteudbydere for erhvervslivet, COM(2018) 113 final, præambelbetragtning nr. 40-43. Se også Francesca Chiarelli m.fl., *Supervision and reporting obligations of crowdfunding service providers (arts 15-16)*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022, pkt. 14.05, s. 232.

¹⁵⁴ Det Økonomiske og Sociale Udvalgs notat af 3. august 2018 om forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om europæiske crowdfundingtjenesteudbydere for erhvervslivet, 2018/0047(COD), pkt. 1.5.3 og Parlamentets rapport af 9. november 2018 om forslaget til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om europæiske crowdfundingtjenesteudbydere for erhvervslivet, COM(2018) 113 final, A8-0364/2018.

Der er imidlertid flere forhold, som taler for etableringen af et centraliseret tilsyn. *For det første* vil en centralisering af tilsynskompetencen fjerne risikoen for regelarbitrage. Hvis skønsebeføjelsen alene tilkom ESMA, ville alle crowdfundingstjenesteudbydere blive underlagt samme praksis og vurderingsnorm. *For det andet* ville centraliseringen være i overensstemmelse med den handlingsplan, som Kommissionen har anlagt mod en mere effektiv kapitalmarkedsunion.¹⁵⁵ *For det tredje* ville centraliseringen være med til at sikre investorbeskyttelsen. I stedet for at risikere at visse tilsynsmyndigheder har et lempeligere tilsyn end andre, vil alle investorer i EU være sikre på, at samtlige crowdfundingstjenesteudbydere er underlagt samme grad af tilsyn. *Endeligt* vil ESMA have beføjelsen til at foretage vurderinger efter CFR's artikel 15, stk. 2. Der vil således fortsat være en skønsmargin, der sikrer, at mindre forseelser ikke sanktioneres uforholdsmæssigt. Det faktum at tilsynskompetencen bliver centraliseret, vil derfor hverken påvirke proportionalitetsprincippet eller innovationshensynet.

Det anerkendes, at der er fordele ved uddelingen af tilsynskompetencen til de nationale myndigheder. Ikke desto mindre vurderes, at en centralisering af tilsynskompetencen til ESMA vil være at foretrække, idet centraliseringen ville afværge enhver risiko for regelarbitrage i forhold til valget af medlemsstat baseret på graden af tilsyn.

6.4 Opsummering om regelarbitrage i crowdfundingsmarkedet

Indførelsen af CFR har skabt et fælles retsgrundlag, som generelt er hilst velkommen af aktørerne på crowdfundingsmarkedet.¹⁵⁶ Regelarbitrage er ødelæggende for et level playing field, hvortil innovations- og investorbeskyttelseshensynet også lider af, at crowdfundingstjenesteudbydere spekulerer i smut-huller i CFR. Det er derfor i EU's interesse, at der skabes et grænseoverskridende crowdfundingsmarked, hvor regelarbitrage ikke kan forekomme.

I det omfang reguleringer indeholder skønsvurderinger og uddelegeringer, vil regelarbitrage altid kunne forekomme.¹⁵⁷ Formålet med afsnit 6 har i denne henseende været at undersøge, i hvilket omfang CFR reelt formår at begrænse regelarbitrage til et acceptabelt niveau.

Analysen har centreret sig om to regulative tiltag: Pas-regimet og tilsynskompetencen.

For så vidt angår pas-regimet har Kommissionen udstedt en standardformular, hvilket har gjort processen for indsendelse af oplysninger identisk uanset i hvilken medlemsstat tilladelsen søges hos. Med indførelsen af pas-regimet har EU skabt et harmoniseret og grænseoverskridende crowdfundingsmarked, mens man samtidig har elimineret risikoen for regelarbitrage.

I relation til tilsynet med crowdfundingstjenesteudbydere er tilsynskompetencen efter et politisk pres blevet uddelegeret til de nationale myndigheder. Selvom der er fordele ved uddelegeringen, skaber skønsebeføjelsen en reel risiko for, at crowdfundingstjenesteudbydere vil spekulere i, hvor de søger om tilladelse til at drive crowdfundingsvirksomhed. Trods indikationer fra det tyske crowdfundingsmarked kan det grundet manglende empiriske data ikke endegyldigt konkluderes, om regelarbitrage i denne

¹⁵⁵ Kommissionens meddelelse af 24. september 2020, *En kapitalmarkedsunion for mennesker og virksomheder – ny handlingsplan*, COM (2020) 590 final, foranstaltning nr. 16.

¹⁵⁶ Eugenia Macchiavello, *Conclusions about the ECSPR and its harmonization force: A brief summary of the objectives achieved and the remaining 'grey' areas from a comparative law perspective*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022, pkt. 51.03, s. 809.

¹⁵⁷ EBI, *Regulatory Arbitrage in a FinTech World: Devising an Optimal EU Regulatory Response to Crowdfunding*, EBI Working Paper Series, 2018(4), s. 35.

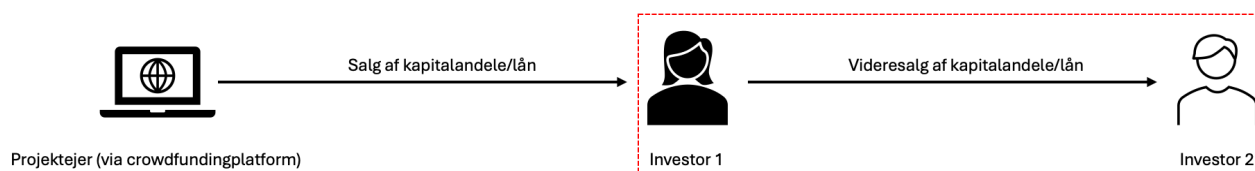
henseende reelt er indtruffet.¹⁵⁸ For at afværgе risikoen for regularbitrage angående tilsynet tiltrædes Kommissionens holdning om at centralisere tilsynskompetencen til én myndighed, som eksempelvis ESMA. Om en sådan radikal ændring i retsgrundlaget bliver en realitet, må tiden vise.

¹⁵⁸ Jf. også Karsten Wenzlaff, Ana Odorovic & Sebastian Spaeth, *Into the Unknown – Monitoring how European Digital Finance Platforms adapt to the new European Crowdfunding Service Provider Regime (ECSP-R)*, University of Hamburg – Digital Markets – Working Paper, 2024, s. 12.

7 Det sekundære marked for crowdfunding

Som nævnt i afsnit 4.3 er beskyttelsen af investorerne et tungtvejende hensyn i CFR. I forordningen bliver hensynet varetaget via oplysnings- og sikkerhedsforanstaltninger, som crowdfundingstjenesteudbydere er underlagt.¹⁵⁹ Spørgsmålet er imidlertid, i hvilket omfang CFR yder beskyttelse til investorerne, efter de har erhvervet deres investering via et crowdfundingsudbud. Afsnittets formål er således at undersøge beskyttelsesniveauet for investorerne på det sekundære marked for crowdfunding.

Først er det nødvendigt at redegøre for, hvad der forstås ved »det sekundære marked«. I denne kontekst refereres der til de tilfælde, hvor en investor ønsker at omsætte sin investering efter vedkommende har erhvervet den via et crowdfundingsudbud. Der henvises dermed til det bilaterale aftaleforhold mellem den sælgende og køvende investor:



Figur 3: Illustration af det sekundære marked for investeringsbaseret crowdfunding (egen konstruktion)

Problemstillingen centrerer sig således omkring forholdet mellem investorerne i den stiplede firkant. I dette afsnit bliver begrebet »investering« brugt som samlebetegnelse for kapitalandele og lån.

I afsnit 7.1 undersøges dels hvilken betydning det sekundære marked har for crowdfundingsmarkedet, og dels i hvilket omfang det sekundære marked er reguleret i CFR. Med afsæt i denne regulering undersøges der i afsnit 7.2, hvilke potentielle risici investorerne udsættes for ved at involvere sig på det sekundære marked. Herefter vil afsnit 7.3 anvende den retspolitiske metode til at overveje, hvordan retstilstanden for investorerne bør være. Endelig vil afsnit 7.4 konkludere på investorernes retssikkerhed på det sekundære marked for crowdfunding.

7.1 Retten til fri omsættelighed

Sekundære markeder for investeringer erhvervet via crowdfundingplatforme forekom allerede før vedtagelsen af CFR.¹⁶⁰ Efter CFR's ikrafttrædelse er det sekundære marked fortsat aktuelt. Dette skyldtes, at det sekundære marked sikrer, at crowdfundingsmarkedet er likvidt.

Ingen investering er risikofri. Der vil altid være risici forbundet med en investering. Dette gælder også for investeringer erhvervet ved et crowdfundingsudbud. Risikograden bliver ikke lavere af, at det primært er nyetablerede selskaber, der udbyder sig på crowdfundingplatforme. Eksempelvis er risikoen for økonomisk tab på ens investering formentlig højere ved den nye tech-virksomhed, som blev oprettet af

¹⁵⁹ Jf. også Kommissionens forslag af 8. marts 2018 til forordning om europæiske crowdfundingtjenesteudbydere for erhvervslivet, COM (2018) 113 final, s. 3.

¹⁶⁰ Kommissionens arbejdsdokument af 3. maj 2016, *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, SWD (2016) 154 final, s. 16 og Eugenia Macchiavello & Antonella Sciarrone Alibrandi, *Marketplace Lending as a New Means of Raising Capital in the Internal Market: True Disintermediation or Reintermediation*, i Emilios Avgouleas & Heikki Marjosola (red.), *Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance*, De Gruyter, 2022, s. 50.

en gruppe universitetsstuderende for et år siden i modsætning til større, velrenommerede selskaber, som eksempelvis Novo Nordisk eller LEGO.¹⁶¹

I 2021 identificerede ESMA investorernes primære risici ved at deltage i et crowdfundingudbud. Heri var blandt andet (i) risikoen for projektejerens insolvens, (ii) risikoen for at modtage et lavere afkast end forventet, og (iii) risikoen for at investorerne ikke kunne omsætte deres investeringer.¹⁶² Der er således flere risici for økonomisk tab forbundet med investeringer i et crowdfundingudbud.

At crowdfundingmarkedet er risikofyldt, er ikke nødvendigvis ensbetydende med, at det er u hensigtsmæssigt for investorerne. Det afhænger af den pågældende investors risikovillighed. På denne måde skaber det sekundære marked værdi: Selvom et selskab eksempelvis har generet underskud i de seneste år, kan en investor være villig til at investere mens en anden investor, der er mindre risikovillig, ønsker at frasælge sin investering. Afgørende er, at det er muligt for den mindre risikovillige investor at omsætte sin investering.

Det er omsætteligheden, der gør crowdfundingmarkedet likvidt.¹⁶³ I stedet for at sælge på én investering som ikke kunne videresælges, kan investorerne via det sekundære marked sælge deres investeringer til tredjemand. Omsætteligheden sikrer således, at man som investor kan begrænse sit tab.¹⁶⁴ På den måde skabes et mere likvidt marked for crowdfunding, som også sikrer investorbeskyttelsen.

Den likviditet, som omsætteligheden indebærer, er også anført i CFR. I præambelbetragtning nr. 13 fastslås kortfattet, at »... omsættelighed er en vigtig foranstaltning for investorerne, så de kan udtræde af deres investering, da det giver dem mulighed for at afhænde deres investering på kapitalmarkederne...«. For at understøtte investorernes muligheder for at kunne omsætte deres investeringer, er det i CFR's artikel 25 bestemt, at crowdfundingstjenesteudbydere kan drive en opslagstavle, hvor investorer får mulighed for at annoncere deres interesse i at købe og sælge lån eller værdipapirer. Udover præambelbetragtning nr. 13 og artikel 25, indeholder CFR ikke yderligere omkring det sekundære marked.

Det forhold, at investorer kan omsætte sine investeringer, skaber likviditet. Omsættelighed er således et væsentligt moment for at sikre et investorbeskyttende crowdfundingmarked. Trods vigtigheden i et likvidt crowdfundingmarked, er det sekundære marked alene omtalt CFR's præambelbetragtning nr. 13 og reguleret i artikel 25.

7.2 Investorbeskyttelsen på det sekundære marked

Som anført ovenfor er det sekundære marked et væsentligt moment ved crowdfunding, som skal sikre investorbeskyttelsen. Det sekundære marked er imidlertid kun reguleret i CFR's artikel 25. Den beskeden regulering af det sekundære marked giver anledning til en række risikopunkter. Nedenfor bliver tre risici på det sekundære marked analyseret.

¹⁶¹ Jf. også Piotr Pazowski & Witold Czudec, *Economic Prospects and Conditions of Crowdfunding*, Make Learn, 2014, s. 1085.

¹⁶² ESMA's konsultationsdokument af 26. februar 2021, *Draft technical standards under the ECSP Regulation*, ESMA/35-36-2201, s. 138.

¹⁶³ Eugenia Macchiavello & Antonella Sciarra Alibrandi, *Marketplace Lending as a New Means of Raising Capital in the Internal Market: True Disintermediation or Reintermediation*, i Emiliós Avgouleas & Heikki Marjosola (red.), *Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance*, De Gruyter, 2022, s. 50f.; ESMA's rapport af 10. november 2021, *Draft technical standards under the European crowdfunding service providers for business Regulation*, ESMA35-42-1183, s. 139 og Kommissionens rapport af januar 2017, *Assessing the potential for crowdfunding and other forms of alternative finance to support research and innovation*, 2017, s. 75.

¹⁶⁴ Jf. også Kommissionens arbejdsdokument af 8. marts 2018 til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om europæiske crowdfundingtjenesteudbydere for erhvervslivet SWD (2018) 56 final, s. 10.

7.2.1 Asymmetrisk information

Der er principielt intet behov for at beskytte investorer mod at foretage investeringer. Det er tværtimod en målsætning for kapitalmarkedsunionen, at investorerne engagerer sig mere på kapitalmarkederne, herunder crowdfundingsmarkedet.¹⁶⁵ Investorernes involvering skal imidlertid ske under ordnede forhold. Dette indbefatter, at investeringerne sker på et tilstrækkeligt oplyst grundlag. Der er med andre ord intet til hinder for, at den enkelte investor foretager en højrisikabel investering. Afgørende er blot, at investoren forsynes med informationer i et sådant omfang, at vedkommende er bevidst om den risiko, der påtages.

Baseret på ovenstående betragtninger er et informativt crowdfundingsmarked ønskværdigt ud fra et investorbeskyttelsessynspunkt. Dette bliver også understreget af Parlamentet, der fremhæver, at et gennemsigtigt crowdfundingsmarked også er fordelagtigt for SMV'erne:

»[Parlamentet] fremhæver, at mangelfulde kapitalmarkeder har ført til en forkert prisfastsættelse af risiko og til manglende forbindelse mellem det afkast, der tilstræbes, og de reelle risici, der løbes, hvilket har ført til, at kapitalmarkederne er negativt forudindtaget over for enheder såsom SMV'er; mener, at et af målene med kapitalmarkedsunionen bør være at forbedre markedernes effektivitet og sikre et retfærdigt, passende og økonomisk fornuftigt forhold mellem risiko og afkast på EU's kapitalmarkeder...

