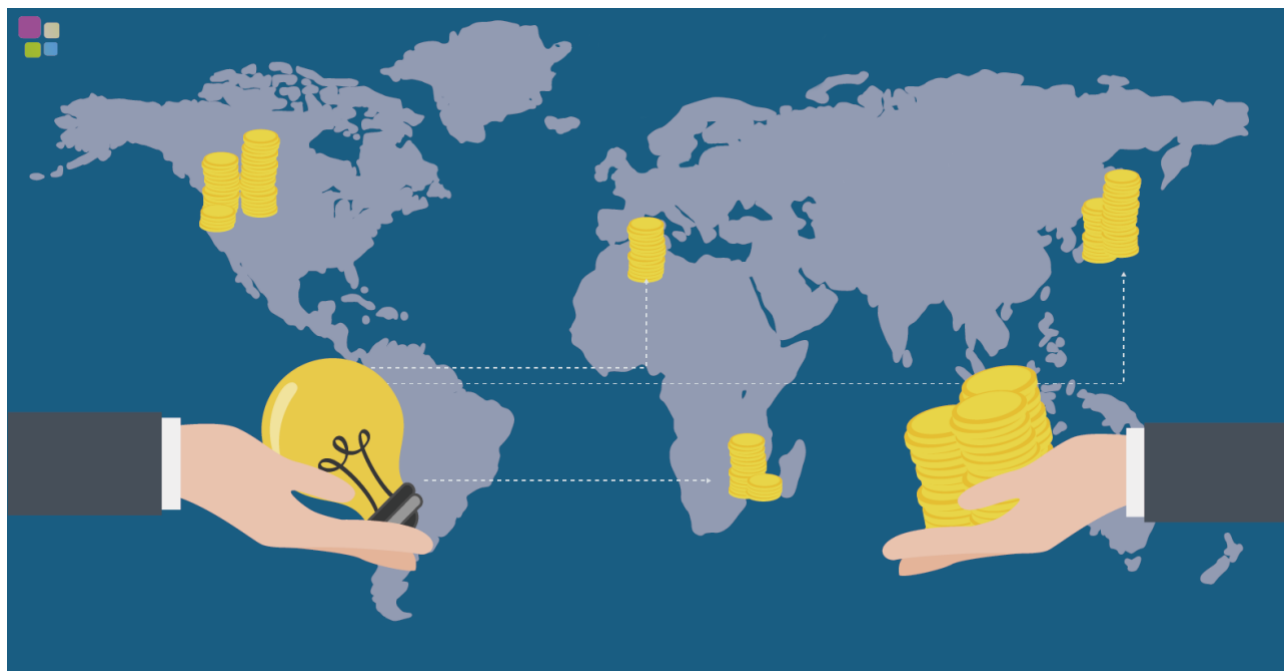


Equity crowdfunding

- *Det nye årtusindes andelsbevægelse?*

Equity crowdfunding – The cooperative movement of the new millennium?



© Projectfire.eu

15.05.2020

Cand.merc.(jur.)

Kandidatafhandling

Copenhagen Business School 2020

Milan Pedersen Eggert, 102561

Rasmus Røgenes Østergaard, 101291

Økonomisk vejleder: Peter Høgsted

Juridisk vejleder: Henrik Ejsbøl

Antal anslag: 266.550

Antal fysiske sider: 118

Indholdsfortegnelse

ABSTRACT	4
1 INTRODUKTION	5
1.1 INDLEDNING	5
1.2 PROBLEMFORMULERING	6
1.3 SYNSVINKEL	7
1.4 STRUKTUR	7
1.5 AFGRÆNSNING	8
1.6 METODE	11
1.6.1 JURIDISK METODE	11
1.6.2 ØKONOMISK METODE	13
1.6.3 INTEGRERET METODE	14
2 HVAD ER CROWDFUNDING?	16
2.1 INTRODUKTION	16
2.2 DEFINITION AF KONCEPTET	16
2.3 CROWDFUNDINGFORMER	17
2.3.1 DONATIONSBASERET CROWDFUNDING	17
2.3.2 REWARDBASERET CROWDFUNDING	18
2.3.3 LÅNEBASERET CROWDFUNDING	18
2.3.4 EQUITY CROWDFUNDING	18
2.4 AKTØRERNE I EN CROWDFUNDINGKAMPAGNE	19
2.4.1 PROJEKTEJEREN	19
2.4.2 INVESTOREN	19
2.4.3 PLATFORMUDBYDEREN	19
2.5 UDBREDELSE AF CROWDFUNDING	20
3 ØKONOMISK ANALYSE	25
3.1 ADGANGEN TIL KAPITAL OG BEHOVET FOR EQUITY CROWDFUNDING	25
3.1.1 REDEGØRELSE FOR FINANSIERINGSUDFORDRINGERNE	25
3.1.2 HVORNÅR ER EQUITY CROWDFUNDING RELEVANT?	28
3.2 FORDELE OG ULEMPER VED EQUITY CROWDFUNDING	30
3.2.1 FORDELE	30
3.2.2 ULEMPER	40
3.3 RISIKOEN FOR MARKEDSFEJL	48
3.3.1 ASYMMETRISK INFORMATION	49
3.3.2 KOLLEKTIV HANDLING-PROBLEMET	54
3.4 ØKONOMISK KONKLUSION	56
4 JURIDISK ANALYSE	57
4.1 SELSKABSRETTENS REGLER	57
4.1.1 SELSKABSKAPITALEN	58
4.1.2 HVEM ER "OFFENTLIGHEDEN"?	59

4.1.3 OMDANNELSE FRA APS TIL A/S	61
4.2 PROJEKTEJEREN	62
4.2.1 KAPITALMARKEDSLOVEN	63
4.2.2 PROSPEKTREGLERNE	65
4.2.3 SELSKABSLOVENS INDVIRKNING PÅ PROJEKTEJEREN	71
4.3 PLATFORMEN	73
4.3.1 VÆRDIPAPIRHANDLERE	73
4.3.2 FONDSMÆGLERSELSKABER	75
4.3.3 VALG AF MARKEDSPLADS	80
4.4 INVESTORBESKYTTELSE	83
4.4.1 INVESTORBESKYTTELSENS KRAV	86
4.4.2 KEND-DIN-KUNDE-PRINCIPPET	86
4.5 JURIDISK KONKLUSION	90
5 INTEGRERET ANALYSE	92
5.1 ØKONOMISKE ÆNDRINGSFORSLAG	92
5.1.1 SIGNALER FRA PROJEKTEJEREN	92
5.1.2 FEEDBACK-SYSTEMER	96
5.1.3 TROVÆRDIGT MELLEMLID	98
5.1.4 KOLLEKTIVE HANDLING-PROBLEMER	99
5.2 JURIDISKE ÆNDRINGSFORSLAG	101
5.2.1 MERE ATTRAKTIVT FOR "OFFENTLIGHEDEN"	101
5.2.2 INVESTORBESKYTTELSE	104
5.2.3 DANSK CROWDFUNDINGLOV	107
5.2.4 EU-HARMONISERING	108
5.3 FORSLAG TIL RETSPOLITISKE ÆNDRINGER	110
5.3.1 NATIONALE ÆNDRINGER	110
5.3.2 FÆLLES EUROPÆISKE REGLER	112
5.3.3 INTERNE RETNINGSLINJER	114
5.4 INTEGRERET KONKLUSION	115
6 KONKLUSION	117
7 LITTERATURLISTE	120

Abstract

The purpose of this thesis is to clarify the applicable legislation on equity crowdfunding in Denmark, and to identify the economic benefits and drawbacks related to the concept as seen from the perspective of the involved parties. Equity crowdfunding is an alternative form of financing, by which particularly SMEs obtains a better access to risk capital. Equity crowdfunding thereby allow SMEs to compile contributions from many individuals through an open request via an internet-based platform. It is therefore considered, that equity crowdfunding has the potential to fill in a funding gap for SMEs when they move from a start-up into the expansion phase. However, equity crowdfunding is still not prevalent in Denmark. This thesis investigates why this may be the case, and which legal initiatives can be implemented to ensure that the potential of crowdfunding as an alternative financing is optimally exploited. The thesis concludes that, as a rule, it is possible for a platform provider to establish in Denmark and for SMEs to use the platform to offer their shares, within the current legislative framework. Furthermore, it is found to be in the economic interest of the parties to engage in equity crowdfunding, where particularly the improved access to risk capital of SMEs is decisive. However, the parties must be aware of the substantial amount of asymmetric information that exists among the parties, and which can lead to market failure. The thesis finds that it will be necessary to implement a series of legal initiatives, which will contribute to making equity crowdfunding more desirable, and at the same time reduce the degree of asymmetric information and the risks of market failure.

The thesis suggests a modification to the Danish company law, so that limited liability companies is allowed to offer a limited amount of its shares to the public, which will contribute to making equity crowdfunding more desirable to SMEs, which are often organized as a limited liability company. However, at the same time a harmonization at EU-level will be necessary to create an internal market for equity crowdfunding within the European Union, where no domestic legislation will constitute an obstacle for the development in more sparsely populated countries. The proposed Regulation on crowdfunding service providers from the European Commission, which is still under review, is considered to be a step in the right direction. This thesis suggests a range of amendments to the proposal, which will contribute to reducing the degree of asymmetric information among the parties and minimizing the risks of market failure. The thesis concludes that these amendments will be suited to contribute to the development of an equity crowdfunding market in Denmark.

1 Introduktion

1.1 Indledning

”Aktie-crowdfunding har potentialet til at blive det nye årtusindes andelsbevægelse.”¹

Sådan sagde Benny Engelbrecht, daværende socialdemokratisk erhvervsordfører og nuværende transportminister i 2014, på et tidspunkt hvor udbredelsen af den alternative finansieringsform crowdfunding buldrede derudaf i flere europæiske lande, ført an af Storbritannien.

Også i Bruxelles var man begyndt at få øjnene op for den alternative finansieringsform,² og særligt underarten aktie-crowdfunding – eller equity crowdfunding – hvor unoterede virksomheder, gennem en åben opfordring på offentligt tilgængelige platforme, indhenter bidrag fra et stort antal af investorer i bytte for kapitalandele i virksomheden, ansås for at have et enormt potentiale, som kunne medvirke til at forbedre SMV’ernes adgang til risikovillig kapital i opstartsfasen.

Senest har en række lande, heriblandt Sverige og Finland, vedtaget national lovgivning, som direkte er målrettet equity crowdfunding. Danmark har endnu ikke tilpasset lovgivningen til denne alternative finansieringsform, og resultatet taler for sig selv; siden 2011 er der i Finland rejst mere end 500 mio. kr. ved equity crowdfunding, mens der i Sverige er rejst mere end 450 mio. kr.

I samme periode er der rejst 0 kr. via equity crowdfunding i Danmark.³

Enkelte platformudbydere har forsøgt at etablere sig i Danmark og få sat gang i udviklingen herhjemme, men de har alle måttet lukke ned igen kort efter lanceringen. Nystartede danske virksomheder må derfor søge til udlandet, hvis de ønsker at rejse kapital via equity crowdfundingplatforme. Senest har eksempelvis LuggageHero i 2019 rejst mere end 1,5 mio. euro i egenfinansiering fra 740 investorer via den engelske platform Seedrs.⁴

Men hvis potentialet ved equity crowdfunding er så stort, hvordan kan det så være at Danmark stadig ikke er hoppet med på bølgen, og i stedet bliver distanceret af de øvrige EU-lande på

¹ Information, *”Aktie-crowdfunding kan blive det nye årtusindes andelsbevægelse”* (2014)

² Crowdfunding in the EU – Exploring the added value of potential EU action (2013)

³ Iværksættere går glip af muligheder for investeringscrowdfunding (2019), s. 1

⁴ Seedrs, LuggageHero-kampagne

markedet for alternativ finansiering? Hvilke tiltag vil det være nødvendigt at indføre, for at sætte gang i udbredelsen herhjemme og derved tilsikre, at potentialet ved equity crowdfunding udnyttes optimalt? Og hvilke økonomiske fordele og ulemper er der forbundet med denne alternative finansieringsform for hhv. platformudbyderen, projektejeren og investoren?

Dette er spørgsmålene, som denne afhandling søger at finde svar på.

1.2 Problemformulering

Formålet med denne afhandling er at undersøge baggrunden for, at equity crowdfunding ikke er mere udbredt i Danmark, som det eksempelvis er tilfældet i andre lande, som vi normalt sammenligner os med. Hertil vil afhandlingen klarlægge gældende ret på området samt undersøge de økonomiske fordele og ulemper samt risici, der relaterer sig til equity crowdfunding. Endvidere ønsker afhandlingen at undersøge, hvad man kan gøre, for at gøre equity crowdfunding mere attraktivt i Danmark og derved tilsikre, at potentialet udnyttes optimalt. Afhandlingens overordnede problemformulering er dermed:

- Hvorfor har equity crowdfunding endnu ikke fundet fodfæste i Danmark, og hvordan kan man i højere grad udnytte potentialet?

Til at besvare den overordnede problemformulering, vil der i afhandlingens tre analyser blive besvaret følgende underspørgsmål:

Økonomisk

- Hvilke økonomiske fordele og ulemper er der forbundet med equity crowdfunding, og hvordan kan eventuelle markedsfejl føre til at potentialet ikke udnyttes optimalt?

Juridisk

- Hvilken betydning har den nationale regulering for udbredelsen af equity crowdfunding i Danmark?

Integreret

- Hvilke retspolitiske tiltag kan man implementere, for at man i højere grad kan udnytte potentialet ved equity crowdfunding?

1.3 Synsvinkel

Inden for crowdfunding er der grundlæggende tre centrale aktører, som på forskellig vis kan være omfattet af den relevante regulering; projektejer, investor og platformen.⁵ Konklusionen på analysen vil således i høj grad afhænge af, hvilken synsvinkel problemstillingen anskues ud fra.

Ved at analysere, hvilke potentielle muligheder og risici der er forbundet med equity crowdfunding ud fra hver enkelt af de tre centrale aktørers retsstilling, vil synsvinkel tages ud fra et samlet samfundsmæssigt synspunkt.

Formålet er hermed at åbne op for en bredere analyse, der kan inddrage hensynet til EU-retten og reguleringens samfundsmæssige påvirkninger i et økonomisk perspektiv. Denne fremgangsmåde forventes desuden, at kunne bidrage til en øget grad af objektivitet, da man fremfor at analysere equity crowdfunding ud fra en enkelt aktørs retsstilling, undersøger den overordnede retsstilling i relation til equity crowdfunding, med inddragelse af alle de centrale aktører, hvorfor det bidrager til en samfundsmæssig synsvinkel.

1.4 Struktur

Afhandlingen vil, udover det indledende metodiske kapitel, bestå af fem yderligere kapitler, som tilsammen vil besvare afhandlingens overordnede problemstilling om, hvorfor equity crowdfunding ikke bliver udnyttet i Danmark, som det er tilfældet i andre europæiske lande.

Efter det indledende metodiske kapitel, hvor afhandlingens anvendte metoder og afgrænsning beskrives, vil kapitel 2 bestå af et indledende, redegørende afsnit, hvor crowdfunding som koncept vil præsenteres. Kapitlet vil introducere crowdfunding på et overordnet niveau, hvor de forskellige crowdfundingformer samt de centrale aktører indenfor crowdfunding vil blive beskrevet. Dette er for at give læseren en grundlæggende forståelse for crowdfunding, og de forskellige crowdfundingformer. Endvidere vil udbredelsen af crowdfunding kortlægges, for at illustrere hvordan crowdfunding og herunder særligt equity crowdfunding har fundet indpas rundt omkring i Europa sammenlignet med Danmark.

Selve analysen vil indledes med den økonomiske analyse, da afhandlingen indledningsvist ønsker at fastslå, hvorvidt aktørerne på markedet har et incitament til og muligheden for at engagere sig

⁵ Finanstilsynet, *"Orientering om crowdfunding"* (2018)

i equity crowdfunding. Herefter vil undersøges, hvilken betydning den nationale regulering har for udbredelsen i Danmark.

Den økonomiske analyse vil indledningsvis fastlægge, hvorvidt der eksisterer en udfordring for danske iværksættervirksomheder og SMV'er med at rejse risikovillig kapital i opstartsfasen samt redegøre for, hvilket stadie de virksomheder, der typisk anvender equity crowdfunding, befinder sig på. Dernæst vil den økonomiske analyse undersøge, hvilke fordele og ulemper aktørerne møder ved equity crowdfunding, hvortil det vil blive analyseret, hvorledes eventuelle markedsfejl påvirker udbredelsen af equity crowdfunding i Danmark.

I den juridiske analyse vil det blive undersøgt, hvilken betydning den nationale regulering har for udbredelsen af equity crowdfunding i Danmark. Analysen vil derfor belyse gældende ret for de tre centrale aktører ved equity crowdfunding i Danmark, og ved inddragelse af gældende national ret samt EU-retten konkludere på, hvilken betydning de danske regler har for udbredelsen af equity crowdfunding. Den juridiske analyse vil afslutningsvis konkludere på, hvorledes den nationale regulering er til hinder for et dansk marked for equity crowdfunding.

Afhandlingens analyse afsluttes med en integreret analyse, hvor det via en retspolitisk analyse vil blive undersøgt, hvilke retspolitiske tiltag man kan implementere for at gøre equity crowdfunding mere attraktivt i Danmark og derved tilsikre, at potentialet udnyttes optimalt. Selve analysedelen afsluttes således med den integrerede analyse, da den økonomiske og juridiske analyse danner grundlaget for at kunne opstille en række tiltag, som vil kunne fremme markedet for equity crowdfunding i Danmark.

Afslutningsvist vil afhandlingen ende ud i en samlet konklusion, hvorved den overordnede problemformulering vil blive besvaret på baggrund af de tre analyser.

1.5 Afgrænsning

Crowdfunding består grundlæggende af fire af forskellige former; reward-, donations, lånebaseret og equity crowdfunding. Afhandlingen vil dog alene behandle equity crowdfunding, hvorfor de øvrige former kun kort vil blive beskrevet i afsnit 2.3, hvor de grundlæggende karakteristika ved de forskellige crowdfundingformer vil blive belyst. Formålet med den overordnede gennemgang af de forskellige crowdfundingformer er at give et overblik over crowdfunding som koncept, samtidig med at afhandlingen vil inddrage bl.a. rewardbaseret crowdfunding som en del af de mulige løsninger på de udfordringer, der identificeres i den økonomiske analyse. Foruden den

korte gennemgang af de forskellige former for crowdfunding, vil de øvrige former ikke behandles nærmere i afhandlingen. Formålet med afhandlingens afgrænsning til kun at behandle equity crowdfunding er, at de øvrige former for crowdfunding ikke på samme måde er udfordret ift. udbredelsen i Danmark.⁶ Derudover medfører reward- og donationsbaseret crowdfunding ikke en økonomisk fortjeneste for investoren, hvorfor disse former ikke findes relevante for den økonomiske analyse, der bl.a. har til formål at undersøge, hvilke økonomiske fordele aktørerne kan opnå ved at engagere sig i equity crowdfunding.

Equity crowdfunding omhandler virksomhedernes mulighed for at fremskaffe risikovillig kapital mod afgivelsen af kapitalandele. Som det fastslås i den økonomiske analyse, er de virksomheder, der typisk anvender equity crowdfunding, hovedsageligt iværksættervirksomheder og SMV'er i opstartsfasen, som har svært ved at skaffe mere traditionel finansiering. Det er som udgangspunkt ikke udelukket for mere veletablerede, børsnoterede virksomheder, at anvende equity crowdfunding til deres finansiering, men eftersom det forekommer sjældent, vil afhandlingen ikke beskæftige sig med børsnoterede virksomheder.

Den juridiske analyse har til formål at undersøge, hvilken betydning de danske regler har for udbredelsen af equity crowdfunding i Danmark. Dette betyder, at den juridiske analyse vil beskæftige sig med flere forskellige danske love, der alle har betydning for udbredelsen af equity crowdfunding. Afhandlingen vil særligt beskæftige sig med de selskabsretlige og børsretlige aspekter, hvor det vil blive undersøgt, hvilken påvirkning de respektive regler har for udbredelsen af equity crowdfunding. Det betyder samtidig, at afhandlingen vil afgrænse sig fra at behandle spørgsmål der relaterer sig til investorernes rettigheder, når de i takt med deres investeringer bliver kapitalejere i selskabet. Samtidig vil afhandlingen afgrænse sig fra at behandle spørgsmål om, hvorvidt investorerne er dækket af købelovens regler, når de køber kapitalandele over platformen.

Som nævnt er afhandlingens hovedfokus på de danske regler, og deres betydning for den manglende udbredelse af equity crowdfunding, og af den årsag vil afhandlingen udelukkende inddrage EU-retskilder i det omfang det findes relevant. Afhandlingen afgrænser sig dermed til kun at inddrage EU-retskilder, som danner grundlaget for den danske lovgivning, hvorfor MiFID II og MiFIR kun vil behandles i relation til den danske udbredelse af equity crowdfunding. Dette

⁶ Se hertil afsnit 2.5

betyder, at afhandlingen eksempelvis ikke vil behandle de nærmere undtagelser til prospektpligten, som findes i prospektforordningen, da disse ikke findes at være relevante for de fleste projektere, grundet virksomhedernes begrænsede størrelse. Derudover vil den integrerede analyse inddrage Europa-Kommissionens⁷ forslag til forordning vedrørende europæiske crowdfundingtjenesteudbydere for erhvervslivet, som vil anvendes i den retspolitiske analyse.

Afhandlingens formål er at undersøge, hvilken betydning den danske regulering har for udbredelsen af equity crowdfunding i Danmark, hvorfor det kunne være relevant at undersøge den skatteretlige betydning. Afhandlingen vil dog afgrænse sig fra at foretage en egentlig behandling af de skattemæssige perspektiver, hvorfor den skattemæssige behandling kun kortfattet vil blive inddraget i den integrerede analyse. Formålet med dette er at kunne give en forståelse for, hvilke retspolitiske ændringer der kan foretages på det skatteretlige område, som vil medvirke til at gøre equity crowdfunding mere attraktivt for investorerne.

Equity crowdfunding giver desuden anledning til at beskæftige sig med porteføljeteori og anden finansiell teori, såsom eksempelvis værdiansættelse af virksomheden. Formålet med den økonomiske analyse er dog at undersøge, hvilke fordele og ulemper der er forbundet med equity crowdfunding, samt hvordan de eventuelle markedsfejl kan føre til at potentialet ved equity crowdfunding ikke udnyttes optimalt, og afhandlingen vil derfor afgrænse sig fra at inddrage finansiell teori. Det kunne have været relevant at inddrage porteføljeteori, såfremt markedet for equity crowdfunding havde været mere udbredt i Danmark. Eftersom konceptet dog endnu ikke har fundet fodfæste i Danmark, findes det mere relevant eksempelvis at undersøge, hvilken betydning eventuelle markedsfejl har for udbredelsen.

I forlængelse til det ovenstående, kunne equity crowdfunding endvidere give anledning til at behandle spørgsmål vedrørende forholdet til hvidvasklovgivningen, som har til formål at sikre, at virksomheder, der er udsat for en risiko for at blive misbrugt til hvidvask og terrorfinansiering, har betryggende forebyggende foranstaltninger.⁸ Disse forhold vil afhandlingen dog afgrænse sig fra at behandle nærmere.

⁷ Herefter: Kommissionen

⁸ Finanstilsynet, *"Orientering om crowdfunding"* (2018)

Samtidig giver equity crowdfunding mulighed for at behandle en række kulturelle spørgsmål om bl.a. danskernes holdning til investeringer. Behandlingen af sådanne spørgsmål findes dog ikke at være kritiske i forhold til afhandlingens formål om at undersøge de økonomiske fordele og ulemper ved equity crowdfunding, hvorfor disse ikke vil blive behandlet nærmere.

1.6 Metode

1.6.1 Juridisk metode

Formålet med den juridiske analyse er at undersøge, hvilken betydning den nationale regulering har for, at equity crowdfunding ikke har fundet indpas i Danmark. For at kunne besvare den juridiske problemformulering, er det dermed nødvendigt at klarlægge gældende dansk ret.

Den retsdogmatiske metode anvendes til at finde gældende ret – de lege lata – inden for equity crowdfunding i Danmark. De danske regler for equity crowdfunding vil blive sammenholdt med den relevante EU-retlige regulering. Dette vil hovedsageligt omfatte MiFIR og MiFID II, som begge er implementeret i Danmark. Dette vil ende ud i en analyse af, hvilken betydning de danske regler har for den manglende udbredelse af equity crowdfunding i Danmark.

Til at finde gældende ret ved hjælp af den retsdogmatiske metode, vil de fundne retskilder systematiseres, beskrives samt analyseres.⁹ Indenfor den retsdogmatiske metode findes retskilderne regulering, retspraksis, retssædvaner og forholdets natur, som ikke inddeles i en rangorden, hvorfor retskilderne tillægges samme værdi.¹⁰ Dog gælder der et hierarki indenfor regulering, hvilket følger af lex superior-princippet, som betyder at grundloven har højere rang end almindelige love, som har højere rang end bekendtgørelser. Dette betyder, at regler af lavere rang, som udgangspunkt er ugyldige, hvis de strider imod regler af højere rang.¹¹

Sammen med den retsdogmatiske metode, vil retskildelæren anvendes på de fundne retskilder. Retskildelæren er en lære i retskildernes indhold, prioritering, forpligtende virkning og politiske legitimation.¹² Retskildelæren vil dermed sammen med den retsdogmatiske metode anvendes til at finde de relevante retskilder.

I den juridiske analyse, hvor formålet er at belyse det danske marked for equity crowdfunding, er det kun regulering, som vil anvendes til at besvare problemformuleringen, da der på nuværende

⁹ Tvarnø & Nielsen (2017) s. 29

¹⁰ Tvarnø & Nielsen (2017) s. 34

¹¹ Tvarnø & Nielsen (2017) s. 56-57

¹² Tvarnø & Nielsen (2017) s. 29

tidspunkt ikke findes andre retskilder indenfor dette område. Den danske regulering vil navnlig bestå af selskabsloven, kapitalmarkedsloven samt lov om finansiel virksomhed, som alle regulerer crowdfunding i Danmark.

Eftersom Danmark er medlem af den Europæiske Union, skal den danske lovgivning for equity crowdfunding være i overensstemmelse med EU-retten. Dette skyldes, at EU-retten har forrang for national ret, hvilket betyder at hvis medlemsstaten ikke har fortolket den nationale lovgivning tilstrækkeligt ift. EU-retten, har EU-retten forrang for den nationale lovgivning.¹³ Der gælder dermed et princip om EU-konform fortolkning, som betyder, at den danske lovgivning skal fortolkes i overensstemmelse med EU-retten, og specielt reglerne om den frie bevægelighed.¹⁴ Der vil derfor, grundet de EU-retlige fortolkningsprincipper, blive inddraget retskilder fra EU-retten vedrørende lovgivning, forordninger, direktiver samt meddelelser fra Kommissionen, som har indflydelse på reglerne og udviklingen indenfor equity crowdfunding i Danmark. De EU-retlige retskilder vil dermed anvendes sammen med de danske regler, for at kunne fastlægge gældende ret for equity crowdfunding i Danmark.

Eftersom der på nuværende tidspunkt ikke findes nogen direkte lovgivning i Danmark vedrørende equity crowdfunding, vil den juridiske analyse anvende en subjektiv fortolkning på de danske og EU-retlige retskilder. Ved den subjektive fortolkning, analyserer man gældende ret ved at inddrage lovens forarbejder, vejledninger og meddelelser, hvor man kan inddrage lovgivers tanker og formål ved lovgivningen, og dermed finde gældende ret indenfor equity crowdfunding.¹⁵

Der vil endvidere anvendes dansk og international litteratur om equity crowdfunding, som vil benyttes som fortolkningsbidrag til gældende ret. Eftersom litteraturen ikke udgør en retskilde, og derfor ikke kan anvendes som hjemmel, vil den anvendte litteratur udelukkende benyttes som fortolkningsbidrag til at besvare, hvorfor equity crowdfunding endnu ikke har fundet indpas i Danmark.¹⁶

¹³ Sag C-6/64 - Costa mod ENEL, samt Tvarnø & Nielsen (2017) s. 114-115

¹⁴ Tvarnø & Nielsen (2017) s. 115-116

¹⁵ Tvarnø & Nielsen (2017) s. 69

¹⁶ Tvarnø & Denta (2015) s. 53

1.6.2 Økonomisk metode

Formålet med den økonomiske analyse er at undersøge, hvilke økonomiske fordele og ulemper der er forbundet med equity crowdfunding, og hvordan eventuelle markedsfejl kan føre til at potentialet ikke udnyttes optimalt.

Indledningsvist vil det blive undersøgt, om der kan siges at eksistere en udfordring for danske iværksættervirksomheder og SMV'er med at skaffe risikovillig kapital i opstartsfasen, samt hvilke virksomheder equity crowdfunding hovedsageligt henvender sig imod. Den indledende del af analysen vil derfor bære præg af et redegørende element, hvor hensigten er at få klarlagt den kontekst, hvori equity crowdfunding kan anvendes som et alternativ til de mere traditionelle finansieringsformer.

Herefter vil den økonomiske analyse tage sit udgangspunkt i hver af de tre involverede aktører på markedet for at undersøge, hvilke økonomiske fordele disse aktører vil kunne opnå ved at engagere sig i equity crowdfunding, samt de ulemper og risici der ligeledes er forbundet med denne crowdfundingform.

Som følge af, at equity crowdfunding endnu ikke har fundet indpas i Danmark, er omfanget af dansk litteratur og empiri, der beskæftiger sig med emnet fortsat yderst begrænset. Analysen vil derfor i høj grad blive udarbejdet med inddragelse af internationale undersøgelser og studier.

Formålet med den økonomiske analyse er dog ikke at foretage en komparativ analyse mellem Danmark og andre lande, men derimod at anvende empirien som fortolkningsbidrag til forståelsen af, hvilke fordele og ulemper de involverede aktører generelt vil kunne forvente ved at engagere sig i equity crowdfunding, og litteraturen vil dermed blive anvendt deduktivt. Hermed vil konklusionen blive baseret på eksisterende teori m.v., og validiteten af denne afhænger således af disse teoriers pålidelighed, logik og argumenter.¹⁷

Endvidere vil det i den økonomiske analyse blive undersøgt, hvordan eventuelle markedsfejl kan føre til en suboptimal ligevægt, således at potentialet ved equity crowdfunding ikke udnyttes fuldt ud. Dette vil ske gennem en inddragelse af principal-agent teorien og betydningen af, at der foreligger en væsentlig grad af asymmetrisk information mellem parterne. Her vil det hovedsageligt være ex ante-udfordringer relateret til adverse selection samt risikoen for, at agenten ex post vælger at handle opportunistisk og forsøge at egenoptimere via en moral hazard-

¹⁷ Knudsen (1994) - s. 57-58

adfærd. I forlængelse hertil vil problematikken ved kollektive handlinger, såsom free-riding og irrationel herding-adværd, blive inddraget for at undersøge, hvordan eventuelle markedsfejl kan føre til at potentialet ikke udnyttes optimalt.