[Parlamentet] mener, at kapitalmarkedsunionen bør skabe et passende reguleringsklima, der forbedrer den grænseoverskridende adgang til information om de virksomheder, der søger efter kredit (...) for at fremme væksten af finansieringsmodeller, som ikke er bankbaserede, herunder crowdfunding...«¹⁶⁶

Efter Parlamentets opfattelse har SMV'erne lidt af investorernes mistillid til kapitalmarkedernes gennemsigthed. Et informativt og transparent marked er derfor ikke kun ønskværdigt ud fra en betragtning om, at investorerne skal beskyttes mod investeringer på et uoplyst grundlag. Det er også nødvendigt for at skabe investortillid, hvilket ultimativt kommer SMV'erne til gode. Uden tillid er der principielt intet grundlag for finansiering. Gennemsigthed varetager således også innovationshensynet.¹⁶⁷

Det er således grundlæggende for et velfungerende kapitalmarked, at man som investor kan gennemskue, hvad det er, som man investerer i. I relation til crowdfundingsmarkedet har retslitteraturen pointeret, at asymmetrisk information udgør en fundamental risiko for gennemskueligheden af markedet.¹⁶⁸ Ved »asymmetrisk information« forstår de tilfælde, hvor den ene part er i besiddelse af væsentlig mere information end den anden.¹⁶⁹ Eksempelvis vil det være begrænset, hvor meget den almene investor fra Danmark er bekendt med det spanske biotech-selskabs nøgletal.

Asymmetrisk information i crowdfunding har navnlig to problematikker: *For det første* vanskeliggør det investorens muligheder for at gennemskue risiciene ved investeringen. Hvordan er selskabets patentrettigheder? Hvad er selskabets omsætning? Hvor meget gæld er der i selskabet? Dette er væsentlige

¹⁶⁵ Kommissionens meddelelse af 24. september 2020, *En kapitalmarkedsunion for mennesker og virksomheder – ny handlingsplan*, COM (2020) 590 final, s. 5 og Kommissionens meddelelse af 25. november 2021, *Kapitalmarkedsunionen – Gennemførelse et år efter handlingsplanen*, COM (2021) 720 final, 3.

¹⁶⁶ Europa-Parlamentets beslutning af 9. juli 2015 om etablering af en kapitalmarkedsunion (2015/2634(RSP)), pkt. 11 og 47.

¹⁶⁷ Jf. herom i afsnit 4.2.

¹⁶⁸ Tania Ziegler & Rotem Schneur, *Lending Crowdfunding: Principles and Market Development*, i Rotem Shneur, Liang Zhao & Bjørn-Tore Flåten (red.), *Advances in Crowdfunding: Research and Practice*, Palgrave Macmillan, 2020, s. 77 og Ignatius Ekanem & Steve Ideh, *Crowdfunding and Entrepreneurship*, Routledge, 2023, s. 102.

¹⁶⁹ Fathali Firoozi, Abol Jalilvand & Donald Lien, *Information Asymmetry and Adverse Wealth Effects of Crowdfunding*, *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 18(1), 2016 og Ignatius Ekanem & Steve Ideh, *Crowdfunding and Entrepreneurship*, Routledge, 2023, s. 103.

forhold, som har betydning for, om investeringen afgiver et økonomisk afkast eller ej.¹⁷⁰ For det andet gør asymmetrisk information det besværligt for investoren at efterprøve rigtigheden af værdiansættelsen. For projektejereren er der en interesse i en så billig finansiering som mulig.¹⁷¹ Dette gør projektejereren mere tilbøjelig til en (for) høj værdiansættelse. For investorens synspunkt kan det være svært at gennemskue rigtigheden af, om et værdipapir er 100 EUR eller 1.000 EUR værd.¹⁷² Det er ikke realistisk at forvente, at den almene investor skal udføre en gennemgående økonomisk og juridiske due diligence af selskabet for at sikre en korrekt værdiansættelse.

Den manglende transparens skabte et behov for regulering. Ved udarbejdelsen af CFR var det derfor en topprioritet for Kommissionen, at investorerne skulle forsynes med de fornødne oplysninger om de underliggende risici ved crowdfunding.¹⁷³ Prioriteringen var berettiget: Dels er manglende information til investorerne efter ESMA's vurdering en af de primære risici ved crowdfunding¹⁷⁴ og dels har investorerne selv angivet, at de reelt ikke forstår, hvad de investerer i.¹⁷⁵

Behovet for at sikre investorerne gennemsigtighed og transparens er reguleret flere steder i CFR, jf. eksempelvis artikel 19 (om oplysningskrav til markedsføring) og artikel 23 (om dokumentet med central investorinformation). Problemstillingen er, at oplysningsforanstaltningerne kun omfatter de tilfælde, hvor investoren erhverver sin investering på *det primære marked* via crowdfundingplatformen. Her skal det erindres, at dette afsnit har fokus på det sekundære marked – det vil sige i de tilfælde, hvor investoren videresælger sin investering til tredjemand.¹⁷⁶

I forhold til det sekundære marked er oplysningsforanstaltningerne alene reguleret i CFR's artikel 25. Bestemmelsen giver crowdfundingstjenesteudbydere mulighed for at drive en opslagstavle, hvor investorer har mulighed for at annoncere deres interesse i at købe og sælge lån eller værdipapirer. Af bestemmelsens stk. 3 fremgår, at crowdfundingstjenesteudbyderen blandt andet skal oplyse om (i) opslagstavlens funktion, (ii) om det centrale investorinformationsdokument, og (iii) overholdelsen af låneforpligtelserne. Henset til vigtigheden i at sikre et transparent marked, er spørgsmålet i denne henseende, om CFR's artikel 25 yder en tilstrækkelig beskyttelse af investorerne på det sekundære marked.

På den ene side er det lovpligtigt for crowdfundingstjenesteudbyderen at give den købende investor det centrale investorinformationsdokument samt oplysninger om låneforpligtelserne. Den købende inves-

¹⁷⁰ Jf. også Signe Andersen Vest, *Crowdfunding som alternativ finansieringsform* i Hanne Søndergaard Birkmose, Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen, *Selskaber*, 1. udg., Djøf Forlag, 2019, s. 400; Anna Lukkarinen, *Equity Crowdfunding: Principles and Investor Behavior*, i Rotem Shneor, Liang Zhao & Bjørn-Tore Flåten (red.), *Advances in Crowdfunding: Research and Practice*, Palgrave Macmillan, 2020, s. 99 samt Wanxiang Cai, Friedemann Polzin & Erik Stam, *Legal Institutions, Social Capital, and Financial Crowdfunding: A Multilevel Perspective*, i Rotem Shneor, Liang Zhao & Bjørn-Tore Flåten (red.), *Advances in Crowdfunding: Research and Practice*, Palgrave Macmillan, 2020, s. 189

¹⁷¹ Jf. afsnit 1.1.

¹⁷² Jf. også Kristof De Buysere m.fl., *A Framework for European Crowdfunding*, 2012, s. 15 og John Armour & Luca Enriques, *The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts*, MLR, vol. 81(1), 2018, s. 12.

¹⁷³ Jf. Kommissionens forslag af 8. marts 2018 til forordning om europæiske crowdfundingtjenesteudbydere for erhvervslivet, COM (2018) 113 final, s. 3. Se endvidere afsnit 4.3, som uddyber dette.

¹⁷⁴ ESMA's konsultationsdokument af 26. februar 2021, *Draft technical standards under the ECSP Regulation*, ESMA/35-36-2201, s. 138.

¹⁷⁵ Kommissionens rapport af januar 2017, *Assessing the potential for crowdfunding and other forms of alternative finance to support research and innovation*, 2017, s. 75.

¹⁷⁶ Der henvises til Figur 3, der er angivet i indledningen af dette afsnit.

tor har således et retskrav på at blive forsynet med oplysninger omkring sin investering.¹⁷⁷ Dette taler for, at CFR's artikel 25 sikrer et gennemsigtigt og informativt sekundært marked.

På den anden side er der en række kritisable forhold ved den nuværende retsstilling. For det første kræves der ingen tilladelse til at drive en opslagstavle. En udefrakommende tredjemand kan principielt drive opslagstavlen.¹⁷⁸ Her er det væsentligt at være opmærksom på, at CFR's organisatoriske og operationelle krav kun finder anvendelse på selskaber, der driver crowdfundingplatforme – ikke opslagstavler. Af denne grund er risikoen for svig, tekniske svigt, interessekonflikter mv. højere i de tilfælde, hvor opslagstavlen drives af tredjemand, idet vedkommende ikke er underlagt samme sikkerhedsforanstaltninger.¹⁷⁹ For det andet er oplysningsgrundlaget i CFR's artikel 25 ikke nødvendigvis retvisende. Bestemmelsen tager ikke højde for, at der er tale om et videresalg, som principielt kan forekomme flere år efter, at investeringen blev erhvervet på det primære marked. Selskabers økonomiske forhold kan ændre sig i løbet af en række år. Det centrale investorinformationsdokument kan have været retvisende på erhvervelsestidspunktet på crowdfundingplatformen, men er det ikke nødvendigvis fem år senere. Der er dermed en risiko for, at de fremlagte oplysninger ikke længere er aktuelle.¹⁸⁰ For det tredje er det svært – hvis ikke praktisk umuligt – for den køvende investor at gennemskue den korrekte værdiansættelse. Den oprindelige værdiansættelse blev fastsat af den projektejer som ønskede en billig finansiering. I modsætning til børsmarkedet, hvor et selskabs aktier værdiansættes efter udbud og efterspørgsel, er værdiansættelsen på det sekundære marked for crowdfunding fastsat ensidigt af projektejeren. Den køvende investor må dermed lægge sin lid til, at den værdiansættelse – der oprindeligt blev sat af projektejeren – fortsat er retvisende. Retslitteraturen har da også betegnet dette forhold som værende et usikkert moment for den køvende investor.¹⁸¹ For det fjerde er det udelukkende crowdfundingstjenesteudbyderens (eller tredjemandens) ansvar at facilitere opslagstavlen.¹⁸² Hvorvidt facilitatoren er forpligtet til at efterse, om de fremlagte oplysninger er aktuelle eller korrekte, er ikke klargjort.¹⁸³ Meget rammende beskriver *Haakvort* derfor crowdfundingstjenesteudbyderens rolle ved opslagstavlen som ikkeeksisterende.¹⁸⁴

Baseret på ovenstående betragtninger, vurderes det, at det sekundære marked indeholder en reel risiko for asymmetrisk information. Det sekundære marked er med andre ord uigennemskueligt for den køvende investor.

I henhold til CFR's artikel 45, stk. 2, litra m, skulle Kommissionen (meget passende) have udarbejdet en rapport om anvendelsen og indvirkningen af opslagstavlen. Selvom fristen var den 10. november 2023, er rapporten ikke offentliggjort endnu.¹⁸⁵ Retstillingen på det sekundære marked for så vidt angår asymmetrisk information må derfor i øjeblikket anses for værende risikabel for den køvende investor. Selvom det har været en topprioritet for EU at forebygge asymmetrisk information på kapitalmarkederne, er det vurderingen, at dette ikke er lykkedes for så vidt angår det sekundære marked for crowdfunding.

¹⁷⁷ Jf. også Matteo Gargantini, *Secondary Markets for Crowdfunding: Bulletin Boards (Art 25)*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022, pkt. 21.26, s. 360.

¹⁷⁸ Ibid., pkt. 21.07, s. 353.

¹⁷⁹ Ibid.

¹⁸⁰ Ibid., pkt. 21.30, s. 361.

¹⁸¹ John Armour & Luca Enriques, *The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts*, MLR, vol. 81(1), 2018, s. 12 og 14.

¹⁸² Denne problemstilling er mere detaljeret behandlet i afsnit 7.2.2.

¹⁸³ Anne Hakvoort, *Secondary Trading of Crowdfunding Investments*, i Pietro Ortolani & Marije Louisse, *The EU Crowdfunding Regulation*, Oxford University Press, 2022, pkt. 13.32, s. 277.

¹⁸⁴ Ibid., pkt. 13.22, s. 274.

¹⁸⁵ Sidst ajourført per 8. maj 2024.

7.2.2 Opslagstavlernes funktion og forvaltning

Det forrige afsnit analyserede det sekundære markedes evne til at sikre gennemsigtighed og transparens for den købende investor. I dette afsnit undersøges, om den platform hvor informationerne udveksles, reelt giver den investorbeskyttelse, som EU prioriterede ved udarbejdelsen af CFR.¹⁸⁶

Opslagstavlens eneste funktion er at facilitere interaktionen mellem køber og sælger. Dette er en væsentlig forskel fra det primære marked. Der henvises her til Figur 1, hvor crowdfundingstjenesteudbyderen fungerer som mellemlæddet mellem projektejer og investoren. På *det primære marked* tilbyder crowdfundingstjenesteudbyderen en tjenesteydelse, som består i at matche projektere med investorer, jf. CFR's artikel 2, stk. 1, litra a. Ved opslagstavlen på *det sekundære marked* er denne tjeneste ikke mulig. Ethvert mellemlid er med andre ord fjernet, hvilket mindsker transaktionsomkostningerne for både den sælgende og købende investor.¹⁸⁷ Helt grundlæggende vurderes implementeringen af opslagstavlen på det sekundære marked som udgangspunkt positivt. Dog er opslagstavlen ikke fejlfri.

Opslagstavlen kan forvaltes af crowdfundingstjenesteudbyderen eller af en tredjemand. Det er med andre ord ikke et krav, at man har en tilladelse til at forvalte opslagstavlen. Dette skyldes, at forvaltning af opslagstavlen ikke omfattes af legaldefinitionen »crowdfundingstjeneste« i CFR's artikel 2, stk. 1, litra a.¹⁸⁸ Denne retsstilling muliggør to scenarier; (i) opslagstavlen drives af tredjemand, eller (ii) opslagstavlen drives af crowdfundingstjenesteudbydere.

Det første scenarie indebærer, at tredjemand driver opslagstavlen. Forudsat tredjemanden driver opslagstavlen i overensstemmelse med CFR's artikel 25, er der intet til hinder for dette scenarie. Dette betyder, at tredjemanden ved sin drift af opslagstavlen ikke er forpligtet til at sikre de overholde de øvrige beskyttelsesregler i CFR. Eksempelvis er tredjemanden ved sin drift af opslagstavlen ikke forpligtet til at have passende politikker og procedurer for driften i henhold til CFR's artikel 4. Konsekvensen af dette er, at tredjemanden ikke vil være underlagt de organisatoriske og operationelle foranstaltninger, som alene er gældende for crowdfundingstjenesteudbydere, der har tilladelse efter CFR's artikel 12. Som nævnt er en af investorernes primære bekymringer risikoen for systematiske nedbrud.¹⁸⁹ Idet tredjemanden ikke er underlagt de samme operationelle krav ved driften af opslagstavlen, er investorerne, der handler på det sekundære marked, eksponeret over for systematiske og operationelle risici, som ellers er varetaget på det primære marked. Det har været en prioritet for EU at skabe et crowdfundingmarked, hvor investorerne kan involvere sig under trygge og ordnede forhold. Af denne grund synes det kritisabelt, at CFR ikke har videreført sikkerhedsforanstaltningerne til det sekundære marked i det scenarie, hvor det er tredjemand, der driver opslagstavlen.

I *det andet scenarie* er det crowdfundingstjenesteudbyderen, som driver opslagstavlen. Her er systematiske og operationelle risici ikke aktuelle. En crowdfundingstjenesteudbyder vil *qua* sin drift af crowdfundingplatformen være underlagt de fornødne sikkerhedsforanstaltninger. De beføjelser som crowdfundingstjenesteudbyderen er tillagt ved driften af opslagstavlen, er imidlertid begrænset.¹⁹⁰ Crowd-

¹⁸⁶ Om investorbeskyttelseshensynets betydning, se da afsnit 4.3.

¹⁸⁷ Jf. også Matteo Gargantini, *Secondary Markets for Crowdfunding: Bulletin Boards (Art 25)*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022, 21.25, s. 360.

¹⁸⁸ Jf. Matteo Gargantini, *Secondary Markets for Crowdfunding: Bulletin Boards (Art 25)*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022, 21.07, s. 353 samt ESMA's rapport af 10. November 2021, *Final Report: Draft technical standards under the European crowdfunding service providers for business Regulation*, ESMA35-42-1183, s. 87.

¹⁸⁹ Kommissionens arbejdsdokument af 8. marts 2018 til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om europæiske crowdfundingtjenesteudbydere for erhvervslivet, SWD (2018) 56 final, s. 25 samt University of Cambridge, *Sustaining momentum: The 2nd European Alternative Finance Industry Report*, Cambridge Center for Alternative Finance, 2016, s. 47.

¹⁹⁰ Begrænsningen gælder også for tredjemand. Argumentationen er således aktuell i begge scenarier.

fundingstjenesteudbyderen er som udgangspunkt kun berettiget til at facilitere opslagstavlen. Således er crowdfundingstjenesteudbyderen eksempelvis afskåret fra at yde assistance for den enkelte investor til at finde passende købs- og salgsprospekter på opslagstavlen, jf. CFR's artikel 25, stk. 2. Begrænsningen skyldes, at man i modsat fald vil blive anset som en investeringsforening efter MiFID II-direktivet, jf. CFR's præambelbetragtning nr. 55.¹⁹¹ Ved driften af opslagstavlen har crowdfundingstjenesteudbyderen alene mulighed for at angive en referencepris for den pågældende investering, jf. CFR's artikel 25, stk. 5. Herudover skal opslagstavlen udelukkende facilitere køb og salg. Crowdfundingstjenesteudbyderens rolle ved driften af opslagstavlen kan således betegnes som passiv.¹⁹² For den enkelte investor kan vejledning og matching efter præferencer og risikoprofil være en værdifuld service. Det er dog ikke muligt for crowdfundingstjenesteudbyderen at tilbyde servicen, da det i så fald vil blive anset som en tjenesteydelse omfattet af MiFID II-direktivet. Konsekvensen er, at investoren egenhændigt må udpege sine købs- eller salgsinteresser uden bistand. En løsning på crowdfundingstjenesteudbyderens passive rolle ved driften af opslagstavlen ville være, at udbyderen fik tilladelse som en investeringsforening i overensstemmelse med MiFID II-direktivets bestemmelser. Løsningen synes imidlertid ikke holdbar: Dels er det uhensigtsmæssigt, at investorens retssikkerhed er afhængig af, om crowdfundingstjenesteudbyderen søger om tilladelse som investeringsforening, og dels er en tilladelse som investeringsforening formentlig ikke interessant for den enkelte crowdfundingstjenesteudbyder, da MiFID II-direktivet stiller en række strenge krav til organisation og egenkapital mv.

Ud fra de to scenarier må det scenarie hvor det er crowdfundingstjenesteudbyderen som driver opslagstavlen være at foretrække. Dette scenarie sikrer trods alt, at opslagstavlen sker under ordnede og trygge forhold i henhold til CFR's beskyttelsesbestemmelser. Man kan dog ikke undgå, at crowdfundingstjenesteudbyderens (eller tredjemands) driftsmæssige beføjelser er begrænset. Begrænsningen i de driftsmæssige beføjelser kan have en negativ indvirkning for investoren, når vedkommende skal udpege de mest oplagt købs- og salgsprospekter.

I indledningen i dette afsnit blev det anført, at opslagstavlen er et positivt tiltag. Dette synspunkt må grundlæggende fastholdes. Imidlertid er reguleringen omkring driften af opslagstavlen kritisabel. Enten kan opslagstavlen forvaltes af en tredjemand eller af en crowdfundingstjenesteudbyder. I førstnævnte scenarie er tredjemand ikke underlagt CFR's beskyttelsesregime. Konsekvensen er da, at investorerne er eksponeret over for systematiske og operationelle risici. I begge scenarier er crowdfundingstjenesteudbyderen eller tredjemandens driftsmæssige beføjelser begrænset i en sådan grad, at investorerne ikke kan få rådgivning eller anden assistance. Baseret på disse argumenter synes opslagstavlen ikke tilstrækkeligt til at beskytte investorerne på det sekundære marked.

7.2.3 Sælgerens oplysningspligt

Afsnit 7.2.1 omhandlede den købende investors retssikkerhed med fokus på, om køberen besad det fornødne oplysningsgrundlag forud for sin investering. I dette afsnit henledes opmærksomheden på den sælgende investor. Som sælger er man forpligtet til at oplyse om, hvad man sælger. I modsat fald kan man risikere at ifalde et civilretligt ansvar.

På *det primære marked* er det som udgangspunkt crowdfundingstjenesteudbyderen, som indestår for, at projekterens angivne oplysninger i det centrale investorinformationsdokument er korrekte. Retsstillingen er ud fra en betragtning om, at crowdfundingstjenesteudbyderne har ansvaret for at drive crowdfundingplatformen, herunder at udlevere det centrale investorinformationsdokument, jf. CFR's præambelbetragtning nr. 51. Risikoen for ansvarspådragelse giver incitament for crowdfundingstjenesteudbydere til at foretage dybdegående due diligences af de udbudte projekter i overensstemmelse

¹⁹¹ Jf. også Anne Hakvoort, *Secondary Trading of Crowdfunding Investments*, i Pietro Ortolani & Marije Louisse (red.), *The EU Crowdfunding Regulation*, Oxford University Press, 2022, pkt. 13.60, s. 274.

¹⁹² Matteo Gargantini, *Secondary Markets for Crowdfunding: Bulletin Boards (Art 25)*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022, 21.35, s. 363 og Anne Hakvoort, *Secondary Trading of Crowdfunding Investments*, i Pietro Ortolani & Marije Louisse (red.), *The EU Crowdfunding Regulation*, Oxford University Press, 2022, s. 274.

med CFR's artikel 5.¹⁹³ Crowdfundingstjenesteudbyderne fungerer med andre ord som »gatekeepers«, der skal sikre, at oplysningerne på det primære marked er korrekte.¹⁹⁴

Denne retlige konstruktion gør sig imidlertid ikke gældende på det sekundære marked. Crowdfundingstjenesteudbyderen er som udgangspunkt ansvarlig for at oplyse om opslagstavlens funktion, det centrale investorinformationsdokument samt vilkårene om låneforpligtelsen. I det omfang der er behov for yderligere oplysninger omkring investeringen, påhviler ansvaret herfor den sælgende investor.¹⁹⁵

Den sælgende investor må formodes at have en interesse i at give tilstrækkelige retvisende og uddybende oplysninger, så vedkommende ikke risikerer at ifalde et civilretligt ansvar. Når der foregår et salg på det sekundære marked, vil det være sket i en given periode efter det centrale investorinformationsdokument oprindeligt blev udarbejdet. Det er ikke givet, at de oplysninger som er angivet i det centrale investorinformationsdokument, fortsat er aktuelle. Problemstillingen kan eksemplificeres som følgende:

Den sælgende investor erhvervede en kapitalandel, der på erhvervelsestidspunktet havde en værdi på 10.000 EUR. Fem år efter erhvervelsestidspunktet ønsker den sælgende investor at videresælge kapitalandelen på det sekundære marked via opslagstavlen. I løbet af de fem år har selskabets omsætning været faldende grundet udløbet patentrettigheder, fejlinvesteringer mv. På grund af disse omstændigheder, er kapitalandelens reelle værdi nu på 7.500 EUR.

I eksemplet er det centrale investorinformationsdokument ikke længere retvisende, da det giver fejlagtige informationer om en værdiansættelse på 10.000 EUR. Det kan ikke forudsættes, at den sælgende investor er i besiddelse af relevante oplysninger eller er bevidst om kompleksiteten og de underliggende risici ved den investering, som sælges. Oplysningerne i det centrale investorinformationsdokument er i dette eksempel ikke aktuelle eller retvisende, hvilket i givet fald medfører skuffelse for den køvende investor. Skuffelsen kan potentielt resultere i et civilretligt ansvar for den sælgende investor.

Situationen vanskeliggøres af, at crowdfundingstjenesteudbyderen er afskåret fra at yde rådgivning ved overdragelsen. Som nævnt i afsnit 7.2.2, skal crowdfundingstjenesteudbyderne udelukkende facilitere opslagstavlen.¹⁹⁶ Såfremt crowdfundingstjenesteudbyderen yder nogen form for rådgivning, assistance eller lignende, vil udbyderen blive identificeret som en investeringsforening efter MiFID II-direktivet, hvilket i givet fald pålægger yderligere tilsyn og operationelle krav for crowdfundingstjenesteudbyderen. Der er således intet incitament for crowdfundingstjenesteudbydere til at bistå parterne med overdragelsen.¹⁹⁷ Den sælgende investor står med andre ord alene for at sikre, at oplysningerne om investeringen er aktuelle og retvisende.

Adgangen for den sælgende investor til at give de fornødne oplysninger begrænses endnu en gang af CFR's afgrænsning over for MiFID II-direktivet. Medmindre crowdfundingstjenesteudbyderen har tilladelse som en investeringsforening, er det ikke muligt at etablere en opslagstavle, hvor investorerne kan interagere med hinanden. Dette skyldes, at opslagstavlen i givet fald ville blive anset som et »multilateralt system« (MHF). Ved et MHF forstås »ethvert system eller enhver facilitet, hvor forskellige tredjemænds købs- og salgsinteresser i finansielle systemer kan interagere i systemet«, jf. MiFID II-direktivets

¹⁹³ Stefan West Wiencken & Rasmus Schou Pedersen, *Civil Liability for the Key Investment Information Sheet in Denmark*, NJCL, 2022(2), s. 87.

¹⁹⁴ Eugenia Macchiavello & Antonella Sciarrone Alibrandi, *Marketplace Lending as a New Means of Raising Capital in the Internal Market: True Disintermediation or Reintermediation?* i Emilios Avgouleas & Heikki Marjosola (red.), *Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance*, ECFR, De Gruyter, vol. 5, 2022, s. 72.

¹⁹⁵ Ibid.

¹⁹⁶ Opslagstavlerne kan også drives af tredjemand.

¹⁹⁷ Matteo Gargantini, *Secondary Markets for Crowdfunding: Bulletin Boards (Art 25)*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022, pkt. 21.10-21.11, s. 354.

artikel 4, stk. 1, nr. 19. Såfremt investorerne kunne interagere, ville opslagstavlen således blive identificeret som en MHF. Driften af en MHF er en tjenesteydelse, som kun investeringsforeninger er berettigede til at udføre, jf. MiFID II-direktivets bilag I, afsnit A, nr. 8. Medmindre crowdfundingstjenesteudbyderen har tilladelse som en investeringsforening, er den sælgende investor således afskåret fra at give yderligere oplysninger end dem, som følger af CFR's artikel 25.¹⁹⁸

Som sælger er man obligationsretligt forpligtet til at opfylde sin loyale oplysningspligt.¹⁹⁹ Det kan imidlertid være svært – hvis ikke umuligt – at oplyse om forhold, som man ikke har forudsætningerne for at være bevidst om. Hvis man har investeret i et selskab, der specialiserer sig i robotteknologi, kan det være svært for den almene investor at være vidende om alle de underliggende risici. Man kan argumentere for, at sælgerens retssikkerhed varetages af CFR's artikel 25, som blandt andet fastslår, at det centrale investorinformationsdokument skal fremlægges. Men som angivet kan mange omstændigheder indtræffe over en årrække. Dokumentet kan derfor risikere ikke at være retvisende længere.

Fra den sælgende investors synspunkt er det kritisabelt, at crowdfundingstjenesteudbydernes rolle som gatekeepers ikke er gældende på det sekundære marked. Den sikkerhedsforanstaltning som er gældende på det primære marked, er ikke gældende på det sekundære. Derimod indtager crowdfundingstjenesteudbyderen en passiv rolle, hvormed den sælgende investor er stillet for sig selv.²⁰⁰ Selv hvis den sælgende investor proaktivt ønskede at gøre opmærksom på diverse forhold om investeringen, er det ikke muligt at gøre på opslagstavlen. Dette skyldes, at opslagstavlen i så fald vil blive anset som en MHF. Konsekvensen vil i givet fald blive, at crowdfundingstjenesteudbyderen skal have tilladelse som en investeringsforening efter MiFID II-direktivet. Retstillingen har medført, at det i retslitteraturen er blevet foreslået, at den sælgende investor bør offentliggøre vedkommendes kontaktoplysninger på opslagstavlen. På denne måde kan den sælgende og købende investor interagere uden for opslagstavlen.²⁰¹ Forslaget kan ikke tiltrædes. Det synes noget omstændigt og uhensigtsmæssigt, at man som investor skal offentliggøre sine oplysninger i håb om, at den købende investor rækker ud.

For den sælgende investor vurderes der at være en relativ stor risiko for, at man ikke iagttager sin loyale oplysningspligt ved salg på det sekundære marked. Risikoen skyldes navnlig det forhold, at EU har indtaget en relativ rigid holdning til samspillet mellem CFR og MiFID II-direktivet. Ud fra en investorbeskyttelsesbetragtning, vurderes dette at være kritisabelt.

7.2.4 Sammenfatning om risiciene ved det sekundære marked

Der har været identificeret tre risici ved det sekundære marked for crowdfunding: *For det første* risikerer den købende investor at blive udsat for asymmetrisk information, hvilket medfører, at vedkommende erhverver sin investering på et uoplyst grundlag. *For det andet* kan opslagstavlen principielt drives af tredjemand, som i givet fald ikke er underlagt beskyttelsesregimet i CFR, hvilket skaber en risiko for systematiske og operationelle svigt. Desuden er både crowdfundingstjenesteudbyderen og tredjemandens driftsmæssige beføjelser begrænset i et sådant omfang, at det vurderes at være til skade for investorerne. *For det tredje* er den sælgende investors muligheder for at give den købende investor retvisende og aktuelle oplysninger tæt på at være ikkeeksisterende.

¹⁹⁸ Anne Hakvoort, *Secondary Trading of Crowdfunding Investments*, i Pietro Ortolani & Marije Louisse (red.), *The EU Crowdfunding Regulation*, Oxford University Press, 2022, pkt. 13.27 og 13.42, s. 275 og 279 samt Matteo Gargantini, *Secondary Markets for Crowdfunding: Bulletin Boards (Art 25)*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022, pkt. 21.31, s. 361.

¹⁹⁹ Erik Werlauff, *Obligationsretten – en introduktion*, 3. udg., Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2017, s. 32 og Melvin Eisenberg, *Disclosure in Contract Law*, CLR, 91(6), 2003, s. 1650 f.

²⁰⁰ Anne Hakvoort, *Secondary Trading of Crowdfunding Investments*, i Pietro Ortolani & Marije Louisse (red.), *The EU Crowdfunding Regulation*, Oxford University Press, 2022, pkt. 13.22, s. 274.

²⁰¹ Ibid., pkt. 13.58, s. 284.

Sammenfattende vurderes retstilstanden for investorerne på det sekundære marked som værende kritisabel. Man har ikke videreført gatekeeper-regimet fra det primære marked. Nok sikrer CFR's artikel 25 et vist minimumsniveau af oplysningsforanstaltninger. Ud fra ovenstående analysepunkter synes beskyttelsesniveauet i CFR's artikel 25 for at være utilstrækkeligt, hvilket ultimativt skader investorbeskyttelseshensynet.