Den økonomiske analyse tager som nævnt sit udgangspunkt i hver af de centrale aktører på markedet. Ved at anskue fordele og ulemper ved equity crowdfunding ud fra hver af aktørernes forskellige synspunkter, samt ved at inddrage betydningen af at risikoen for markedsfejl kan føre til en suboptimal ligevægt på markedet, vil den økonomiske analyse, i overensstemmelse med afhandlingens overordnede synsvinkel, blive foretaget på samfundsniveau.

1.6.3 Integreret metode

Den integrerede analyse vil sammenkoble den juridiske og økonomiske analyse, hvor formålet er at analysere, hvordan man kan tilpasse de danske regler, så man i højere grad kan udnytte potentialet ved equity crowdfunding.

Analysen vil anvende den retspolitiske metode – de lege ferenda – som er et udtryk for, hvordan retsstillingen bør være. Den integrerede analyse vil derfor ende ud i et forslag til, hvordan retsstillingen for equity crowdfunding bør indrettes.¹⁸ Den retspolitiske metode har til formål, så objektivt som muligt, at angive, hvordan reguleringen for equity crowdfunding bør indrettes, så den opfylder formålet.

Formålet med den integrerede analyse er derfor at opstille en række forslag, der er egnet til at medvirke til at equity crowdfunding kan udbredes i Danmark. Dette vil ske ved bl.a. at foreslå ændringer, der kan bidrage til at reducere den asymmetriske information mellem parterne og reducere risikoen for at der opstår markedsfejl. Samtidig vil forslagene indrettes således, at de fortsat er i overensstemmelsen med EU-retten. Den retspolitiske analyse skal endvidere ses som en særskilt analyse, der foretages uden for den retsdogmatiske analyse.¹⁹

Til brug for den integrerede analyse vil der ske en inddragelse af en række EU-retlige retskilder i form af forslag og meddelelser fra Kommissionen samt anbefalinger, da det retspolitiske forslag, grundet Danmarks medlemskab af EU, skal være i overensstemmelse med EU-retten. Endvidere vil der hentes inspiration fra nationale lovgivningsmæssige tiltag i bl.a. England, Finland og Sverige. Formålet med dette er opstille forslag, der kan medvirke til en dansk udbredelse af equity

¹⁸ Tvarnø & Nielsen (2017) s. 445-446

¹⁹ Tvarnø & Nielsen (2017) s. 449

crowdfunding, og da equity crowdfunding er langt mere udbredt i disse nationer, vil det være relevant at se på, hvilke lovgivningsmæssige tiltag, der har medvirket til udbredelsen i disse nationer. Formålet med at inddrage retstilstanden i disse nationer er dog ikke at foretage en decideret komparativ analyse af retssystemerne, hvorfor de blot vil anvendes til inspiration til at kunne forstå, hvordan det via en tilpasning af lovgivningen, vil være muligt at gøre equity crowdfunding mere attraktivt for de involverede parter i Danmark.

Derudover vil der anvendes en række internationale studier og undersøgelser vedrørende equity crowdfunding, som vil bidrage til udarbejdelsen af den integrerede analyse.

2 Hvad er crowdfunding?

2.1 Introduktion

Equity crowdfunding er en alternativ finansieringsform, der opstod på baggrund af finanskrisen, hvor mange havde svært ved at fremskaffe risikovillig kapital til deres projekter, hvilket er muligt ved hjælp af equity crowdfunding, hvor der kan rejses kapital fra et stort antal bidragsydere. Denne crowdfundingform bliver typisk anvendt af iværksættervirksomheder og SMV'er i opstartsfasen, der anser equity crowdfunding for et alternativ til mere traditionelle finansieringskilder som eksempelvis banklån.²⁰

Selve konceptet med at indsamle midler til projekter ved hjælp af mange små bidrag fra en stor gruppe af personer er ikke et nyt fænomen, og flere hævder at det har eksisteret siden 1700-tallet. Oprejsningen af Frihedsgudinden i New York blev i 1885 finansieret ved hjælp af en annonce, som Joseph Pulitzer indrykkede i sin avis, The New York World, hvor han søgte finansiering til en piedestal til Frihedsgudinden, da USA ikke havde midler til at finansiere omkostningerne. På kun fem måneder lykkedes det Pulitzer at indsamle nok penge til en piedestal fra mere end 160.000 bidragsydere.²¹ Crowdfunding som vi kender det i dag blev første gang introduceret i 1997, da det britiske rockband Marillion indsamlede 60.000 kr. fra fans, så de kunne gennemføre deres genforeningsturné.²²

2.2 Definition af konceptet

Selvom crowdfunding har eksisteret længe, findes der ikke en generel anerkendt definition af crowdfunding. Dog forstås crowdfunding typisk som en åben opfordring til offentligheden om at bidrage med midler til et specifikt projekt. Kommissionen definerer crowdfunding som *“åben opfordring til den brede offentlighed om at bidrage med midler til et bestemt projekt. Ofte offentliggøres og spredes disse opfordringer via internettet og ved hjælp af sociale medier, og de er kun åbne i en nærmere fastlagt periode. Midlerne hentes typisk fra en lang række bidragsydere i form af relativt små bidrag...”*.²³ Samme definition kan findes i artikler, der beskriver crowdfunding som værende en åben opfordring, typisk via internettet, til levering af økonomisk finansiering enten i form af donation, lån eller i bytte for en form for belønning, for at støtte

²⁰ Finanstilsynet, *“Orientering om crowdfunding”* (2018)

²¹ Enventys Partners, *“The history of crowdfunding”* (2018)

²² Enventys Partners, *“The history of crowdfunding”* (2018)

²³ Udnyttelse af potentialet ved crowdfunding i Den Europæiske Union (2014), s. 3

projekter til specifikke formål.²⁴ Endvidere er crowdfunding typisk kendetegnet ved den succesrige interaktion mellem en faciliterende organisation eller platform, en række kampagnestiftere, der søger økonomiske støtte til deres idé og projekt, og en vidt spredt "crowd" af enkeltpersoner, som opfordres til at investere, låne eller donere penge.²⁵

Selvom der således ikke findes en generel anerkendt definition af crowdfunding, kan det ud fra ovenstående konkluderes, at følgende betingelser skal være opfyldt, før der er tale om crowdfunding:

1. Et stort antal investorer er involveret i finansieringen,
2. Der udsendes en åben opfordring til befolkningen, og
3. Opfordringen rettes over internettet eksempelvis via en platform.

Crowdfunding kan dermed ses som en alternativ finansieringsform, hvor virksomheder eller privatpersoner, gennem en åben opfordring over internettet, kan indhente bidrag fra et stort antal af personer i hele verden. Crowdfunding er typisk relevant for iværksættervirksomheder og SMV'er i opstartsfasen, der ikke kan indhente kapital fra de mere traditionelle finansieringskilder, såsom penge- og realkreditinstitutter, da de har begrænsede muligheder for stille sikkerhed og endnu ikke har tilstrækkelig omsætning og indtjening.²⁶

Der findes grundlæggende fire former for crowdfunding, som kort vil blive beskrevet i det følgende. Analysen vil dog udelukkende fokusere på equity crowdfunding, da det i praksis er denne form for crowdfunding, der har haft sværest ved at finde fodfæste herhjemme, og hvorfor der kun kortfattet vil blive redegjort for de øvrige tre former.

2.3 Crowdfundingformer

I det følgende afsnit vil de fire grundlæggende former for crowdfunding kort blive præsenteret. De fire former omfatter donations-, reward-, og lånebaseret crowdfunding samt equity crowdfunding.

2.3.1 Donationsbaseret crowdfunding

Ved donationsbaseret crowdfunding donerer bidragsyderen midler til et projekt eller en virksomhed uden en forventning eller et ønske om at modtage et finansielt eller materielt afkast.

²⁴ Schwienbacher & Larralde (2010), s. 4

²⁵ Roed Nielsen (2019), s. 81

²⁶ Crowdfunding i Danmark (2015), s. 9

Donationsbaseret crowdfunding er dermed at sammenligne med traditionelle indsamlinger, og projekterne der bliver støttet ved denne form for crowdfunding går typisk til velgørende formål.²⁷

2.3.2 Rewardbaseret crowdfunding

Ved rewardbaseret crowdfunding donerer bidragsydere, kaldet *backere*, midler til et projekt eller en virksomhed i forventning om på et senere tidspunkt at få en ikke-økonomisk belønning.²⁸ Belønningen kan være af både immateriel og materiel karakter, men det karakteristiske ved rewardbaseret crowdfunding er, at bidragsyderen ikke opnår et økonomisk afkast ved at støtte projektet. I praksis vil der ofte være tale om det produkt, som bidraget skal benyttes til at færdigudvikle, dvs. såkaldte *pre-buys*, hvor bidragsyderen køber et produkt eller en ydelse, der endnu ikke er sat i produktion.²⁹

2.3.3 Lånebaseret crowdfunding

Lånebaseret crowdfunding er den mest udbredte form for crowdfunding i Danmark og kan ses som et direkte alternativ til et traditionelt banklån.³⁰ Dog har lånebaseret crowdfunding den væsentlige forskel, at virksomheden i stedet for at låne fra en enkelt kilde, kan låne direkte fra en stor gruppe af enkeltpersoner, som er parate til at give et lån. Det enkelte lån er splittet op i flere mindre andele, hvor hver långiver modtager afdrag og renter i forhold til deres andel af det samlede lån.³¹ Lånebaseret crowdfunding adskiller sig dermed fra de to ovenstående crowdfundingformer, ved, at bidragsyderen ved lånebaseret crowdfunding opnår et økonomisk afkast i form af renter på lånet.

2.3.4 Equity crowdfunding

Equity crowdfunding er den fjerde og sidste af de grundlæggende former for crowdfunding. Equity crowdfunding fungerer ved, at en virksomhed sælger en andel af virksomheden, for at rejse kapital til fx anlægsaktiver, arbejdskapital eller rekapitalisering. Kapitalen bliver rejst fra investorer, der som betaling får en ejerandel i virksomheden. Equity crowdfunding fungerer typisk på den måde, at en større gruppe af investorer hver indskyder et relativt lille beløb i virksomheden, med en tilsvarende beskeden ejerandel til følge.³²

²⁷ Det danske crowdfunding marked anno 2018 (2019), s. 16

²⁸ Kort om crowdfunding (2015), s. 16

²⁹ Det danske crowdfunding marked anno 2018 (2019), s. 14

³⁰ Finanstilsynet, "*Orientering om crowdfunding*" (2018)

³¹ Det danske crowdfunding marked anno 2018 (2019), s. 6

³² Det danske crowdfunding marked anno 2018 (2019), s. 24

Equity crowdfunding har derfor ligheder med lånebaseret crowdfunding, idet investoren ved equity crowdfunding har et ønske om at opnå et økonomisk afkast i form af en andel af en eventuelt fremtidig indtjening, udlodning af udbytter, mv.

2.4 Aktørerne i en crowdfundingkampagne

I følgende afsnit vil de tre centrale aktører indenfor equity crowdfunding kort blive introduceret. De centrale aktører er udbyderen af en platform, projektejereren og investorerne.³³

2.4.1 Projektejereren

Projektejereren er den person eller virksomhed, som udbyder sit projekt gennem en platform, hvorved investorerne har mulighed for at investere i projektet i bytte for en kapitalandel i virksomheden. Det er som udgangspunkt muligt for alle personer og virksomheder at anvende crowdfunding til at skaffe sig finansiering til et projekt, uagtet virksomhedens størrelse, men det vil dog typisk være relevant for nystartede og mindre virksomheder.³⁴

2.4.2 Investoren

Eftersom projektejerne typisk udbyder deres projekter til offentligheden via en internetbaseret platform, kan investorerne både bestå af erfarne investorer såvel som førstegangsinvestorer. Det ses dog ud fra en engelsk undersøgelse, at størstedelen af investorerne, der investerer i en crowdfunding definerer sig som værende førstegangsinvestorer, som ikke har ikke synderlig stor erfaring indenfor investeringer.³⁵

2.4.3 Platformudbyderen

Crowdfundingplatformen er typisk en internetbaseret hjemmeside, der muliggør interaktionen mellem projektejere og offentligheden. Gennem platformen udbyder projektejereren sit projekt, hvorved potentielle investorer kan få information om projektet, og beslutte hvorvidt de ønsker at investere i dette. Platformen anvendes dermed til at indgå økonomiske aftaler mellem projektejereren og investoren. Platformen opkræver typisk et gebyr fra projektejerne hvis projektet opnår en succesfuld crowdfundingkampagne, og til gengæld leverer platformen en sikker og brugervenlig tjeneste.³⁶

³³ Finanstilsynet, "*Orientering om crowdfunding*" (2018)

³⁴ Udnyttelse af potentialet ved crowdfunding i Den Europæiske Union (2014), s. 4

³⁵ Understanding Alternative Finance (2014), s. 52-53

³⁶ Kommissionen, "Crowdfunding explained"

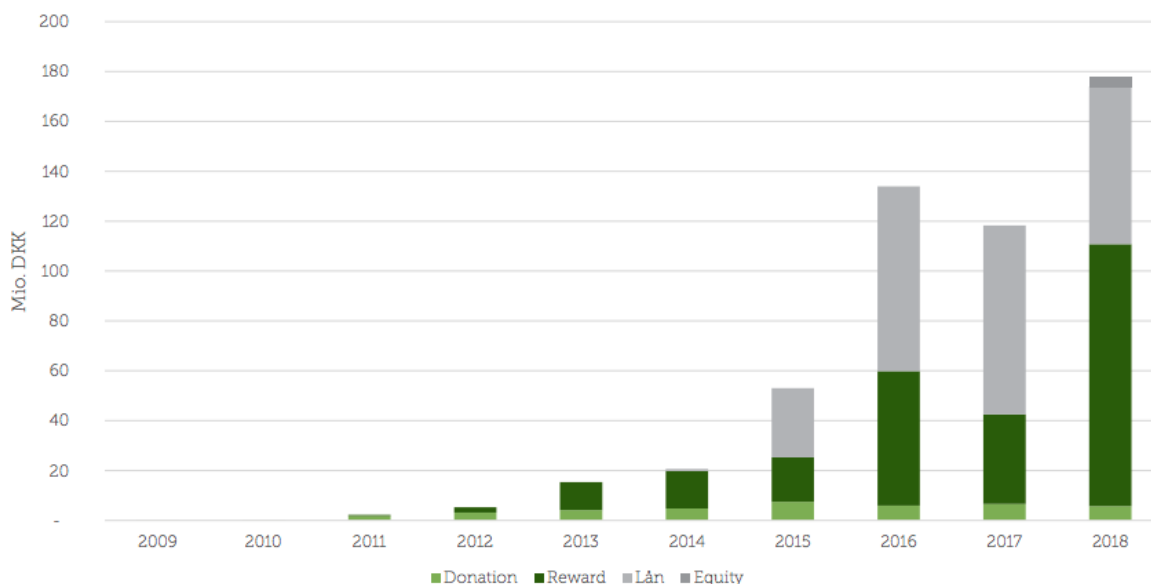
Platformens væsentlige opgave er dermed, at give projektejerer adgang til en stor mængde potentielle investorer samt udbyde en sikker platform, hvor investorerne og projektejerne kan indgå en økonomisk aftale. Samtidig skal platformen tilsikre at investorerne modtager en tilstrækkelig information om projektejerer og om projektet.³⁷

2.5 Udbredelse af crowdfunding

I det følgende vil udbredelsen af de forskellige crowdfundingformer kortlægges, hvor specielt den globale udvikling inden for equity crowdfunding vil undersøges i relation til det danske marked.

Det samlede danske crowdfundingmarked har oplevet en markant fremgang i de seneste år, hvilket fremgår af Figur 1 nedenfor. Således har der overordnet set været en vækst i markedet på omkring 250 pct. fra både 2014 til 2015 og fra 2015 til 2016. Fra 2016 til 2017 har der været en tilbagegang på omkring 10 pct., men fra 2017 til 2018 har der atter været en fremgang i markedet på omkring 50 pct. Det bemærkes, at mens andelen af donationsbaseret crowdfunding har ligget nogenlunde stabilt i perioden, er væksten i markedet særligt båret af lånebaseret og rewardbaseret crowdfunding.

Desuden ses det at andelen af equity crowdfunding har været ikke-eksisterende frem til 2018, hvor den finsk-ejede platform Invesdor havde deres første danske projekt.

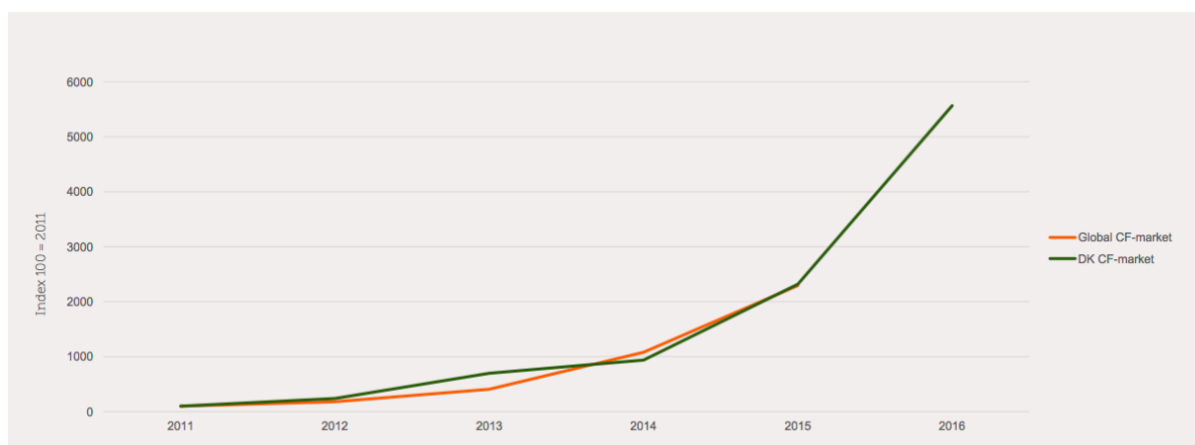


Figur 1: Crowdfunding-aktiviteten i Danmark siden 2009³⁸

³⁷ Opinion – Investment-based crowdfunding (2014) s. 8-9

³⁸ Det danske crowdfunding marked anno 2018 (2019), s. 4

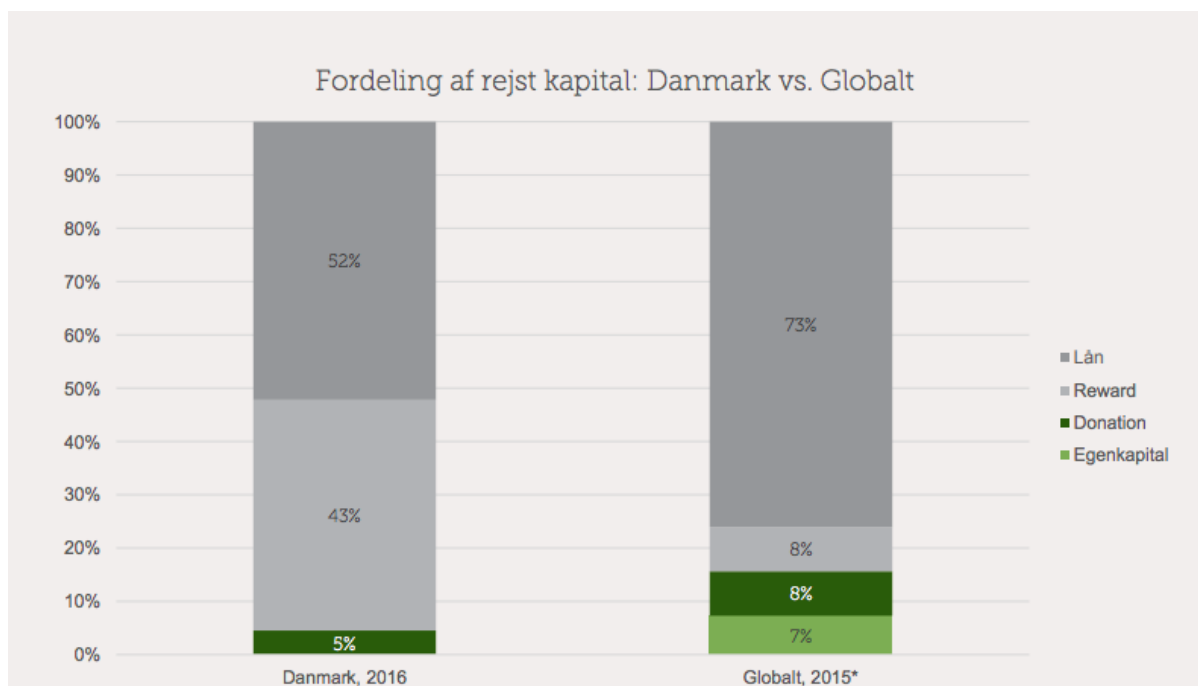
Sammenholder man udviklingen på det danske crowdfundingmarked med det globale marked, kan man se at udviklingen overordnet set følger den samme tendens. Således har der på det danske crowdfundingmarked såvel som globalt set været en markant fremgang fra indeks 100 i 2011 til mere end indeks 5.000 i 2016, hvilket ses i Figur 2 nedenfor.



Figur 2: Global udvikling og dansk udvikling siden 2011³⁹

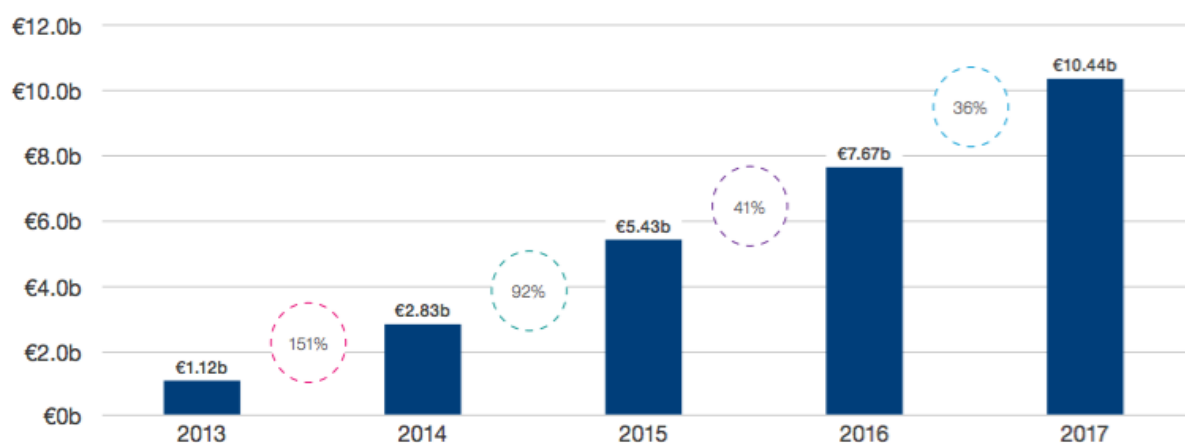
I denne sammenhæng er det desuden interessant at se nærmere på, hvordan den rejste kapital fordeler sig mellem de fire forskellige former for crowdfunding i Danmark og på globalt plan. Som det fremgår af Figur 3 nedenfor udgjorde rewardbaseret crowdfunding med 43 pct. en forholdsvis stor andel af den totale, rejste kapital i Danmark i 2016, mens denne kun udgjorde 8 pct. på det globale marked. Endvidere bemærkes det at equity crowdfunding repræsenterede en tilsvarende andel på det globale marked, 7 pct., mens udbredelsen af equity crowdfunding var ikke-eksisterende i Danmark.

³⁹ Det danske crowdfunding marked anno 2016 (2017), s. 7



Figur 3: Fordelingen af rejst kapital i Danmark og globalt⁴⁰

Overordnet set har der været en markant vækst i det europæiske marked for alternativ finansiering de seneste år, hvilket fremgår af Figur 4 nedenfor. Således er markedet for alternativ finansiering vokset fra omkring 1,1 mia. euro i 2013 til mere end 10 mia. euro i 2017.



Figur 4: Det europæiske marked for online alternativ finansiering inkl. Storbritannien⁴¹

Kigger man nærmere på tallene står det klart at der er betydelige nationale forskelle mellem, hvor stor en andel de forskellige lande repræsenterer af det samlede marked for alternativ

⁴⁰ Det danske crowdfunding marked anno 2016 (2017), s. 8

⁴¹ Shifting Paradigms (2019), s. 22

Figure 5: Comparative Market Volumes of Alternative Finance Transactions in the EU (2017)

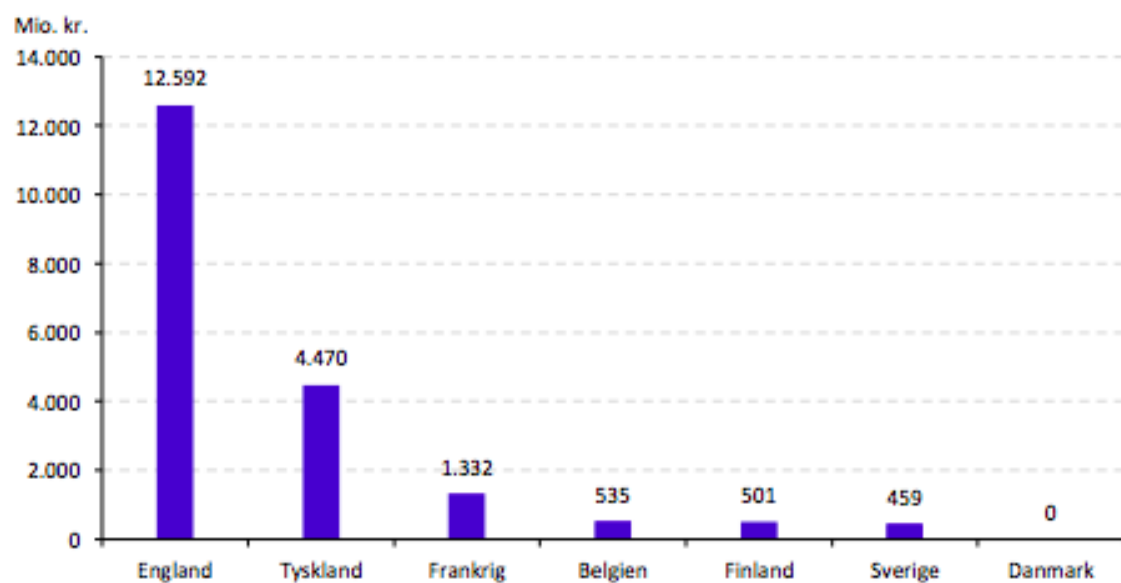
Total volume in €m

€7b+	€600-700m	€500-600m
€200-300m	€151-200m	€100-150m
€76-100m	€51-75m	€30-50m
€25-30m	€10.1-15m	€5.1-10m
€2.1-5m	€1-2m	€0.51-1m
€0.21-0.5m	Up to €0.2m	

UK	€7,066.80m	Iceland	€0.59m
France	€661.37m	Croatia	€0.46m
Germany	€595.41m	Malta	€0.36m
Netherlands	€279.93m	Moldova	€0.36m
Italy	€240.66m	Serbia	€0.36m
Finland	€196.76m	Kosovo	€0.35m
Sweden	€196.38m	Luxembourg	€0.19m
Georgia	€173.28m	Hungary	€0.11m
Spain	€160.48m	Liechtenstein	€0.08m
Poland	€142.46m	Macedonia	€0.05m
Ireland	€106.79m	Monaco	€0.01m
Latvia	€92.20m	Bosnia & Herzegovina	€0.01m
Belgium	€90.90m	Cyprus	€0.01m
Estonia	€81.24m	Belarus	€0.001m
Switzerland	€77.10m	Montenegro	0
Lithuania	€61.31m	Andorra	0
Denmark	€43.47m		
Austria	€32.92m		
Russia	€28.44m		
Czech Republic	€26.50m		
Slovenia	€14.61m		
Norway	€11.79m		
Bulgaria	€10.66m		
Romania	€10.33m		
Slovakia	€10.17m		
Portugal	€8.73m		
Turkey	€4.81m		
Armenia	€2.21m		
Albania	€1.89m		
Ukraine	€1.76m		
Greece	€1.64m		
		€10,435,923,946.37m	

Ser man herefter isoleret på den totale kapital rejst ved equity crowdfunding kan det ses, at Danmark halter efter lande, vi normalt sammenligner os med. Af Figur 6 nedenfor ses det, at der i Danmark er rejst 0 kr. via danske equity crowdfundingplatforme siden 2011. I samme periode er der i England, som er det land i Europa der er længst fremme når det kommer til at rejse kapital via equity crowdfunding, rejst mere end 12,5 mia. kr., i Tyskland er der rejst næsten 4,5 mia. kr., mens der i Sverige er rejst 459 mio. kr.

23 (129)



Figur 6: Kapital rejst ved equity crowdfunding siden 2011⁴³

Markedet for equity crowdfunding har således aldrig taget fart i Danmark, og mulige forklaringer herpå vil blive analyseret i den økonomiske og juridiske analyse.

⁴³ Iværksættere går glip af muligheder for investeringscrowdfunding (2019), s. 1

3 Økonomisk analyse

Den økonomiske analyse har til formål at undersøge, hvilke økonomiske fordele og ulemper der er forbundet med equity crowdfunding. Analysen vil endvidere undersøge risikoen for markedsfejl, og hvordan disse påvirker muligheden for at potentialet ved equity crowdfunding udnyttes optimalt. Indledningsvist vil det dog blive undersøgt, hvorvidt der eksisterer et behov for equity crowdfunding i Danmark.

3.1 Adgangen til kapital og behovet for equity crowdfunding

I det følgende vil det blive undersøgt, hvorvidt der på baggrund af finanskrisen i 2008 er opstået et finansieringshul for danske iværksætterselskaber og SMV'er i opstartsfasen. Endvidere vil det blive fastlagt, hvilken beløbsstørrelse der typisk rejses i forbindelse med en equity crowdfundingkampagne, samt hvilken fase de virksomheder, som equity crowdfunding retter sig imod, befinder sig i.

3.1.1 Redegørelse for finansieringsudfordringerne

Denne afhandling har sit fokus på virksomheder med et behov for *early stage*-finansiering, dvs. virksomheder, der hovedsageligt befinder sig i seed-fasen og startup-fasen.⁴⁴

Seed-fasen omfatter projekter, hvor produktet endnu ikke er færdigudviklet, eller hvor udviklingen af en ny prototype endnu ikke har nået en fase, hvor en egentlig produktion kan påbegyndes, mens startup-fasen betegner de virksomheder, som har afsluttet den indledende produktudvikling, og er klar til at iværksætte den initiale markedsintroduktion.⁴⁵

I disse faser investerer iværksætteren typisk sine egne penge og tid i at sætte virksomheden i gang, mens familiemedlemmer og venner typisk er den næste instans af investorer. Efterfølgende kan iværksætteren forsøge at skaffe finansiering til den videre udvikling af virksomheden fx i form af et banklån eller som egenkapitalfinansiering. Desuden tilbyder Vækstfonden en række låne- og investeringsbaserede produkter, som er målrettet både iværksætterselskaber og mere etablerede virksomheder,⁴⁶ som dog ikke vil blive behandlet nærmere i denne afhandling.