7.3 Hvordan skabes et trygt sekundært marked?

I afsnit 7.2 er der anført en række kritikpunkter vedrørende investorbeskyttelsen på det sekundære marked. Helt grundlæggende centrerer kritikken sig om, at opslagstavlen ikke yder et tilstrækkeligt beskyttelsesniveau for investorerne. CFR's regulering af det sekundære marked er da også blevet betegnet som overfladisk.²⁰²

I det følgende angives to anbefalinger til, hvordan man kan øge investorbeskyttelsesniveauet på det sekundære marked. Den første anbefaling foreslår at indføre løbende oplysningspligter. Den anden anbefaling argumenterer for, at interaktioner på opslagstavlerne bør lovliggøres.

7.3.1 Løbende oplysningsforpligtelser

I retslitteraturen er der konsensus om, at indførelsen af oplysningsforpligtelser vil øge investorbeskyttelsen.²⁰³ Som en del af oplysningspligten argumenterer flere for, at løbende oplysningsforpligtelser vil være hensigtsmæssigt.²⁰⁴ Løbende oplysningspligter kunne konkret bestå i, at projektejererne efter en given periode rapporterer til crowdfundingstjenesteudbyderen, som via crowdfundingplatformen eller opslagstavlen videreformidler oplysningerne til investorerne. Denne løsningsmodel er blandt andet benyttet i USA, hvor projektere årligt skal rapportere om deres finansielle oplysninger, jf. Code of Federal Regulations § 227.202.²⁰⁵ I EU var løbende oplysningspligter da også med i overvejelserne ved udarbejdelsen af CFR.²⁰⁶ Man valgte imidlertid udelukkende at have det centrale investorinformationsdokument under hensyn til, at man vurderede, at dette bedst ville understøtte skalering og en grænseoverskridende crowdfunding i EU. Det var med andre ord hensynet til innovation der gjorde, at EU ikke anvendte samme løsning, som benyttes i USA.²⁰⁷

På den ene side kan løbende oplysningspligter potentielt løse de kritikpunkter, som er anført i afsnit 7.2. Dels får investorerne aktuelle oplysninger, hvormed den køvende investor får et retvisende indblik i sin potentielle investering, mens den sælgende investor ikke risikerer at ifalde et civilretligt ansvar. Samtidig involveres crowdfundingstjenesteudbyderen endnu mere på det sekundære marked, hvormed udbyderen får en mere fremtrædende rolle. På den anden side er løsningsforslaget tyngende for innovationshensynet. For crowdfundingstjenesteudbydernes vedkommende vil krav om løbende ajourføring mindske incitamentet til at drive platformene. Desuden vil det være u hensigtsmæssigt, at projektejerne efter

²⁰² Panagiotis Staikouras, *The European Union Proposal for a Regulation on Cross-Border Crowdfunding Services: A Solemn or Pie-Crust Promise?*, EBLR, 31(6), 2020, s. 1107.

²⁰³ John Armour & Luca Enriques, *The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts*, MLR, vol. 81(1), 2018, s. 51-84, s. 36 ff. og Signe Andersen Vest, *Crowdfunding som alternativ finansieringsform*, i Hanne Søndergaard Birkmose, Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen (red.), *Selskaber: Aktuelle emner II*, Djøf Forlag, 2019, s. 400.

²⁰⁴ Panagiotis Staikouras, *The European Union Proposal for a Regulation on Cross-Border Crowdfunding Services: A Solemn or Pie-Crust Promise?*, EBLR, 31(6), 2020, s. 1108 og Matteo Gargantini, *Secondary Markets for Crowdfunding: Bulletin Boards (Art 25)*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022, pkt. 21.04, s. 352.

²⁰⁵ Kan tilgås her: <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-227> (sidst besøgt d. 10. maj 2024).

²⁰⁶ Kommissionens arbejdsdokument af 8. marts 2018 til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om europæiske crowdfundingtjenesteudbydere for erhvervslivet, SWD (2018) 56 final, s. 51.

²⁰⁷ Om innovationshensynet, se afsnit 4.2.

de har modtaget deres finansiering fra det primære marked, løbende skulle afrapportere. Her er det væsentligt at være opmærksom på, at projekterne oftest er SMV'er. Rapportering kræver ressourcer, som for projekterne i stedet kunne gå til skalering. Løbende rapportering via crowdfundingplatformen eller opslagstavlen vil således begrænse innovationshensynet i et vist omfang.

Argumentet om indførelse af rapporteringskrav synes at være for unuanceret. Der savnes en mere holistisk tilgang, hvor man også har innovationen *in mente*. Kommissionens vurdering om, at løbende oplysningsforpligtelser ikke er en ideel løsning, tiltrædes. Nok sikrer man, at beskyttelsesniveauet på det sekundære marked for investorerne bliver højere, men dette går imidlertid ud over innovationshensynet. Der kræves en balancegang. I øjeblikket er der en ubalance til ulempe for investorbeskyttelsen. Dog synes løbende oplysningspligter ikke at skabe en passende balance. Derimod ville det medføre en uhensigtsmæssig forringelse af innovationshensynet.

7.3.2 Muliggørelse af kommunikation på opslagstavlen

En anden måde at sikre et informativt sekundært marked er ved at rette fokus mod opslagstavlernes funktion. Mere specifikt foreslås, at det muliggøres, (i) at investorer kan kommunikere på opslagstavlen, (ii) at crowdfundingstjenesteudbydere må foretage matchmaking på opslagstavlen, og (iii) at crowdfundingstjenesteudbydere forpligtes til at fremlægge standardiserede dokumenter til rådighed på opslagstavlen.²⁰⁸

Samtlige forslag umuliggøres i øjeblikket af det faktum, at crowdfundingstjenesteudbyderen i alle tre tilfælde vil blive kvalificeret som en investeringsforening. Konsekvensen vil da blive, at udbyderen vil omfattes af MiFID II-direktivet. Som argumenteret for i afsnit 7.2.2, er det ikke en hensigtsmæssig løsning for crowdfundingstjenesteudbyderen. På linje med *Macchiavello* og *Alibrandi*²⁰⁹ argumenteres for, at samspillet mellem CFR og MiFID-II er for rigtigt. Ved at tillade, at crowdfundingstjenesteudbyderne kan etablere kommunikationskanaler mellem investorerne, får den sælgende og købende investor mulighed for at udveksle yderligere informationer omkring investeringen. Hermed kan køber få afklaret eventuelle uklarheder, mens sælger har bedre muligheder for at iagttage sin loyale oplysningspligt. Dertil vil muligheden for matchmaking gøre det nemmere for købende investorer at finde de rette investeringer, der passer konkret til vedkommendes risikoprofil, præferencer mv. Det erkendes, at investorerne ikke nødvendigvis besidder kompetencerne til at gennemskue investeringerne, trods kommunikationskanaler og matchmaking. Derfor foreslås som det tredje tiltag, at man kan benytte standardiseret skemaer, som blot skal udfyldes.²¹⁰

Modargumentet for at implementere forslagene er risikoen for, at crowdfundingstjenesteudbydere misbruger deres tildelte beføjelser. Risikoen vurderes at være lav. Konsekvensen ville i givet fald blive, at crowdfundingstjenesteudbydere udfører investeringsservices uden at være omfattet af MiFID II-direktivets beskyttelsesbestemmelser, hvilket i givet fald ville være strafbart, jf. MiFID II-direktivets artikel 69, stk. 2, litra h.

Henset til den minimale risiko bør crowdfundingstjenesteudbydere tildeles beføjelser til at udøve accessoriske tjenesteydelser, herunder kommunikationskanaler og matchmaking. Dertil bør standardiserede templates implementeres, så investorerne får en rettesnor for, hvad de kan oplyse om. På denne måde øges investorbeskyttelsen, mens man samtidig ikke går på kompromis med innovationshensynet.

²⁰⁸ Jf. også Anne Hakvoort, *Secondary Trading of Crowdfunding Investments*, i Pietro Ortolani & Marije Louisse (red.), *The EU Crowdfunding Regulation*, Oxford University Press, 2022, s. 283 f.

²⁰⁹ Eugenia Macchiavello & Antonella Sciarra Alibrandi, *Marketplace Lending as a New Means of Raising Capital in the Internal Market: True Disintermediation or Reintermediation?* i Emiliós Avgouleas & Heikki Marjosola (red.), *Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance*, ECFR, De Gruyter, vol. 5, 2022, s. 46

²¹⁰ Jf. også Anne Hakvoort, *Secondary Trading of Crowdfunding Investments*, i Pietro Ortolani & Marije Louisse (red.), *The EU Crowdfunding Regulation*, Oxford University Press, 2022, s. 283 f.

7.4 Opsummering om det sekundære marked

For at sikre investorbeskyttelsen skal det være muligt for den enkelte investor at sælge sin investering, jf. CFR's præambelbetragtning nr. 13. Denne omsættelighed skaber et sekundært marked for crowdfunding, hvor lån og værdipapirer handles via en opslagstavle efter CFR's artikel 25. I denne henseende har det været fundamentalt for EU, at investorerne beskyttes, når de handler på opslagstavlen.

Det er vurderingen, at det sekundære ikke yder en tilstrækkelig beskyttelse af investorerne. Helt konkret lider det sekundære marked af

- at markedet mangler gennemsigtighed og transparens til ulempe for den køvende investor, jf. afsnit 7.2.1,
- at opslagstavlerne kan drives af andre end crowdfundingstjenesteudbydere og de driftsmæssige beføjelser er begrænset, hvilket er til skade for alle investorer, jf. afsnit 7.2.2, og
- at den sælgende investor har store vanskeligheder ved at iagttage sin loyale oplysningspligt, jf. afsnit 7.2.3.

CFR formår således ikke at iagttage investorbeskyttelsen på det sekundære marked. Der er et behov for forbedringer. Forbedringerne skal imidlertid balanceres over for andre hensyn, herunder innovationshensynet. Af denne grund kan andre teoretikers forslag om implementering af løbende oplysningspligter ikke tiltrædes. Derimod anbefales, at crowdfundingstjenesteudbydere skal have mere fleksibilitet omkring faciliteringen af opslagstavlen.

CFR trådte i kraft den 10. november 2021 og er derfor relativ ny. Ny regulering kræver tilvænning, hvilket også gælder i relation til det sekundære marked. På nuværende tidspunkt må man lægge sin lid til, at Kommissionens rapport (som burde være udkommet i november 2023) kan være med til at justere det sekundære marked til fordel for investorerne.

8 Efterstillede lån i lånebaseret crowdfunding

Det vil under et selskabs levetid være uundgåeligt, at der opstår et behov for finansiering.²¹¹ Såfremt det opståede finansieringsbehov ikke kan opnås via selskabets egen indtjening, er man i stedet nødsaget til at optage fremmedfinansiering. Oftest sker fremmedfinansieringen via optagelse af lån.²¹² Den simpleste form for lånoptagelse foregår ved et bilateralt aftaleforhold mellem långiver og -tager. Der kan imidlertid være omstændigheder, som gør, at andre kreditorer inddrages. Eksempelvis kan det forestående lån være af en sådan størrelsesorden, at der er behov for flere kreditorer for at risikosprede. Alternativt har selskabet modtaget sit lån, hvor der er opstået et efterfølgende behov for yderligere finansiering, som selskabet i stedet optager hos andre långivere.

I begge scenarier vil der være flere kreditorer om den samme debitor. Retsforholdet mellem kreditorerne vil som deklaratorisk udgangspunkt være reguleret af de insolvensretlige regler. Som der vil blive argumenteret for i afsnit 8.1, er dette ikke ønskværdigt for kreditorerne. Af denne grund vil kreditorerne ofte indgå en »interkreditoraftale« (ICA),²¹³ der blandt andet skal regulere struktureringen af lånene. Det er denne aftalte strukturering, som er grundlaget for dette afsnit.

En aftalt lånestrukturering er en samlebetegnelse for to typer tilbagetrædelser: Hvis en kreditor træder tilbage for *alle* kreditorer (en generel tilbagetræden) betegnes dette som et »ansvarligt lån«. Træder kreditoren derimod alene tilbage for *en* kreditor (en specifik tilbagetræden) sker dette ved brug af en »tilbagetrædelseserklæring«. Sondringen har principielt ingen betydning for behandlingen af aftalte lånestruktureringer i lånebaseret crowdfunding. Af pædagogiske årsager tages der alene udgangspunkt i tilbagetrædelseserklæringer, hvor en kreditor træder tilbage for en anden specifik kreditor. I denne konstellation betegnes den tilbagetrædende kreditor som »junior-kreditor«, mens den kreditor som der trædes tilbage for, betegnes som »senior-kreditor«.²¹⁴

Først vil afsnit 8.1 undersøge, hvilke fordele og ulemper aftalte lånestruktureringer har i lånebaseret crowdfunding. I forlængelse af dette vil afsnit 8.2 analysere, i hvilket omfang CFR regulerer brugen af aftalte lånestruktureringer. Baseret på denne analyse vil afsnit 8.3 vurdere hensigtsmæssigheden af reguleringen. Afslutningsvist vil afsnit 8.4 indeholde en opsummering.

8.1 Brugen af lånestruktureringer

I alle låneforhold er der en vis risiko for, at debitor ikke kan opfylde sin betalingsforpligtelse. Denne risiko betegnes som kreditrisikoen.²¹⁵ Såfremt debitor ikke kan opfylde sine betalingsforpligtelser, efterhånden som de forfalder, er det som udgangspunkt et udtryk for, at debitor er insolvent, jf. KL § 17, stk. 2. I så fald kan debitor tages under konkursbehandling. Retsvirkningen af en indtrådt konkurs er, at de kreditorer, som har ydet lån, vil være berettigede til at modtage dividende efter KL § 97 (forudsat

²¹¹ Jf. afsnit 1.1.

²¹² Henrik Kure, *Finansieringsret*, 3. udg., Karnov Group, 2021, s. 229.

²¹³ På engelsk: *Intercreditor agreement (ICA)*. En aftale, der regulerer kreditorernes indbyrdes retsforhold i forbindelse med afgivelse af en låneydelse, jf. Lars Hedegaard Kristensen & Henrik Kure, *Tilbagetrædelseserklæringer*, ET.2023.180, Karnov Group, 2023, s. 1 og Henrik Kure, *Finansieringsret*, 3. udg., Karnov Group, 2021, s. 477.

²¹⁴ Jf. også Lars Hedegaard Kristensen & Henrik Kure, *Tilbagetrædelseserklæringer*, ET.2023.180, Karnov Group, 2023, s. 1.

²¹⁵ Linda Nielsen, *Finansret*, 1. udg., Djøf Forlag, 2019, s. 289. Kreditrisikoen er også kort omtalt i afsnit 1.1.

kreditorerne omfattet af KL §§ 93-96 er dækket). Inden for KL § 97 gælder et ligestillingsprincip, hvoraf alle kreditorer har ret til en forholdsmæssig dividende i forhold til deres fordring mod selskabet.

Det insolvensretlige udgangspunkt er således, at alle simple kreditorer har ret til en forholdsmæssig dividende afhængig af omfanget af deres fordring mod boet. Selskabets konkurs er derfor mildt sagt uhensigtsmæssigt for kreditorerne. Af denne grund kan det være relevant for kreditorerne at forrykke deres indbyrdes forhold ved brug af en ICA. ICA'en har primært to hovedvirkninger:²¹⁶ Den første er et »oppebørsforbud«. Her forstås, at juniorkreditor er uberettiget til at modtage betaling, før seniorkreditors fordring er blevet fyldestgjort. Den anden hovedvirkning er en »dividendesuccession«, som bliver aktuel, såfremt debitor skulle gå konkurs. I så fald tilkommer retten til dividende alene seniorkreditor. Kun i de tilfælde, hvor seniorkreditor er blevet fyldestgjort, er juniorkreditor efterfølgende berettiget til at modtage dividende.

Seniorkreditors motiv for at indgå en ICA giver god mening: Dels får seniorkreditor ret til at modtage betaling forud for juniorkreditor, hvilket reducerer seniorkreditors kreditrisiko (oppebørsforbuddet), og dels begrænser seniorkreditor sit tab ved en eventuel konkurs ved at have en fortrinsret til dividende forud for juniorkreditor (dividendesuccession). Helt grundlæggende får seniorkreditor dermed minimeret sin kreditrisiko.²¹⁷ Man kan modsat overveje, hvorfor juniorkreditor kunne have interesse i at påtage sig en større kreditrisiko. *For det første* kan tilbagetrædelsen være begrundet i, at juniorkreditor er mere risikovillig. Juniorkreditor påtager sig en større risiko ved at træde tilbage for seniorkreditor. Denne risikoforøgelse vil blive modsvaret af en større forrentning. Derfor er forrentning på juniorklånet oftest højere end forrentningen på seniorklånet.²¹⁸ *For det andet* kan juniorkreditor have en særlig tilknytning til debitor. Hvis debitor er et SMV i opstartsfasen, vil det ofte blive delvist finansieret af venner og familie.²¹⁹ Grundet den tætte relation kan familien og vennerne tænkes at være mere tilbøjelige til at yde mere risikobetonet finansiering i håb om, at SMV'et bliver en succes. *For det tredje* kan lånestruktureringen være på grund af seniorkreditors krav. I visse aftaleforhandlinger vil kreditorer betinge deres lånefinansiering af, at de får en fortrinsret forud for andre kreditorer. Situationerne kan overlappe. Eksempelvis vil Danske Bank alene yde lånet forudsat at kreditorerne fra et crowdfundingssudbud træder tilbage. Fordi kreditorerne fra crowdfundingssudbuddet har tillid til projektet, accepterer de at træde tilbage til fordel for Danske Bank.

Aftalte lånestruktureringer er således højaktuelle og brugbare i låneforhold.²²⁰ Grundlæggende fungerer de som et værktøj, som kreditorerne kan bruge til at risikoollokere. For debtors synspunkt er tilbagetrædelseserklæringer også et attraktivt salgsargument i søgen på yderligere finansiering. Aftalte lånestruktureringer tilbyder derfor en fleksibilitet for parterne og kan være med til at understøtte SMV'ers vækst og skalering. Spørgsmålet er her, hvordan CFR regulerer brugen af aftalte lånestruktureringer, når en af kreditorerne er långivere fra et crowdfundingssudbud. Dette analyseres i det følgende afsnit.

²¹⁶ Lars Hedegaard Kristensen & Henrik Kure, *Tilbagetrædelseserklæringer*, ET.2023.180, Karnov Group, 2023, s. 1-2.

²¹⁷ Henrik Kure, *Finansieringsret*, 3. udg., Karnov Group, 2021, s. 423 ff.

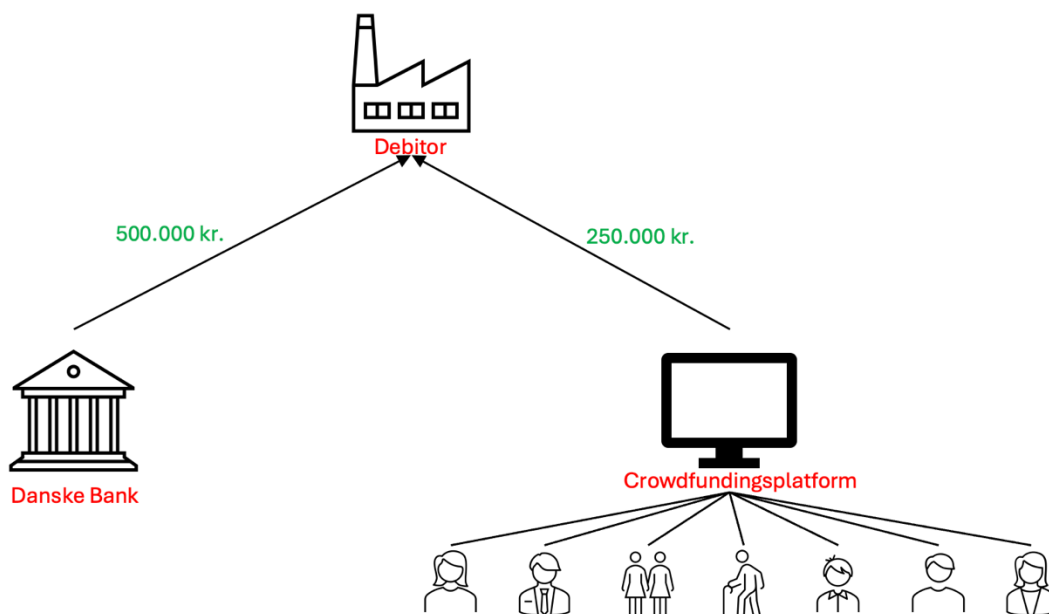
²¹⁸ Lars Hedegaard Kristensen & Henrik Kure, *Tilbagetrædelseserklæringer*, ET.2023.180, Karnov Group, 2023, s. 1 samt Ulrik Rammeskov Bang-Pedersen m.fl., *Rekonstruktion – Teori og praksis*, 3. udg., Djøf Forlag, 2023, s. 65.

²¹⁹ Kommissionens forslag af 8. marts 2018 til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om europæiske crowdfundingtjenesteudbydere for erhvervslivet, COM (2018) 113 final, s. 1 og Thomas Krüger Andersen & Jørgen Bek Weiss Hansen, *Finansiering*, i Jesper Lau Hansen & Jørgen Bek Weiss Hansen (red.), *Iværksætterens juridiske udfordringer*, 3. udg., Djøf Forlag, 2022, s. 175.

²²⁰ Karsten Wenzlaff & Ana Odorovic, *The crowdfunding regulation in Germany – on the path to self-isolation?*, i Eugenia Macchiavella (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022, pkt. 43.40, s. 682, som angiver, at lånestruktureringer er almindelige i Tyskland.

8.2 CFR's regulering af efterstillede lån

Det har længe været en prioritet for EU at udvikle og fremme alternative finansieringsmuligheder, herunder crowdfunding.²²¹ Forud for CFR's vedtagelse anerkendte Kommissionen også, at crowdfunding havde et stort potentiale til at supplere bankfinansiering.²²² Man har således haft som prioritet at fremme crowdfunding, så det blandt andet kan supplere de traditionelle finansieringskilder, som eksempelvis banklån. Spørgsmålet er i denne henseende, hvordan forholdet er reguleret af CFR, når den ene kreditor er en bank, mens den anden kreditor er långivere fra et crowdfundingudbud. Konstruktionen kan illustreres på følgende vis:



Figur 4: Illustration over traditionel bankfinansiering og alternativ finansiering via crowdfunding til samme debitor (egen konstruktion)

Figur 4 illustrerer en projektejer, som modtager lån fra Danske Bank og fra en crowdfundingplatform, hvoraf lånet på 250.000 kr. er baseret på en række mindre lån fra investorerne. CFR finder som nævnt blandt andet anvendelse på lånebaseret crowdfunding.²²³ I CFR's artikel 2, stk. 1, litra b er »lån« defineret som

»en aftale, hvorved en investor stiller et aftalt pengebeløb til rådighed for en projektejer i en aftalt periode, og hvorved projektejeren påtager sig en ubetinget forpligtelse til at betale det pågældende beløb med påløbne renter tilbage til investor i overensstemmelse med afbetalingsplanen«. (min fremhævelse).

Det er særligt formuleringen »ubetinget forpligtelse«, som er relevant. Debtors tilbagebetaling til investorerne må således ikke være betinget. Såfremt Danske Bank er seniorkreditor, vil det ikke være foreneligt med legaldefinitionen af et »lån« efter CFR's artikel 2, stk. 1, litra b. Dette skyldes, at investorerne fra crowdfundingplatformen først er berettigede til at modtage betaling, forudsat Danske Bank er

²²¹ Kommissionens Grøn bog af 25. marts 2013, *Langsigtet finansiering af den europæiske økonomi*, COM (2013) 150 final, s. 18.

²²² Kommissionens meddelelse af 27. marts 2014, *Udnyttelse af potentialet ved crowdfunding i Den Europæiske Union*, COM(2014) 172 final, s. 2, fodnote 5.

²²³ Jf. afsnit 1.2.

fyldestgjort, jf. oppebørsforbuddet. Konsekvensen er da, at lånekonstruktioner hvor investorerne fra et crowdfundingsudbud indtræder som juniorkreditor, ikke vil være omfattet af CFR.²²⁴

Trods en positiv holdning til kombinationen af traditionel bankfinansiering og crowdfunding fra Kommissionens side, omfatter CFR ikke de tilfælde, hvor investorerne fra en crowdfundingplatform fungerer som juniorkreditor. Det er således ikke muligt for projektejere at publicere udbud på crowdfundingplatforme, hvor crowdfundingslånet vil være prioriteret *efter* et andet foranstående lån. Hvorvidt udelukkelsen af aftalte lånestruktureringer er hensigtsmæssig, vil blive vurderet i nedenstående afsnit.

8.3 Er udelukkelsen af efterstillede lån i CFR hensigtsmæssig?

Da tilbagebetaling af et efterstillet lån (juniorlånet) er betinget af, at det foranstående lån (seniorlånet) er fyldestgjort, omfattes sådanne aftalte lånekonstruktioner ikke af CFR's legaldefinition af et lån efter CFR's artikel 2, stk. 1, litra b. Denne afgrænsning indeholder både fordele og ulemper.

Den primære fordel i at udelukke efterstillede lån fra CFR er, at det tilgodeser investorbeskyttelseshensynet, som er en af CFR's hovedformål. Det er væsentligt for EU, at der etableres et crowdfundingsmarked, hvor investorer kan begå sig trygt.²²⁵ For investoren kan det være svært at gennemskue, hvilken risiko man påtager sig ved at yde efterstillet finansiering.²²⁶ For det første ydes finansiering til et nyopstartet SMV, hvor risikoen for konkurs må være større end for større multinationale milliardforretninger. For det andet kan det foranstående banklån have en løbetid på over 10 år, hvormed et eventuelt afkast for investoren bliver uoverkommelig langsigtet. Grundlæggende vil efterstillede lån både være for risikobetonet og for uigennemskuelige for den almene investor, hvilket vil underminere investorbeskyttelseshensynet.

Det lovforberedende arbejde til CFR begrundet ikke, hvorfor efterstillede lån ikke omfattes af forordningen. I CFR's præambelbetragtning nr. 11 understreges blot, at lånet skal være med en ubetinget forpligtelse til at betale tilbage. Det anerkendes at lånebaseret crowdfunding må kræve en minimumsgrænse af sikkerhed for investorerne. At indføre et absolut krav om, at tilbagebetalingsforpligtelsen skal være ubetinget, hvilket udelukker brugen af aftalte lånestruktureringer, er måske ikke den rette løsning.

Som angivet i afsnit 4.4 står investorbeskyttelseshensynet typisk over for innovationshensynet. Dette gør sig også gældende for så vidt angår CFR's udelukkelse af efterstillede lån. Brugen af aftalte lånestruktureringer er et effektivt og fleksibelt værktøj, som fraviger det insolvensretlige udgangspunkt om ligestilling mellem kreditorerne. For det nyetablerede SMV er det et væsentligt salgsargument over for banken, hvis SMV'et kunne lade andre kreditorer træde tilbage til fordel for bankfinansieringen. Dette er dog ikke muligt inden for CFR's regime. Innovationshensynet lider således af, at man ikke kan kombinere traditionel bankfinansiering med crowdfunding. I visse medlemsstater, som eksempelvis Tyskland og Portugal, er aftalte lånestruktureringer almindeligt forekommende.²²⁷ Konsekvensen er da blevet, at

²²⁴ Eugenia Macchiavello, *The scope of the ECSPR: The difficult compromise between harmonization, client protection and 'the level playing field' (arts 1-2, 46, 48-9, 51)*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022, pkt. 3.45, s. 62; Eugenia Macchiavello, *The Challenges Awaiting the European Crowdfunding Services Providers Regulation: Ready for Launch?* NJCL 2022(2), s. 96 og Karsten Wenzlaff & Ana Odorovic, *The crowdfunding regulation in Germany – on the path to self-isolation?*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022, pkt. 43.40, s. 682.

²²⁵ Jf. afsnit 4.3.

²²⁶ Jf. også Ulrik Rammeskov Bang-Pedersen m.fl., *Rekonstruktion – Teori og praksis*, 3. udg., Djøf Forlag, 2023, s. 65, som angiver, at efterstillede lån er særligt risikobetonet.

²²⁷ Karsten Wenzlaff & Ana Odorovic, *The crowdfunding regulation in Germany – on the path to self-isolation?*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A*

Portugals og Tysklands nationale love om crowdfunding fortsat gælder i de tilfælde, hvor crowdfundingslånet er efterstillet.²²⁸ Selvom man fra EU's side har ønsket at etablere et level playing field, er der en juridisk fragmentering vedrørende aftalte lånestruktureringer, hvor flere nationale regimer har egen national lovgivning på området. Ud fra denne betragtning kunne man overveje, om CFR burde omfatte aftalte lånestruktureringer for at undgå divergens i retsgrundlaget, hvilket ville understøtte et level playing field.²²⁹

Det er en grundlæggende afvejning mellem samtlige hensyn, som EU har skullet tage stilling til ved udarbejdelsen af CFR. Det anerkendes, at det er fundamentalt for et effektivt kapitalmarked, at investorerne nyder en vis beskyttelse. Modsat har EU ytret sin målsætning om at fremme vækst og give bedre forudsætninger for SMV'ers finansieringsmuligheder.²³⁰ Taget i betragtning af, at Kommissionen selv imødeser, at crowdfunding kan supplere traditionel bankfinansiering,²³¹ synes det en smule omstændigt, at efterstillede lån i sin helhed udelukkes fra CFR. Dertil risikerer EU, at andre medlemsstater følger efter Portugal og Tyskland, og benytter egen national lovgivning i de tilfælde, hvor man benytter aftalte lånestruktureringer i lånebaseret crowdfunding. Dette vil i givet fald stride mod EU's hensyn til et level playing field.

Om udelukkelsen af aftalte lånestruktureringer gør, at lånebaseret crowdfunding ikke får den ønskede popularitet og skalering, er på nuværende tidspunkt uvis. Man må derfor afvente og krydse fingre for, at EU's afvejning af hensynene har været passende.

8.4 Opsummering om efterstillede lån i lånebaseret crowdfunding

Brugen af aftalte lånestruktureringer er et fleksibelt værktøj for kreditorer, som ønsker at fordele kreditrisikoen og dermed fravige det insolvensretlige udgangspunkt om ligestilling. Ved indgåelse af en ICA indtræder der primært to hovedvirkninger; et oppebørsforbud og en dividendesuccession, såfremt debitor skulle gå konkurs. For nogle kreditorer er brugen af ICA'en en måde at minimere sin kreditrisiko, mens andre kreditorer af forskellige årsager ønsker at påtage sig en større kreditrisiko.

Trods effektiviteten ved aftalte lånestruktureringer omfatter CFR ikke efterstillede lån. Dette skyldes, at legaldefinitionen i CFR artikel 2, stk. 1, litra b ikke omfatter lån, som er betinget. Aftalte lånestruktureringer, hvor investorerne fra crowdfundingsudbuddet fungerer som juniorkreditor, er således ikke omfattet af CFR. På den ene side er investorbeskyttelseshensynet nødvendigt at varetage for et effektivt crowdfundingsmarked, men på den anden side lider både innovationshensynet og hensynet til et level playing field ved udelukkelsen af aftalte lånestruktureringer.