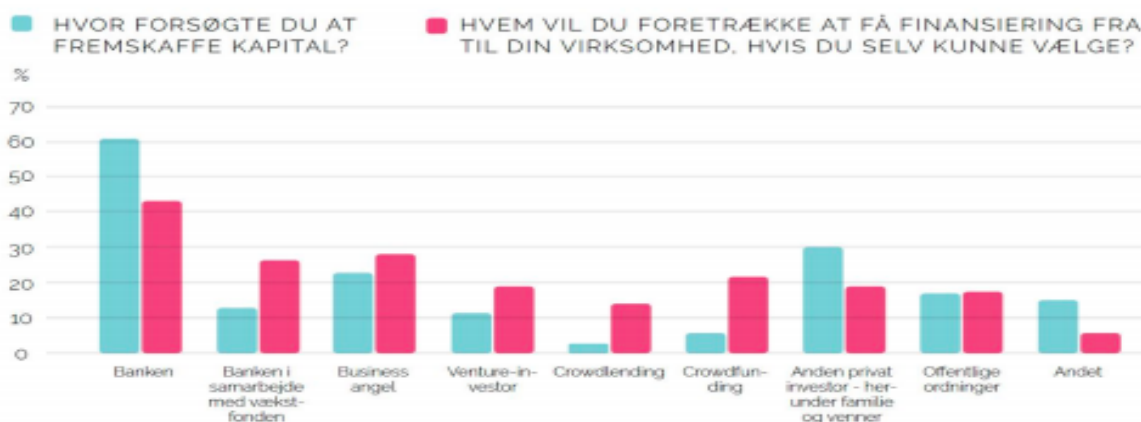
En undersøgelse foretaget af Dansk Iværksætter Forening fra 2017 viser, at banken suverænt er den fortrukne finansieringskilde for danske iværksættere, hvilket fremgår af Figur 7. Det fremgår

⁴⁴ Status på venturemarkedet i Danmark 2018 (2019), s. 16

⁴⁵ Status på venturemarkedet i Danmark 2018 (2019), s. 16

⁴⁶ Vækstfonden, "Finansiering" samt Vækstfonden, "Find en investor"

endvidere af Figur 7, at over 20 pct. af de adspurgte ville foretrække crowdfunding, men at kun omkring 5 pct. forsøgte sig med crowdfunding.



Figur 7: Hvor forsøgte iværksætterne at skaffe kapital?⁴⁷

I forlængelse hertil følger det af en undersøgelse fra 2018 af Den Europæiske Centralbank, at bankydelser i form af lån og kontoovertræk var de finansieringskilder, som de europæiske SMV'er anså for værende mest relevante for dem.⁴⁸

Der ses således en tendens til at iværksætterselskaber og SMV'er i opstartsfasen i højere grad vender blikket mod lånefinansiering fremfor egenkapitalfinansiering, når der skal rejses kapital til den videre udvikling af virksomheden.

Denne beslutning skal formegentligt ses i lyset af, at det for de helt unge virksomheder ofte kan være svært at finde den specialist, som kan forstå og værdiansætte den nye idé, og som også vil involvere sig på et meget spinkelt grundlag. Af denne grund ses de fleste business angel-investeringer også i først i de lidt senere faser, når produktet er så langt, at man ved hvem der skal være de første kunder.⁴⁹ I forlængelse hertil viser en undersøgelse fra Vækstfonden, at det gennemsnitlige investerede beløb for danske business angels i både 2015 og 2016 udgjorde 1,9 mio. kr.,⁵⁰ hvilket må formodes ofte at ville være en del mere, end hvad en iværksættervirksomhed i sin opstartsfasen vil efterspørge.

⁴⁷ Iværksætterundersøgelsen (2017), s. 13

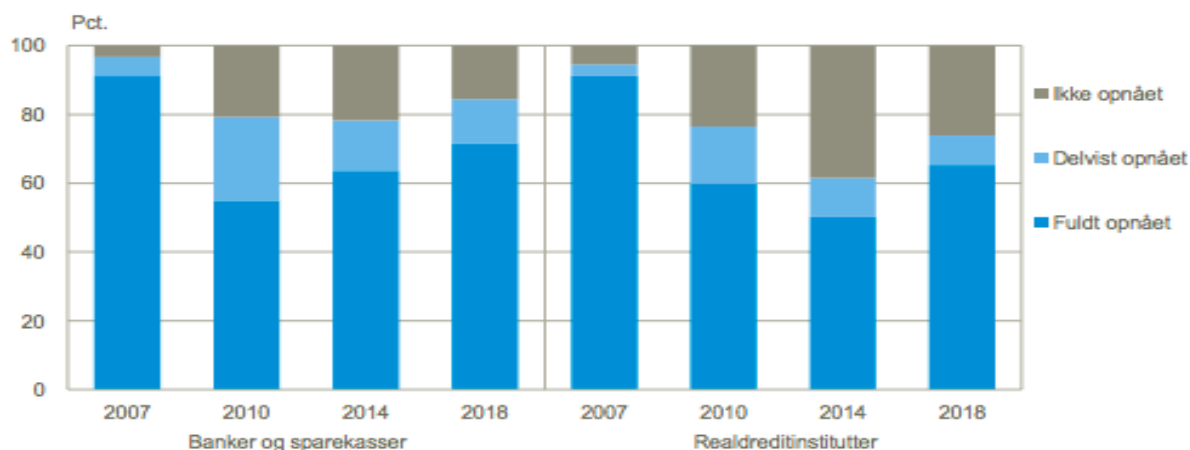
⁴⁸ Kommissionen, "Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area" (2018), afsnit 3.1

⁴⁹ Venturekapital i Danmark (2017), s. 27

⁵⁰ Business angel survey (2017), s. 7

En opgørelse fra Danmarks Statistik af 2018 viser, at andelen af SMV'er, der fuldt ud opnåede den søgte lånefinansiering er steget markant inden for de seneste år, hvilket fremgår af Figur 8.

Udfald af søgt lånefinansiering. Andel af virksomheder, der søgte lån hos kilde



Figur 8: Udfald af søgt lånefinansiering⁵¹

I banker og sparekasser steg andelen fra 64 pct. i 2014 til 72 pct. i 2018, mens den i realkreditinstitutterne steg fra 50 pct. til 65 pct. Der ses dog et betydeligt efterslæb fra finanskrisen, og i forhold til 2007-niveauet var der i 2018 fortsat betydeligt færre, der opnåede den søgte finansiering. Dette peger i retning af, at der eksisterer en udfordring for danske iværksættere og SMV'er med at skaffe den nødvendige kapital i de tidligste faser, hvilket kan betegnes som et finansieringshul.

Selvom udviklingen har været positiv over de seneste år, er der dog fortsat en udfordring for iværksætterselskaber og SMV'er i opstartsfasen i forhold til at få adgang til lånefinansiering.

En undersøgelse foretaget af FSR – Danske Revisorer fra 2019 viser, at næsten halvdelen af de adspurgte revisorer vurderer, at den aktuelle adgang til finansiering hæmmer væksten for SMV'er, og at 78 pct. af revisorerne vurderer, at virksomheder, der er under fire år gamle, har sværest ved at få adgang til finansiering.⁵² Af årsagerne til den manglende adgang til finansiering peger revisorerne primært på stramninger af kreditvilkår og manglende sikkerhed hos SMV'erne, og to ud af tre revisorer svarer, at der er sket en stigning i kravet til sikkerhed for SMV'erne hos penge- og realkreditinstitutterne.⁵³

⁵¹ Små og mellemstore virksomheders adgang til finansiering (2018), s. 1

⁵² Finansiering hos SMV'er (2019), s. 1

⁵³ Finansiering hos SMV'er (2019), s.1

SMV'ernes udfordring med at skaffe finansiering anerkendes i øvrigt af Kommissionen som bemærker, at *"det er i dag stadig vanskeligt for sådanne virksomheder at få adgang til finansiering, især når de går fra opstartsfasen til udvidelsesfasen, på grund af strukturel informationsasymmetri. Overdreven afhængighed af kortfristede usikrede banklån er ofte dyrt. Derudover har bankernes udlånsvolumen til både nyetablerede virksomheder og SMV'er været hårdt ramt af finanskrisen i 2008, og der er fortsat vanskeligheder med at nå op på samme niveau som før krisen, hvorfor mangel på finansiering har været en væsentlig årsag til, at nyetablerede virksomheder er gået konkurs."*⁵⁴

Ovenstående kan dermed opsummeres således, at der til trods for fremgang siden finanskrisen, herunder særligt indenfor de seneste år, fortsat eksisterer en udfordring med at skaffe den nødvendige kapital for danske iværksætterselskaber og SMV'er i opstartsfasen. Det bemærkes desuden, at potentialet ved crowdfunding anerkendes af Kommissionen, som er opmærksomme på SMV'ernes udfordring med kapitalfremskaffelse, særligt når de går fra opstartsfasen til udvidelsesfasen.⁵⁵

Hertil bemærker Kommissionen, at crowdfunding er blevet en stadig vigtigere del af finansieringstrappen for nyetablerede virksomheder og virksomheder i opstartsfasen, der normalt finansieres af familie, venner og egne midler, frem til senere faser af virksomhedsudviklingen, hvor venturekapitalfonde begynder at fatte interesse for virksomheden. Derved kan crowdfunding udgøre et alternativ til de usikrede banklån, som i øjeblikket er de vigtigste kilder til ekstern finansiering for SMV'er, i især den indledende aktivitetsperiode.⁵⁶

3.1.2 Hvornår er equity crowdfunding relevant?

I det følgende vil der blive redegjort for, hvilken størrelse beløb der typisk rejses i forbindelse med en equity crowdfundingkampagne, samt hvilket stadie de virksomheder, der benytter sig af crowdfunding, befinder sig på.

Formålet med dette er at fastlægge, om anvendelsen af equity crowdfunding hovedsageligt vil være relevant for virksomheder, som befinder sig i opstartsfasen, og hvor det i det foregående

⁵⁴ Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets Forordning (2018), s. 1

⁵⁵ Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets Forordning (2018), s. 13

⁵⁶ Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets Forordning (2018), s. 1

afsnit er fastlagt, at der eksisterer en udfordring med at skaffe den nødvendige finansiering til at sikre virksomhedens fortsatte udvikling.

Det gennemsnitlige beløb, som rejses via en crowdfundingkampagne kan variere alt efter om der tages udgangspunkt i ét samlet marked på verdensplan, eller fx et afgrænset europæisk eller nationalt marked. Således viste en undersøgelse foretaget af Beauhurst⁵⁷, at det gennemsnitlige beløb, som blev rejst via en crowdfundingkampagne i Storbritannien i første halvår af 2019 udgjorde 525.000 pund, hvilket svarer til ca. 598.000 euro.⁵⁸ Til sammenligning viste en undersøgelse foretaget af Cambridge Center For Alternative Finance⁵⁹, at dette beløb for resten af Europa udgjorde 214.690 euro i 2017.⁶⁰

Differencen mellem disse to tal skal ses i lyset af, at Storbritannien er det land i Europa, som med afstand er længst fremme når det kommer til udbredelsen af alternative finansieringskilder, herunder særligt anvendelsen af equity crowdfunding, som beskrevet ovenfor i afsnit 2.5. Der kan derfor argumenteres for, at det britiske crowdfundingmarked befinder sig i en slags modningsfase, hvor også investeringer i virksomheder, som befinder sig på et senere stadie end i opstartsfasen, i højere grad faciliteres af crowdfundingplatformene.

Dette understøttes af undersøgelsen foretaget af Beauhurst som viser, at andelen af investeringer i virksomheder i seed-fasen udgjorde omkring 75 pct. af alle investeringer via equity crowdfunding i Storbritannien i 2011, mens kun 25 pct. af investeringerne tilfaldt virksomheder i senere udviklingsfaser. I første halvår af 2019 udgjorde seed-investeringerne til sammenligning kun omkring 55 pct., mens den resterende andel af investeringer tilfaldt virksomheder, som befandt sig i en senere udviklingsfase, fx vækstfasen.⁶¹

Det kan derfor fastslås, at det beløb som typisk rejses via en crowdfundingkampagne er forholdsvist beskedent og at investeringerne hovedsageligt retter sig mod virksomheder i opstartsfasen. Som det ses i Storbritannien, er der en tendens til, at efterhånden som crowdfunding bliver mere "mainstream" og markedet bevæger sig mod en modningsfase, da vil også virksomheder i senere udviklingsfaser kunne drage nytte af crowdfunding. Det britiske

⁵⁷ Beauhurst er en uafhængig database over britiske højvækst-virksomheder

⁵⁸ Beauhurst, *"The UK crowdfunding landscape in 2019 so far"* (2019)

⁵⁹ Shifting Paradigms (2019)

⁶⁰ Shifting Paradigms (2019), s. 38

⁶¹ Beauhurst, *The UK crowdfunding landscape in 2019 so far* (2019)

crowdfundingmarked er dog et særtilfælde i en europæisk kontekst, da Storbritannien som tidligere beskrevet repræsenterer mere end to tredjedele af det samlede europæiske marked for alternativ finansiering.

3.2 Fordele og ulemper ved equity crowdfunding

Som det blev fastslået i ovenstående afsnit har iværksætterselskaber og SMV'er typisk svært ved at fremskaffe kapital på deres tidlige stadie, hvorfor der kan siges at eksistere et finansieringshul for disse virksomheder. Desuden blev der redegjort for, at equity crowdfunding potentielt kan være en mulighed for at fremskaffe risikovillig kapital for disse virksomheder. I det følgende vil det derfor blive undersøgt, hvilke fordele og ulemper de forskellige aktører kan opnå ved at deltage i equity crowdfunding.

3.2.1 Fordele

3.2.1.1 Projektejeren

Det er tidligere blevet fastslået i afsnit 3.1, at projektejeren først og fremmest involverer sig i crowdfunding med henblik på at fremskaffe risikovillig kapital til sin virksomhed, da det ofte ikke er muligt for virksomheder i de helt tidlige udviklingsfaser at fremskaffe mere traditionel finansiering i form af fx et banklån eller en angel-investering. Ved equity crowdfunding opnår projektejeren dermed som det primære, en alternativ mulighed for at fremskaffe risikovillig kapital. Foruden den risikovillige kapital, opnår projektejeren dog også en række øvrige fordele ved equity crowdfunding, hvilket vil blive undersøgt nærmere i det nedenstående.⁶²

3.2.1.1.1 Økonomiske fordele

Den traditionelle finansiering, som iværksættere og SMV'er typisk kan fremskaffe i det tidlige stadie, stammer som tidligere beskrevet fra personlige opsparinger, venner og familie eller lån i fast ejendom. Equity crowdfunding giver dog projektejeren mulighed for at fremskaffe risikovillig kapital til lavere kapitalomkostninger, end gennem de mere traditionelle kanaler. Det skyldes at projektejeren ved equity crowdfunding får en række nye muligheder, som påvirker omkostningerne positivt. Dette omfatter bl.a. muligheden for at få bedre investorer, muligheden for at tilbyde et produkt sammen med kapitalandelene, samt muligheden for at udnytte den

⁶² Brüntje & Gajda (2015), s. 201

information, som projektejerer modtager som følge af, at projektet bliver offentliggjort på en platform.⁶³

3.2.1.1.1.1 Bedre investorer

Som tidligere nævnt fremskaffer iværksættervirksomheder og SMV'er i opstartsfasen typisk den risikovillige kapital i lokalområdet, hvilket begrænser udbuddet af investorer. Ved at equity crowdfunding bliver udbudt på en internetbaseret platform, giver det projektejerer mulighed for potentielt at udbyde deres projekt til hele verden. Dette giver et større marked for projektejerer, da projektejerer nu i teorien kan udvælge de bedst egnede investorer med den største betalingsvillighed, således at projektejerer får det mest optimale kapitalindskud i virksomheden, uden at afgive for mange kapitalandele. Endvidere skal projektejerer ikke bruge ressourcer på at markedsføre projektet til flere forskellige lokalområder, da projektet er frit tilgængeligt online, hvorfor der sker en nedbrydning af de geografiske begrænsninger. Dette bevirker, at investoren i højere grad investerer i projektet fordi det findes interessant, og ikke blot fordi det geografisk passer til investorernes lokalområde.⁶⁴ Denne tendens bakkes op af en undersøgelse fra 2011, hvor det blev fastslået, at den gennemsnitlige distance mellem projektejerer og investoren var ca. 5.000 km. ved crowdfunding.⁶⁵

Det kan således konkluderes, at nedbrydningen af de geografiske begrænsninger er medvirkende til at projektejerer kan tiltrække de mest betalingsvillige investorer, og samtidig ikke skulle bruge ressourcer på markedsføring til flere forskellige markeder, hvilket bl.a. medfører at projektejerer kan fremskaffe risikovillig kapital til lavere kapitalomkostninger end tidligere.

3.2.1.1.1.2 Bundling

Ved equity crowdfunding modtager investoren som nævnt kapitalandele i virksomheden, hvilket bl.a. er en af grundene til de mange regulatoriske regler.⁶⁶ Ved rewardbaseret crowdfunding støtter investoren et projekt, som endnu ikke er lanceret, men modtager en lovning på produktet, når det bliver lanceret.⁶⁷ Backerne ved rewardbaseret crowdfunding værdsætter muligheden for

⁶³ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 70-71

⁶⁴ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 71

⁶⁵ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2011), s. 1

⁶⁶ Se hertil kapitel 4 Juridisk analyse

⁶⁷ Se hertil afsnit 2.3

tidlig adgang til produktet, anerkendelsen for at have fundet produktet, samt muligheden for at deltage i nye projekter, hvilket de er villige til at betale for.⁶⁸

Dette kan projektejereren udnytte ved equity crowdfunding, ved at tilbyde en form for hybridmodel, hvor projektejereren sammensætter udbuddet af kapitalandele med muligheden for fx at få tidlig adgang til produktet, når det bliver lanceret. På den måde kan projektejereren tilbyde en lavere andel af kapitalen ved at sælge den sammen med en belønning i form af tidlig adgang til produktet.⁶⁹

Denne kombination, hvor projektejereren sælger andele i virksomheden sammen med en yderligere belønning, kan reducere kapitalomkostningerne for projektejereren, da man derved kan nøjes med at udbyde færre kapitalandele i virksomheden.

3.2.1.1.1.3 Information

Den sidste faktor, der medvirker til projektejerens reducerede kapitalomkostninger er den højere grad af information, som equity crowdfunding medfører.

Ved crowdfunding bliver der skabt mere information end ved de traditionelle finansieringsformer, da projektet bliver udbudt på en internetbaseret platform til et globalt marked. Dette betyder bl.a. at projektejereren får feedback fra investorerne vedrørende interessen for projektet og eventuelle forslag til produktforbedringer. Denne information kan være med til at hæve investorernes betalingsvillighed, og dermed reducere kapitalomkostningerne for projektejereren, da investorerne ikke investerer i et "ukendt" produkt eller projekt, men kan drage nytte af den information, som andre investorer har delt på platformen.⁷⁰

Denne større grad af information fra projektejereren og investorernes side medvirker derfor til at kapitalomkostningerne reduceres, da positive informationer vil højne betalingsvilligheden og interessen hos investorerne, hvorfor de vil være villige til at betale for færre kapitalandele i virksomheden. Projektejereren skal dog være opmærksom på, at negativ information kan have den modsatte virkning for betalingsvilligheden, hvorfor kapitalomkostninger tilsvarende kan blive forøget.

⁶⁸ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 71

⁶⁹ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 71

⁷⁰ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 71

3.2.1.1.1.4 Lotteri-effekten

En sidste faktor, som ikke nødvendigvis fører til reducerede kapitalomkostninger, men som bidrager til de økonomiske fordele er, at equity crowdfunding repræsenterer en mere konkurrencedygtig og tilgængelig finansieringskilde, til sammenligning med de mere traditionelle finansieringsformer. Den større konkurrencedygtighed og tilgængelig kan ifølge prospektteorien⁷¹ resultere i, at investorer har større villighed til at investere i projekterne, da det eventuelle tab er forholdsvis lavt sammenlignet med den potentielle fortjeneste. Investering i unoterede virksomheder via equity crowdfunding er forbundet med høj usikkerhed, men samtidig vil den potentielle gevinst tilsvarende være meget stor. Derfor vil investorerne ifølge prospektteorien have større villighed til at investere i disse projekter, da den potentielle gevinst opvejer det potentielle tab, hvilket betegnes som "lotteri-effekten".⁷² Equity crowdfunding vil derfor, ifølge teorien, have potentialet til at tiltrække flere investorer, hvilket vil øge projektejerens muligheder for at rejse risikovillig kapital til sin virksomhed.

3.2.1.1.2 Ikke-økonomiske fordele

Den store mængde information, som projektejerer modtager har ikke blot betydning for de reducerede kapitalomkostninger, men kan også have anden væsentlig værdi for projektejerer, som man typisk ikke vil kunne opnå før produktet er blevet lanceret og sendt i produktion.⁷³

Hvis projektejerer anvender en hybrid model, hvor man sammen med kapitalandelene tilbyder produktet, når det er færdigproduceret, vil crowdfunding kunne fungere som en effektiv markedsundersøgelse, der har til formål at tilrette produktet efter markedets behov.⁷⁴ Markedsundersøgelsen vil endvidere give nyttig information til projektejerer vedrørende prissammensætningen, efterspørgslen af produktet, nyttige oplysninger om de potentielle kunder samt direkte kundeinteraktion.⁷⁵

Den større grad af information og viden om produktet forud for lanceringen opnår man typisk ikke ved de mere traditionelle finansieringsformer, hvorfor dette giver projektejerer mulighed for at tilrette produktet inden det bliver lanceret. Denne form for markedsundersøgelse vil potentielt

⁷¹ Kahneman & Tversky (1979)

⁷² Furnari (2016), s. 25

⁷³ De Buysere, Gajda, Kleverlaan, Marom (2012), s. 13

⁷⁴ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 72

⁷⁵ De Buysere, Gajda, Kleverlaan, Marom (2012), s. 13

kunne bidrage til, at projektejerer opnår større og hurtigere succes med produktet, når det bliver lanceret.⁷⁶

Sammenfattende kan den opnåede feedback fra investorerne anvendes som en form for markedsvalidering, der kan bruges til at undersøge, hvorvidt produktet er eftertragtet på markedet og har potentialet til at blive en succes.⁷⁷ Det må antages, at markedsvalideringen vil kunne fungere, uanset om projektejerer beslutter sig for at anvende hybridmodellen eller blot anvender equity crowdfunding, da projektejerer forsat kan måle interessen for projektet på baggrund af de modtagne investeringer. Det må dog formodes, at det vil forstærke markedsvalideringen, hvis der samtidig bliver udbudt et produkt sammen med kapitalandelene.

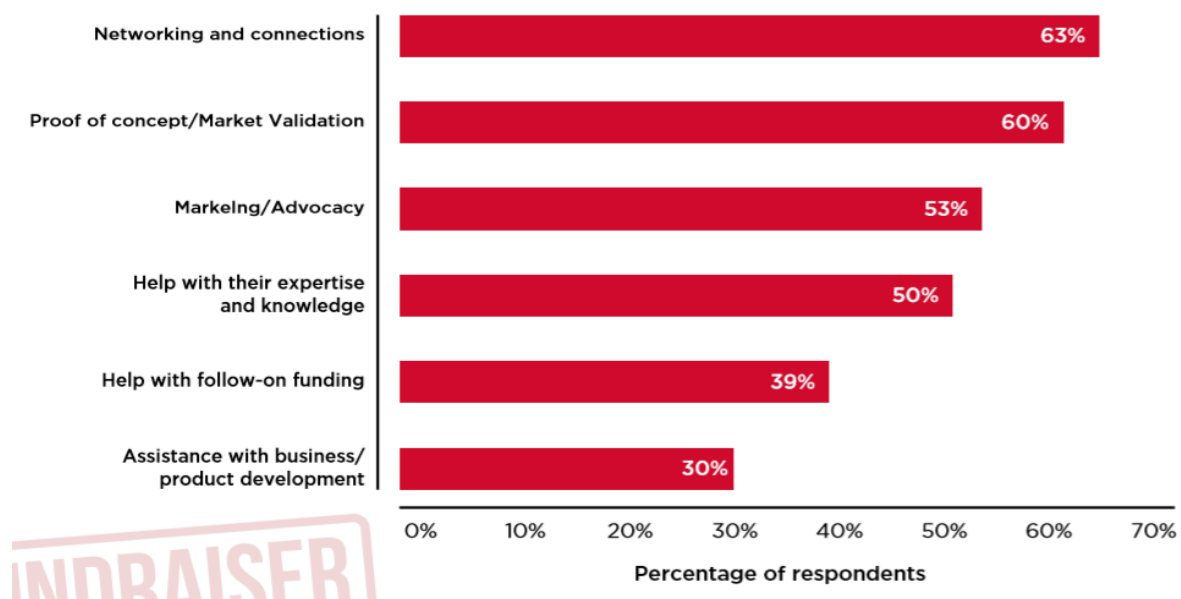
En anden positiv faktor ved equity crowdfunding er den opnåede kunderelation. Typisk er projektets investorer også virksomhedens første kunder, hvorfor en god kampagne vil bidrage til at investorerne ikke blot bliver kapitalejere, men også kunder hos virksomheden. Samtidig vil investoren typisk snakke godt om produktet eller projektet i sin omgangskreds, da investoren selv er involveret i projektet, hvorfor equity crowdfunding også kan medføre en gratis reklame for projektet.

De nævnte fordele ved equity crowdfunding, som ikke omhandler reducerede kapitalomkostninger, understøttes endvidere af en engelsk undersøgelse fra 2014⁷⁸. Her blev projektejerne spurgt om, hvilke ikke-økonomiske faktorer, der havde størst betydning for deres beslutning om at anvende equity crowdfunding, hvilket fremgår af Figur 9 nedenfor. Her fremhævede ca. 60 pct. af de adspurgte, at muligheden for markedsvalidering, samt netværk og kontakter som værende af størst betydning.

⁷⁶ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 72

⁷⁷ Furnari (2016), s. 26

⁷⁸ Understanding Alternative Finance (2014)



Figur 9: Ikke-økonomiske faktorer af betydning for projektejerne⁷⁹

En sidste fordel, som adskiller equity crowdfunding fra de mere traditionelle finansieringsformer, er en reduceret afgivelse af kontrol over virksomheden. Ved fx de mere traditionelle ventureinvesteringer, hvor større kapitalfonde eller business angels investerer i virksomheden, er det typisk med den konsekvens, at virksomheden må afgive forholdsvis store kapitalandele til en eller få store investorer. Ved equity crowdfunding afgiver projektejereren en tilsvarende en mængde af kapitalandele, men typisk vil det være en meget lille andel, som hver investor modtager i bytte for sit bidrag. Det må derfor antages, at selvom projektejereren afgiver en betydelig andel af kapitalen, vil den enkelte investor blot eje en beskeden andel af den samlede kapital, hvorfor projektejereren i højere grad vil have mulighed for at beholde aktiemajoriteten og dermed bevare kontrollen over virksomheden.⁸⁰

3.2.1.2 Investoren

I det følgende vil det blive undersøgt, hvilke incitamenter investoren har til at engagere sig i equity crowdfunding fremfor de mere traditionelle investeringsmuligheder, som fx køb af noterede aktier, fast ejendom mv.

⁷⁹ Understanding Alternative Finance (2014), s. 58

⁸⁰ Valanciene & Jegeleviciute (2013), s. 43

3.2.1.2.1 Økonomisk afkast

I en engelsk undersøgelse fra 2014⁸¹ har 96 pct. af de adspurgte angivet udsigten til et økonomisk afkast, som værende en "meget vigtig" eller "vigtig" faktor i deres beslutning om at investere i en crowdfundingkampagne. I lighed med investeringer via mere traditionelle kanaler er det altså grundlæggende et ønske om at opnå et økonomisk afkast, der får investorerne til at engagere sig i equity crowdfunding.

Der er overordnet to måder, hvorved investoren kan opnå et økonomisk afkast på sin investering; ved en efterfølgende afståelse af aktierne til en højere værdi end købssummen, eller i form af eventuelle løbende udlodning af udbytter fra virksomheden. Her må et afkast relateret til den efterfølgende afståelse af aktierne antages at være mest nærliggende, og gevinsten kan indtræde fx på baggrund af en børsintroduktion eller i forbindelse med en virksomhedsovertagelse. Alternativt kan investoren opnå et økonomisk afkast i form af udbytteudlodning fra virksomheden. Dette vil dog være mindre nærliggende ved equity crowdfunding, idet det som beskrevet i afsnit 3.1.2 hovedsageligt er iværksættervirksomheder og SMV'er i opstartsfasen, der udbyder sine kapitalandele på crowdfundingplatformene. For virksomheder i denne tidlige fase må eventuelle overskud derfor forventes, at skulle danne grundlaget for virksomhedens yderligere vækst fremfor at tilfalde aktionærene i form af udbytteudlodning.

I relation hertil gør platformen Seedrs på sin hjemmeside opmærksom på, at potentielle investorer må forvente først at se et eventuelt afkast på sin investering i forbindelse med afståelse af aktierne, og at den sjældne forekomst af udbytteudlodninger er et forhold, investoren må være opmærksom på og acceptere ved investering via crowdfunding.⁸²

Særligt jagten efter potentielle såkaldte "unicorns", som er en startup-virksomhed med en markedsværdi på over USD 1 mia., er et tiltrækkende element ved investering i unoterede opstartsvirksomheder fx via crowdfunding.⁸³ Et eksempel på en sådan unicorn er Oculus Rift, der tilbage i 2012 var i gang med at udvikle en prototype på Virtual Reality-briller. Virksomheden rejste i september 2012 USD 2,5 mio. fra omkring 9.500 forskellige bidragsydere via en

⁸¹ Understanding Alternative Finance (2014), s. 59

⁸² Seedrs, Risk Warnings

⁸³ Financial Times, "Crowdfunding in search of the next Apple or Facebook" (2019)

rewardbaseret crowdfundingkampagne på platformen Kickstarter.⁸⁴ Mindre end to år efter, i marts 2016 blev virksomheden opkøbt af Facebook for omkring USD 2 mia.⁸⁵

I tilfældet med Oculus Rift var der tale om rewardbaseret crowdfunding, hvorfor backerne ikke fik et afkast ud af Facebooks overtagelse af virksomheden. Et lignende scenarie kan dog finde sted ved equity crowdfunding, og hvis de 2,5 mio. USD som Oculus Rift indsamlede var blevet rejst gennem equity crowdfunding, så ville investorerne kunne have realiseret et afkast på mellem 145 og 200 gange deres investering i forbindelse med salget.⁸⁶ Investering i opstartsvirksomheder er dog generelt forbundet med væsentlige risici, jf. nærmere afsnit 3.2.2.2 nedenfor.