Commentary, Edward Elgar Publishing Limited, 2022, pkt. 43.40, s. 682 samt Eugenia Macchiavello, *The Challenges Awaiting the European Crowdfunding Services Providers Regulation: Ready for Launch?* NJCL, 2022(2), s. 96.

²²⁸ Karsten Wenzlaff & Ana Odorovic, *The crowdfunding regulation in Germany – on the path to self-isolation?*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022, pkt. 43.64, s. 687 og Eugenia Macchiavello, *Conclusions about the ESCPR and its harmonization force: A brief summary of the objectives achieved and the remaining 'grey' areas from a comparative law perspective*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022, pkt. 51.21, s. 813.

²²⁹ Jf. herom i afsnit 4.1.

²³⁰ Jf. Kommissionens forslag af 8. marts 2018 til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om europæiske crowdfundingtjenesteudbydere for erhvervslivet, COM (2018) 113 final, s. 2.

²³¹ Kommissionens meddelelse af 27. marts 2014, *Udnyttelse af potentialet ved crowdfunding i Den Europæiske Union*, COM(2014) 172 final, s. 2, fodnote 5.

CFR består grundlæggende i at varetage samtlige interesser på et velbalanceret grundlag. Retstilstanden for CFR er endnu relativ ny, og det er derfor besværligt at lave en endelig konklusion på, om udelukelsen af aftalte lånestrukturer er passende eller ej.

Kapitel III: Konkluderende om CFR

9 Konklusion

Historisk har SMV'ernes mest anvendelige finansieringsform været bankfinansiering. Banklån har imidlertid vist sig at være kostbart for SMV'er og set i lyset af finanskrisen, er det kun blevet endnu vanskeligere for nyetablerede selskaber at optage fornuftige lån i banken. I stedet har SMV'erne søgt mod alternative finansieringsformer, hvoraf crowdfunding er blevet det største marked for alternativ finansiering i EU. Den stigende interesse for crowdfunding førte også til, at EU som et led i en samlet kapitalmarkedsunion vedtog CFR, som trådte i kraft den 10. november 2021.

CFR regulerer crowdfundingstjenesteudbydernes udbud af crowdfundingplatforme i EU, hvor det har været afgørende for EU, at de deltagende aktørers interesser behørigt er blevet varetaget. Interesseafvejningen har resulteret i tre primære formål: Et *innovationshensyn* som dels skulle sikre lettere finansiering for SMV'erne, og dels skulle give crowdfundingstjenesteudbydere bedre forudsætninger for at udøve grænseoverskridende crowdfundingsvirksomhed. Et *investorbeskyttelseshensyn* som skulle sikre et vist beskyttelsesniveau for de investorer, som ønskede at deltage i et crowdfundingsudbud. Og endeligt et hensyn til at sikre et *level playing field*, der skaber et ensartet og gennemsigtigt retsgrundlag for crowdfunding, hvilket er i samtlige aktørers interesse.

Baseret på CFR, herunder dennes hensyn, har det været formålet at analysere hvilke retlige udfordringer, som CFR indeholder for aktørerne i et crowdfundingsudbud. Fundamentet for analysen har bestået i den retsdogmatiske metode, hvor øvrige juridiske metodikker perifært har været benyttet for at skabe en mere nuanceret og dybdegående analyse.

Den analyserende del har centreret sig om fire retlige udfordringer for aktørerne på crowdfundingsmarkedet.

I afsnit 5 blev det ud fra et dansk perspektiv analyseret, om forbuddet i SL § 1, stk. 3 er foreneligt med CFR. Forbuddet blev oprindeligt vedtaget i 1973 under hensyn til de mindre selskabers lukkede og kendte ejerkredse samt for at undgå en tung og uhensigtsmæssig EU-regulering. Som følge af vedtagelsen af CFR har det været diskuteret, om forbuddet er EU-retsstridigt, hvoraf flere interesseorganisationer, teoretikere og politikker har udtrykt deres undren over, at forbuddet fortsat er opretholdt. Det afgørende forhold for om SL § 1, stk. 3 er EU-retsstridigt eller ej, beror i denne henseende på, om CFR reelt finder anvendelse på anparter. Selvom CFR's anvendelsesområde er behæftet med usikkerheder, vurderes dels, at CFR også finder anvendelse på anparter grundet deres omsættelighed, jf. SL § 48, og dels at forbuddet i SL § 1, stk. 3 ikke udgør en gyldig »restriktion«. Den nuværende retstilstand i dansk selskabslovgivning er derfor EU-retsstridig. For de danske projektejerers vedkommende indebærer forbuddet en retsusikkerhed, som man må håbe, at der snart kommer afklaring på.

Afsnit 6 undersøgte, i hvilket omfang CFR levede op til målsætningen om at skabe et level playing field. I denne forbindelse underminerer regelarbitrage reelt et ensartet og fælles retsgrundlag. Det har derfor været en prioritet for EU at sikre, at regel arbitrage ikke kunne forekomme. Den mest fremtrædende bestemmelse omkring skabelsen af et level playing field er artikel 18, der indeholder et pas-regime. Trods en tidligere kritik af pas-regimet grundet dets uklarhed, har Kommissionen indført standardiserede ansøgningsblanketter, der sikrer, at der ikke kan forekomme forskelligheder i ansøgnings-

processen. Ved håndhævelsen af CFR har det været diskuteret, om tilsynskompetencen skulle centraliseres eller uddelegeres til medlemsstaterne. Valget faldt på sidstnævnte, hvoraf de nationale myndigheder skal sikre, at crowdfundingstjenesteudbydere overholder deres retlige forpligtelser. Henset til den brede skønsbeføjelse i artikel 15, stk. 2 må retstilstanden konkluderes at indeholde en reel risiko for regelarbitrage. Såfremt enkelte crowdfundingstjenesteudbydere opnår fordele i nogle specifikke jurisdiktioner, vil det medføre en forvrænget konkurrence til ulempe for andre crowdfundingstjenesteudbydere. Desuden vil beskyttelsen af investorerne i de jurisdiktioner, hvor der er et lempeligere tilsyn også tage skade. Der er indikationer fra Tyskland på, at regelarbitrage er en realitet. Ikke desto mindre er der fortsat behov for flere empiriske data, før man entydigt kan fastslå, om regelarbitragen faktisk er indtruffet.

Ethvert likvidt finansielt marked forudsætter, at man kan videresælge sine investeringer. I denne henseende har afsnit 7 analyseret, om CFR i tilstrækkelig grad varetager investorbeskyttelseshensynet på det sekundære marked. Udover artikel 25 er det sekundære marked ikke yderligere reguleret i CFR. Den manglende regulering har givet anledning til tre kritikpunkter: *For det første* er der risikoen for asymmetrisk information, hvoraf den køvende investor risikerer at erhverve kapitalandele på et uoplyst grundlag. *For det andet* kan opslagstavlerne reelt drives af tredjemand, som ikke er underlagt samme organisatoriske sikkerhedskrav, som crowdfundingstjenesteudbydere er. Uanset om det er tredjemand eller en crowdfundingstjenesteudbyder, som driver opslagstavlen, er de afskåret fra at kunne yde nogen form for assistance, idet man i givet fald vil blive anset som investeringsforening efter MiFID II-direktivet. *Endeligt* stiller uigennemsigtheden og de manglende oplysninger den sælgende investor i en position, hvor vedkommende kan risikere at ifalde et civilretligt ansvar for ikke at varetage sin loyale oplysningspligt. Det investorbeskyttelseshensyn som har været en mærkesag for EU ved reguleringen af det primære crowdfundingsmarked, har ikke fulgt med til det sekundære marked. CFR indeholder således væsentlige udfordringer for investorerne på det sekundære marked.

Slutteligt er det i afsnit 8 undersøgt, om CFR's afgrænsning over for brugen af lånestruktureringer er hensigtsmæssig for projekterne. Det er almindeligt forekommende, at selskabers finansieringsbehov dækkes af diverse lån fra flere kreditorer som internt aftaler en allokering af deres kreditrisici. CFR's forståelse af lånebaseret crowdfunding er imidlertid lån, som projektejerens *ubetinget* tilbagebetaler. På den ene side er afgrænsningen med til at sikre, at investorer har større sandsynlighed på at blive tilbagebetalt, hvilket tilgodeser investorbeskyttelseshensynet. På den anden side er det en væsentlig begrænsning i projekternes finansieringsretlige fleksibilitet, hvilket begrænser innovationshensynet. Det har således været en balanceafvejning for EU, hvor man i denne henseende har prioriteret investorerne frem for projekterne. Om denne afvejning er hensigtsmæssig, kan ikke besvares entydigt.

Sammenfattende indeholder CFR en række hensigtsmæssige tiltag for aktørerne. Implementeringen af pas-regimet er med til at sikre en skalering af crowdfundingsmarkedet, mens man i stort omfang har beskyttet investorerne ved at afgrænse, at der alene kan ydes lån med ubetinget tilbagebetaling. Forordningen indeholder dog også en række retlige udfordringer: Med uddelegeringen af tilsynskompetencen til de nationale myndigheder er der opstået en risiko for, at visse crowdfundingstjenesteudbydere vil benytte regelarbitrage for at blive underlagt lempeligere tilsyn. Såfremt en investor vil videresælge sin investering på det sekundære marked, yder CFR ikke en tilstrækkelig beskyttelse – hverken for den sælgende eller køvende investor. Selvom afgrænsningen over for lån med ubetinget tilbagebetaling tilgodeser investorerne, kan det modsat vise sig at være en uhensigtsmæssig begrænsning af projekternes finansieringsmuligheder. Endelig medfører CFR – fra et dansk perspektiv – en udfordring ved SL § 1, stk. 3, som stiller danske projektere i en position, hvor de må drage til udlandet for at opnå finansiering via crowdfunding.

10 Litteraturliste

10.1 EU-retlige retsakter mv.

EBA's holdning af 26. februar 2015, *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*, EBA/Op/2015/03

EBI, *Regulatory Arbitrage in a FinTech World: Devising an Optimal EU Regulatory Response to Crowdlending*, EBI Working Paper Series, 2018(4)

ESMA's konsultationsdokument af 26. februar 2021, *Draft technical standards under the ECSP Regulation*, ESMA/35-36-2201

ESMA's Q/A, *On the European crowdfunding service providers for business Regulation*, ESMA35-42-1088

ESMA's rapport af 2. februar 2024, *Miscellaneous reporting to ESMA*, ESMA35-42-1305

ESMA's rapport af 10. november 2021, *Draft technical standards under the European crowdfunding service providers for business Regulation*, ESMA-35-42-1183

Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalgs notat af 3. august 2018 om forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om europæiske crowdfundingtjenesteudbydere for erhvervslivet 2018/0047(COD)

Kommissionens arbejdsdokument af 8. marts 2018 til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om europæiske crowdfundingtjenesteudbydere for erhvervslivet, SWD (2018) 56 final

Kommissionens arbejdsdokument af 8. juni 2017, *Økonomisk analyse af kapitalmarkedsunionen*, SWD (2017) 224 final

Kommissionens arbejdsdokument af 3. maj 2016, *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, SWD (2016) 154 final

Kommissionens delegerede forordning (EU) 2022/2112 af 13. juli 2022 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2020/1503 for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder, som præciserer kravene til og bestemmelserne for ansøgningen om tilladelse til at fungere som crowdfundingtjenesteudbydere

Kommissionens delegerede forordning (EU) 2022/1988 af 12. juli 2022 om forlængelse af overgangsperioden for at muliggøre fortsat levering af crowdfundingtjenester i overensstemmelse med national ret, jf. artikel 48, stk. 1, i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2020/1503

Kommissionens forslag af 8. marts 2018 til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om europæiske crowdfundingtjenesteudbydere for erhvervslivet, COM(2018) 113 final

Kommissionens grønbog af 25. marts 2013, *Langsigtet finansiering af den europæiske økonomi*, COM (2013) 150 final

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

Kommissionens konsultationsdokument, *Crowdfunding in the EU – Exploring the added value of potential EU action*, 2013

Kommissionens meddelelse af 25. november 2021, *Kapitalmarkedsunionen – Gennemførelse et år efter handlingsplanen*, COM (2021) 720 final

Kommissionens meddelelse af 24. september 2020, *En kapitalmarkedsunion for mennesker og virksomheder – ny handlingsplan*, COM (2020) 590 final

Kommissionens meddelelse af 30. september 2015, *Handlingsplan for etablering af en kapitalmarkedsunion*, SWD (2015) 184 final

Kommissionens meddelelse af 27. marts 2014, *Udnyttelse af potentialet ved crowdfunding i Den Europæiske Union*, COM(2014) 172 final

Kommissionens rapport af januar 2017, *Assessing the potential for crowdfunding and other forms of alternative finance to support research and innovation*

Parlamentets beslutning af 9. juli 2015 om etablering af en kapitalmarkedsunion, 2015/2634 (RSP)

Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2020/1503 af 7. oktober 2020 om europæiske crowdfunding-tjenesteudbydere for erhvervslivet og om ændring af forordning (EU) 2017/1129 og direktiv (EU) 2019/1937

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

Parlamentets rapport af 9. november 2018 om forslaget til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om europæiske crowdfundingtjenesteudbydere for erhvervslivet, COM(2018) 113 final, A8-0364/2018

Rådets andet direktiv 77/91/EØF af 13. december 1976 om samordning af de garantier, der kræves i medlemsstaterne af de i artikel 58, stk. 2, i traktaten nævnte selskaber til beskyttelse af såvel selskabsdeltagernes som tredjemands interesser, for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelsen af og ændringer i dets kapital, med det formål at gøre disse garantier lige byrdefulde (2. selskabsdirektiv)

Rådets note af 20. juli 2020 om afstemningsresultatet for CFR, 2018/0048 (COD)

Rådets tredje direktiv 78/855/EØF af 9. oktober 1978 med hjemmel i traktatens artikel 54, stk. 3, litra g), om fusioner af aktieselskaber (3. selskabsdirektiv)

10.2 Dansk lovgivning mv.

2. behandling af nr. B 87 ved 71. møde af 2. juni 2023 om at afskaffe forbuddet mod anpartsselskabers brug af crowdfunding, afstemningsnummer 361

Beslutningsforslag nr. B 87 af 17. marts 2023, *Forslag til folketingsbeslutning om at afskaffe forbuddet mod anpartsselskabers brug af crowdfunding*, Folketinget 2022-23 (2. samling), Folketingstidende Tillæg A

Erhvervsministeriets besvarelse af 16. januar 2024 af spørgsmål 88 alm. del stillet af Folketingets Erhvervsudvalg den 19. december 2023

Erhvervsministeriets grund- og nærhedsnotat til Folketingets Europaudvalg af april 2018, ERU Alm. del bilag 156

Lovbekendtgørelse nr. 198 af 26. februar 2024 om kapitalmarkeder

Lovbekendtgørelse nr. 1168 af 1. september 2023 om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven)

Lovbekendtgørelse nr. 53 af 18. januar 2023 om betalinger

Lovbekendtgørelse nr. 1600 af 25. december 2022 af konkursloven

Lovforslag nr. 155 af 15. marts 2017, Tillæg A

Lovforslag nr. 170 af 25. marts 2009, Tillæg A

Lovforslag nr. 172 af 31. januar 1973, Tillæg F

Lov nr. 371 af 13. juni 1973 om anpartsselskaber

Moderniseringsudvalgets betænkning nr. 1498 af 2008 om modernisering af selskabsretten