3.2.1.2.2 Andre faktorer

Foruden udsigten til et økonomisk afkast, nævner investorerne i undersøgelsen en række yderligere faktorer, som havde betydning for deres beslutning om at investere via equity crowdfunding. Disse vedrører bl.a. muligheden for at sprede sin investeringsportefølje, muligheden for at støtte et projekt, som investoren kender til eller er følelsesmæssigt knyttet til, samt følelsen af at deres investering gør en forskel.⁸⁷

Alene det, at være en del af et fællesskab kan være en faktor, som tiltrækker investorer til at engagere sig i crowdfunding, idet det at investere via en crowdfundingplatform af mange investorer anses for at være en social aktivitet, og hvor det at være en del af en udvalgt gruppe i sig selv kan udgøre en værdi for investoren.⁸⁸

Endvidere åbner deltagelsen i disse investorfællesskaber op for muligheder relateret til "wisdom of the crowds".⁸⁹ Teorien går ud på, at en større gruppe af mennesker vil være bedre egnet end individuelle eksperter til at løse udfordringer relateret til problemløsning, beslutningstagning, innovation og forudsigelser, såfremt en række kriterier ved gruppen er opfyldt. Det er således en forudsætning for wisdom of the crowds, at gruppen er karakteriseret ved mange forskellige holdninger, og den enkeltes holdning er uafhængig af de andre i gruppen.⁹⁰ I relation til equity crowdfunding kommer wisdom of the crowds til udtryk ved, at det er overladt til *crowden* at

⁸⁴ Kickstarter, Oculus Rift-kampagne

⁸⁵ The Guardian, "Facebook closes its \$2bn Oculus Rift acquisition. Whats next?" (2014)

⁸⁶ Forbes, "\$2B Facebook Acquisition Raises Question: Is Equity Crowdfunding Better?" (2014)

⁸⁷ Understanding Alternative Finance (2014), s. 59

⁸⁸ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 73

⁸⁹ Surowiecki (2005)

⁹⁰ Investopedia, "Wisdom of crowds"

vurdere kvaliteten af og mulighederne for projektet. I sidste ende er det derfor offentligheden og ikke fx en enkel kreditgiver der skal tage stilling til, hvorvidt projektet kan blive en succes eller ej.

Crowdfunding kan endvidere være en metode til at formalisere kontrakter mellem projektejeren og investorerne. De tidligste investorer i et specifikt projekt på crowdfundingplatformen vil typisk være venner og familiemedlemmer, som investerer for at støtte iværksætteren.⁹¹ Her kan platformen fungere som et uafhængigt mellemlid, der formaliserer og forbedrer de finansielle kontrakter mellem venner og familiemedlemmer.⁹² Gennem et socialt pres kan venner og familiemedlemmer være med til at skabe en motivation hos iværksætteren. Men deres engagement i virksomheden kan samtidig medføre en reduceret risikovillighed hos iværksætteren, såfremt der ikke foreligger en formel kontrakt mellem parterne, da det kan påvirke parternes sociale forhold negativt, hvis forretningen slår fejl. Her kan crowdfunding gennem en formalisering af kontrakter bidrage til at balancere økonomiske muligheder og risici i det sociale forhold mellem venner og familiemedlemmer.⁹³

3.2.1.3 Platformen

Platformudbyderens primære formål med at engagere sig i equity crowdfunding er at opnå en fortjeneste.

For at kunne opnå fortjeneste på transaktionerne, har de fleste platforme en forretningsmodel hvoraf de opkræver gebyrer for at handle på platformen, og dette indebærer både gebyrer på projektejer- og investorsiden.⁹⁴

På platformen Funderbeam er der en række forskellige gebyrer, som bl.a. omfatter et administrationsgebyr på 3.500 euro, som projektejeren bliver opkrævet såfremt kampagnen formår at rejse det efterspurgte beløb, og dermed afsluttes succesfuldt. Foruden administrationsgebyret bliver projektejeren også opkrævet et gebyr svarende til 5 pct. af den indhentede investering, ved en succesfuld kampagne. Nogle platforme opkræver dog først gebyrerne, hvis kampagne afsluttes succesfuldt. På den måde tilsikrer platformen, at flest mulige projektejere vælger at forsøge at skaffe finansiering gennem equity crowdfunding, da det således i udgangspunktet er omkostningsfrit for projektejeren hvis kampagnen mislykkes, hvilket vil skabe

⁹¹ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2011), s. 17

⁹² Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 74

⁹³ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 74

⁹⁴ Funderbeam, What are the costs to use funderbeam?

et incitament hos projektejerer. Udover gebyrerne målrettet projektejerer bliver investoren typisk også opkrævet et mindre gebyr for at investere på platformen, ligesom der opkræves andre gebyrer for fx betalinger og overførelser til og fra investorens konto.⁹⁵

Platformen modtager dermed sin fortjeneste via forskellige gebyrer, som den opkræver fra projektejerer og investorerne. Platformen vil desuden have et incitament til at profitmaksimere, og for at skabe de bedste forudsætninger for at opnå størst mulig profit, forsøger platformen bl.a. at maksimere antallet af succesfulde kampagner på platformen og tiltrække medieopmærksomhed.⁹⁶ I det følgende vil det blive gennemgået, hvilke faktorer der kan bidrage til at platformen opnår de bedste forudsætninger for at kunne profitmaksimere.

3.2.1.3.1 Succesfulde kampagner

Som nævnt i det ovenstående opnår platformen sin fortjeneste, når der kan opkræves et administrationsgebyr samt et gebyr ved succesfuldt gennemførte kampagner. Platformen skal dermed forsøge at tiltrække så mange attraktive projektejerer som muligt, da chancen for succesfulde kampagner dermed bliver større. For at dette kan lade sig gøre skal platformen have et stort fællesskab af investorer og projektejerer, samt designe platformen således at det er kvalitetsprojekter, der bliver udbudt på platformen. Endvidere er det nødvendigt, at platformen formår at matche projektejerer med ideelle investorer, således at der bliver størst chance for en succesfuld kampagne.⁹⁷

Platformen er derfor nødsaget til at designe platformen således, at det er attraktive projekter der bliver udbudt på platformen. Dette kan ske ved, at platformen laver en grundig undersøgelse af projektejerer samt projektet inden det bliver offentliggjort, således at platformen kan kvalitetssikre, hvilke projekter der bliver udbudt. Ved at platformen kvalitetssikrer, hvilke projekter der bliver udbudt på platformen, vil det samtidig øge muligheden for, at investorerne vil vælge at handle på den pågældende platform, hvilket endvidere vil forhøje muligheden for succesfulde kampagner, som kan genere en fortjeneste for platformen.

Samtidig skal platformen matche investorerne med ideelle projekter, således at chancen for en investering er størst mulig. Dette kan ske ved at platformen øger graden af information fra

⁹⁵ Funderbeam, Fee schedule

⁹⁶ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 74

⁹⁷ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 74

projektejeren, samt tilbyder effektive søgefunktioner på platformen.⁹⁸ Dette vil medvirke til, at den asymmetriske information bliver reduceret, hvilket vil sætte investoren i stand til i højere grad at foretage en korrekt vurdering af projektet forud for beslutningen om at investere. Dette kan således medvirke til, at investoren vil føle sig mere overbevist om projektet, og dermed forøge muligheden for en investering.

Sammenfattende kan det konkluderes, at platformsudbyderen skal forsøge at gøre platformen så brugervenlig og informationsrig som mulig, således at platformens indretning kan bidrage til investorerne og projektejerne bliver matchet optimalt, hvilket medvirker til at chancen for en succesfuld kampagne er størst. Endvidere skal platformudbyderen udarbejde processer for at kvalitetssikre projekterne, som udbydes på platformen, således at man i videst mulige omfang undgår at udbyde projekter af ringe kvalitet, eller som bliver oprettet med henblik på svindel.⁹⁹

3.2.1.3.2 Omdømme

En anden faktor, der kan medvirke til at platformen opnår den maksimale fortjeneste, er ved at have et positivt omdømme blandt projektejerne og investorer.

En mulighed for at opretholde et positivt omdømme er ved at tiltrække projekter, som kan skabe en stor mediedækning.¹⁰⁰ Dette vil medvirke til at platformen bliver omtalt positivt i medierne, hvilket kan tiltrække nye investorer og potentielle projektejerne, der vil overveje at udbyde deres projekt på platformen. Dette vil sammenfattende kunne øge muligheden for at gennemføre succesfulde kampagner yderligere, hvilket skaber den største fortjeneste for platformen.

3.2.2 Ulemper

Ovenfor er en række af de væsentligste fordele, som hhv. projektejeren, investoren og platformudbyderen potentielt kan opnå ved at engagere sig i equity crowdfunding. Samtidig er der dog tilsvarende en række ulemper og risici, som de forskellige aktører må være opmærksomme på, hvilket vil blive undersøgt nærmere i det følgende.

3.2.2.1 Projektejeren

Den væsentligste ulempe for projektejeren ved equity crowdfunding, må antages at være afgivelse af kapitalandelene, og dermed risikoen for at skulle dele eventuel profit med investorerne. Dette er dog et vilkår projektejeren kan være nødsaget til at måtte affinde sig med,

⁹⁸ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 74

⁹⁹ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 74

¹⁰⁰ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 74

da det som tidligere nævnt typisk vil være svært for nyetablerede virksomheder at skaffe kapital på andre måder. Projektejeren skal derfor, inden at man træffer beslutning om at udbyde sit projekt på platformen, gøre sig tanker om hvorvidt man er klar på at afgive kapitalandele og eventuel senere profit for at kunne få tilført kapital til virksomheden. Hertil skal det dog bemærkes, at det ved de mere traditionelle finansieringsformer, som udgangspunkt kun er lånefinansiering i form af fx et banklån, hvor virksomheden ikke afgiver kapitalandele. Hvis projekt ejeren ikke kan skaffe risikovillig kapital via et penge- eller realkreditinstitut, og samtidigt ikke ønsker at afgive kapitalandele i virksomheden, vil det derfor være mere oplagt for projekt ejeren at overveje om reward-, donation- eller lånebaseret crowdfunding kan være en mulighed i det konkrete tilfælde.

Foruden at gøre sig tanker om det ovenstående må projekt ejeren dog også overveje en række yderligere ulemper og risici, som potentielt kan være forbundet med equity crowdfunding, hvilket vil blive undersøgt nærmere i det følgende.

3.2.2.1.1 Offentlig udnyttelse

Investoren skal være velinformeret om investeringen, således at investoren sættes i stand til at foretage en retvisende vurdering af de økonomiske risici, som er forbundet med den pågældende investering, hvilket forudsætter, at investoren har adgang til tilstrækkelig information om virksomheden.¹⁰¹ Denne information skal projekt ejeren give platformen, således at den kan videreformidle den til investoren. Dette må i udgangspunktet antages at være en ulempe for projekt ejeren, da eventuelle nøgletal om virksomheden potentielt bliver gjort offentligt tilgængelige på platformen i denne forbindelse.

Ved de traditionelle finansieringsformer har virksomhedsejeren som udgangspunkt mulighed for at holde virksomhedens nøgletal skjult for offentligheden, hvorimod der ved equity crowdfunding kan være en risiko for, at potentielle konkurrenter får kendskab til forretningshemmeligheder, inden produktet eller servicen bliver lanceret på markedet. Dette vil særligt være en ulempe for virksomheder, som er bekymret for at deres ide eller produkt bliver efterlignet af større virksomheder, der har ressourcerne til at producere produktet hurtigere, og ikke først skal afvente at få finansiering til at igangsætte produktionen.¹⁰²

¹⁰¹ Se hertil afsnit 4.4 i den juridiske analyse om investorbeskyttelse

¹⁰² Valanciene & Jegeleviciute (2013), s. 44

Udover risikoen for at idéen vil blive efterlignet af konkurrenter, kan kravet om offentliggørelse af nøgletal også få andre negative betydninger for projektejerer. Dette gælder bl.a. projektejerens fremtidige forhandlingsmagt, når der skal forhandles aftaler med leverandører, hvor den offentliggjorte information kan have negativ effekt på den pris, som kan forhandles med leverandørerne. Samtidig kan offentliggørelsen også have en betydning for virksomhedens mulighed for at få idéen patenteret.¹⁰³

3.2.2.1.2 Business Angels vs. The Crowd

En anden ulempe projektejerne oplever ved equity crowdfunding overfor mere traditionelle finansieringsformer, fx i form af investeringer fra business angels og kapitalfonde, er den manglende ekspertise. Typisk medbringer professionelle investorer ikke blot finansieringen som værdi for virksomheden, men også nyttig information og viden. Det kan være branchekendskab, netværk og status, som man fx kender det fra TV-programmet "Løvens Hule", hvor de fem løver typisk konkurrerer mod hinanden, ved at tilbyde andre værdier end blot selve finansieringen.¹⁰⁴

Ved equity crowdfunding er det som tidligere nævnt private investorer som investerer mindre beløb, hvorfor de typisk ikke bringer andre værdier end selve deres investering med ind i virksomheden. Projektejerer vil derfor typisk fortabe muligheden for at opnå andre fordele end det økonomiske bidrag ved equity crowdfunding. Samtidig må det antages, at hvis investoren rent faktisk besidder værdifuld viden om branchen, da vil han i de fleste tilfælde vælge ikke dele denne information, da investorens omkostninger ved at bruge tid og energi på at dele ud af sin viden, er langt større end hvad det typiske afkast vil være som følge af deres lave investeringsniveau.¹⁰⁵

Til trods for at projektejerer går glip af muligheden for ekspertviden, branchekendskab og netværk fra de professionelle investorer, angiver 50 pct. af de adspurgte projektejere, at investorerne bidrager positivt med deres viden til projektet.¹⁰⁶ Dette blev også fastslået i afsnit 3.2.1.1.2 vedrørende de ikke økonomiske fordele, hvor det blev set som en fordel, at investorerne kunne dele deres tanker om produktet, således projektejerer kunne forbedre produktet inden den endelige lancering.

¹⁰³ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 74-75

¹⁰⁴ Løvens Hule er et populært TV-program på Danmarks Radio, hvor 5 business angels investerer i start-ups

¹⁰⁵ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 75

¹⁰⁶ Se hertil Figur 9: Ikke-økonomiske faktorer af betydning for projektejerne

3.2.2.1.3 Administrative forpligtelser

Det høje antal af investorer som investerer i en crowdfundingkampagne, får endvidere betydning for de administrative forpligtelser for projektejereren. Som nævnt tidligere kan investorerne potentielt være hjemmehørende i hele verden, hvorfor virksomhedens ejerkreds risikerer at bliver spredt ud over hele verden, samtidig med at der hurtigt kan komme en ejerkreds på flere hundrede individuelle investorer. Det betyder, at de administrative forpligtelser for virksomheden, såsom opretholdelse af kontakten med aktionæren, informere dem om udviklingen, eller fremsende evt. produkter, såfremt der har været tale om en hybridmodel, kan være yderst omkostningsfuldt og tidskrævende for projektejereren.¹⁰⁷

Der har tidligere været eksempler på virksomheder, der efter en succesfuld crowdfunding kampagne havde sendt en opdatering ud til investorerne, og som derefter modtog flere tusinde tilbagemeldinger fra investorerne.¹⁰⁸

Den store ejerkreds som equity crowdfunding medfører, er dermed ikke blot en fordel for projektejereren i form af kapitaltilførslen til virksomheden, men kan også udgøre en ulempe, da den store ejerkreds medfører øgede omkostninger til administrative forpligtelser og kommunikation.

3.2.2.1.4 Værdiansættelse

Ved equity crowdfunding, som ved andre kapitalforhøjelser, er det nødvendigt at værdiansætte virksomheden inden man udbyder sine andele på en platform. Ved en værdiansættelse angiver man prisen for virksomheden, hvorfor man kan beregne hvad en bestemt del af kapitalen skal koste. Som det ses i Løvens Hule, er en korrekt værdiansættelse vigtig for virksomheden, da det har betydning for om investorerne kan se værdi i at investere i virksomheden. På samme måde er det med equity crowdfunding, da værdiansættelsen har betydning for om man kan tiltrække investorer, da en for høj værdiansættelse kan skræmme dem væk.¹⁰⁹

Typisk skal projektejereren værdiansætte virksomheden inden crowdfundingkampagnen bliver offentliggjort på en platform, hvilket kan være problematisk for virksomheden.¹¹⁰ Når man skal værdiansætte sin virksomhed, er der en masse faktorer som skal inddrages. Det kan dog være svært at værdiansætte virksomheden korrekt ved equity crowdfunding, da virksomheden typisk befinder sig på et meget tidligt stadie, og derfor ikke har mulighed for at vurdere en række

¹⁰⁷ Furnari (2016), s. 28

¹⁰⁸ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 75

¹⁰⁹ Drop Studio, Crowdfunding Valuation – How Do You Value a Company?

¹¹⁰ Kort om Crowdfunding (2015), s. 24

nøgleinformationer, hvilket fx kan relatere sig til intellektuelle rettigheder, den potentielle markedsstørrelse og væksten i virksomheden.¹¹¹

Værdiansættelsen af virksomheden kan dermed være problematisk grundet det tidlige stadie, men også grundet projektejerens personlige engagement i virksomheden. Det ses typisk i Løvernes Hule, at virksomhedsejeren har svært ved at vurdere virksomhedens værdi objektivt, da de har et personligt forhold til deres egen gode idé, hvorfor det kan være en udfordring for projektejeren at værdiansætte virksomheden korrekt forud for offentliggørelsen på platformen.

Projektejeren kan dermed være nødsaget til at inddrage en uvildig rådgiver med henblik på at værdiansætte virksomheden korrekt, hvilket kan være forbundet med betydelige omkostninger for en nyetableret virksomhed. Dette kan dog være en fornuftig investering for virksomheden, da en forkert værdiansættelse potentielt vil kunne ødelægge muligheden for at opnå den ønskede finansiering.

For at imødegå udfordringen med værdiansættelsen, tilbyder nogle platforme at projektejeren kan være fleksibel med det beløb der tilbydes under kampagnen, således at projektejeren kan korrigere det ønskede beløb afhængig af investeringernes udvikling.¹¹²

Værdiansættelsen er dermed et vigtigt aspekt for projektejeren ved equity crowdfunding, da en forkert værdiansættelse kan betyde at investorerne får virksomhedens kapitalandele for billigt, eller at investorerne potentielt bliver skræmt væk, og projektejeren dermed ikke opnår sin ønskede finansiering.

3.2.2.2 Investoren

Investoren står tilsvarende over for en række ulemper og risici, som kan have betydning for beslutningen om at investere i crowdfundingkampagner. Disse relaterer sig fx til projektrisici, risiko for bedrageri samt illikviditet, som vil blive gennemgået i det følgende.

3.2.2.2.1 Projektrisici

Nyetablerede virksomheder og SMV'er er grundlæggende risikable at investere i, på grund af deres lave soliditet og manglende historik. Ifølge Eurostat¹¹³ var 73 pct. af nystartede

¹¹¹ De Buysere, Gajda, Kleverlaan, Marom (2012), s. 15

¹¹² De Buysere, Gajda, Kleverlaan, Marom (2012), s. 15

¹¹³ Eurostat, "Business demography statistics" (2020)

virksomheder i Danmark i 2017 fortsat i drift efter det første leveår, mens kun 36 pct. fortsat var i drift efter fem år.

Der er således ingen garanti for at investoren vil opnå et økonomisk afkast på sin investering, ligesom der vil være en betydelig risiko for, at investoren mister hele sit indskud i disse virksomheder. Hertil noteres det dog at investorens risiko er begrænset til investeringen i virksomheden, og investoren risikerer derfor ikke at hæfte for mere end sit indskud.¹¹⁴ I den tidligere nævnte undersøgelse fra 2014¹¹⁵, angiver 77 pct. af de adspurgte projektrisici som værende en "vigtig" eller "meget vigtig" faktor for, at de endnu ikke har investeret i en crowdfundingkampagne.¹¹⁶ Der er dog ikke umiddelbart noget der tyder på at virksomheder, som har benyttet sig af equity crowdfunding til at rejse kapital, klarer sig dårligere end resten af markedet. Således viser en undersøgelse fra 2015, at blandt de 367 virksomheder, som i perioden fra 2011-2013 opnåede finansiering via crowdfunding i Storbritannien, var 80 pct. fortsat i drift i november 2015.¹¹⁷

Foruden den generelle risiko ved investering i opstartsvirksomheder via crowdfunding, kan det være vanskeligt for investoren at tilvejebringe tilstrækkeligt information om det konkrete projekt. Investoren og projektejereren har mulighed for at kommunikere direkte via den platform, som varetager crowdfundingen, ligesom investoren har mulighed for at kommunikere med andre investorer på platformen.¹¹⁸ Projektejereren vil dog besidde mere information end investorerne, og det kan derfor være problematisk for investoren at vurdere den reelle økonomiske risiko, som er forbundet med at stille kapital til rådighed mod kapitalandele i virksomheden.¹¹⁹ Endvidere vil investorerne typisk ikke have kendskab til projektejerens kompetence til at drive en succesfuld virksomhed, overholde deadlines for levering m.v.¹²⁰

Projektrisici og den manglende gennemsigtighed i informationer fra virksomheden er derfor forhold, som investoren må være opmærksom på i forbindelse med investering via crowdfunding og det er forhold, som kan medvirke til at begrænse udbredelsen af crowdfunding.¹²¹

¹¹⁴ Seedrs, FAQ: Can investors lose more than they invested?

¹¹⁵ Understanding Alternative Finance (20014)

¹¹⁶ Understanding Alternative Finance (2014), s. 61

¹¹⁷ Crowdfunding in the EU Capital Markets Union (2016), s. 16

¹¹⁸ Seedrs, FAQ: How can I contact a company I am considering investing in?

¹¹⁹ Crowdfunding i Danmark (2015), s. 38

¹²⁰ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 76-77

¹²¹ For nærmere om udfordringerne relateret til asymmetrisk information, se afsnit 3.3.1

3.2.2.2.2 Svindel

Foruden den grundlæggende projektrisici og manglende gennemsigtighed i informationer fra virksomheden, vil risikoen for bedrageri formentlig udgøre den største trussel ved equity crowdfunding.¹²² Det kan umiddelbart tænkes at være forholdsvis simpelt at anvende falske informationer til at oprette en crowdfundingkampagne med det ene formål at svindle investorerne, hvorfor det kan tænkes at crowdfundingplatformene kan tiltrække kriminelle typer.¹²³ Platformene forsøger dog ihærdigt at dæmme op for de kriminelles adgang til platformene, ved at foretage en dybdegående due diligence og verificering af de oplyste informationer om virksomheden.¹²⁴

Investorerne vil dog typisk ikke i samme grad som platformen have mulighed for at foretage en dybdegående due diligence-undersøgelse af virksomheden. Såfremt investorens omkostning ved at udarbejde undersøgelsen er høje, samtidig med at den individuelle nytteværdi herved er lav, da vil investorerne have en tendens til systematisk at under-investere i undersøgelsen af projektejerne.¹²⁵ I stedet vil investoren have et incitament til at "free-ride" på andre investorers investeringsbeslutninger, hvilket også kaldes for "herding"-effekten, hvorved potentielle investorer anser de øvrige investorers investeringsbeslutning som et informativt signal om projektets kvalitet og investerer ud fra dette.¹²⁶

Risikoen for bedrageri er derfor et forhold, som investoren må være opmærksom på i forbindelse med investering via equity crowdfunding. Svindelsagerne er dog ganske sjældent forekommende, og en undersøgelse fra 2014 af platformen Kickstarter, som baserer sig på rewardbaseret crowdfunding, viste at ud af 381 gennemførte projekter, der afbrød 11 kontakten med bidragsyderne mens 3 projekterejere tilbagebetalte de modtagne beløb.¹²⁷

Det må derfor siges at være mere undtagelsen end reglen, at svindelsagerne finder vej til crowdfundingplatformene, men det er dog forsat en potentiel risiko, som investorerne må være opmærksomme på.

¹²² Gabison (2015), s. 17

¹²³ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 77

¹²⁴ Seedrs, "*Due diligence: The Seedrs Standard*" (2018)

¹²⁵ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 77

¹²⁶ Tendensen til free-riding blandt investorerne kan dog føre til markedssvigt på crowdfundingmarkedet, for nærmere herom se afsnit 3.3.2

¹²⁷ Crowdfunding in the EU Capital Markets Union (2016), s. 16

3.2.2.2.3 Illikviditet

Kapitalandelene som udbydes via equity crowdfunding betragtes som unoterede aktier og er derfor højest illikvide. Dette skyldes, at der ofte ikke eksisterer et velfungerende sekundært marked for handel med sådanne unoterede aktier. Ønsker investoren at sælge aktierne på et senere tidspunkt, vil investoren derfor som udgangspunkt være nødsaget til selv at finde en interesseret køber. Da handlen ikke sker på et reguleret marked, kan investoren risikere at opleve store forskelle mellem købs- og salgskursen, da der ofte ikke eksisterer en entydig pris i markedet.

Investorer der engagerer sig i equity crowdfunding må derfor indstille sig på, at det kan være yderst vanskeligt af afhænde sine kapitalandele i virksomheden tidligere end ved en eventuel børsnotering eller virksomhedsovertagelse,¹²⁸ og at investoren derfor som udgangspunkt ikke må kunne forvente at realisere en eventuel gevinst i de første år efter investeringen, hvis overhovedet. Hertil viser en undersøgelse fra 2015 blandt 367 virksomheder, som i perioden fra 2011-2013 opnåede finansiering via equity crowdfunding i Storbritannien, at kun 22 pct. af virksomhederne formåede at rejse efterfølgende kapital til en højere værdiansættelse eller skabe et afkast for sine investorer i form af et salg af virksomheden eller ved anden exit.¹²⁹

I et forsøg på at øge omsætteligheden af disse kapitalandele, har en række crowdfundingplatforme iværksat initiativer for at udvikle deres eget sekundære marked, hvor investorerne kan mødes og handle de unoterede aktier. Som eksempel herpå har platformen Seedrs siden 2017 tilbudt investorerne at købe og sælge kapitalandele på "The Seedrs Secondary Market". Hos Seedrs fungerer det i praksis sådan, at det sekundære marked har åbent fra den første tirsdag i hver måned og i én uge frem. Siden starten er over 10.000 investorer lykkedes med at afhænde deres kapitalandele i mere end 350 virksomheder, som forinden har gennemført en succesfuld crowdfundingkampagne på platformen.¹³⁰

Det er dog ikke alle platforme der udbyder en tilsvarende løsning, og hos fx Seedrs er det op til virksomheden selv at beslutte, om deres kapitalandele skal kunne handles på det sekundære marked.¹³¹ Seedrs understreger derfor, at selvom det sekundære marked som udgangspunkt tilbyder investorerne en mulighed for at sælge deres kapitalandele, så er det forudsat at den specifikke virksomhed har accepteret dette, og at muligheden for at købe og sælge aktier på

¹²⁸ Seedrs, Risk warnings

¹²⁹ Crowdfunding in the EU Capital Markets Union (2016), s. 13

¹³⁰ Seedrs, "Seedrs Secondary Market: Latest Update" (2019)

¹³¹ Seedrs, "What is the Seedrs Secondary Market?" (2018)

markedet i øvrigt afhænger af efterspørgslen. Der er således ingen garanti for, at en køber af de pågældende kapitalandele findes i markedet, og investoren skal derfor ikke forvente at kunne foretage en tidlig exit i en investering, blot fordi det sekundære marked eksisterer.¹³²

Den begrænsede omsættelighed af unoterede aktier er derfor et forhold, som investoren må være opmærksom på i forbindelse med investering via crowdfunding.

3.2.2.3 Platformen

3.2.2.3.1 Svindel

Som nævnt tidligere er platformens altoverskyggende mål at skabe profit gennem succesfulde kampagner, hvorfor det er vigtigt at platformen kan tiltrække investorer og projektere. For at platformen skal kunne forblive attraktiv for investorer og projektere, er det nødvendigt at platformen ikke bliver udsat for svindel fra projektere, da dette potentielt vil kunne afskrække investorerne fra at investere på platformen, hvilket til sidst vil medføre at antallet af succesfulde kampagner bliver formindsket.

Som tidligere nævnt skal platformen derfor sørge for at have interne procedurer for, hvordan de kan kvalitetssikre projekteren og dermed tilsikre sig at projekterens formål er legitimt. Dette vil mindske risikoen for svindel, hvilket også er en af de væsentlige faktorer, som investorerne er opmærksomme på når de skal vælge platform.¹³³

3.3 Risikoen for markedsfejl

Som det blev fastslået i ovenstående afsnit er der en række fordele, som aktørerne forsøger at realisere ved equity crowdfunding. Det er dog ikke alle fordelene der bliver udnyttet fuldt ud, hvilket bl.a. skyldes de nævnte ulemper og risici i afsnit 3.2.2. Disse risici er faktorer, der påvirker det samlede marked for equity crowdfunding og som kan medvirke til at markedet ikke bliver udnyttet fuldt ud.

Når markedet ikke bliver udnyttet fuldt ud, betyder det at markedet ikke har fundet den pareto-optimale ligevægt, hvilket betyder at der er uudnyttede ressourcer, som ikke bliver realiseret grundet den nuværende indretning af markedet. Dette er et udtryk for markedsfejl.¹³⁴ Markedsfejl vil typisk opstå i alle markeder, da kravene til et fuldkomment marked, hvilket bl.a.

¹³² Seedrs, FAQ: Does the Secondary Market reduce the risks associated with investing?

¹³³ Understanding Alternative Finance (2014), s. 61

¹³⁴ Eide & Stavang (2008), s. 420

indebærer at aktørerne besidder perfekt information, ikke er et realistisk scenarie i den virkelige verden. Dette gælder også indenfor equity crowdfunding, hvor projektejerer fx besidder mere information end investoren.¹³⁵

Målsætningen for alle markeder er at opnå fuldkommen konkurrence, hvor aktørerne anvender markedet fuldt ud, og dermed har opnået en pareto-optimal situation. Dette sker dog typisk ikke, da markedet bliver mødt af forskellige udfordringer som medfører markedsfejl, hvilket resulterer i at der er tilgængelige ressourcer på markedet, som ikke bliver udnyttet optimalt. Markedsfejl opstår typisk som følge af en række faktorer der påvirker markedet, hvilket bl.a. omfatter eksternaliteter, høje transaktionsomkostninger, markedsindgreb og asymmetrisk information.¹³⁶ Det er specielt udfordringen ved asymmetrisk information, der er relevant at se nærmere på når man skal undersøge, hvilken betydning markedsfejl har for udbredelsen af equity crowdfunding. Sammen med asymmetrisk information vil adverse selection, moral hazard og kollektive handling-problemet blive undersøgt i relation til equity crowdfunding, da dette er faktorer som potentielt vil medføre at markedet ikke bliver udnyttet optimalt.¹³⁷

3.3.1 Asymmetrisk information

Helt generelt kan et principal-agentforhold karakteriseres som en relation mellem to parter; principalen, der engagerer den anden part, agenten, til at træffe en række beslutninger for sig.¹³⁸ Principal-agent forholdet bliver særligt interessant i de situationer, hvor det forudsættes at principalen vil have adgang til mindre information om agentens handlinger end agenten selv, således at agenten kan forfølge sine egne interesser uden at blive opdaget heri af principalen. Denne asymmetriske information kan være opstået enten fordi agenten via sin uddannelse har større ekspertise end principalen, eller fordi principalen ikke direkte og omkostningsfrit kan observere agentens handlinger. Teorien søger herefter løsningen på det teoretiske problem der består i, hvorledes der kan udformes en incitamentsforenelig kontrakt, sådan at det i videst mulige omfang bliver i agentens egeninteresse at handle på en måde, der er i overensstemmelse med principalens interesser.¹³⁹

¹³⁵ Investopedia, "Market failure"

¹³⁶ Eide & Stavang (2008), s. 420-421

¹³⁷ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 78-79

¹³⁸ Knudsen (1994), s. 164

¹³⁹ Knudsen (1994), s. 164

I henhold til den videre behandling af principal-agent problematikken fokuserer afhandlingen på principal-agent forholdet mellem projektejerer og investoren, hvor platformen anses som værende et mellemlid. I henhold til den neoklassiske økonomiske teori betragtes agentens adfærd som et resultat af et ønske om at få mest muligt ud af begrænsede ressourcer, og den rationelle agent vil, når han stilles i en valgsituation, vælge således, at hans nytte maksimeres.¹⁴⁰ Når det endvidere formodes, at aktørerne handler rationelt, vil aktøren med mindst information forvente, at han bliver udnyttet, da den anden aktør til enhver tid vil vælge at anvende sin private information til at egenoptimere, hvorfor aktøren med mindst information vil være afventende med at indgå en aftale. Dette medfører at markedet ikke bliver udnyttet fuldt ud.¹⁴¹

Som det blev fastslået i afsnit 3.2.2.2 mødes investoren af en række udfordringer, som bl.a. omfatter projektrisici og risikoen for bedrageri. Udfordringerne skyldes til dels at projektejerer besidder mere information end investoren, hvilket kan medføre at investoren vil være afholdende ift. at investere i crowdfundingkampagnen, da han ikke besidder tilstrækkelig information til at vurdere de økonomiske risici ved projektet, hvorved markedet ikke bliver udnyttet optimalt. Derfor medfører investorenes manglende adgang til tilstrækkelig information, at eventuelle værdiskabende transaktioner mellem projektejerer og investoren ikke bliver afsluttet som følge af den asymmetriske information.¹⁴² Den asymmetriske information bliver endvidere større ved equity crowdfunding, end fx ved handel på regulerede markeder, da investeringen ved equity crowdfunding typisk sker i iværksætterselskaber og SMV'er i opstartsfasen.

Da crowdfunding bidrager til en nedbrydning af grænser og investorerne potentielt kan befinde sig med stor fysisk afstand fra virksomheden, vil investorerne desuden have en begrænset mulighed for at verificere om den information, som projektejerer offentliggør på platformen er korrekt, da investorerne ikke umiddelbart har adgang til at foretage en mere dybdegående undersøgelse af projektejerer.¹⁴³

Udover problematikken med asymmetrisk information medvirker til at investoren er tilbageholden med at investere via equity crowdfunding, medfører det også en række potentielle

¹⁴⁰ Tvarnø & Nielsen (2017), s. 433

¹⁴¹ Akerloff (1970), s. 488-500

¹⁴² Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 78

¹⁴³ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 78

udfordringer som relaterer sig til adverse selection og moral hazard, som er de klassiske hovedtyper af asymmetrisk information, der vil blive uddybet i det følgende.

3.3.1.1 Adverse selection

Adverse selection beskriver den situation, hvor den ene part besidder flere og bedre informationer end den anden part, som derved er svagere stillet i en forhandlingssituation. I dette tilfælde medfører den asymmetriske information et uønsket resultat, som følge af mangel på effektivitet ved pris- og mængdefastsættelsen. Det karakteristiske for adverse selection er, at informationsproblemet eksisterer inden kontrakten indgås mellem parterne, og det har dermed karakter af et ex ante-problem.¹⁴⁴

Adverse selection-problematikken er illustreret ved Akerlofs "*The Market for Lemons*",¹⁴⁵ som tager udgangspunkt i markedet for brugte biler i USA. På dette marked vil sælgerne typisk have privat information om, hvorvidt bilen, der er til salg, er et godt køb, eller om der er tale om en bil med en masse skjulte fejl, dvs. en såkaldt "*lemon*". Køberne har derimod ikke direkte adgang til informationen om bilernes kvalitet. Som følge heraf vil køberne derfor vælge at tilbyde en gennemsnitspris for bilerne, da de er bevidste om, at nogle biler på markedet er *lemons*, men de ikke kender kvaliteten på den bestemte bil, som de ønsker at købe. Det vil i dette tilfælde være dyrt for køberne at betale en gennemsnitspris for en bil af lavere kvalitet, men samtidig vil gennemsnitsprisen være en underpris for en bil af høj kvalitet.

Ifølge Akerlof vil udbyderne af biler af høj kvalitet nu formegentligt tøve med at sætte deres bil til salg, såfremt prisfastsættelsen skal ske under hensyntagen til de *lemons*, som også sælges på markedet. Udbyderne af de gode biler vil derfor opleve, at de ikke længere kan få den ønskede pris for deres bil, og vil derfor vælge at tage dem af markedet. Dette vil medføre, at biler af høj kvalitet nu bliver mere og mere sjældne på dette marked, og den forholdsmæssige forekomst af *lemons* på markedet vil derfor stige. Dette vil efter noget tid gå op for køberne, som vil indregne den øgede hyppighed af *lemons* i den pris, som de er villige til at betale.

De biler som før var af gennemsnitlig kvalitet, vil nu blive undervurderet af køberne, og indehaverne af disse biler vil være mindre villige til at sælge bilen til den gældende markedspris. Det ovenstående scenarie vil derfor gentage sig selv, hvorved den procentvise forekomst af

¹⁴⁴ Knudsen (1994), s. 165

¹⁴⁵ Akerlof (1970)

lemons endnu engang vil stige, og denne tendens vil ifølge teorien fortsætte, indtil markedet til sidst går i opløsning.

I en crowdfundingkontekst kommer adverse selection-problematikken til udtryk ved, at projektejereren typisk vil være i besiddelse af privat information om dem selv eller om projektet, som ikke er observerbar for investorerne. Som følge heraf vil det være vanskeligt for investorerne at bedømme projektejerens sande kompetencer og den reelle kvalitet af projektet.¹⁴⁶ Investorerne vil derfor ifølge teorien kun være villig til at betale en gennemsnitspris, som indregner den forventede forekomst af projekter af ringere kvalitet. I dette tilfælde vil høj kvalitets-virksomhederne fravælge at rejse kapital via crowdfundingplatformen, idet de ikke længere vil være i stand til at opnå en rimelig pris for deres kapitalandele. Denne situation vil i sidste ende føre til en suboptimal ligevægt, hvor det udelukkende vil være lavkvalitets-projekter, som vil benytte sig af crowdfundingplatformen til at rejse kapital. Resultatet bliver dermed, at markedet vil fejle og dermed ikke være i stand til at facilitere velfærdsfremmende transaktioner mellem høj kvalitets-projektejere og investorer.¹⁴⁷

Dette er eksempel på adverse selection, som ifølge teorien i sidste ende vil føre til et sammenbrud på markedet, såfremt der ikke forinden opstilles mulige løsninger for at mindske eller løse omfanget af problemet. En sådan løsning kan findes enten inter partes mellem projektejereren og investorerne eller ved udefrakommende tredjeparts indblanding.¹⁴⁸

3.3.1.2 Moral Hazard

Den anden hovedtype af asymmetrisk information findes i moral hazard-situationer, som adskiller sig fra adverse selection ved at være et ex post-problem. Ved moral hazard er der tale om handlinger, som foretages efter kontrakten er indgået mellem parterne, og hvor den ene part på grund af den asymmetriske information kan skjule, at han ikke handler i overensstemmelse med kontrakten og dermed imod den anden parts interesser.¹⁴⁹

Begrebet moral hazard stammer oprindeligt fra forsikringsbranchen og henviser til at folk, der tegner en forsikring, ofte har en tendens til at ændre adfærd på en måde der er ufordelagtig og fører til større udbetaling fra forsikringsselskaberne. I nogle tilfælde vil den forsikrede endda med

¹⁴⁶ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 78

¹⁴⁷ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 78

¹⁴⁸ For nærmere herom se afsnit 5.1

¹⁴⁹ Knudsen (1994), s. 167

fuldt overlæg handle direkte skødesløst, og heraf opstod begrebet moral hazard, der beskriver udførelsen af *skjulte handlinger*. Problematikken for forsikringsselskabet var således, at det var umuligt for forsikringsselskabet at observere og efterfølgende bevise, om en skade var forårsaget af en række ukontrollerede omstændigheder, som den forsikrede ikke havde ansvar for, eller om den forsikredes egen adfærd havde indflydelse på eller måske var direkte årsagen til skaden.¹⁵⁰

I en crowdfundingkontekst kan moral hazard-problematikken opstå i forbindelse med den endelige tilførsel af kapital fra investoren til projektejereren. Investoren træffer sin investeringsbeslutning på baggrund af de informationer, som projektejereren har afgivet i forbindelse med crowdfundingkampagnen, og efter kapitaltilførslen har fundet sted vil kontrakten mellem parterne hovedsageligt bygge på goodwill. Det vil derfor være vanskeligt for investoren at observere, hvilken indsats projektejereren faktisk lægger i at leve op til det aftalte.¹⁵¹ Investorens beslutning om at investere i projektet må derfor anses for i høj grad at være et udtryk for tillid til projektejereren og tiltro til det konkrete projekt, som der investeres i.

Ifølge principal-agent teorien vil agenten handle rationelt, og dermed yde den mindst mulige arbejdsindsats til den højeste nytte.¹⁵² Derfor vil projektejereren have et incitament til at udvise en kortsigtet og opportunistisk adfærd, og vil ikke leve op til den aftalte arbejdsforpligtelse, som dannede grundlag for aftalen.¹⁵³ Det mest ekstreme tilfælde på moral hazard-adfærd i en crowdfundingkontekst vil være decideret bedrageri, men problematikken kan også tænkes at finde sted i et scenarie, hvor projektejereren fx ikke lever op til en leveringsforpligtelse eller aftalte mål for produktudvikling, omsætning, m.v. Her vil det være vanskeligt for investoren at observere, om den manglende overholdelse skyldtes udefrakommende, hændelige omstændigheder, eller om dette i højere grad er en konsekvens af projektejerens utilstrækkelige arbejdsindsats.

I forbindelse med crowdfunding skal det dog bemærkes, at projektejereren – bortset fra det særlige tilfælde, hvor projektejereren opretter en crowdfundingkampagne alene med det formål bevidst at bedrage investorerne – alt andet lige må have en interesse i, at deres virksomhed bliver en succes. Som beskrevet i afsnit 3.1 vil projektejereren ofte selv have indskudt sine midler i virksomheden,

¹⁵⁰ Knudsen (1994), s. 167

¹⁵¹ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 78

¹⁵² For nærmere om principal-agent teorien se afsnit 3.3.1

¹⁵³ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 78

ligesom dennes venner og familie ofte også vil være støtter af projektet. Der må derfor forventes allerede at foreligge en vis grad af incitamentsforenelighed mellem projektejeren og investorerne.

Der vil dog være en risiko for at bedrageri potentielt kan finde sted, og da investorerne vil være opmærksomme på at en sådan situation kan forekomme, vil de givetvis være tilbageholdende med at investere i crowdfundingkampagner.¹⁵⁴ Dette vil ifølge teorien i sidste ende føre til at markedet går i opløsning, såfremt der ikke forinden opstilles mulige løsninger for at mindske eller løse omfanget af problemet. Sådanne løsninger kan grundlæggende indebære et forsøg på at øge observerbarheden eller en justering af risikofordelingen mellem partnerne, hvilket vil belyses nærmere i afsnit 5.1.¹⁵⁵

3.3.2 Kollektiv handling-problemet

En anden faktor, der kan medføre at markedet ikke bliver udnyttet optimalt er kollektiv handling-problemet.¹⁵⁶ Kollektiv handling minder på mange måder om det klassiske spil "Prisoner's Dilemma", hvor to aktører kan opnå den mest optimale løsning ved at samarbejde, men grundet at begge aktører handler rationelt med henblik på at egenoptimere, ender aktørerne i en situation der ikke er efficient. Det der adskiller kollektiv handling fra "Prisoner's Dilemma" er, som navnet antyder, at det omhandler en større mængde aktører. Aktørerne vil opnå den mest efficiente løsning ved at samarbejde, men på samme måde som ved "Prisoner's Dilemma", vil aktørerne handle rationelt og dermed vælge at egenoptimere, og derfor ikke ende i en velfærdsskabende situation, hvilket medfører markedsfejl.¹⁵⁷

Ved kollektiv handling-problemet er aktørernes handlinger baseret på deres viden om de andres handlinger, hvorfor aktørerne vil handle baseret på tidligere aktørers beslutninger, selvom dette ikke er den bedste løsning. Dette skyldes, som nævnt, at aktørerne vil handle rationelt i et forsøg på at egenoptimere, hvilket medfører at aktørerne vil søge at reducere transaktionsomkostningerne ved deres handlinger mest muligt, hvorfor de vil vælge blot at følge flokken, også kendt som "herding"-adfærd. Herding-adfærden medfører, at den kollektive gruppe ikke ender et efficient sted, da aktørerne blot har valgt samme beslutning som den første beslutningstager.¹⁵⁸

¹⁵⁴ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 78

¹⁵⁵ Knudsen (1994), s. 167

¹⁵⁶ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 78

¹⁵⁷ Baird, Gertner & Picker (1998), s. 188-190

¹⁵⁸ Baird, Gertner & Picker (1998), s. 213-217

I relation til equity crowdfunding vil de kollektive handling-problemer opstå, når investorerne skal investere på platformen. Som det tidligere er beskrevet, besidder projektejereren mere information end investorerne, hvorfor det vil være forbundet med omkostninger for investorerne at undersøge projektet, inden man foretager investeringen. Dette kan medføre et kollektiv handling-problem, da investorernes investeringsniveau typisk er lavt, og da investeringen er forbundet med en høj grad af usikkerhed ift. det mulige afkast, vil investorernes incitament til at undersøge projektet være lavt.¹⁵⁹ Dette kan, hvis alle investorerne handler rationelt, medføre at markedet for equity crowdfunding ikke bliver udnyttet optimalt. Dette skyldes, at investorerne som følge af den asymmetriske information vil være afventende med deres investeringer, og i stedet afvente at der er andre der investerer i projektet, hvorefter man så kan free-ride på de andre investorers undersøgelse af projektet. Hvis alle investorer agerer på denne måde, og venter på at andre har foretaget en dybdegående undersøgelse af projektet, vil markedet i sidste ende bryde sammen, da alle afventer og ingen investerer.¹⁶⁰

Sammenfattende kan de kollektive handling-problemer derfor medføre fejl på markedet for equity crowdfunding, da investorerne ikke vil bruge de nødvendige ressourcer på at undersøge projekterne. Konsekvensen af at alle agerer på denne måde er således, at alle investorerne vil afvente en undersøgelse af projektet, som man efterfølgende kan free-ride på og dermed træffe sin investeringsbeslutning ud fra.

En anden potentiel risiko ved equity crowdfunding og de kollektive handlingsproblemer er risikoen for at det ikke er projekterne af høj kvalitet, som modtager flest investeringer. Dette skyldes, at det som nævnt i 3.1 typisk er venner og familie, som er de første investorer i projektet, hvilket kan give de øvrige investorer en forkert opfattelse af projektets kvalitet, da investeringerne fra venner og familie i højere grad reflekterer projektejerens sociale netværk fremfor projektets reelle kvalitet.¹⁶¹ Dette kan potentielt medføre markedsfejl, som bl.a. kan undgås ved at investorerne vælger at investere de nødvendige ressourcer til at foretage en grundig undersøgelse af projektet, inden man investerer i projekterne.

De mulige løsninger for at undgå eller minimere risikoen for at markedet fejler, vil blive undersøgt nærmere i den integrerede analyse under afsnit 5.1.

¹⁵⁹ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 78-79

¹⁶⁰ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 78-79

¹⁶¹ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 85-86

3.4 Økonomisk konklusion

Formålet med den økonomiske analyse er at undersøge, hvilke økonomiske fordele og ulemper der er forbundet med equity crowdfunding, og hvordan eventuelle markedsfejl kan føre til at potentialet ved equity crowdfunding ikke udnyttes optimalt.

Indledningsvist blev det fastlagt, at der eksisterer en udfordring for iværksætterselskaber og SMV'er i opstartsfasen med at rejse risikovillig kapital, hvorfor equity crowdfunding umiddelbart kan være en mulig løsning på finansieringsudfordringen for disse virksomheder.

Herefter blev en række fordele identificeret, som aktørerne kan opnå ved at engagere sig i equity crowdfunding. Disse indebærer hovedsageligt adgangen til risikovillig kapital, økonomiske afkast, muligheden for markedsvalidering, samt en række fordele af ikke-økonomisk karakter. Equity crowdfunding er dog samtidig forbundet med en række ulemper og risici for aktørerne, som disse må være opmærksomme på. Ulemperne ved equity crowdfunding sammenlignet med mere traditionelle finansieringsformer omfatter bl.a. projektejerens risiko for offentlig udnyttelse, omfattende administrative forpligtelser, grundlæggende projektrisici ved investering i opstartsvirksomheder, fraværet af et sekundært marked for unoterede aktier, samt en risiko for bedrageri.

Endvidere blev det fastlagt, at den betydelige grad af asymmetrisk information, der eksisterer mellem projektejeren og de potentielle investorer, kan medføre ex ante udfordringer i relation til adverse selection, hvor investorerne vil være mindre villige til at investere i crowdfundingkampagner. Den asymmetriske information kan desuden føre til ex post moral hazard-adfærd fra projektejerens side, idet det formodes, at aktørerne handler rationelt, og derfor til enhver tid vil vælge at anvende deres private information til at egenoptimere, hvorfor der er en risiko for at projektejeren vil handle imod investorernes økonomiske interesser.

Desuden kan kollektive handling-problemer såsom free-riding føre til, at investorerne grundet deres lave investeringsniveau, vil have en tendens til at være afventende med at investere i nye projekter, da de vil vente på at kunne observere andre investorers investeringsbeslutning, som de herefter vil træffe deres egen beslutning ud fra. Dette kan i sidste ende føre til, at ingen vil investere, hvorved markedet fejler og i sidste ende vil bryde sammen. Endeligt blev det fastslået, at urationel herding-adfærd hos investorerne kan føre til, at det ikke er projekterne af højeste

kvalitet som tilsvarende modtager flest investeringer, hvilket vil føre til at markedet befinder sig i en suboptimal ligevægt.

Sammenfattende kan det derfor konkluderes, at der findes en række betydelige fordele ved equity crowdfunding, hvoraf den vigtigste er virksomhedernes adgang til risikovillig kapital. Equity crowdfunding er dog tilsvarende forbundet med en række ulemper, ligesom tilstedeværelsen af den asymmetriske information og risikoen for markedsfejl kan føre til, at potentialet ikke udnyttes optimalt.

4 Juridisk analyse

I den juridiske analyse vil det blive undersøgt, hvilken betydning reguleringen har for udbredelsen af equity crowdfunding i Danmark. Reguleringen vil derfor blive inddraget og analyseret ud fra de relevante områder, som equity crowdfunding berører, for at fastslå hvilke regulatoriske krav, som de involverede aktører skal overholde ved equity crowdfunding.

4.1 Selskabsrettens regler

Som beskrevet i afsnit 2.2 omhandler equity crowdfunding selskabers muligheder for at rejse kapital. Det er derfor relevant at se på den selskabsretlige betydning for equity crowdfunding.

Den danske selskabsregulering stammer fra 1970'erne, hvor den daværende aktieselskabslov¹⁶² og anpartsselskabslov¹⁶³ trådte i kraft i 1973. De to love eksisterede frem til 2009, hvor der løbende er sket ændringer i bl.a. mindstekravet til kapital, som løbende er blevet nedsat. Ved de første love var mindstekravet til stiftelse af aktieselskaber eller anpartsselskaber hhv. ca. 660.000 kr. og 200.000 kr.¹⁶⁴ Sidenhen er der sket større og mindre ændringer af de to love, hvor den største reform af den danske selskabslovgivning skete i 2009. Her blev anpartsselskabsloven og aktieselskabsloven "fusioneret" til den eksisterende selskabslov¹⁶⁵, som vi kender i dag. Sidenhen er selskabsretten løbende blevet revideret, men anpartsselskaber og aktieselskaber har fortsat én samlet lov.¹⁶⁶

¹⁶² Lov nr. 370 af 13 juni 1973 om aktieselskaber

¹⁶³ Lov nr. 371 af 13. juni 1973 om anpartsselskaber

¹⁶⁴ Omregnet til nutidige pengeværdi. I lovene står der hhv. 100.000 kr. For aktieselskaber og 30.000 kr. Anpartsselskaber

¹⁶⁵ Lov nr. 470 af 12. juni 2009 om aktieselskaber og anpartsselskaber

¹⁶⁶ Hansen & Krenchel (2019), s. 47-49

Fusionen af anpartsselskabsloven og aktieselskabsloven skete på anbefaling fra Udvalget til Modernisering af Selskabsretten. Udvalget havde til opgave at foretage et "servicetjek" på selskabslovgivningen, med henblik på at skabe de bedste forudsætninger for gode rammevilkår, der kan gavne det danske erhvervslivs konkurrenceevne. Endvidere ønskede man at undgå en overimplementering af EU-direktiver.¹⁶⁷

Den praktiske konsekvens af fusionen mellem aktieselskabsloven og anpartsselskabsloven er, at der gælder en række særregler for hhv. aktieselskaber og anpartsselskaber. Det drejer sig bl.a. om mindstekravet til selskabskapitalen, jf. Selskabsloven¹⁶⁸ § 4, stk. 2, samt muligheden for at udbyde kapitalandele til offentligheden, jf. SL § 1, stk. 3, hvilket vil blive behandlet i nedenstående afsnit.

Grundet den seneste større selskabsretlige reform i 2019¹⁶⁹ hvor iværksætterselskaberne blev afskaffet, er det udelukkende anpartsselskaberne og aktieselskaberne som vil blive behandlet i relation til equity crowdfunding i nedenstående afsnit.

4.1.1 Selskabskapitalen

I det følgende sondres der mellem aktieselskaber og anpartsselskaber, hvor de grundlæggende forskelle i relation til equity crowdfunding vil blive belyst, samt hvordan dette kan tænkes at have påvirket udbredelsen af equity crowdfunding i Danmark.

Sammen med afskaffelsen af iværksætterselskaberne i 2019 blev mindstekravet for selskabskapitalen nedsat for både aktieselskaber og anpartsselskaber. Mindstekravet for stiftelse af hhv. aktieselskaber og anpartsselskaber er på nuværende tidspunkt på hhv. 400.000 kr. og 40.000 kr. jf. SL § 4, stk. 2.

Der skal dermed bruges en betydelig mindre mængde kapital for at kunne stifte et anpartsselskab fremfor et aktieselskab. Selvom der er valgfrihed mellem hvilken selskabsform man ønsker at stifte, ses det tydeligt, at flere iværksættere stifter et anpartsselskab, da mindstekravet for selskabskapitalen er af en begrænset størrelse.¹⁷⁰ Anpartsselskaber er da også klart den mest

¹⁶⁷ Betænkning nr. 1498 (2008)

¹⁶⁸ Herefter: SL

¹⁶⁹ Lov nr. 445 af 13. april 2019 om ændring af selskabsloven og årsregnskabsloven

¹⁷⁰ Hansen & Krenchel (2019), s. 78-81

udbredte selskabsform i Danmark, hvor næsten 70 pct. af alle virksomheder i Danmark er stiftet som et anpartsselskab.¹⁷¹

I afsnit 3.1.2 blev det fastslået, at de virksomheder, der anvender equity crowdfunding, hovedsageligt er iværksættervirksomheder og SMV'er i opstartsfasen, som ikke har mulighed for at skaffe risikovillig kapital af anden vej, hvorimod aktieselskabsformen typisk anvendes af større og mere etablerede erhvervsvirksomheder.¹⁷²

Ud fra ovenstående må det derfor kunne antages, at anpartsselskaber er den virksomhedsform, der ville få mest gavn af at kunne udbyde sine kapitalandele via equity crowdfunding, for derved at fremskaffe risikovillig kapital til den fortsatte udvikling af virksomheden.

Dog er anpartsselskaber underlagt en begrænsning efter selskabslovens § 1, stk. 3 og § 5, stk. 1, nr. 2 der bestemmer, at et anpartsselskab ikke kan udbyde selskabets kapitalandele til offentligheden. Det vil derfor i følgende afsnit undersøges, hvem "offentligheden" er, i relation til selskabsretten.

4.1.2 Hvem er "offentligheden"?

Som nævnt i ovenstående afsnit begrænser SL § 1, stk. 3 anpartsselskaber fra at udbyde kapitalandele til offentligheden, hvorfor dette kun kan ske for aktieselskaber. Der findes ikke en decideret definition af "offentligheden" i selskabsloven, og det skal derfor undersøges, hvad der menes med offentligheden. Det følger af den europæiske selskabsretlige teori, at anpartsselskaber er karakteriseret som selskaber med en lukket og kendt ejerkreds, hvorfor dette forhold fratager anpartsselskaber muligheden for at udbyde anparter til offentligheden. Det er således ikke i overensstemmelse med SL § 1, stk. 3, hvis anpartsselskaber indrykker annoncer i aviser eller på nettet, med henblik på at udbyde selskabets anparter til potentielle investorer. Anpartsselskaber er derfor nødsaget til at tilvejebringe kapital gennem et personligt kendskab til selskabsdeltagerne.¹⁷³

Dette er også baggrunden for at bestemmelsen blev tilføjet i selskabsloven af 2009.¹⁷⁴ Moderniseringsudvalget udtalte endvidere, at begrænsningen fra at udbyde andele til

¹⁷¹ Hansen & Krenchel (2019), s. 81

¹⁷² Hansen & Krenchel (2019), s. 79

¹⁷³ Bunch & Whitt (2018), s. 74-76

¹⁷⁴ Betænkning nr. 1498 (2008), s. 35-36

offentligheden indebærer, at det kun er muligt at udbyde til en begrænset kreds, hvilket skal forstås sådan, at udbuddet af kapitalandele kun må ske til en nærmere defineret gruppe.¹⁷⁵

Ved en nærmere defineret gruppe har Moderniseringsudvalget endvidere udtalt, at henvendelser gennem en annonce i en avis, om det er en lokal eller landsdækkende avis, som udgangspunkt må anses som værende for udefineret, hvorfor der er tale om udbud til offentligheden. Dog kan annoncen begrænses til at angå en bestemt gruppe, fx avisens abonnenter eller beboere i et lokalområde. I dette tilfælde vil annoncen ikke være i strid med forbuddet i SL § 1, stk. 3, da annoncen nu vil være rettet mod en nærmere defineret gruppe.¹⁷⁶ Dette er i overensstemmelse med Erhvervsstyrelsens vurdering, hvor et udbud af anparter til en fanklub for en racerfører ikke var i strid med forbuddet, da dette var en nærmere defineret gruppe.¹⁷⁷

Ved equity crowdfunding foregår udbuddet af kapitalandele på en internetbaseret platform, hvor selskabet udbyder sine kapitalandele til platformens medlemmer. En crowdfundingplatform kan sammenlignes med et investornetværk, hvor flere investorer er samlet, og hvor der udbydes kapitalandele i forskellige projekter. Medlemmerne af crowdfundingplatformen må derfor kunne anses som værende medlemmer af et investornetværk. Erhvervsstyrelsen har i en konkret sag udtalt, at udbud af anparter til medlemmer af et investornetværk ikke kan anses som værende udbud til en nærmere defineret gruppe, og derfor må anses som værende i strid med SL § 1, stk. 3.¹⁷⁸

Det må dermed kunne fastslås, at forbuddet i SL § 1, stk. 3 skal forstås sådan, at anpartsselskaber alene kan udbyde kapitalandele til en nærmere defineret gruppe, og det derfor ikke kan ske gennem equity crowdfunding, idet medlemmerne på en crowdfundingplatform ikke anses for at være en nærmere defineret gruppe i selskabslovgivningens forstand. Det er derfor kun aktieselskaber, der har mulighed for at anvende equity crowdfunding, hvorfor et anpartsselskab der ønsker at tilvejebringe kapital gennem crowdfunding, vil være nødsaget til at omdanne sig til et aktieselskab.

¹⁷⁵ Betænkning nr. 1498 (2008), s. 779

¹⁷⁶ Betænkning nr. 1498 (2008), s. 779

¹⁷⁷ Bunch & Whitt (2018), s. 76

¹⁷⁸ Bunch & Whitt (2018), s. 77

4.1.3 Omdannelse fra ApS til A/S

Som konkluderet i ovenstående afsnit er det ikke muligt for anpartsselskaber at udbyde deres kapitalandele gennem equity crowdfunding, da det vil betyde at man udbyder sine kapitalandele til offentligheden, hvilket er i strid med SL § 1, stk. 3. Anpartsselskaber, der ønsker at rejse kapital via equity crowdfunding, er derfor nødsaget til at omdanne sig til et aktieselskab.

Selskabsloven giver anpartsselskaber mulighed for at omdanne sig til et aktieselskab, jf. SL §§ 319 og 320. Ved en omdannelse sker der ikke en opløsning af selskabet, og anpartsselskabet fortsætter som den samme juridiske person. Dog vil selskabet være underlagt de selskabsretlige regler, der gælder for aktieselskaber.¹⁷⁹ Det betyder bl.a., at selskabet skal have en selskabskapital på mindst 400.000 kr., jf. SL § 4, stk. 2.

Omdannelsen skal besluttet på anpartsselskabets generalforsamling med samme flertal som kræves til en vedtægtsændring, jf. SL § 319, stk. 1. Det følger endvidere af SL § 319, stk. 1, at der skal udarbejdes en vurderingsberetning efter SL §§ 36-37 samt en ledelsesberetning efter SL § 38, som anpartshaveren skal gøres bekendt med inden beslutningen om omdannelse træffes.

Det følger som nævnt af SL § 4, stk. 2, at selskabskapitalen for aktieselskaber skal være mindst 400.000 kr. Har anpartsselskabet en selskabskapital på under 400.000 kr., må selskabet i forbindelse med omdannelsen derfor gennemføre en kapitalforhøjelse.¹⁸⁰

Omdannelsen anses for sket når selskabets vedtægter er ændret således, at de opfylder kravene for aktieselskaber og når omdannelsen er registeret i Erhvervsstyrelsens it-system, jf. SL § 320.

Anpartsselskaber har derfor, som beskrevet i ovenstående, mulighed for at omdanne sig til et aktieselskab, hvorefter de kan anvende equity crowdfunding til at rejse yderligere kapital. Kravet om en selskabskapital på mindst 400.000 kr. kan derfor være en større forhindring for de selskaber, der ønsker at anvende equity crowdfunding, da disse som beskrevet i afsnit 3.1.1 typisk er nystartede virksomheder, der kan have svært ved at fremskaffe mindstekravet.

Selskabslovens § 33, stk. 1, 1. pkt. giver dog mulighed for, at selskaber kan nøjes med at indbetale 25 pct. af selskabskapitalen, dog mindst 40.000 kr., hvorfor bestemmelsen ikke finder anvendelse for anpartsselskaber, der har krav om en selskabskapital på 40.000 kr. Det betyder, at

¹⁷⁹ Hansen & Krenchel (2019), s. 797-798

¹⁸⁰ For nærmere herom se afsnit 4.2.3

aktieselskaber kan nøjes med at indbetale 100.000 kr., hvilket må antages at være lettere tilgængeligt end 400.000 kr.