Morten Bødskovs udtalelse under 1. behandling af B 87: Om at afskaffe forbuddet mod anpartsselskabers brug af crowdfunding af 17. maj 2023

10.3 Praksis

10.3.1 EUD's praksis

EUD's dom af 25. februar 2010 i sag C-381/08, *Car Trim*, ECLI:EU:C:2010:90

EUD's dom af 3. maj 2007 i sag C-386/05, *Color Drack*, ECLI:EU:C:2007:262

EUD's dom af 24. oktober 1996, *Kraaijeveld m.fl.*, ECLI:EU:C:1996:404

EUD's dom af 15. juli 1964 i sag C-6/64, *Costa mod ENEL*, EU:C:1960:48

10.3.2 Dansk praksis

Erhvervsankenævnets kendelse af 21. juni 1993, nr. 92-97.899

10.4 Juridisk litteratur

Amanda Emilia Kamph & Layal Sarhan, *Anpartsbaseret crowdfunding – om adgangen til at lovliggøre anpartsselskabers anvendelse af equity-crowdfunding samt den potentielle regulering heraf*, ET.2022.227, Karnov Group, 2022

Amir Licht, *Cross-Listing and Corporate Governance: Bonding or Avoiding?*, Chicago Journal of International Law, vol. 4(1), 2003

Anna Lukkarinen, *Equity Crowdfunding: Principles and Investor Behavior*, i Rotem Shneor, Liang Zhao & Bjørn-Tore Flåten (red.), *Advances in Crowdfunding: Research and Practice*, Palgrave Macmillan, 2020

Anne Hakvoort, *Secondary Trading of Crowdfunding Investments*, i Pietro Ortolani & Marije Louisse (red.), *The EU Crowdfunding Regulation*, Oxford University Press, 2022

Arjya Majumdar, *Regulatory Arbitrage in Cross Border Crowdfunding*, i Douglas Cumming & Sofia Johan (red.), *The Oxford Handbook of IPOs*, Oxford University Press, 2018

Bernhard Gomard, *Aktieselskaber & anpartsselskaber efter lovene af 13. juni 1973: Et foreløbigt grundrids*, Juristforbundets forlag, 1974

Boris Cournéde, Oliver Denk & Peter Hoeller, *Finance and Inclusive Growth*, OECD Economic Policy Paper nr. 14, 2015

Carina Risvig Hamer & Sten Schaumburg-Müller, *Juraens verden: Metoder, retskilder og discipliner*, 1. udg., Djøf Forlag, 2020

Carsten Munk-Hansen, *Den juridiske løsning*, Jurist- og Økonomforbundets forlag, 2017

Carsten Munk-Hansen, *Retsvidenskabsteori*, 3. udg., Djøf Forlag, 2022

Christina Tvarnø & Ruth Nielsen, *Retskilder og retsteorier*, 6. udg., Djøf Forlag, 2021

Danny Busch, *The future of EU financial law*, Capital Markets Law Journal, vol. 17(1), 2022

Dirk Zetsche & Christina Preiner, *Cross-Border Crowdfunding: Towards a Single Crowdlending and Crowdinvesting Market for Europe*, European Business Organization Law Review, vol. 19, 2018

Elif Härkönen, Thomas Neumann & Cecilie Højvang Christensen, *The Regulation of Crowdfunding in the Nordic Countries*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022

Erik Werlauff, *Obligationsretten – en introduktion*, 3. udg., Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2017

Eugenia Macchiavello, *Conclusions about the ECSPR and its harmonization force: A brief summary of the objectives achieved and the remaining 'grey' areas from a comparative law perspective*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022

Eugenia Macchiavello & Antonella Sciarrone Alibrandi, *Marketplace Lending as a New Means of Raising Capital in the Internal Market: True Disintermediation or Reintermediation?*, i Emiliós Avgouleas & Heikki Marjosola, *Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance*, European Company and Financial Law Review, De Gruyter, vol. 5, 2022

Eugenia Macchiavello, *The Challenges Awaiting the European Crowdfunding Services Providers Regulation: Ready for Launch?*, Nordic Journal of Commercial Law, 2022

Eugenia Macchiavello, *The scope of the ECSPR: The difficult compromise between harmonization, client protection and 'the level playing field' (arts 1-2, 46, 48-9, 51)*, i Eugenia Macchiavello (red.),

Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary, Edward Elgar Publishing Limited, 2022

Fathali Firoozi, Abol Jalilvand & Donald Lien, *Information Asymmetry and Adverse Wealth Effects of Crowdfunding*, *The Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 18(1), 2016

Finanstilsynets orientering af 18. november 2013 om samspillet mellem alternativ finansiering og den finansielle regulering

Francesca Chiarelli, Leonardo Droghini & Raffaele D'Ambrosio, *Supervision and reporting obligations of crowdfunding service providers (arts 15-16)*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022

GreenbergTraurig, *The GT M&A Report*, vol. 6(2), 2014

Henrik Kure, *Finansieringsret*, 3. udg., Karnov Group, 2021

Ignatius Ekanem & Steve Ideh, *Crowdfunding and Entrepreneurship*, Routledge, 2023

Iustina Boitan, *Crowdlending and Financial Inclusion Evidence from EU Countries*, *Economic Alternatives*, vol. 2016(4), 2016

Jens Evald, *Juridisk teori, metode og videnskab*, 3. udg., Djøf Forlag, 2024

Jens Peter Christensen, *Hvad kan man egentlig bruge juridisk litteratur til i praksis*, U.2017B.312, Karnov Group, 2017

Jesper Lau Hansen, *Børsretten*, 7. udg., Djøf Forlag, 2023

Jesper Lau Hansen, *Crowdfundingforordningen og anpartsselskaber*, ET.2023.044, Karnov Group, 2023

John Armour & Luca Enriques, *The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts*, *Modern Law Review*, vol. 81(1), 2018

Karsten Wenzlaff, Ana Odorovic & Sebastian Spaeth, *Into the Unknown – Monitoring how European Digital Finance Platforms adapt to the new European Crowdfunding Service Provider Regime (ECSP-R)*, University of Hamburg – Digital Markets – Working Paper, 2024

Karsten Wenzlaff & Ana Odorovic, *The crowdfunding regulation in Germany – on the path to self-isolation?*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022

Karsten Wenzlaff, Ana Odorovic, Tobias Riethmüller & Patrick Wambold, *On the merits of the key investment information sheet in the ESCPR (Arts 23-24 and annex I)*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022

Kenneth Schmidt Rasmussen, *Overladelser af konstitutionelle beføjelser*, 1. udg., Djøf Forlag, 2021

Kristof De Buysere, Oliver Gajda, Ronald Kleverlaan & Dan Marom, *A Framework for European Crowdfunding*, Impressum, 2012

Lars Hedegaard Kristensen & Henrik Kure, *Tilbage trædelseserklæringer*, ET.2023.180, Karnov Group, 2023

Lars Henrik Gam Madsen, *Retsdogmatisk forskning i praksis*, Creative Commons licens, 2014

Linda Nielsen, *Finansret*, 1. udg., Djøf Forlag, 2019

Lone Hansen & Erik Werlauff, *Den juridiske metode*, 3. udg., Djøf Forlag, 2022

Louise Victoria Johansen & Cecilie Brito Cederstrøm, *Ret på tværs*, 1. udg., Djøf Forlag, 2023

Matteo Gargantini, *Secondary Markets for Crowdfunding: Bulletin Boards (Art 25)*, i Eugenia Macchiaro (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022

Melvin Eisenberg, *Disclosure in Contract Law*, California Law Review, 91(6), 2003

Niamh Moloney, *The age of ESMA*, Hart Publishing, 2018

Niels Fenger, *Forarbejders retskildeværdi i EU-retten*, U.2014B.392, Karnov Group, 2014

Panagiotis Staikouras, *The European Union Proposal for a Regulation on Cross-Border Crowdfunding Services: A Solemn or Pie-Crust Promise?*, European Business Law Review, 31(6), 2020

Peter Chapman, *Crowdfunding*, i Jelena Madir (red.) *Fintech: Law and Regulation*, Edward Elgar Publishing Limited, 2021

Peter Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, *Børs og kapitalmarkedsretten*, 5. udg., Jurist- og Økonomiforbundets forlag, 2012

Peter Villadsen, *Kompendium i EU-ret*, 2. udg., Samfundslitteratur, 2024

Philip Risbjørn & Thomas Krüger Andersen, *Om prospektpligt ved udbud af unoterede værdipapirer*, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, 2003(1)

Piotr Pazowski & Witold Czudec, *Economic Prospects and Conditions of Crowdfunding*, Make Learn, 2014

Rotem Schneor, Karsten Wenzlaff, Kostyantyn Boyko & Prince Baah-Pepurah, *The European Crowdfunding Market Report 2023*, University of Agder Crowdfunding Research Center, 2023

Signe Andersen, *Crowdfunding som alternativ finansieringsform*, i Hanne Søndergaard Birkmose, Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen (red.), *Selskaber: Aktuelle emner II*, Djøf forlag, 2019

Stefan Westh Wiencken & Rasmus Schou Pedersen, *Civil Liability for the Key Investment Information Sheet in Denmark*, Nordic Journal of Commercial Law, 2022(2), 2022

Søren Brinkmann & Mads Ebert Rasmussen, *The New EU Crowdfunding Regulation – Explanations & Perspectives*, Nordic Journal of Commercial Law, 2022(2), 2022

Tania Ziegler & Rotem Schneor, *Lending Crowdfunding: Principles and Market Development*, i Rotem Schneor, Liang Zhao & Bjørn-Tore Flåten (red.), *Advances in Crowdfunding: Research and Practice*, Palgrave Macmillan, 2020

Thomas Krüger Andersen & Jørgen Bek Weiss Hansen, *Finansiering*, i Jesper Lau Hansen & Jørgen Bek Weiss Hansen (red.), *Iværksætterens juridiske udfordringer*, 3. udg., Djøf Forlag, 2022

Thomas Neumann, *Aktuelle selskabs- og skatteretlige aspekter af aktiecrowdfunding*, ET.2022.22, Karnov Group, 2022

Thomas Neumann & Cecilie Højvang Christensen, *The Regulation of Crowdfunding in the Nordic Countries*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022

Timothy Guinnane, *German company law 1794-1897*, i Harwell Wells (red.), *Research Handbook on the History of Corporate and Company Law*, Edward Elgar Publishing Limited, 2018

Ulla Neergaard & Ruth Nielsen, *EU-ret*, 8. udg., Karnov Group, 2020

Ulrik Rammeskov Bang-Pedersen, Lasse Højlund Christensen, Kim Jensen, Christian Jul Madsen & Andreas Mylin, *Rekonstruktion – Teori og praksis*, 3. udg., Djøf Forlag, 2023

University of Cambridge, *Sustaining momentum: The 2nd European Alternative Finance Industry Report*, Cambridge Center for Alternative Finance, 2016

Vittorio Tortorici, *The EU Passporting System for Crowdfunding Service Providers: Towards a New Type of Passport for Digital Financial Services? (Art 18)*, i Eugenia Macchiavello (red.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing Limited, 2022

Wanxiang Cai, Friedemann Polzin & Erik Stam, *Legal Institutions, Social Capital, and Financial Crowdfunding: A Multilevel Perspective*, i Rotem Shneor, Liang Zhao & Bjørn-Tore Flåten (red.), *Advances in Crowdfunding: Research and Practice*, Palgrave Macmillan, 2020

10.5 Andet litteratur

Association for Financial Markets in Europe, *The Shortage of Risk Capital for Europe's High Growth Businesses*, 2017

Børsen, *Sådan får vi gjort alle danskere til "investeringsløver"*, 2023, link: https://borsen.dk/nyheder/opinion/vi-skal-vaere-fraadende-lokale-kapitalister?b_source=borsen&b_medium=row_17&b_campaign=opinion_news_5 (sidst besøgt d. 10. maj 2024)

Erhvervslivets EU- og regelforums anbefaling nr. 73 af 21. marts 2021, *Anpartsselskaber skal kunne lave crowdfunding med udbud af kapitalandele*

ESMA's officielle hjemmeside: <https://www.esma.europa.eu/about-esma> (sidst besøgt den 10. maj 2024)

ESMA's register over crowdfundingstjenesteudbydere i EU per 10. april 2024, link: https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_upreg

European Crowdfunding Network, *Review of Crowdfunding Regulation 2017 – Interpretations of Existing Regulation Concerning Crowdfunding in Europe, North America and Israel*, 2017

Danmarks Statistik, *Iværksættere*, 2024, link: <https://www.dst.dk/da/Statistik/emner/erhvervsliv/erhvervslivets-struktur/ivaerksaettere> (sidst besøgt den 10. maj 2024)

Dansk Crowdfunding Forenings henvendelse af 8. maj 2023 til Erhvervsudvalget, 2022-23, Bilag 148

Dansk Erhverv, *Hver tredje startup ville søge crowdfunding, hvis det var mere tilgængeligt i Danmark*, link: <https://www.danskerhverv.dk/politik-og-analyser/analyser/2021/november/hver-tredje-startup-ville-soge-crowdfunding-hvis-det-var-mere-tilgangeligt-i-danmark/> (sidst besøgt den 10. maj 2024)

DI, *Flere nye vækstvirksomheder: En ny iværksætterpolitik for Danmark*

EIFO, *Dansk crowdfunding – tendenser fra 2022, 2022*

K-News, *Nølede dansk lovgivning spænder ben for små og mellemstore virksomheder*, 2023, link: <https://www.k-news.dk/artikler/noelende-dansk-lovgivning-spaender-ben-for-smaa-og-mellemstore-virksomheder> (sidst besøgt den 10. maj 2024)

10.6 Udenlandsk lovgivning mv.

Code of Federal Regulations § 227.202 (link: <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-227> (sidst besøgt den 10. maj 2024))

Lag (2021:899) med kompletterande bestämmelser till EU:s förordning om gräsrotsfinansiering (link: https://www.riksdagen.se/sv/dokument-och-lagar/dokument/svensk-forfattningssamling/lag-2021899-med-kompletterande-bestammelser_sfs-2021-899/ (sidst besøgt den 10. maj 2024))

Lov nr. 179 af 18. oktober 2012, *Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese*, § 30 (på dansk: Yderligere hasteforanstaltninger for statens vækst)

Lov om aksjeselskaper (aksjeloven), LOV-1997-06-13-44 (link: https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1997-06-13-44/*#* (sidst besøgt den 10. maj 2024))

The Belgian Code on Companies and Associations (link: https://corporategovernancecommittee.be/assets/pagedoc/2003973319-1651062453_1651062453-2020-belgian-code-on-corporate-governance.pdf (sidst besøgt den 10. maj 2024))

The Financial Conduct Authority, *Engagement Paper 5: The Public Offer Platform*, juli 2023

11 Bilag

Bilag 1: Specialets omfang

Statistik:	
Sider	54
Ord	19.842
Tegn (uden mellemrum)	124.105
Tegn (med mellemrum)	143.857
Afsnit	303
Linjer	1.818
☐ Medtag fodnoter og slutnoter	

Dokumentation for specialets omfang

Bilag 2: Procesplan

Denne procesplan (»Procesplanen«) blev udarbejdet den 2. februar 2024 for undertegnede, Peter Christian Nyborg Villadsen. Formålet med Procesplanen er at fastlægge målsætningerne og arbejdsprocessen for specialeskrivningen.