Anpartsselskaber der derfor ønsker at omdanne sig til et aktieselskab, men som kun har en selskabskapital på 100.000 kr., vil derfor som led i omdannelsen også skulle træffe beslutning om (i) en kapitalnedsættelse til udbetaling på 100.000 kr., og (ii) en kontant kapitalforhøjelse i selskabet på 400.000 kr., hvoraf 25 pct. indbetales. Denne disposition bliver accepteret af Erhvervsstyrelsen, og eftersom kapitalforhøjelsen er mindst samme størrelse som kapitalnedsættelsen, er der ikke krav om proklama¹⁸¹ til kreditorerne.¹⁸²

Bestemmelsen i SL § 33, stk. 1, 1. pkt. giver derfor nystartede virksomheder, som har vanskeligt ved at fremskaffe risikovillig kapital, en bedre mulighed for at anvende equity crowdfunding. Endvidere har virksomheder, som endnu ikke er registrerede som aktieselskaber, som udgangspunkt mulighed for at udbyde aktietegningen på en crowdfundingplatform, med henblik på at crowdfunde sig til den påkrævede minimumskapital for aktieselskaber.¹⁸³

Derimod fratager de selskabsretlige regler som udgangspunkt muligheden for nystartede virksomheder, der registrerer sig som anpartsselskaber, at benytte sig af equity crowdfunding, da det alene er muligt for aktieselskaber at udbyde kapitalandele til offentligheden. Dog giver selskabsloven mulighed for en omdannelse af virksomhedsformen, så selskabet kan anvende equity crowdfunding, samtidig med at det kan nøjes med at indbetale med 25 pct. af selskabskapitalen på 400.000 kr. Derudover kan nystartede selskaber udbyde aktietegningen på en crowdfundingplatform med henblik på at rejse den påkrævede minimumskapital. Det må derfor umiddelbart kunne konkluderes, at de selskabsretlige regler de facto ikke begrænser muligheden for at anvende equity crowdfunding.

4.2 Projektejeren

I det ovenstående afsnit er de selskabsretlige regler af betydning for equity crowdfunding gennemgået. I forlængelse hertil vil det være relevant at undersøge, hvilke bestemmelser i den finansielle regulering, herunder navnlig i Kapitalmarkedsloven¹⁸⁴ og de bagvedliggende direktiver,

¹⁸¹ Proklama betyder indkaldelse til kreditorerne, hvori de opfordres til at anmelde deres krav mod selskabet, inden en bestemt dato

¹⁸² Bunch & Whitt (2018), s. 1499

¹⁸³ Crowdfunding i Danmark (2015), s. 5

¹⁸⁴ Herefter: KML

som er implementeret i KML samt Lov om finansiel virksomhed¹⁸⁵, der er af betydning for equity crowdfunding i Danmark. I det følgende vil en række centrale områder i den finansielle regulering, der er af betydning for equity crowdfunding i Danmark, derfor blive analyseret.

Dette vil ske ud fra et individuelt fokus på projektejeren, hhv. platformudbyderen, og efterfølgende vil hensynet til investoren blive inddraget, særligt med udgangspunkt i investorbeskyttelsesbekendtgørelsen.¹⁸⁶

4.2.1 Kapitalmarkedsloven

KML trådte i kraft den 3. januar 2018 og erstattede den dagældende Lov om værdipapirhandel mv. (værdipapirhandelsloven)¹⁸⁷. KML har bl.a. til formål at gennemføre de områder af MiFID II¹⁸⁸, der tidligere har været reguleret i værdipapirhandelsloven, samt de lovændringer, der er nødvendige for anvendelsen af MiFIR¹⁸⁹. Med vedtagelsen af KML gennemførtes desuden en række yderligere direktiver i dansk ret, herunder Prospektdirektivet¹⁹⁰, der fastlægger kravene ifm. udarbejdelsen af, kontrollen med og udstedelsen af det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked. MiFID II og MiFIR bygger således videre på den eksisterende EU-retlige regulering af kapitalmarkeder, der blev indledt med Rdir 93/22 om investeringsservice i forbindelse med værdipapirer og udvidet med MiFID I¹⁹¹, og med MiFID II og MiFIR skete der således en modernisering af den eksisterende regulering af kapitalmarkederne.¹⁹²

KML indeholder overordnet den samlede regulering, der gælder for udstedelse og handel med finansielle instrumenter på markedspladser. De væsentligste områder, der reguleres, er reglerne om betingelse for optagelse til handel på en markedsplads af et finansielt instrument, herunder reglerne om prospektkrav, om udstedernes og andres oplysningsforpligtelser og om overtagelsestilbud. Derudover omfatter loven regler om organisation og virksomhedsudøvelse,

¹⁸⁵ Herefter: FIL

¹⁸⁶ Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel

¹⁸⁷ LBK nr. 251 af 21/03/2017 - lov om værdipapirhandel

¹⁸⁸ EP/Rdir 2014/65

¹⁸⁹ EP/R forordning 600/2014

¹⁹⁰ EP/Rdir 2003/71

¹⁹¹ EP/Rdir 2004/39

¹⁹² Karnovs indlende note til kapitalmarkedsloven

som gælder for de af markedets virksomheder, som ikke er undergivet anden finansiel lovgivning, fx markedspladserne, værdipapircentraler mv.¹⁹³

Anvendelsesområdet for KML følger af § 1, stk. 1, hvorefter loven gælder for aktører og deres adfærd på kapitalmarkederne. Aktørerne omfatter eksempelvis investorer, udstedere, udbydere og operatører, mens kapitalmarkederne omfatter både regulerede markeder, MHF'er¹⁹⁴ mv. og adfærd uden for markedspladserne. Adfærden kan eksempelvis være handel med finansielle instrumenter eller drift af et reguleret marked, en MHF'er mv., men også undladelser som en fysisk eller juridisk person foretager sig på kapitalmarkederne kan være omfattet. Afgrænsningen af anvendelsesområdet i § 1 stk. 1 skal dermed forstås ganske bredt.¹⁹⁵

I KML § 4, stk. 1 er det afgrænset, hvilke finansielle instrumenter, der er direkte omfattet af lovens bestemmelser.^{196 197} Efter § 4 stk. 2 har Erhvervsministeren desuden bemyndigelse til at fastsætte regler om, at instrumenter, som ikke er omfattet af lovens stk. 1, skal omfattes af alle eller dele af lovens bestemmelser om finansielle instrumenter.¹⁹⁸

Det fremgår af § 4, stk. 1, nr. 1, at omsættelige værdipapirer skal henregnes til listen over finansielle instrumenter, og med affattelsen præciseres det, at der er tale om finansielle instrumenter, som kan omsættes på kapitalmarkedet.¹⁹⁹ Endvidere følger det af bestemmelsens stk. 1, nr. 1, litra a, at bl.a. aktier i selskaber og andre værdipapirer, der kan sidestilles med aktier i selskaber, skal henregnes til listen over finansielle instrumenter.

Anparter i danske anpartsselskaber opfylder således ikke betingelserne for at være et omsætteligt værdipapir i MiFID II's forstand, jf. endvidere forbuddet mod offentligt udbud af anparter i SL § 1, stk. 3 samt afsnit 4.1.2 ovenfor, hvor det er fastlagt, at equity crowdfunding betragtes som et

¹⁹³ Forslag til lov om kapitalmarkeder

¹⁹⁴ En multilateral handelsfacilitet (MHF) er et multilateralt system, jf. KML § 3, nr. 1, der drives i overensstemmelse med reglerne i kapitel 17, 18, 20, 22 og 23. For nærmere om MHF'er, se afsnit 4.3.3.2

¹⁹⁵ Moalem, Moalem, Schaumburg-Müller & Werlauff (2018), s. 167

¹⁹⁶ Bestemmelsen gennemfører MiFID II artikel 4, stk. 1, nr. 15, jf. Bilag I, afsnit C

¹⁹⁷ Moalem, Moalem, Schaumburg-Müller & Werlauff (2018), s. 199-200

¹⁹⁸ Ved ikke at kræve at de pågældende instrumenter nødvendigvis skal omfattes af alle lovens bestemmelser, kan udnyttelse af hjemlen målrettes til konkrete behov, og formålet med bemyndigelsen i stk. 2 er, at man på en smidig måde kan tage højde for udviklingen på kapitalmarkederne, se hertil Moalem, Moalem, Schaumburg-Müller & Werlauff (2018), s. 204-205

¹⁹⁹ Moalem, Moalem, Schaumburg-Müller & Werlauff (2018), s. 200

udbud af andele til offentligheden. Tidligere er det belyst, hvordan det udelukkende er andele i aktieselskaber der kan udbydes til offentligheden i henhold til den gældende selskabslovgivning.

På baggrund af ovenstående må det derfor kunne fastslås, at de aktier, der udveksles ved equity crowdfunding, direkte omfattes af KMLs definition, jf. § 4, stk. 1, nr. 1, litra a. Projektejeren skal dermed overholde de relevante regler i KML ved anvendelsen af equity crowdfunding.

4.2.2 Prospektreglerne

Eftersom det er blevet fastslået at KML finder anvendelse på equity crowdfunding, vil det være relevant at belyse, hvilken betydning dette har for projektejeren.

Den 14. juni 2017 blev den nye Prospektforordning²⁰⁰ vedtaget, som samtidig erstattede det daværende prospektdirektiv. Resultatet blev således at prospektreglerne nu følger direkte af forordningen og ikke af national ret i medlemslandene. Baggrunden for at bevæge sig væk fra den direktivbaserede tilgang og hen imod en forordning, der er umiddelbart gældende i medlemsstaterne, var at der i en række tilfælde blev konstateret en uensartet gennemførelse af prospektdirektivet i nogle medlemsstater.²⁰¹ Formålet med omdannelsen af prospektdirektivet til en forordning, var at styrke sammenhængen og integrationen på hele det indre marked. Desuden var det Kommissionens vurdering, at et fælles regelsæt ville løse det problem, at selv forholdsvis små uoverensstemmelser mellem nationale love betyder, at udstedere og investorer, der er interesseret i at rejse eller investere kapital over grænserne, er nødt til at sammenligne nationale regler for at sikre sig, at de har forstået og overholder de relevante love fuldt ud.²⁰² Hvorvidt denne harmonisering af reglerne er opnået med vedtagelsen af prospektforordningen vil blive inddraget i det følgende.

Når en virksomhed har organiseret sig som et aktieselskab og ønsker at benytte sig af equity crowdfunding, er næste skridt at udforme et udbud til offentligheden. I denne forbindelse følger det af prospektforordningens art. 3, stk. 1, at medmindre der gælder en specifik undtagelse, må værdipapirer først udbydes til offentligheden i Unionen, når der forinden er offentliggjort et prospekt i overensstemmelse med forordningen. Ved equity crowdfunding sker der et udbud af

²⁰⁰ EP/R forordning 2017/1129

²⁰¹ Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets Forordning (2015), s. 8

²⁰² Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets Forordning (2015), s. 8

andele i et aktieselskab til offentligheden, og reguleringen vedrørende prospektpligten må derfor iagttages.

Værdipapirer der optages til handel på et reguleret marked er underlagt prospektpligt i henhold til prospektforordningen, jf. art. 3, stk. 3. Dette er dog ikke tilfældet ved equity crowdfunding, hvor udbuddet ikke sker på et reguleret marked, og spørgsmålet om hvorledes udbuddet skal reguleres i henhold til prospektforordningen, afhænger dermed af dets størrelse.

Værdien af udbuddet beregnes over en periode på 12 måneder, og det er kursværdien af det offentlige udbud og eventuelle omkostninger, der pålægges investorerne herunder eventuelle gebyrer, der skal lægges til grund ved beregningen af udbuddets værdi. Såfremt en udsteder foretager flere udbud i en periode på 12 måneder, beregnes værdien af udbuddet på baggrund af kursværdien af alle udbuddene, og ikke på baggrund af værdien af de værdipapirer, der reelt er solgt i forbindelse med udbuddene.²⁰³

Efter de tidligere regler i prospektdirektivet, som var implementeret i dansk ret ved værdipapirhandelsloven, var der pligt til at offentliggøre et prospekt ved offentlige udbud med en samlet værdi på 5 mio. euro eller derover. Efter de danske regler var der ligeledes pligt til at offentliggøre et prospekt ved offentlige udbud med en værdi på mellem 1 og 5 mio. euro. Man sondrede således mellem hhv. et stort og lille prospekt, jf. kapitel 12 og 6 i værdipapirhandelsloven, hvor det store prospekt dækkede over implementeringen af prospektkravet i henhold til direktivet, mens det lille prospekt var et udtryk for danske særregler for udbud til offentligheden i denne størrelsesorden.

Med vedtagelsen af prospektforordningen er der samtidig sket en justering af beløbsgrænserne for prospektpligtens indtræden. Tærskelværdierne for prospektpligt under prospektforordningen kan overordnet inddeles efter i) udbud under 1 mio. euro, ii) udbud mellem 1 og 8 mio. euro, og iii) udbud over 8 mio. euro.

I det følgende tages der udgangspunkt i en dansk projektejer, som ønsker at foretage et offentligt udbud af værdipapirer rettet udelukkende mod investorer i Danmark. Om betydningen af et grænseoverskridende element, se afsnit 4.2.2.5 nedenfor.

²⁰³ Moalem, Moalem, Schaumburg-Müller & Werlauff (2018), s. 222

4.2.2.1 Udbud til en samlet værdi < 1 mio. euro

Ved udbud af værdipapirer til offentligheden til en samlet værdi under 1 mio. euro er der ikke krav om udarbejdelse af et prospekt i henhold til prospektforordningen, og medlemsstaterne kan ikke udvide prospektforpligtelsen til at gælde for disse udbud, jf. art. 1, stk. 3. Beslutningen om at fritage disse udbud fra prospektpligten begrundes med, at ved udbud i denne størrelsesorden, der vil omkostningerne til udarbejdelsen af et prospekt sandsynligvis være uforholdsmæssigt store i forhold til det forventede provenu fra udbuddet, jf. præambel 12. Medlemsstaterne har dog mulighed for at opstille andre oplysningskrav på nationalt plan, i det omfang sådanne krav ikke udgør en uforholdsmæssig eller unødvendig byrde, jf. art. 1, stk. 3.

Danmark har valgt ikke at opstille sådanne særlige oplysningskrav, og en dansk projektejer kan således foretage et offentligt udbud rettet mod danske investorer til en samlet værdi under 1 mio. euro, uden at skulle tage højde for prospektreglerne eller særlige nationale oplysningskrav.

4.2.2.2 Udbud til en samlet værdi mellem 1 og 8 mio. euro

For udbud af værdipapirer til offentligheden til en samlet værdi på mellem 1 og 8 mio. euro er det overladt til medlemsstaterne selv at fastsætte en national tærskel for, hvornår udbuddet skal være omfattet af prospektreglerne. Således har medlemsstaterne mulighed for at fritage udbud op til en værdi af 8 mio. euro fra prospektpligten, jf. art. 3, stk. 2. Fritagelsen er dog betinget af, at der ikke anmodes om et godkendelsescertifikat for udbuddet, jf. art. 25 samt nærmere nedenfor i afsnit 4.2.2.5. Tilsvarende gives medlemsstaterne adgang til at fastsætte prospektgrænsen således, at den fulde prospektpligt allerede indtræder ved udbud af en værdi der overstiger 1 mio. euro. Det overlades dermed til de enkelte medlemsstater at fastsætte tærsklen for prospektpligtens indtræden under hensyntagen til det niveau af national investorbeskyttelse, som de finder passende, jf. præambel 13. I forlængelse hertil gives medlemsstaterne adgang til at opstille andre oplysningskrav på nationalt plan under den fastsatte tærskel, i det omfang at sådanne krav ikke udgør en uforholdsmæssig eller unødvendig byrde, jf. præambel 13.

Danmark har valgt at udnytte prospektforordningens undtagelsesmulighed fuldt ud og indført en fritagelse fra prospektpligten ved offentlige udbud op til 8 mio. euro, jf. KML § 10, stk. 1, ligesom man har valgt ikke at opstille særlige oplysningskrav i øvrigt. En dansk projektejer kan dermed foretage et offentligt udbud rettet mod danske investorer til en samlet værdi på op til 8 mio. euro, uden at skulle tage højde for prospektreglerne eller særlige nationale oplysningskrav.

4.2.2.3 Udbud til en samlet værdi > 8 mio. euro

Ved udbud af værdipapirer til offentligheden til en samlet værdi over 8 mio. euro ifalder udbuddet som udgangspunkt et prospektkrav i henhold til prospektdirektivet, jf. art. 3, stk. 1. Baggrunden for prospektkravet er overordnet at sikre investorbeskyttelsen og markedseffektiviteten, og samtidig styrke det indre marked for kapital, jf. præambel 7. Videregivelsen af oplysninger i forbindelse med udbud af værdipapirer til offentligheden anses således for at være af afgørende betydning for beskyttelsen af investorerne, idet informationsasymmetrien mellem investorer og udstedere herved fjernes, jf. præambel 3. Konkret er formålet med prospektet at tilsikre, at investorerne får den tilstrækkelige information til at træffe en investeringsbeslutning i det pågældende værdipapir.²⁰⁴

Der stilles forskellige krav til prospektet afhængigt af, bl.a. hvilket selskab der er tale om, hvem målgruppen er, på hvilket marked der skal ske optagelse til handel samt hvilke værdipapirer der udbydes. Prospektet skal give et fuldstændigt billede af selskabets forhold, og de givne oplysninger skal både være korrekte, tilstrækkelige og relevante.²⁰⁵ Typisk vil en udsteder udarbejde prospektet med hjælp fra både en finansiell rådgiver, et dansk advokatfirma (samt et internationalt advokatfirma, hvis der sker udbud uden for Danmarks grænser) samt et revisionsfirma, og ifølge tal fra Finanstilsynet er omfanget af danske prospekter ca. 284 sider.²⁰⁶ Processen med at udarbejde et fyldestgørende prospekt kan derfor være særdeles omkostningstung.²⁰⁷

Der findes dog en række undtagelser til prospektpligten, som fremgår af art. 1, stk. 4. Disse omfatter bl.a. i) udbud udelukkende til kvalificerede investorer, ii) udbud til færre end 150 personer pr. medlemsstat, som ikke er kvalificerede investorer, iii) udbud af værdipapirer, hvis pålydende pr. enhed beløber sig til mindst 100.000 euro, og iv) udbud af værdipapirer til investorer, som erhverver for i alt mindst 100.000 euro pr. investor for hvert særskilt udbud. De enkelte undtagelser i prospektforordningen er ikke kumulative, men kan som udgangspunkt anvendes i kombination med hinanden, jf. artikel 1, stk. 6. Undtagelserne til prospektpligten for

²⁰⁴ Moalem, Moalem, Schaumburg-Müller & Werlauff (2018), s. 219

²⁰⁵ Andersen, Clausen & Hansen (2019), s. 283

²⁰⁶ Finanstilsynets præsentation "*Den nye prospektforordning*"

²⁰⁷ Moalem, Moalem, Schaumburg-Müller & Werlauff (2018), s. 220

udbud af værdipapirer til offentligheden af en samlet værdi over 8 mio. euro, vil dog ikke umiddelbart være relevante for projektejerer,²⁰⁸ og vil derfor ikke blive behandlet nærmere.

4.2.2.4 Hvilke regler finder anvendelse på udbuddet?

Som beskrevet ovenfor afhænger spørgsmålet om, hvorvidt projektejerer skal offentliggøre et prospekt af størrelsen på udbuddet. Det er tidligere fastlagt, at equity crowdfunding hovedsageligt vil være attraktivt for iværksættervirksomheder og SMV'er i opstartsfasen, der kan have svært ved at opnå mere traditionel finansiering fra eksempelvis penge- og realkreditinstitutter. I forlængelse hertil er det som udgangspunkt forholdsvist beskedne beløb der efterspørges i forbindelse med denne type af crowdfundingkampagne.²⁰⁹

Det må derfor kunne lægges til grund, at værdien af hovedparten af potentielle, fremtidige danske projekter vil holde sig under grænsen på 1 mio. euro. Ved udbud af værdipapirer til offentligheden til en samlet værdi under 1 mio. euro gælder der ikke en prospektpligt, jf. hertil afsnit 4.2.2.1, og samtidig har Danmark valgt ikke at opstille yderligere oplysningskrav til udbud i denne størrelsesorden, hvorfor der som udgangspunkt ikke gælder en prospektpligt for projektejerne. For de tilfælde, hvor værdien af udbuddet overstiger 1 mio. Euro, har Danmark som tidligere beskrevet valgt at udnytte prospektforordningens undtagelsesmulighed fuldt ud, og indført en fritagelse fra prospektpligten ved offentlige udbud helt op til 8 mio. euro, jf. KML § 10, stk. 1, ligesom man ikke har valgt at opstille andre oplysningskrav. Det må derfor formodes, at prospektreglerne ikke vil være relevante for projektejerer ifm. equity crowdfunding, da det må kunne antages at der ikke udbydes andele til en samlet værdi af mere end 8 mio. euro.

De danske prospektregler vurderes derfor ikke at udgøre en hindring for danske udstedere, som ønsker at rejse kapital via en equity crowdfundingkampagne, når udbuddet er rettet mod danske investorer.

4.2.2.5 Grænseoverskridende udbud

Som det blev fastslået i det ovenstående må det antages at prospektreglerne som udgangspunkt ikke finder anvendelse for en dansk projektejer, da det må kunne antages at der ikke udbydes andele til en samlet værdi af mere end 8 mio. euro. På nuværende tidspunkt findes der dog ingen

²⁰⁸ Jf. hertil afsnit 3.1.2

²⁰⁹ Jf. hertil afsnit 3.1.2

danske platformudbydere, hvorfor prospektreglerne for grænseoverskridende udbud kort vil gennemgås, i relation til betydningen for en dansk projektejer.

Såfremt udbuddet rettes mod investorer i andre medlemsstater igennem udenlandske platforme, skal den danske projektejer være opmærksom på prospektreglerne i den medlemsstat, man udbyder sine anparter i. Som beskrevet i det foregående er det i henhold til art. 3, stk. 2 i prospektforordningen overladt til de enkelte medlemsstater at fastsætte tærskelværdien for prospektpligtens indtræden for udbud af en samlet værdi mellem 1 og 8 mio. euro. Endvidere har medlemsstaterne mulighed for at opstille andre oplysningskrav til udbud under prospektgrænsen, såfremt sådanne krav ikke udgør en uforholdsmæssig eller unødvendig byrde.

I den forbindelse er det værd at bemærke, at Danmark er et af kun to lande, der har valgt at udnytte undtagelsesmuligheden fuldt ud og ikke samtidig har opstillet andre nationale oplysningskrav.²¹⁰ Det er således kun Lichtenstein som har valgt samme tilgang som den danske lovgiver. Til sammenligning har man fx i Sverige valgt at fastsætte prospektgrænsen ved 2,5 mio. euro, mens man i Tyskland har udnyttet undtagelsesmuligheden fuldt ud og hævet prospektgrænsen til 8 mio. euro, men samtidigt har fastsat nationale oplysningskrav for udbud med en værdi over 100.000 euro.

For en dansk udsteder, der som udgangspunkt er omfattet af en lempelig undtagelse, er det derfor vigtigt at være opmærksom på, hvordan undtagelsesmuligheden er benyttet i de medlemsstater, som udbuddet skal rette sig imod. De forskellige nationale regler i medlemslandene kan være byrdefulde for projektejeren at orientere sig i og leve op til, hvorfor prospektforordningen giver mulighed for at udarbejde et frivilligt prospekt, i henhold til art 4. Det frivillige prospekt skal opfylde de samme krav som et pligtmæssigt prospekt, men kan tilsvarende anvendes i alle medlemsstater, når det er blevet godkendt af en kompetent myndighed. Dette kan tænkes at i nogle tilfælde være mindre byrdefuldt for projektejeren, da det frivillige prospekt vil kunne anvendes til udbud i alle de pågældende medlemslande, hvorfor udsteder slipper for at skulle forholde sig til de mange forskellige nationale krav.²¹¹

²¹⁰ ESMA (2020)

²¹¹ PWC (2019), s. 8

På denne baggrund vurderes det, at den manglende harmonisering mellem de mange forskellige nationale prospektregler potentielt set fortsat kan udgøre en ikke-ubetydelig byrde for projektejerer ifm. grænseoverskridende udbud, hvilket projektejerer i så fald må forholde sig til.

4.2.2.6 Opsummering

Af ovenstående gennemgang ses det at prospektreglerne ikke i sig selv udgør en byrde for en dansk projektejer, som påtænker at rette et offentligt udbud mod investorer i Danmark. Dette skyldes en kombination af at undtagelsen i art. 3, stk. 2 er anvendt fuldt ud af lovgiver i Danmark, hvorved udbud op til en værdi af 8 mio. euro er fritaget fra prospektpligten, samt det forhold at det hovedsageligt er relativt beskedne beløb der efterspørges i forbindelse med equity crowdfunding.

Dog kan den manglende harmonisering mellem de meget lempelige danske regler og de mange forskellige nationale regler udgøre en hindring for projektejerer, såfremt udbuddet tillige skal rettes mod investorer i én eller flere andre medlemsstater. I dette tilfælde må projektejerer sikre sig, at man er opmærksom på de mange forskellige nationale regler, som udbuddet kan være omfattet af. Alternativt kan projektejerer vælge at udarbejde et frivilligt prospekt i overensstemmelse med forordningens art. 4. Et sådant frivilligt prospekt er da forbundet med de samme rettigheder og forpligtelser som et pligtmæssigt prospekt efter prospektforordningen, jf. art. 4, stk. 2.

4.2.3 Selskabslovens indvirkning på projektejerer

Som fastslået i det ovenstående finder prospektkravet i KML som udgangspunkt ikke anvendelse for projektejerer ifm. equity crowdfunding. Der gælder dog en række krav i selskabsloven, som projektejerer skal overholde hver gang selskabet udbyder nye kapitalandele.

Det følger af SL § 30, at tegning af kapitalandele skal ske på stiftelsesdokumentet med eventuelle bilag. Ved tegning af kapitalandele forstås, at personer, der ønsker at blive kapitalejer i det kommende selskab, forpligter sig til at overtage kapitalandelene for et bestemt beløb.²¹² Der gælder ikke et krav om, at tegningen af kapitalandele skal ske på selve stiftelsesdokumentet, hvorfor det også kan ske på fortegnelsen over ejere, eller på tegningslister, der er vedlagt stiftelsesdokumentet eller på bilag til stiftelsesdokumentet. Kravet skal dog iagttages uanset om

²¹² Hansen & Krenchel (2019), s. 143

tegningen sker af stifteren eller udefrakommende kapitalejere, da der af praktiske grunde skal være en liste over tegnerne.²¹³

Det er endvidere et krav at størrelsen af den kapital, der udbydes til tegning skal fremgå af vedtægterne, som endvidere skal vedhæftes stiftelsesdokumentet, jf. SL § 28, stk. 1, nr. 3. Dette betyder dermed, at selskabets vedtægter skal ændres, hvis projektejeren ønsker at foretage en kapitalforhøjelse, hvor der bliver tegnet nye kapitalandele.

En kapitalforhøjelse skal vedtages af generalforsamlingen, som træffer beslutning med det samme stemmeflertal som kræves til en vedtægtsændring efter SL § 106, jf. SL § 154. Derudover skal generalforsamlingen træffe beslutning om kapitalforhøjelsen efter reglerne i selskabslovens kapitel 10, som bl.a. omhandler krav til beslutningens indhold. Selskabet skal dermed indkalde til en generalforsamling, hvis selskabet ønsker at tilbyde kapitalandele på en crowdfundingplatform, og beslutningen om kapitalforhøjelsen træffes dermed af selskabets ejere. Det følger endvidere af SL § 163 at tegningen af nye kapitalandele skal ske skriftligt, hvorfor der først ved ledelsens endelige accept af tegningen opstår et retskrav på kapitalandelene i selskabet.²¹⁴

Selskabet har endvidere pligt til at tilføje de nye kapitalejere i ejerbogen, jf. SL § 50. Ejerbogen skal oprettes ved selskabet stiftelse, og skal bestå af en fortegnelse over selskabets kapitalandele og kapitalejere. Endvidere skal ejerbogen indeholde oplysninger om kapitalejernes samlede beholdning, navn og adresse, erhvervsdatoen samt evt. stemmerettigheder, jf. SL § 52.

Der gælder derfor en række formelle krav, som skal overholdes når selskabet ønsker at foretage en kapitalforhøjelse. Kravene gælder for alle kapitalforhøjelser, og er altså ikke rettet specifikt mod udstedelsen af kapitalandele via equity crowdfunding. Det kan dog tænkes, at kravene vil blive en større byrde for projektejeren, jo flere nye kapitalejere selskabet får. Selskabet kan dog vælge at udbyde kapitalandele med forskellige klasser, så de udbudte andele på platformen har en anden stemmevægt eller ingen stemmeret. Dette skal dog fremgå af vedtægterne, som vil være tilgængelige ved tegningen, jf. SL § 156, stk. 2, jf. SL §§ 45 og 46. Dette, samt forholdet omkring kapitalejernes rettigheder, vil dog ikke blive behandlet nærmere.

²¹³ Bunch & Whitt (2018), s. 201

²¹⁴ Karnovs note til SL § 163, stk. 1

4.3 Platformen

Som det blev fastslået i ovenstående afsnit finder KML anvendelse i relation til projektejereren og dennes udstedelse af kapitalandele via equity crowdfunding. Det skal derfor undersøges, hvorvidt og i hvilket omfang også platformudbyderen er underlagt KMLs bestemmelser, og hvilke anden lovgivning platformudbyderen skal overholde.

Som beskrevet i afsnit 2.4 er platformudbyderens rolle at give projektejereren adgang til en bred mængde af potentielle investorer, samt at tilbyde en sikker platform, hvor investorerne og projektejereren kan indgå en økonomisk aftale.

Samme rolle har en godkendt værdipapirhandler i et traditionelt kapitalmarkedsretligt perspektiv, hvor virksomheder, der er godkendt til at sikre at handlen med aktier og andre værdipapirer sker på en sikker og ordentlig måde, bliver defineret som en værdipapirhandler.²¹⁵ Endvidere bliver en værdipapirhandler defineret i FIL, som en *”virksomhed, der som et fast erhverv eller på et professionelt grundlag yder investeringsservice eller udfører investeringsaktiviteter, der er nævnt i bilag 4, afsnit A”*, jf. FIL § 9, stk. 1. Af bilag 4, afsnit A fremgår det bl.a., at aktiviteterne både dækker over investeringsservice for tredjemand og virksomheders egne investeringsaktiviteter, eksempelvis handel for egen regning med finansielle instrumenter samt drift af handelsfaciliteter.²¹⁶

Det må derfor ud fra ovenstående kunne konkluderes, at platformudbyderen er at karakterisere som værende en værdipapirhandler, hvorfor det i nedenstående afsnit vil blive undersøgt, hvilke krav og bestemmelser en værdipapirhandler er underlagt i dansk ret.

4.3.1 Værdipapirhandlere

Oprindeligt fandtes reglerne om værdipapirhandlers organisation og virksomhedsudøvelse i værdipapirhandelsloven, men eftersom der er tale om finansielle virksomheder, er de fleste regler nu overført til FIL.²¹⁷ KML, som erstattede værdipapirhandelsloven, er i dag tavs om værdipapirhandlere, som alene reguleres i FIL. Her defineres værdipapirhandleren i FIL § 9, stk. 1,

²¹⁵ Andersen, Clausen & Hansen (2019), s. 109

²¹⁶ Bilag 4, afsnit A i Lov om finansielle virksomheder

²¹⁷ Andersen, Clausen & Hansen (2019), s. 159

der samtidigt regulerer, hvilken tilladelse til virksomhedsudøvelse værdipapirhandlere skal have.²¹⁸

Værdipapirhandlere omfatter både fondsmæglerselskaber, investeringsselskaber, samt penge- og realkreditinstitutter og skal have tilladelse som værdipapirhandler hos Finanstilsynet, jf. FIL § 9, stk. 1, 1. pkt.²¹⁹ Det skal derfor først undersøges, hvilken form for virksomhedsudøvelse en platform for equity crowdfunding kan karakteriseres som, for derved at kunne definere hvilken form for værdipapirhandler der er tale om.

Platformens væsentligste opgave er, som nævnt i afsnit 2.4, at stille en sikker platform til rådighed, hvor investorer kan købe andele i de virksomheder, der tilbyder deres kapitalandele til offentligheden. Dette skal dermed sammenholdes med FIL § 5 stk. 1, som definerer de forskellige former for virksomhedsudøvelse i loven. Det fremgår af FIL § 5, stk. 1, nr. 4 at aktiviteter som nævnt i lovens bilag 4, afsnit A, er at definere som investeringsservice. Af lovens bilag 4, afsnit A, fremgår det at bl.a., at *“Modtagelse og formidling for investorers regning af ordrer vedrørende et eller flere af de i bilag 5 nævnte instrumenter”* og *“Udførelse af ordrer med et eller flere af de i bilag 5 nævnte instrumenter for investorers regning”*²²⁰, hvortil det fremgår af bilag 5, at de tilladte instrumenter bl.a. omhandler selskabers aktier og andre omsættelige værdipapirer.²²¹ Det må derfor kunne fastslås, at crowdfundingplatformen udfører investeringsservice, da den modtager, formidler og udfører ordrer på virksomhedernes aktier for investorernes regning.

Som det fremgår af FIL § 9, stk. 1 skal virksomheder, der som fast erhverv eller på et professionelt grundlag yder investeringsservice, have tilladelse som værdipapirhandler af Finanstilsynet. En platform for equity crowdfunding skal dermed have tilladelser som værdipapirhandler, for virksomheden lovligt kan yde investeringsservice.

Der findes som nævnt flere former for værdipapirhandlere, som alle skal have tilladelse af Finanstilsynet. Der gælder forskellige krav og betingelser til tilladelsen, afhængig af hvilken tilladelse værdipapirhandleren skal have. Det følger af FIL § 9, stk. 2 at værdipapirhandlere, som ikke har fået tilladelse til at udføre virksomhedsudøvelse som pengeinstitut, realkreditinstitut og

²¹⁸ Schaumburg-Müller & Werlauff (2019), s. 174

²¹⁹ Schaumburg-Müller & Werlauff (2019), s. 179

²²⁰ FIL, bilag 4, afsnit A, nr. 1 og 2

²²¹ FIL, bilag 5, nr. 1 vedrørende finansielle instrumenter

investeringselskaber efter FIL § 7, stk. 1, § 8 stk. 1, eller § 10 stk. 1, er fondsmæglerselskaber, jf. FIL § 9, stk. 2.

Fondsmæglerselskabets opgave er at tilbyde tjenesteydelser ifm. værdipapirhandel på et erhvervsmæssigt grundlag, hvilket er omfattet definitionen af investeringservice, som nævnt ovenfor. Det må derfor kunne fastslås, at platforme for equity crowdfunding er karakteriseret som værende et fondsmæglerselskab, der skal have tilladelse af Finanstilsynet.²²²

4.3.2 Fondsmæglerselskaber

Det er nu blevet fastslået, at platformen må karakteriseres som et fondsmæglerselskab, som derfor skal have tilladelse som værdipapirhandler af Finanstilsynet. I det følgende afsnit vil det derfor blive undersøgt, hvilke betingelser crowdfundingplatformen skal opfylde for at kunne få tilladelse til virksomhedsudøvelse som en værdipapirhandler af Finanstilsynet.

Der gælder ingen bagatelgrænse til kravet om tilladelse som værdipapirhandler, hvorfor alle virksomheder som driver en crowdfundingplatform skal have tilladelse af Finanstilsynet, uanset transaktionernes størrelse.²²³

Der gælder en række krav, som crowdfundingplatformen skal opfylde, før den kan opnå tilladelsen til virksomhedsudøvelse som fondsmæglerselskab af Finanstilsynet, hvilket vil blive gennemgået i det følgende.

4.3.2.1 Kapitalkrav

Der gælder for det første et krav om, at alle former for værdipapirhandlere, pengeinstitutter, realkreditinstitutter, investeringsforvaltningsselskaber og fondsmæglerselskaber skal være et aktieselskab, jf. FIL § 12. Der gælder derfor som minimum samme krav til kapitalen, som er nævnt i afsnit 4.1.1 om de selskabsretlige krav, hvorfor fondsmæglerselskabet skal have en selskabskapital på minimum 400.000 kr. Endvidere gælder der for finansielle virksomheder, at de både skal have en bestyrelse og en direktion, hvorfor der ikke gælder samme regler til valgfrihed, som i selskabsloven, jf. FIL § 12, stk. 2 sammenholdt med SL § 111.

Desuden findes der ikke samme mulighed for delvis indbetaling af selskabskapitalen, jf. SL § 33, da det gælder for finansielle virksomheder, at hele selskabskapitalen skal være fuldt indbetalt.

²²² Schaumburg-Müller & Werlauff (2019), s. 175

²²³ Crowdfunding i Danmark (2015), s. 2

Samtidig gælder det, at der ikke kan anvendes immaterielle aktiver til indbetalingen, jf. FIL § 13, hvilket er for at sikre, at aktiekapitalen reelt er til stede.²²⁴

Selve kapitalkravet for crowdfundingplatformen, der ønsker at få tilladelse som fondsmæglerselskab, kan dog variere alt efter om fondsmæglerselskabet skal være medlem af et reguleret marked²²⁵ og afhængende af, hvilken finansiel ydelse fondsmæglerselskabet vil udbyde, gælder der forskellige krav til aktiekapitalen, som kan være strengere end det normale kapitalkrav for aktieselskaber.²²⁶

Danske fondsmæglerselskaber er underlagt op til fire forskellige kapitalkrav, afhængende af, hvilken form for crowdfundingplatform de udbyder. Fondsmæglerselskaberne er underlagt kapitalkravene i CRR og CRD IV²²⁷, som er gennemført direktivkonformt ved en ændring af FIL, som trådte i kraft 1. januar 2017²²⁸. Ved lovændringen blev kapitalkravene til fondsmæglerselskaber lempet, da hensigten var at gøre det lettere at etablere sig som fondsmæglerselskaber i Danmark samt fjerne de økonomiske byrder, som danske fondsmæglerselskaber var underlagt.²²⁹

Det følger af FIL § 9, stk. 8, at kapitalkravet for fondsmæglerselskaber der ønsker at være medlem af en reguleret markedsplads, en værdipapircentral eller en clearingscentral skal have en startkapital, der udgør et beløb svarende til mindst 730.000 euro. Det er dog de færreste crowdfundingplatforme der etablerer sig som et fondsmæglerselskab, der er medlem af en reguleret markedsplads, en værdipapircentral eller en clearingscentral.²³⁰ Det skal derfor undersøges, hvilke kapitalkrav der gælder for platforme som ikke bliver etableret på eksempelvis en reguleret markedsplads.

Det følger endvidere af FIL § 9, stk. 8, 2. pkt., at startkapitalen for selskaber der søger tilladelse som fondsmæglerselskaber, som ønsker at opbevare kunders midler eller værdipapirer, og som søger tilladelse til at udføre en eller flere af de aktiviteter, der er nævnt i bilag 4, afsnit A, nr. 1, 2,

²²⁴ FIL, Karnovs note nr. 317 til § 13

²²⁵ Se hertil afsnit 4.3.3 for en nærmere gennemgang af de forskellige markedspladser

²²⁶ Andersen, Clausen & Hansen (2019), s. 176-177

²²⁷ CRD IV (Direktiv 2013/367/EU) og CRR (Forordning (EU) No. 575/2013)

²²⁸ Lov nr. 1549 af 13-12-2016

²²⁹ Schaumburg-Müller & Werlauff (2019), s. 177.

²³⁰ Se hertil afsnit 4.3.3

4 og 5²³¹, skal have en startkapital, der udgør et beløb svarende til mindst 125.000 euro. Hvorimod selskaber, der ønsker at udføre samme aktiviteter, men som ikke opbevarer kunders midler eller værdipapirer, fra og med tidspunktet for tilladelsen skal have enten;

1. en startkapital, der udgør et beløb svarende til mindst 50.000 euro,
2. en erhvervsansvarsforsikring eller tilsvarende garanti eller,
3. en kombination af startkapital og erhvervsansvarsforsikring, jf. FIL § 9, stk. 1, 3. pkt., nr. 1-3.

Bestemmelsen gør det dermed muligt for platformudbydere, der ikke ønsker at opbevare kunders midler, at undgå kapitalkravet ved at vælge en erhvervsansvarsforsikring. Dog gælder der som nævnt, at platformen skal være et aktieselskab for at kunne få tilladelse som et fondsmæglerselskab, hvorfor selskabslovens kapitalkrav på 400.000 kr. skal opfyldes, jf. FIL § 12. Danske platformudbydere, der ønsker at opnå tilladelse som fondsmæglerselskab vil derfor have et kapitalgrundlag på over 50.000 euro, grundet det danske kapitalkrav for aktieselskaber.

Der gælder endvidere et individuelt solvensbehov for fondsmæglerselskaber der opbevarer kundernes midler eller værdipapirer, jf. FIL § 125. Det betyder at kapitalkravene for fondsmæglerselskaber der opbevarer kundernes midler, indebærer et krav om at kapitalgrundlaget skal udgøre mindst en fjerdedel af foregående års faste omkostninger og mindst 8 pct. af selskabets samlede risikoeksponering, samt et krav om at kapitalgrundlaget skal være af en størrelse, type og fordeling, som selskabet anser for passende til at dække arten og omfanget af de risici, som de er eller vil kunne blive udsat for. Dette krav gælder dog kun for fondsmæglerselskaber som opbevarer kunders midler, hvorfor hovedparten af fondsmæglerselskaber ikke er omfattet af de yderligere kapitalkrav efter FIL § 125.²³²

Crowdfundingplatformen der ønsker tilladelse som fondsmæglerselskab skal derfor overveje, hvorvidt denne ønsker at opbevare kundernes midler, eftersom startkapitalen og eventuelle yderligere kapitalkrav afhænger af dette.

Hensynet bag de ovenstående kapitalkrav er at sikre, at fondsmæglerselskaberne skal have en tilstrækkelig kapital i forhold til de risici de påtager sig med henblik på at beskytte kunderne i

²³¹ Dvs. modtagelse og formidling for investorers regning af ordrer, udførelse af ordrer, skønsmæssige porteføljepleje og investeringsrådgivning

²³² Kromann Reumert, "Kapitalkrav for fondsmægler-selskaber lempes", (2016)

tilfælde af fondsmæglerselskabets konkurs, således at det kan lukkes ned uden større problemer.²³³ Dette er grunden til, at kapitalkravet skal være højere for fondsmæglerselskaber, som opbevarer kundernes midler eller værdipapirer.

Den Europæiske Banktilsynsmyndighed (EBA) arbejder dog på at lempe kapitalkravene for fondsmæglerselskaber, således at de mindste fondsmæglerselskaber kun vil være omfattet af et startkapitalkrav og et omkostningskrav, mens de større fondsmæglerselskaber vil skulle have et nyt kapitalkrav, som i højere grad skal afspejle det enkelte selskabs risici end det gældende 8 pct.-krav.²³⁴ Kommissionen har fremsat et lovforslag der bygger på anbefalingerne fra EBA, som dog ikke er vedtaget endnu.²³⁵

Et fondsmæglerselskab kan dog godt have flere forskellige ydelser, hvorfor de kan være underlagt flere forskellige kapitalkrav, og hvis dette er tilfældet, skal fondsmæglerselskabet have det højeste kapitalkrav som startkapital. Selvom bestemmelserne i FIL anvender udtrykket startkapital er beløbsgrænserne et udtryk for løbende krav til fondsmæglerselskabet, hvorfor selskabet til hver en tid skal overholde de gældende kapitalkrav.²³⁶

4.3.2.2 Yderligere krav

Sammen med kapitalkravene gælder der yderligere en række betingelser som skal være opfyldt for, at Finanstilsynet kan give tilladelse til fondsmæglerselskabet, jf. FIL § 14, stk. 1, nr. 1-8. Disse betingelser omhandler, hvilke kompetencer medlemmer af bestyrelsen og direktionen skal besidde, før Finanstilsynet kan give tilladelse. Det kræver bl.a. at et medlem af ledelsen skal have tilstrækkelig viden, faglig kompetence og erfaring til at kunne varetage stillingen, jf. FIL § 14, stk. 1, nr. 1, samt have et tilstrækkelig godt omdømme og kunne udvise hæderlighed og integritet, jf. FIL § 14, stk. 1, nr. 2.

De to nævnte betingelser følger af FIL § 64, som beskriver kravene til ledelsens medlemmer. Bestemmelsen gælder for ethvert medlem af bestyrelsen og direktionen i fondsmæglerselskaber. Endvidere følger det af FIL § 43, at fondsmæglervirksomheden skal drives i overensstemmelse

²³³ Schaumburg-Müller & Werlauff (2019), s. 177

²³⁴ EBA, "EBA issues Opinion on the design of a new prudential framework for investment firms" (2017)

²³⁵ Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets Forordning (2017)

²³⁶ Schaumburg-Müller & Werlauff (2019), s. 177-178

med redelig forretningsskik og god praksis.²³⁷ Dette betyder bl.a., at en værdipapirhandler skal handle ærligt, redeligt og professionelt og i sine kunders interesser.²³⁸

Ud fra ovenstående kan det fastslås, at der gælder en lang række betingelser, som skal være opfyldt før Finanstilsynet kan give tilladelse til virksomhedsudøvelse som værdipapirhandler. Når selskabet har modtaget tilladelsen af Finanstilsynet efter FIL § 9, stk. 1, har crowdfundingplatformen mulighed for at tilknytte "fondsmæglerselskab" til navnet, jf. FIL § 9, stk. 5.

4.3.2.3 Pligter som følge af tilladelsen

Som følge af tilladelsen som værdipapirhandler og muligheden for at drive et fondsmæglerselskab, medfølger der en række pligter som platformen skal overholde for at kunne bevare tilladelsen. Pligterne omhandler hovedsageligt, hvordan platformen skal drive selskabet for at kunne bevare tilladelsen som et fondsmæglerselskab.

Der gælder en række organisatoriske krav til og betingelser for at kunne drive fondsmæglervirksomhed som værdipapirhandler. Formålet med at kravene skal opfyldes i takt med den løbende drift af fondsmæglerselskabet er, at de dermed er egnet til at opdage og minimere enhver risiko for, at værdipapirhandleren ikke opfylder sine forpligtelser som værdipapirhandler og om compliance, om outsourcing af dele af fondsmæglerselskaber, om beskyttelse af kundeaktiver, om interessekonflikter, og om investeringsanalyser.²³⁹

Kravene indeholder bl.a. særlige regler for hvordan crowdfundingplatformen skal indrettes, jf. FIL § 72. Det følger af bestemmelsen at crowdfundingplatformen skal indrette sin virksomhed, således at det er muligt at træffe de nødvendige forholdsregler for at sikre sammenhæng og regelmæssighed i sin virksomhed, hvor man skal kunne anvende ressourcer, systemer og procedurer, der hensigtsmæssige hertil, jf. FIL § 72, stk. 1. Kravene indebærer bl.a. at crowdfundingplatformen skal kunne hindre interessekonflikter der kan skade kundernes interesser, og føre og opbevare fyldestgørende lister over alle udførte tjenesteydelser og transaktioner i mindst 5 år efter at ydelsen er udført, jf. FIL § 72, stk. 2, nr. 1-5. Samtidig indeholder

²³⁷ Schaumburg-Müller & Werlauff (2019), s. 179-180

²³⁸ Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel, § 3

²³⁹ Schaumburg-Müller & Werlauff (2019), s. 180-181

FIL § 71, stk. 1. nr. 1-9 regler om bl.a. virksomhedens organisation, forretningsgange og intern kontrol, ledelsens arbejde, kundebehandling og lønpolitik.

Endvidere gælder der yderligere regler, som Finanstilsynet med hjemmel i FIL § 72, stk. 6, kan fastsætte, og reglerne kan findes i bekendtgørelsen for organisatoriske krav til værdipapirhandlere.²⁴⁰

Ud fra ovenstående kan det derfor konkluderes, at crowdfundingplatforme, der har fået tilladelse af Finanstilsynet til at drive fondsmæglerselskab, er nødsaget til at drive virksomheden i overensstemmelse med en lang række regler, som fastsat i FIL. Reglerne i FIL er som nævnt tilpasset MiFID II og MiFIR, hvorfor kravene til at opnå tilladelse som værdipapirhandler og de mange forskellige organisatoriske krav til den løbende drift også fremgår af MiFID II og MiFIR.²⁴¹ Der gælder dog på nuværende tidspunkt ingen fælles regler indenfor den europæiske union, hvorfor medlemslandene kan have implementeret MiFID II forskelligt.²⁴²

4.3.3 Valg af markedsplads

Som det er blevet belyst i ovenstående afsnit, kræver crowdfundingplatforme en tilladelse fra Finanstilsynet for at de lovligt kan operere som en værdipapirhandler og kalde sig fondsmæglerselskab. Endvidere blev det fastslået, at der følger en lang række krav som skal opfyldes i forbindelse med den løbende drift. Det er dog endnu ikke belyst, hvorledes en crowdfundingplatform, som opererer som fondsmæglerselskab, har mulighed for at etablere sig på en markedsplads.

I KML er der defineret tre markedspladser, et reguleret marked, en multilateral handelsfacilitet (MHF) og en organiseret handelsfacilitet (OHF), jf. KML § 3, stk. 1, nr. 5. OHF er den nyeste af de tre markedspladser, og blev indsat i KML i forbindelse med implementeringen af MiFID II.²⁴³ De tre markedspladser vil i det følgende undersøges og sammenholdes med muligheden for at platforme kan operere på en markedsplads.

Regulerede markeder og MHF'er har begge eksisteret i en lang årrække og har mange ligheder. Den centrale forskel mellem de to markedspladser er ikke selve driften, da begge markedspladser sammenfører handelsinteresserede parter, men mere regulatorisk, da de lovgivningsmæssige

²⁴⁰ Bekendtgørelse om de organisatoriske krav til værdipapirhandlere

²⁴¹ MiFID II art. 5 og 16

²⁴² MiFIR er en forordning, og finder derfor direkte anvendelse i medlemslandene

²⁴³ Andersen, Clausen & Hansen (2019), s. 114

rammer for markedspladserne er forskellige, og hvor der som udgangspunkt gælder strengere krav til regulerede markeder.²⁴⁴ Der gælder dog en række fællesregler for alle tre markedspladser vedrørende bl.a. systemrobusthed, automatiske afbrydelser af handelen og elektronisk handel, jf. KML kapitel 22 og 23, som dog ikke vil blive behandlet nærmere.

4.3.3.1 Reguleret marked

Ved et reguleret marked forstås et multilateralt system, hvor forskellige tredjeparters købs- og salgsinteresser i finansielle instrumenter kan sammenføres, og som drives i overensstemmelse med reglerne i kapitel 12-14, 22 og 23, jf. § 3, nr. 2, jf. KML § 1, stk. 1, nr. 1. Nasdaq Copenhagen (Børsen) er et reguleret marked, hvor de største danske virksomheder bliver optaget, hvilket betyder at de bliver noteret til handel på et reguleret marked.²⁴⁵ Drift af et reguleret marked kan først påbegyndes når Finanstilsynet har meddelt tilladelse hertil, og det er godtgjort at kravene i KML § 59, stk. 2, nr. 1-3 er opfyldt, jf. KML § 59, stk. 1.

Et reguleret marked er altså en markedsplads, hvor kapitalmarkedets aktører kan handle med hinanden med de værdipapirer, som er optaget til handel. Som nævnt i afsnit 2.4, tilbyder den typiske crowdfundingplatform alene muligheden for at investorerne kan investere i virksomheder, ved at erhverve kapitalandele i virksomheden.

Investorerne har dermed som udgangspunkt ikke mulighed for at handle med kapitalandelene på platformen og platformen kan derfor ikke karakteriseres som et reguleret marked efter KML § 59, hvorfor det skal undersøges, om crowdfundingplatforme kan operere på enten en MHF eller OHF.

4.3.3.2 Multilaterale handelsfaciliteter

En MHF bliver defineret på samme måde som et reguleret marked, dvs. som værende et multilateralt system, der drives i overensstemmelse med reglerne i kapitel 17, 18, 20, 22 og 23, jf. KML § 3, stk. 1, nr. 3.

KML § 3, stk. 1, nr. 1 definerer et multilateralt system som værende ethvert system eller enhver facilitet, hvor forskellige tredjeparters købs- og salgsinteresser i finansielle instrumenter kan sammenføres. Der gælder derfor de samme krav om, at en MHF skal kunne tilbyde handel mellem investorerne. Dette er som nævnt umiddelbart ikke tilfældet for crowdfundingplatforme, hvor investorerne som udgangspunkt ikke har mulighed for at handle med hinanden.

²⁴⁴ Schaumburg-Müller & Werlauff (2019), s. 130-132

²⁴⁵ Andersen, Clausen & Hansen (2019), s. 115

Crowdfundingplatforme vil derfor som udgangspunkt ikke kunne operere på en MHF, da de fleste platforme ikke giver mulighed for handel på det sekundære marked.²⁴⁶ Dog er eksempelvis platformen Seedrs begyndt at tilbyde investoren muligheden for at sælge dennes kapitalandele til andre investorer gennem deres platform.²⁴⁷ Der er dog fortsat tale om en beta-udgave, men muligheden har været tilgængelig for alle investorer siden februar 2018, hvorfor det kunne tænkes, at det i fremtiden vil være relevant for flere platforme at udbyde samme handelsfacilitet på platformen.²⁴⁸

I det tilfælde, hvor en dansk crowdfundingplatform benytter sig af samme mulighed som Seedrs, vil det ikke kræve yderligere tilladelse fra Finanstilsynet end tilladelsen til at drive et fondsmæglerselskab, jf. KML § 96. Der gælder dog en række yderligere krav som skal opfyldes, hvis man skal operere som en MHF, jf. KML kapitel 17 og 18, der bl.a. omhandler hvordan den løbende drift skal håndteres samt krav til kundeaktivitet.²⁴⁹

4.3.3.3 Organiserede handelsfaciliteter

Organiserede handelsfaciliteter er den nyeste markedsplads, som blev indført ifm. implementeringen af MiFID II. OHF'er blev introduceret som et supplement på baggrund af, at MiFID I ikke i tilstrækkelig grad regulerede alle handelssystemer.²⁵⁰

OHF er defineret bredt og omfatter alle typer af organiseret udførsel og formidling af handel, der ikke falder ind under definitionerne af et reguleret marked eller en MHF, jf. KML § 3, stk. 1, nr. 4.

Det kunne derfor tænkes, at en crowdfundingplatform vil kunne operere som en OHF, da den som nævnt i de ovenstående afsnit ikke vil kunne operere som et reguleret marked eller en MHF. Dog er en OHF underlagt visse begrænsninger for, hvilke finansielle instrumenter der kan handles med, jf. KML § 97. Det følger af bestemmelsen, at en OHF ikke må benyttes til handel med andre finansielle instrumenter end obligationer, strukturerede finansielle produkter, emissionskvoter og derivater, hvorfor der gælder et forbud mod handel med aktier.²⁵¹

²⁴⁶ Andersen, Clausen & Hansen (2019), s. 116-117

²⁴⁷ Seedrs, "What is the Seedrs Secondary Market?" (2018)

²⁴⁸ Crowdfund Insider, "Seedrs Secondary Market is Now Open to All Investors" (2018)

²⁴⁹ Andersen, Clausen & Hansen (2019), s. 135-140

²⁵⁰ Karnovs note til KML § 3, stk. 1, nr. 4

²⁵¹ Karnovs note til KML § 97

En OHF vil derfor ikke være relevant for en equity crowdfundingplatform, da platformens ydelse, som beskrevet i afsnit 2.4, består i at tilbyde en sikker platform, hvor investorer mod betaling kan få ejerskab i virksomhederne, som tilbyder deres kapitalandele på platformen.

Det kan derfor sammenfattes, at de ovennævnte markedspladser som udgangspunkt ikke vil være relevante for udbyderen af en equity crowdfundingplatform, da platformen som udgangspunkt ikke kan defineres som et reguleret marked eller en MHF, eftersom de fleste platforme ikke tilbyder handel mellem investorerne, eller en OHF, da denne ikke må benyttes til handel med aktier.

4.4 Investorbeskyttelse

Som det er blevet fastslået gælder der en række krav, som platformen skal overholde, både for at opnå tilladelse til at drive fondsmæglerselskab, men også krav der skal opfyldes i forbindelse med den løbende drift. Udover de ovenstående krav, skal platformen yderligere opfylde en række regler om investorbeskyttelse. Investorbeskyttelsesreglerne minder i høj grad om de traditionelle forbrugerbeskyttelsesregler, som har til formål at beskytte investorerne i denne henseende.²⁵²

Investorbeskyttelsesreglerne er siden MiFID I blevet ændret og yderligere forstærket ved gennemførelse af MiFID II, hvor et af formålene med direktivet var at gennemføre regler, der var nødvendige for at give investorer en udstrakt beskyttelse, og samtidig harmonisere reglerne i EU.²⁵³ Hovedparten af reglerne er implementeret i dansk ret ved bekendtgørelse nr. 1580 af 17. december 2017 om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel²⁵⁴ (investorbeskyttelsesbekendtgørelsen), og der er endvidere udstedt en vejledning til bekendtgørelsen, som fortsat finder anvendelse.^{255 256}

Det fremgår af § 1, stk. 1, nr. 1 i investorbeskyttelsesbekendtgørelsen, at reglerne finder anvendelse på danske værdipapirhandlers aktiviteter i Danmark, hvorfor danske crowdfundingplatform skal overholde reglerne om investorbeskyttelse.²⁵⁷ Samtidig finder bekendtgørelsen endvidere anvendelse, hvis danske platforme udbyder crowdfundingsservicen i

²⁵² Schaumburg-Müller & Werlauff (2019), s. 263

²⁵³ MiFID II, præambel 3

²⁵⁴ Herefter "investorbeskyttelsesbekendtgørelsen"

²⁵⁵ Vejledning nr. 55 af 18 juni 2011 til bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel

²⁵⁶ Vejledningen er fra 2011, og gælder derfor for den tidligere bekendtgørelse. Bestemmelserne passer ikke længere med den gældende vejledning, dog kan principperne i vejledning fortsat anvendes som fortolkningsbidrag

²⁵⁷ Se hertil afsnit 4.3.1

andre medlemslande, jf. § 1, stk. 1, nr. 4. For udenlandske platforme gælder der som udgangspunkt, at de skal overholde deres hjemlands regler om investorbeskyttelse, jf. § 1, stk. 2, dog ikke hvis de etablerer en filial i Danmark, hvorved de bliver underlagt de danske regler, jf. § 1, stk. 1, nr. 3.

Investorbeskyttelsesbekendtgørelsen indeholder, udover flere specifikke regler om investorbeskyttelse, en generalklausul om, at platformen skal handle ærligt, redeligt og professionelt og i sine kunders bedste interesse, jf. § 3. Generalklausulen skal anses for værende en sædvanlig retsstandard som platformen har i sit virke som mellemmand, og bekendtgørelsens øvrige regler søger at udmønte dette generelle princip.²⁵⁸

Ikke alle investorer har behov for den samme grad af beskyttelse, hvorfor bekendtgørelsen opdeler kunderne i forskellige kategorier; professionel kunde, godkendt modpart og en detailkunde, jf. § 2, stk. 7-9. Platformen skal opdele deres kunder i de forskellige kundekategorier, samt sikre at de har hensigtsmæssige, skriftlige og interne politikker og procedurer for opdelingen af kunderne.²⁵⁹

Der gælder som nævnt forskellige grader af beskyttelse afhængig af hvilken kunde man er. Detailkunder har det højeste beskyttelsesniveau, professionelle kunder har en mindre grad af beskyttelse, imens godkendte modparter som udgangspunkt ingen beskyttelse har.²⁶⁰ Det skal derfor fastslås, hvilken kunde den typiske crowdfundinginvestor kan kategoriseres som.

En professionel kunde bliver defineret som værende en kunde, der besidder den fornødne erfaring, viden og ekspertise til at træffe sine egne investeringsbeslutninger samt foretage en korrekt vurdering af risiciene i forbindelse hermed, jf. investorbeskyttelsesbekendtgørelsens bilag 1. Endvidere opremser bilag 1, afsnit A en række kunder der vil være at anses som værende professionelle kunder. Det omhandler bl.a. kreditinstitutter og store virksomheder, som skal opfylde bestemte krav til virksomhedens størrelse.

Betegnelse som en godkendt modpart benyttes om kunder, som ville være professionelle, men som ikke optræder i en relation, hvor de får investeringsrådgivning, men derimod optræder som

²⁵⁸ Andersen, Clausen & Hansen (2019), s. 167

²⁵⁹ Andersen, Clausen & Hansen (2019), s. 168

²⁶⁰ Schaumburg-Müller & Werlauff (2019), s. 278

en modpart i en transaktion. Godkendte modparter er typisk større virksomheder, kreditinstitutter og forsikringsselskaber, jf. bekendtgørelsens bilag 2.²⁶¹

Hvor professionelle kunder og godkendte modparter udgøres af finansielle virksomheder under tilsyn eller virksomheder med større formuer, bliver betegnelsen detailkunder anvendt om forbrugere, som ikke har investeringer som deres primære indtægtskilde. Samtidig bliver en detailkunde defineret negativt som værende en kunde, som hverken er professionel kunde eller en godkendt modpart, jf. Bekendtgørelsens § 2, stk. 9.²⁶²

Som det blev fastslået i afsnit 2.4 er den typiske investor, som investerer i en crowdfundingkampagne, en førstegangsinvestor, hvorfor det må konkluderes at de fleste crowdfundinginvestorer som udgangspunkt må blive defineret som en detailkunde. Det følger dog af bekendtgørelsens bilag 1, afsnit B, at kunder der bliver karakteriseret som detailkunder, kan give afkald på den beskyttelse der ydes detailkunder.