1. Målsætninger

- 1.1. Der er sat to målsætninger for specialeskrivningen: En målsætning for specialet, og en målsætning for selve arbejdsprocessen.
- 1.2. Den primære målsætning består i at udarbejde et kvalitativt speciale, som opfylder læringsmålene og besvarer dets problemformulering på et fyldestgørende grundlag. Hertil er ambitionen, at specialet vurderes til karakteren 12.
- 1.3. Den sekundære målsætning er arbejdsprocessen. Specialeskrivningen foregår i perioden 1. februar 2024 indtil afleveringsdatoen den 16. maj 2024. Det er således en relativ lang skriveproces. Det tilstræbes, at der skabes de bedste forudsætninger for en god skriveproces, hvor der vil være plads til faglig fordybelse med minimale stressperioder.
- 1.4. Det vurderes, at forudsætningerne for en god skriveproces består i en grundig og realistisk planlægning. Der henvises i denne forbindelse til Procesplanens afsnit 6 for uddybning.

2. Tid, ressourcer og kvalitet

- 2.1. For at opnå målsætningerne angivet i Procesplanens punkt 1.2-1.3 kræves en høj arbejdsmoral. Der ligges stor faglig stolthed i, at det er min uddannelses afslutningsprojekt.
- 2.2. Med en afleveringsfrist til den 16. maj 2024 vurderes, at der er relativ god tid til at udarbejde et speciale, som opfylder målsætningen i Procesplanens punkt 1.2. Kvaliteten af mit arbejde falder, hvis der opstår stressperioder. Derfor prioriteres det, at der allerede fra start anlægges en hårdtarbejdende indsats, således risikoen for spidsbelastninger i slutningen af skriveprocessen mindskes mest muligt.
- 2.3. Jeg er meget systematisk anlagt og sætter stor værdi i, at arbejdsprocessen planlægges så detaljeret som muligt. Derfor er der planlagt både daglige arbejdsplaner og overordnede delmål med deadlines. Der er som udgangspunkt afsat tid i hverdagene fra 06.30-15.30 til udarbejdelse af specialet. Fra den 1. maj 2024 og frem, vil der dagligt blive arbejdet på specialet.
- 2.4. De overordnede delmål er anført i Procesplanens punkt 6.2.

3. Human resources

- 3.1. Jeg arbejder bedst, når jeg har ro og tid til faglig fordybelse. Derfor vil det blive prioriteret, at der skabes rolige fysiske rammer ved udarbejdelsen af specialet. Specialeskrivningen vil primært ske ved Aalborg Universitets studiesteder, ligesom specialeskrivningen også kan foregå hjemme.
- 3.2. Det er vigtigt, at der bevares et overblik over hele processen så vidt muligt. Derfor er der blevet lavet en faseinddelt plan for specialeskrivningen. Der henvises til Procesplanens punkt 6.2.
- 3.3. Under almindelige eksamener er det almindeligt, at fritidsliv nedprioriteres væsentligt i en begrænset periode op til eksamen. Det er ikke hensigtsmæssigt at benytte samme arbejdsform

ved udarbejdelsen af specialet. Der er derfor afsat klare tidsrammer for, hvornår jeg skal arbejde med specialet og hvornår jeg har fri. Der henvises til Procesplanens punkt 2.3.

- 3.4. Det prioriteres, at der relativt tidligt i skriveprocessen dannes en overordnet strukturering for specialet. Jeg har svært ved at holde den røde tråd, hvis der ikke er lagt en klar plan og struktur. Derfor vil der blive afsat en del tid af til research og strukturering af specialet i den indledende fase af skriveprocessen.
- 3.5. Der er en tendens til at min faglige argumentation kan blive (for) svært at læse og forstå. For at minimere risikoen for, at specialet skulle blive uforståeligt, er der afsat ekstratid til sproglige og grammatiske justeringer.
- 3.6. Jeg har ikke oplevet reelle problemer med overspringshandlinger eller lignende. For at sikre, at sociale medier mv. ikke skal forstyrre min fordybelse, vil mobiltelefonen blive lagt væk, mens internetforbindelsen på computeren vil blive slået fra (online-materiale vil blive downloadet lokalt på computeren).
- 3.7. Der er ikke foretaget nogle foranstaltninger for at opretholde motivationsniveauet. Motivationen har aldrig været et problem. Det forventes ikke at blive et problem under arbejdsprocessen.

4. Kommunikation

- 4.1. Det forventes ikke, at der bliver opsøgt ekstern feedback fra medstuderende eller andre (udover min specialevejleder).
- 4.2. Kvalitetssikringen af specialet sker ved, at der er afsagt over to uger alene til gennemgang. Det forventes, at specialet gennemgås flere gange.

5. Risikostyring

- 5.1. Den primære risiko er, at arbejdsplanen glipper. I så fald er der en reel risiko for, at overblikket også mistes, hvilket indebærer, at der kan opstå stresset perioder, som vil gå ud over kvaliteten af specialet. Det er derfor afgørende, at der er klare rammer for, hvornår der skal arbejdes og hvilke delmål der skal være opfyldte inden for en vis deadline. Der henvises til Procesplanens afsnit 2.3 samt 6.2.
- 5.2. Ro og kontrol giver de bedste forudsætninger for et godt resultat. Det prioriteres derfor, at der afsættes tilstrækkelig tid til at kunne fordybe sig, uden tidspres.
- 5.3. Den primære risiko bliver i starten af arbejdsprocessen. Der skal skrives i et emne, som ikke er blevet behandlet undervejs gennem studietiden. Det kræver en stor arbejdsindsats, hvor der skal forholdes til en stor mængde litteratur. For at forebygge risikoen for, at det bliver uoverskueligt, prioriteres det, at der afsættes relativ lang tid til research- og struktureringsperioden. Der henvises til Procesplanens afsnit 6.

6. Planlægning

- 6.1. Det er altafgørende, at der skabes klare rammer og deadlines for arbejdsprocessen. Formålet med en overordnet planlægning er dels at skabe overblik, og dels at sikre, at der kan afsættes behørig tid til specialet.
- 6.2. Den overordnede ramme er faseinddelt i fem faser:
 - 1. Research (15. januar – 25. februar)
 - 2. Strukturering (25. februar – 3. marts)

3. Udarbejdelse af analyse (4. marts – 14. april)
4. Øvrige afsnit (15. april – 30. april)
5. Tilpasning og rettelser (1. maj – 15. maj)

Faseinddelingen sikrer, at der er en overordnet ramme for arbejdsprocessen. Inden for rammen er der plads til eventuelle justeringer mv.

- 6.3. Der vil løbende blive evalueret, om faseinddelingen og den afsatte tid er hensigtsmæssig.

Underskrift

Aalborg den 2. februar 2024



Peter Christian Nyborg Villadsen

Bilag 3: Procesafsnit

Dette procesafsnit (»Procesafsnittet«) er udarbejdet den 10. maj 2024 for undertegnede, Peter Christian Nyborg Villadsen. Procesafsnittet er udarbejdet på baggrund af Procesplanen, jf. Bilag 2, der blev udarbejdet den 2. februar 2024. Formålet med Procesafsnittet er at reflektere over arbejdsprocessen, herunder hvilke udfordringer, som der har været undervejs.

1. Målsætninger

- 1.1. I Procesplanen blev der sat to målsætninger. For det første skulle der udarbejdes et kvalitativt speciale, som vurderes til karakteren 12, og for det andet skulle der skabes en god skriveproces, med plads til faglig fordybelse med minimal stres.
- 1.2. Min vurdering er, at der er udarbejdet et kvalitativt speciale, som opfylder læringsmålene. På nuværende tidspunkt er karaktergivningen og den eksterne vurdering ikke foretaget, hvorfor det ikke entydigt kan angives, om den primære målsætning er opnået.
- 1.3. Skriveprocessen har generelt været god. Der har været plads og tid til fordybelse, som har givet mulighed for en detaljeret analyse. Den gode skriveproces skyldes dels planlægningen af skriveperioden, jf. Procesafsnittets punkt 6.2, og dels at der relativt hurtigt blev lagt en struktur for specialet. Der har altid været et overordnet overblik over specialet og tidsdisponeringen. Alt i alt har skriveprocessen været sjov og lærerig.

2. Tid, ressourcer og kvalitet

- 2.1. Jeg er enig i Procesplanens punkt 2.2 vurdering af, at der var god tid til at skrive et godt speciale. Selvom der var god tid, prioriterede jeg, at der blev lagt en relativ høj arbejdsindsats fra start for at mindske risikoen for spidsperioder. Dette har lykkedes.
- 2.2. I Procesplanens punkt 2.3 var der anlagt en meget skematisk arbejdsgang. Normalvis er det denne fremgangsmåde, som jeg anvender ved almindelige eksamener. Det var imidlertid ikke en hensigtsmæssig arbejdsform ved specialeskrivningen. Jeg oplevede, at arbejdet blev force-ret, hvilket gik ud over arbejdsmoralen og kvaliteten af specialet. I stedet benyttede jeg en friere arbejdsform, jf. Procesafsnittets punkt 2.3.
- 2.3. Den friere arbejdsform bestod i, at jeg arbejdede dagligt (inklusive weekender og helligdage), indtil jeg følte, at jeg manglede fokus. Det skabte en mindre fastlåst arbejdstilgang. Den daglige arbejdsbyrde varierede således efter mit overskud på den pågældende dag. Der blev stort set arbejdet dagligt på specialet, hvoraf arbejdstiden varierede mellem 1 time og 11 timer dagligt.
- 2.4. Trods en prioritering om at sætte standarden højt i den indledende skrivefase, har det været overraskende, hvor mange grammatiske rettelser og sproglige justeringer, som der er blevet foretaget.
- 2.5. Efter der blev lagt en overordnet struktur for specialet, har det været prioriteret at sikre den røde tråd. Det vurderes, at samspillet mellem crowdfundingforordningens grundlæggende formål og de retlige udfordringer, som forordningen indeholder, er blevet belyst tilfredsstillende. Der er med andre ord sikret en rød tråd gennem specialet, som besvarer problemformuleringen. Jeg er derfor tilfreds med specialets kvalitet.

3. Human resources

- 3.1. For at sikre, at målsætningerne i Procesplanens punkt 1 blev opnået, har jeg reflekteret over mine kompetencer efter Aalborg Universitets ideologi om problembaseret læring (»PBL«). Ved at benytte programmet, »TeamKey«, kan jeg konstatere, at jeg er en »Administrator«. Som Administrator er jeg meget formålsorienteret og systematisk anlagt.
- 3.2. Ud af de fem PBL-kompetencer har jeg mine styrker inden for problemløsning, selvstændighed og projektstyring. Mine svagheder har således relateret sig til refleksionskompetence og formidling.
- 3.3. Jeg har en tendens til at udse mig én løsning eller besvarelse. Risikoen er, at jeg overser relevante nuancer eller andre synspunkter. En del af den retsdogmatiske metode er at belyse usikkerheder og uenigheder. Derfor har det været væsentligt, at jeg har været opmærksom på min refleksionskompetence. Ved brug af »SMART-modellen«, har jeg løbende evalueret og reflekteret over mine delkonklusioner og faglig argumentation. SMART-modellen består af seks refleksioner:
1. Specifikt: Hvad er det specifikt, som jeg vil opnå?
 2. Målbart: Hvordan måler jeg, at jeg har opnået det?
 3. Attraktivt: Hvorfor er målet attraktivt for mig?
 4. Realistisk: Er målet realistisk og opnåeligt?
 5. Tidsbestemt: Hvornår er deadline for målet?

Disse fem steps har kontinuerligt været benyttet i skriveprocessen. De har hjulpet mig til at reflektere over min juridiske argumentation og konklusion i specialet.

- 3.4. Min anden svaghed angår den skriftlige formidling. Det er afgørende, at min faglige argumentation er letlæselig og forståelig. For at sikre, at der er formuleret præcist og tydeligt, har jeg gentagende gange genlæst specialet – både i forhold til grammatiske rettelser og sproglige justeringer.
- 3.5. Efter at have reflekteret over min PBL-kompetenceprofil, har jeg vurderet, at mine to primære fokuspunkter i skriveprocessen har været refleksionskompetence og formidling. Ved brug af SMART-modellen og repeterende læsning af specialet, er det min vurdering, at specialet dels indeholder relevante faglige refleksioner, og dels er formidlet på et acceptabelt niveau.

4. Kommunikation

- 4.1. Helt grundlæggende har det været hensigtsmæssigt at være alene om at skrive specialet. Det har givet en autonomi til selv at vurdere, hvad specialet skal og ikke skal indeholde. Desuden har det givet gode forudsætninger for faglig fordybelse.
- 4.2. På den anden side ville det have været fordelagtigt at have andre at drøfte faglige diskussioner med. Som angivet i Procesafsnittets punkt 3.2, er en af mine svagheder refleksionskompetencen. Det manglende gruppearbejde medførte således en risiko for, at specialet mangler nuancer eller andre synsvinkler, som er blevet overset. Håndteringen af denne risiko er behandlet i Procesafsnittets punkt 5.1.
- 4.3. Der blev ikke indhentet feedback fra andre udover min specialevejleder.

5. Risikostyring

- 5.1. Den primære risiko har bestået i, at jeg har været for ensidig i min faglige argumentation og konklusioner. For at forebygge denne risiko har jeg forsøgt at modsvare mine konklusioner. Jeg har haft et stort fokus på, at den retsdogmatiske metode skal være analyserende, hvilket også

omfatter en analyse af eventuelle usikkerhedsmomenter på retsområdet. Fokusset har derfor kontinuerligt været at finde modsatrettede synspunkter mv.

- 5.2. I Procesplanens punkt 3.5 blev der anført, at jeg havde en tendens til at blive for kompleks i min faglig argumentation. Der har været afsat meget tid af til at genlæse og revurdere sætningsstrukturer, ordvalg, simplificering mv. Det vurderes, at det har lykkedes at sikre, at specialet er relativt letlæseligt.
- 5.3. I Procesplanens punkt 5 blev risikoen for stresset perioder og manglende overblik anset som den primære risiko. Der har på intet tidspunkt været stres involveret i skriveprocessen. Der blev relativt hurtigt sat en overordnet struktur og retning for specialeskrivningen, som sikrede overblik. Der henvises til Procesafsnittets punkt 6, der behandler skriveprocessens samlet planlægning.

6. Samlet planlægning

- 6.1. Det har været en topprioritet, at der blev skabt klare rammer og deadlines for skriveprocessen, jf. Procesplanens punkt 6.1. Derfor blev der udarbejdet delmål, som havde konkrete deadlines.
- 6.2. Den overordnede planlægning gav en ro og et overblik, som har været værdifuldt. Imidlertid var jeg altid foran planen, så den blev sjældent benyttet. Desuden kunne jeg konstatere, at det ikke var hensigtsmæssigt at opdele skriveprocessen så systematisk. Det blev for rigtigt for mig. I stedet har jeg brugt de fastsatte deadlines som rettesnor, mens jeg sprang rundt i specialet alt efter behov og motivation.
- 6.3. Efter en refleksion over Procesplanens punkt 6.2, kan jeg konstatere, at der var afsat for lidt tid til strukturings- og tilpasningsperioden. Som angivet ovenfor, har jeg heldigvis været i god tid under hele skriveprocessen, så det var ikke et problem at afsætte mere tid af til struktureringen eller tilpasningen af specialet.
- 6.4. Jeg vil formentligt benytte mig af en overordnet planlægning igen i fremtiden. Planlægningen vil dog ske med en erkendelse af, at det ikke må blive for rigtigt.

Underskrift

Aalborg den 10. maj 2024



Peter Christian Nyborg Villadsen