Detailkunden skal dog opfylde en række kriterier før der kan ændres status. Dette indebærer bl.a. at platformen skal sikre sig, at kunden er i stand til at træffe sine egne investeringsbeslutninger og forstår de involverede risici. Ved vurderingen skal kunden opfylde mindst to ud af tre kriterier, der omhandler størrelsen af kundens portefølje (mindst 500.000 euro), kundens tidligere transaktioner samt erhvervserfaring fra den finansielle sektor.²⁶³ Disse kriterier må antages ikke at være opfyldt for størstedelen af investorerne, som investerer i crowdfundingkampagner, hvorfor platformen hovedsageligt skal håndtere detailkunder, der som nævnt nyder det højeste beskyttelsesniveau. Dette må antages at være en forholdsvis omkostningsfuld byrde for platformen, som skal sørge for at investorerne kan investere på de bedste mulige forudsætninger.²⁶⁴

Når investoren og platformen er blevet enige om kundekategorien, skal platformen indgå og dokumentere en aftale med investoren, som indeholder en beskrivelse af parternes rettigheder og pligter samt hvilke finansielle ydelser, der er omfattet af aftalen, jf. investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 4, stk. 5.

²⁶¹ Schaumburg-Müller & Werlauff (2019), s. 169

²⁶² Schaumburg-Müller & Werlauff (2019), s. 169

²⁶³ Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel bilag 1, afsnit b nr. 1 om identifikationskriterier

²⁶⁴ Andersen, Clausen & Hansen (2019), s. 169-170

4.4.1 Investorbeskyttelsens krav

Som følge af platformens status som en værdipapirhandler skal platformen som nævnt overholde reglerne om investorbeskyttelse. Investorbeskyttelsesbekendtgørelsens bestemmelser bygger videre på generalklausulen, hvilket bl.a. indebærer at platformen skal informere investoren om konsekvenserne af de relevante skatteregler. Bekendtgørelsens kapitel 3 indeholder en række overordnede regler om bl.a. værdipapirhandlerens kommunikation, som skal være tydelig og ikke vildledende, jf. § 5. Bestemmelsen bygger videre på reglerne om vildledende markedsføring efter den almindelige markedsføringsret.²⁶⁵

Endvidere gælder der en række bestemmelser, der omhandler den information platformen skal give kunden. Formålet med informationskravet er at sikre at kunden får den nødvendige information, og at informationen kommer fra platformen selv, da detailkunden sjældent forstår at efterspørge den. Informationerne der gives til kunden, skal udformes på sådan en måde, så det kan forventes at blive forstået af "den almindelige dansker på gaden".^{266 267} Reglerne om informationskrav findes i investorbeskyttelsesbekendtgørelsens §§ 6-9, som omhandler hvilken information kunderne er berettiget til at modtage fra platformen. Dette vedrører bl.a., hvorvidt rådgivningen ydes på et uafhængigt grundlag, jf. § 6 samt oplysninger og informationer om priser, omkostninger og gebyrer, jf. § 8.

4.4.2 Kend-din-kunde-princippet

MiFID II-direktivets "kend-din-kunde-princip" er implementeret i investorbeskyttelsesbekendtgørelsens kapitel 4, og bygger på et informations- og rådgivningsregime, som indebærer, at der i forbindelse med kunders investering kan gives generel vejledning uden personlig rådgivning, at der kan foretages transaktioner på baggrund af en hensigtsmæssighedstest, men uden personlig rådgivning, og at der kan foretages transaktioner på baggrund af personlig rådgivning, som kræver egnethedstest. Det er endvidere muligt at indgå aftaler om udelukkende ordreudførsel (execution only) for ikke-komplekse finansielle instrumenter.²⁶⁸ Formålet med kend din kunde-princippet er at afdække kundens risikoprofil og sikre grundlaget for kategoriseringen af kunden som danner grundlag for, hvilke ydelser der kan tilbydes kunden.

²⁶⁵ Andersen, Clausen & Hansen (2019), s. 170

²⁶⁶ Finanstilsynets påtale af 8. juli 2009

²⁶⁷ Andersen, Clausen & Hansen (2019), s. 170-171

²⁶⁸ Schaumburg-Müller & Werlauff (2019), s. 279

Der er forskel på hvilke krav værdipapirhandleren skal overholde, afhængende af hvilken ydelse platformen tilbyder kunden. Det skal derfor undersøges, hvilke informationer platformen skal indhente.

4.4.2.1 Egnethedstesten

Egnethedstesten omhandler når en værdipapirhandler yder investeringsrådgivning eller porteføljepleje, jf. investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 10, stk. 1, hvor værdipapirhandleren skal anbefale den tjenesteydelse og de finansielle instrumenter, der egner sig bedst for kunden, jf. § 10, stk. 2. Investorbeskyttelsesbekendtgørelsen definerer investeringsrådgivning som værende personlige anbefalinger til en kunde af en eller flere transaktioner, jf. § 2, stk. 3. Egnethedstesten anses for at være det mest byrdefulde krav i bekendtgørelsens kap. 4.²⁶⁹

Som det blev fastslået i ovenstående afsnit 4.3.1 om platformens ydelse, hvor det blev konkluderet at platformen bliver karakteriseret som et fondsmæglerselskab, hvor deres ydelse er at modtage, formidle og udføre ordre af finansielle instrumenter for investorernes regning, jf. FIL § 9, stk. 2, jf. Bilag 4, nr. 1 og 2. En equity crowdfundingplatform yder derfor således ikke investeringsrådgivning eller porteføljepleje, hvorfor platformen ikke skal foretage en egnethedstest, jf. investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 10, stk. 1.

4.4.2.2 Hensigtsmæssighedstesten

Som det tidligere er blevet fastslået tilbyder crowdfundingplatformen en service, hvor det er muligt for investoren at investere i kapitalandele, som projektejeren tilbyder til offentligheden gennem platformen. Der er derfor tale om at platformen udfører eller formidler ordrer for en detailkunde, uden at yde investeringsrådgivning eller porteføljepleje, hvorfor platformen skal foretage en hensigtsmæssighedstest af investoren, jf. investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 12, stk. 1. Det følger af hensigtsmæssighedstesten, at platformen skal udbede sig oplysninger fra kunden om dennes kendskab til og erfaring på det investeringsområde, som er relevant for den type produkt eller tjenesteydelse, der udbydes eller efterspørges. På baggrund af informationen fra kunden, skal platformen vurdere, om det påtænkte produkt eller den påtænkte tjenesteydelse er hensigtsmæssig for kunden, jf. § 12, stk. 1.

Hensigtsmæssighedstesten skal kun foretages for detailkunder, hvorfor den ikke skal foretages for professionelle kunder, da det er en forudsætning for professionelle kunder, at de har kendskab

²⁶⁹ Andersen, Clausen & Hansen (2019), s. 173

og erfaring på det relevante investeringsområde.²⁷⁰ Som det tidligere er blevet fastslået, må det kunne antages at de fleste af platformens kunder er detailkunder, hvorfor hensigtsmæssighedstesten er relevant for platformen.

Ved vurderingen af, om investeringen er hensigtsmæssig for kunden skal platformen bl.a. afgøre, hvorvidt kunden har den nødvendige erfaring og viden til at forstå de risici, der er forbundet med det produkt eller den service, der tilbydes eller anmodes om. Vurderingen og omfanget af hensigtsmæssighedstesten afhænger af kundens konkrete forhold samt kompleksitetsgraden og risikoniveauet af de produkter og tjenesteydelser, som udbydes.²⁷¹ Platformen skal derfor ved investeringer vurdere kompleksiteten af selve investeringen, hvor de bl.a. skal tage hensyn til størrelsen af investeringen, kundens viden samt selve risikoen ved investeringen. Platformen skal dog som udgangspunkt ikke vurdere hensigtsmæssigheden hver gang kunden efterspørger en produkttype, hvor hensigtsmæssigheden tidligere er vurderet.²⁷²

Vurderer platformen på baggrund af de modtagende oplysninger at investeringen ikke vil være hensigtsmæssig for kunden, skal platformen gøre kunden udtrykkelig opmærksom på dette, jf. investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 12, stk. 3. Endvidere skal platformen gøre kunden opmærksom, hvis det ikke har været muligt for platformen at vurdere hensigtsmæssigheden på baggrund af, at de modtagende oplysninger har været mangelfulde, jf. § 12, stk. 4. Der gælder ifølge vejledningen ikke et handelsforbud, hvorfor investoren godt kan gennemføre investeringen, selvom platformen ikke anbefaler det.²⁷³ Selvom vejledningen ikke er blevet opdateret siden den nye bekendtgørelse, må det antages at der fortsat ikke gælder et handelsforbud, da hverken bekendtgørelsen eller MiFID II art. 25 nævner, at der eksisterer et forbud mod at investere i produkter, som platformen ikke anser for værende hensigtsmæssige.

Det kan derfor fastslås, at platformen som udgangspunkt skal foretage en hensigtsmæssighedstest af detailkunden for at kunne vurdere hvorvidt investeringen vil være hensigtsmæssig for kunden. Testen kan laves elektronisk ved, at investoren besvarer en række spørgsmål, hvorved platformen på den baggrund vurderer investorens kendskab og erfaring.²⁷⁴

²⁷⁰ Schaumburg-Müller & Werlauff (2019), s. 281

²⁷¹ Schaumburg-Müller & Werlauff (2019), s. 280-281

²⁷² Vejledningen om Investorbeskyttelse ved værdipapirhandel § 17

²⁷³ Vejledningen om Investorbeskyttelse ved værdipapirhandel § 17

²⁷⁴ Crowdfunding i Danmark (2015), s. 29

I Danmark er kravene for at bestå testen betydelig større sammenlignet med andre europæiske lande, som er underlagt de samme regler om hensigtsmæssighedstest. Ifølge undersøgelser fra Dansk Crowdfunding Forening dumper ca. 90 pct. således hensigtsmæssighedstesten, som kan bestå af op til 25 spørgsmål, og som har til formål at fastslå om investoren har forstået de risici, som er forbundet med investeringen. Til sammenligning består hensigtsmæssighedstesten af 4 spørgsmål på den finske platform Invesdor, mens den på den engelske platform Seedrs består af 7 spørgsmål.^{275 276}

4.4.2.3 Execution only

Som fastslået i det ovenstående er platformen som udgangspunkt forpligtet til at foretage en hensigtsmæssighedstest af sine detailkunder. Platformen kan dog undlade at foretage en hensigtsmæssighedstest, hvis kunden ikke ønsker den tilsigtede beskyttelse, men blot vil gennemføre ordren (execution only), jf. investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 13.²⁷⁷ Der kan derved ses bort fra hensigtsmæssighedstesten i § 12 ved transaktioner, der alene består i at udføre en ordre.

Som tidligere beskrevet består platformens ydelse i at udføre ordre for kunderne, hvorfor det skal undersøges om platformen kan undgå at foretage hensigtsmæssighedstesten, hvis kunderne ønsker dette. Det følger af § 13, at man kan fravige testen i § 12, hvis de kumulative betingelser i § 13, stk. 1, nr. 1-4 er opfyldt.

Det følger af nr. 1 at tjenesteydelsen skal vedrøre aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked eller i en MHF. Her er der tale om produkter, som typisk anses for værende "ikke-komplekse", da det er noterede aktier. Som det er blevet fastslået i afsnit 4.3.3, vil crowdfundingplatforme typiske ikke operere på regulerede markeder eller MHF'er, hvorfor tjenesteydelsen typisk vil bestå i at facilitere handel med unoterede aktier, som ikke er optaget på et reguleret marked eller en MHF.²⁷⁸

Første betingelse for at platformen kan udbyde udelukkende ordregennemførelser er således ikke opfyldt, da der er tale om komplekse produkter. De fire betingelser skulle alle være opfyldt, hvorfor de resterende betingelser ikke vil blive gennemgået nærmere. De resterende betingelser

²⁷⁵ For et eksempel herpå, se Bilag 2

²⁷⁶ Iværksættere går glip af muligheder for investeringscrowdfunding (2019), s. 4

²⁷⁷ Andersen, Clausen & Hansen (2019), s. 175

²⁷⁸ Crowdfunding i Danmark (2015), s. 29

der skulle være opfyldt er; (ii) at tjenesten opfyldes på kundens initiativ, (iii) kunden er underrettet om at han ikke er beskyttet efter § 12 samt (iv) at platformen opfylder forpligtelserne i FIL § 72, stk. 2, nr. 2.

Platformen er derfor nødsaget til at foretage en hensigtsmæssighedstest af detailkunden inden ordren kan gennemføres, jf. investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 12.

4.5 Juridisk konklusion

Formålet med analysen er at undersøge, hvilken betydning den nationale regulering har for udbredelsen af equity crowdfunding i Danmark.

Først og fremmest bemærkes det, at der ikke eksisterer én samlet lov, der regulerer forholdene ifm. equity crowdfunding i Danmark. Derimod findes der en lang række bestemmelser i hovedsageligt den selskabsretlige og finansielle lovgivning, som er af betydning for equity crowdfunding.

Indledningsvist blev det fastlagt, at en virksomhed, for at kunne udbyde sine kapitalandele på en crowdfundingplatform, må etablere sig som et aktieselskab med en selskabskapital på minimum 400.000 kr., ligesom en række formelle selskabsretlige regler skal iagttages. Sammenfattende fandtes det dog, at de selskabsretlige regler ikke de facto er en hindring for virksomhedens mulighed for at rejse kapital gennem equity crowdfunding, da et anpartsselskab har mulighed for at omdanne sig til et aktieselskab for minimum 100.000 kr. Ligeledes fandtes de danske prospektregler i KML for ikke at være relevante, når udbuddet er rettet mod danske investorer. Såfremt udbuddet skal rettes mod investorer i andre EU-lande, kan det grænseoverskridende element dog få en betydning, som projektejerer må være opmærksom på.

Endvidere blev det fastlagt, at en udbyder af en platform for equity crowdfunding er at betragte som en værdipapirhandler, der skal have tilladelse som fondsmæglerselskab af Finanstilsynet. Disse selskaber er underlagt op til fire forskellige kapitalkrav, afhængig af hvilke ydelser de udbyder. Det blev dog konkluderet, at en crowdfundingplatform typisk ikke opererer på et reguleret marked, hvorfor de danske regler ikke anses som værende en hindring for oprettelsen af en dansk platform.

Platformen skal i øvrigt påse at overholde en række regler om investorbeskyttelse, hvor det specielt er kravene der skal overholdes overfor detailinvestoren, som den typiske investor er

karakteriseret som, der er byrdefulde, hvilket også den lave beståelsesprocent af hensigtsmæssighedstests understøttede. På trods af de byrdefulde krav, vurderes det dog at hensynene er egnet til at beskytte investorerne, og samtidig ikke i sig selv begrænser platformudbyderen fra at etablere sig og operere på markedet.

Sammenfattende kan det dermed konkluderes, at den nationale regulering til trods for sin fragmenterede struktur, ikke udgør en væsentlig hindring for udbredelsen af equity crowdfunding i Danmark. Reguleringen er dog vanskelig at navigere rundt i sammenlignet med andre lande, hvorfor det må formodes, at en mere målrettet regulering for crowdfunding vil kunne medvirke til udbredelsen af equity crowdfunding i Danmark.

5 Integreret analyse

Den integreret analyse har til formål at opstille en række forslag, som kan medvirke til at gøre equity crowdfunding mere attraktivt for de involverede parter, og samtidigt reducere de negative følger af de udfordringer og risici, som blev identificeret i den økonomiske og juridiske analyse.

Forslagene vil herefter blive sammenholdt med Kommissionens forslag til forordning for crowdfundingtjenesteudbydere²⁷⁹, for derefter at ende ud i en række konkrete retspolitiske tiltag, som vil kunne medvirke til at gøre equity crowdfunding mere attraktivt og samtidigt tilsikre, at potentialet ved equity crowdfunding udnyttes mere optimalt.

5.1 Økonomiske ændringsforslag

I den økonomiske analyse blev en række udfordringer ved equity crowdfunding identificeret, og det blev beskrevet, hvordan disse grundlæggende relaterer sig til forekomsten af asymmetrisk information og kollektive handling-problemer, som er medvirkende til at markedet for equity crowdfunding fejler. I forlængelse hertil vil de følgende afsnit undersøge, hvordan det vil være muligt for projektejerer, platformudbyderen og investorerne at begrænse de negative konsekvenser ved de økonomiske udfordringer, for derved at minimere risikoen for at der opstår markedsfejl på markedet for equity crowdfunding.

Aktørernes mulige løsninger relaterer sig grundlæggende til projektejerens afgivelse af troværdige signaler, platformens anvendelse af feedback-systemer, samt involvering af troværdige tredjeparter, hvilket vil blive undersøgt nærmere i det følgende.

5.1.1 Signaler fra projektejerer

Som det blev beskrevet i den økonomiske analyse, er det i forholdet mellem projektejerer og de potentielle investorer, og herunder særligt i relation til information om kvalitet og projektejerens hensigter, hvor den asymmetriske information bliver væsentlig.

Investorerne er bevidste om, at der er en andel af kampagner af både høj og lav kvalitet på markedet, ligesom der er en risiko for, at nogle kampagner vil være iværksat i et forsøg på at bedrage investorerne. Det vil derfor være af afgørende betydning, at højkvalitets-projektejerer troværdigt kan signalere denne kvalitet, ligesom det vil være afgørende for en projektejer med

²⁷⁹ Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets Forordning (2018)

gode intentioner at kunne signalere dette, for derved at kunne øge tilliden til de potentielle investorer og adskille sig fra de af kampagnerne, der kan karakteriseres som *lemons*.²⁸⁰

5.1.1.1 Offentliggørelse af yderligere oplysninger

I forbindelse med oprettelsen af en crowdfundingkampagne vil både platformudbyderen og lovgivningen stille krav om, at projektejereren fremlægger en række grundlæggende oplysninger om virksomheden, om de finansielle forhold samt om formålet med kampagnen, som bliver offentliggjort til potentielle investorer på platformen.

Foruden denne grundlæggende, obligatoriske oplysningsforpligtelse vil projektejereren som regel, have mulighed for frivilligt at offentliggøre yderligere oplysninger om virksomheden på platformen efter kampagnens igangsættelse. Sådanne yderligere oplysninger kunne eksempelvis omfatte informationer om projektejerens eller den hidtidige investorkreds' personlige forhold og tidligere erfaringer, samt løbende opdateringer om forretningsudvikling, om nyligt opnåede ordrer eller om tilsagn om yderligere finansiering. For et eksempel herpå fra platformen Seedrs, se Bilag 1.

Endvidere har en undersøgelse vist, at løbende opdateringer fra projektejereren havde en betydelig positiv indvirkning på antallet af investeringer og det samlede beløb, som virksomheden rejste i løbet af sin crowdfundingkampagne. Undersøgelsen viste desuden, at det særligt var løbende opdateringer om forretningsudvikling og tilsagn om finansiering samt iværksættelse af og opfølgning på marketingkampagner, som bidrog til den positive effekt.²⁸¹

Selvom det ikke vil være påkrævet, kan det dog derfor give mening for projektejereren alligevel at overveje, om man frivilligt skal offentliggøre yderligere oplysninger om virksomheden i løbet af crowdfundingkampagnen. Projektejereren skal dog samtidig være opmærksom på risikoen for, at potentielle konkurrenter og større virksomheder kigger med som beskrevet i afsnit 3.2.2.1.1, og det må derfor være op til projektejereren at foretage en konkret afvejning af for og imod en yderligere offentliggørelse af oplysninger rettet mod de potentielle investorer.

²⁸⁰ Se hertil afsnit 3.3.1.1

²⁸¹ Block, Hornuf & Moritz (2017), s. 1

I forlængelse hertil viste en undersøgelse foretaget af Ahlers et al. (2015)²⁸² en positiv sammenhæng mellem andelen af direktører og bestyrelsesmedlemmer med en MBA-uddannelse og den succes, som kampagnerne på den australske platform ASSOB²⁸³ opnåede.²⁸⁴

I undersøgelsen var der tale om direktører og bestyrelsesmedlemmer med en MBA, men det er ikke utænkeligt at projektejerens uddannelsesmæssige eller erhvervsmæssige baggrund i øvrigt kan have en tilsvarende, positiv indflydelse på muligheden for at opnå en succesfuld kampagne. Hvis projektejeren eksempelvis besidder en relevant universitetsuddannelse eller har tidligere erfaring med opstart og drift af virksomheder, og dette effektivt kommunikerer til de potentielle investorer enten forud for eller efter crowdfundingkampagnens igangsætning, kan dette blive opfattet som et signal om kvalitet af de potentielle investorer, hvilket vil øge investorernes villighed til at investere i projektet.

Ved at offentliggøre yderligere oplysninger om virksomheden, eksempelvis i form af løbende opdateringer m.v., vil det være muligt for projektejeren at sende et signal til investorerne, der vil medvirke til at den asymmetriske information bliver reduceret, hvilket vil øge investorernes villighed til at investere i projektet og derved forbedre kampagnens chancer for at opnå det efterspurgte beløb.

5.1.1.2 Udstedelse af garantier, mv.

En anden måde, hvorpå sælgeren af et produkt kan signalere om dette er af høj eller lav kvalitet til potentielle købere, er ved at sælge produktet sammen med en garanti.

Vi antager, at en sælger kan have en vare af enten høj eller lav kvalitet, og køberne ikke har mulighed for direkte at verificere, om den pågældende vare er af den ene eller anden type forud for købet. Høj kvalitets-sælgeren vil tilbyde varen til en forholdsvis høj pris, der afspejler varens kvalitet. Lav kvalitets-sælgeren vil dog ligeledes have et incitament til at sætte en høj pris, da det ikke er muligt for køberne at verificere kvaliteten af varen forud for købet.²⁸⁵

²⁸² Ahlers, Cumming, Günther & Schweizer (2015)

²⁸³ ASSOB er en forkortelse for "Australian Small Scale Offerings Board" – platformen går i dag under navnet Enable Funding: <https://www.enablefunding.com/>

²⁸⁴ Ahlers et al. bemærker i denne forbindelse at det er muligt for investorerne at observere, om de involverede personer har opnået en MBA, at det er forbundet med såvel økonomiske som tidsmæssige omkostninger at opnå en MBA, og at kun et fåtal af kvalificerede personer vil kunne opnå denne.

²⁸⁵ Baird, Gertner & Picker (1998), s. 124

Her vil det være muligt for sælgeren at signalere varens kvalitet til køberne ved at sælge denne sammen med en garanti. Fordi varen er af høj kvalitet, vil sælgeren kunne tilbyde en garanti billigere end lavkvalitets-sælgeren, da varen sjældent vil gå i stykker. Omvendt vil sælgeren af en vare af lav kvalitet derfor være tvunget til at sælge varen uden en garanti, eftersom varens ringe kvalitet vil gøre det uforholdsmæssigt dyrt for sælgeren at leve op til garantien.²⁸⁶

Herved sker der en adskillelse af sælgere af høj- og lavkvalitets varer, hvor varer af høj kvalitet kan sælges til en tilsvarende højere pris, mens varer af lav kvalitet sælges uden garanti til en lavere pris.

En undersøgelse foretaget af Che et al. (2019)²⁸⁷ af markedet for brugte biler på eBay viste, at tilstedeværelse af en garanti øgede købernes villighed til at betale en højere pris for bilen. Forfatterne fandt desuden, at garantiens indvirkning på prisen var faldende i takt med sælgerens omdømme, således at garantien tilførte den mindste grad af værdi i de tilfælde, hvor sælgeren var mere etableret og havde modtaget gode bedømmelser fra tidligere købere.

Som det er beskrevet i afsnit 3.2.1.3 tager platformudbyderen en række gebyrer, som betaling for at facilitere mødet mellem projektejere og investorer.

Hvis ovenstående teoretiske tankegang sættes i relation til equity crowdfunding, kunne man forestille sig et scenarie, hvor platformen vælger at tilbyde en form for premium-udgave til projektejere, der ønsker at iværksætte en crowdfunding-kampagne på platformen. Denne premium-udgave kunne adskille sig fra platformudbyderens standard-udgave ved, at platformen påtager sig at dække investorernes tab op til x pct. af dennes samlede investering i virksomheden, såfremt projektejeren går konkurs inden for en nærmere defineret tidsperiode efter kampagnens succesfulde gennemførelse. Omkostningen ved at stille denne garanti bæres af projektejeren, idet platformudbyderen vil opkræve et højere gebyr hos projektejeren som betaling for premium-udgaven i det tilfælde, hvor kampagnen gennemføres succesfuldt.

Platformen påtager sig således en risiko ved at stille garantien, men bliver kompenseret for dette af projektejeren gennem et højere gebyr ved succesfuld gennemførelse. Projektejeren betaler en højere pris for at kunne udbyde en crowdfundingkampagne, men kompenseres for dette i form

²⁸⁶ Baird, Gertner & Picker (1998), s. 124

²⁸⁷ Che, Katayama, Lee & Shi (2019)

af en øget troværdighed blandt investorerne, hvilket medvirker til at investorerne vil være villige til at betale en højere pris for virksomhedens kapitalandele.

Højkvalitets-projektejerens valg om at vælge premium-udgaven sender dermed et troværdigt signal til investorerne om projektets kvalitet, ligesom det reducerer investorernes oplevede risici ved at investere i projektet. Dette skyldes at ejeren af et lavkvalitets-projekt vil vælge at benytte sig af platformens standard-udgave, da omkostningen ved at skulle betale en højere pris for at køre kampagnen overstiger den gevinst, som projektejerens vil kunne forvente at opnå ved at vælge premium-udgaven.

5.1.2 Feedback-systemer

En anden metode til at øge tilliden mellem projektejerens og potentielle investorer kan være at introducere en form for feedback-system på crowdfundingplatformen, som det typisk kendes fra online markedspladser som fx eBay.

eBays feedback-system fungerer ved, at køberen af et givent produkt har mulighed for at bedømme sin købsoplevelse, fx i forhold til varens kvalitet, kommunikationen med sælger samt forhold relateret til leveringstid og –omkostninger. Køberens individuelle bedømmelse tilføjes til sælgerens samlede score, som efterfølgende vil fremgå i forlængelse af sælgerens brugernavn i alle sammenhænge på markedspladsen. Desuden er det muligt for andre at se, hvor mange købere der har givet sælgeren en bedømmelse.²⁸⁸

En række studier har tidligere beskæftiget sig med eBays feedback-system, med særligt fokus på betydningen af sælgerens bedømmelse for den faktiske pris og sandsynligheden for at opnå salg.²⁸⁹ Overordnet set kan resultaterne sammenfattes til, at sælgerens bedømmelse spiller ind på både pris og sandsynligheden for et succesfuldt salg. Undersøgelserne viser desuden, at bedømmelsens indflydelse på pris og sandsynlighed for at opnå salg, er relativt højere ved mere risikable transaktioner og ved dyrere produkter.^{290 291}

Hvis sælgeren generelt leverer en god købsoplevelse, da vil bedømmelsen være tilsvarende høj. Efterfølgende vil nye, potentielle købere af produktet se den høje bedømmelse, hvilket vil øge den nye købers tillid til sælgeren, og i sidste ende vil dette kunne øge sandsynligheden for at opnå

²⁸⁸ eBay, FAQ: Seller ratings

²⁸⁹ For en oversigt, se Dellarocas (2005), s. 26

²⁹⁰ Der forekommer dog afvigelser herfra, alt efter hvilket produkt der sælges på markedspladsen.

²⁹¹ Dellarocas (2005) - s. 25

salg, ligesom køberen vil være villig til at betale en højere pris for produktet, da tidligere købere har anerkendt sælgeren og produktet.

I relation til equity crowdfunding, vil det således kunne blive muligt for projektere med gode intentioner at adskille sig fra mængden af bedragere, på baggrund af tidligere investorers bedømmelse af projekteren.

Det bemærkes dog, at feedback-systemet ikke vil kunne overføres direkte til markedet for equity crowdfunding i sin nuværende form. Dette skyldes, at de virksomheder, der benytter sig af equity crowdfunding som regel vil vælge at køre én kampagne, med henblik på at opnå hele det efterspurgte beløb. De er derfor mindre tilbøjelige til at rejse kapital gentagne gange over en kort tidsperiode, hvilket vil begrænse antallet af gange, investorerne vil have mulighed for at bedømme dem.²⁹²

En mulig løsning på dette kan være at dele crowdfundingkampagnen op i en række mindre del-kampagner, således at projekteren fremfor at efterspørge hele det samlede beløb i løbet af én kampagne vælger at køre en række mindre del-kampagner, hvorved investorerne gives en bedre adgang til at bedømme projekteren.²⁹³ Hertil skal det bemærkes, at projekteren som udgangspunkt ikke skal frygte at gå glip af potentielle investeringer, ved at én kampagne opdeles i flere del-kampagner. De fleste platforme tillader således overfinansiering, og hos eksempelvis både Seedrs og Crowdcube står det frit for projekteren at vælge, om denne ønsker at acceptere en eventuel overfinansiering helt, delvist eller slet ikke.²⁹⁴

Som nævnt vil opdelingen af crowdfundingkampagnen i mindre del-kampagner kunne være medvirkende til, at projektere med gode intentioner kan adskille sig fra mængden af bedragere på baggrund af tidligere investorers bedømmelse af projekteren. Hertil må det desuden kunne antages, at det alene vil være projektere med reelle hensigter der vil have et incitament til at opdele crowdfundingkampagnen i mindre del-kampagner i første omgang. Dette skyldes at de projektere der vælger at bedrage investorerne vil blive straffet af feedback-systemet i alle efterfølgende kampagner, da de tidligere investorers dårlige bedømmelser vil afskrække nye potentielle investorer fra at investere i projektet. Projektere med hensigten om at bedrage, vil derfor holde sig til at udbyde én crowdfundingkampagne. Derved kan beslutningen om at opdele

²⁹² Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 80

²⁹³ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 81

²⁹⁴ Seedrs, FAQ: What happens when a campaign reaches its target? og Crowdcube, FAQ: What is overfunding?

crowdfundingkampagnen i mindre del-kampagner, i sig selv udgøre et troværdigt signal til investorerne om projektejerens hensigter, hvilket vil styrke investorernes tillid til projektejerens og øge kampagnens mulighed for en succesfuld gennemførelse af del-kampagnerne.

Sammenholder man muligheden for at indrette platformene med et feedback-system samt opdeling af crowdfundingkampagnen med muligheden for at udstede en garanti, vil det give mening for projektejerens at tilvælge garantien i den eller de første del-kampagner, indtil investorerne har haft lejlighed til at bedømme projektejerens. I takt med at projektejerens opbygger et bedre omdømme på baggrund af de tidligere investorers bedømmelser, da vil garantiens indvirkning på investorernes villighed til at betale en højere pris være aftagende.²⁹⁵ Dette skyldes, at både udstedelsen af en garanti og sælgers omdømme kan være et signal om produktets kvalitet, men der forekommer en tydelig substituerende effekt det indbyrdes forhold mellem dem.²⁹⁶

5.1.3 Troværdigt mellemlid

En anden vej til at mindske den asymmetriske information og øge tilliden mellem projektejerens og investorerne, hvilket kan medvirke til at minimere risikoen for markedsfejl, er at inddrage en uafhængig tredjepart, som kan udgøre et troværdigt mellemlid mellem parterne.

Anvendelsen af uafhængige tredjeparter til at facilitere tillid mellem køber og sælger forekommer i en række forskellige sammenhænge, hvor vigtigheden af tredjeparts-certificering eksempelvis er påvist at have stor betydning på markedet for samlerobjekter på eBay.²⁹⁷ I tilfældet med samlerobjekter kan sælgeren, fremfor blot at sige at den pågældende vare er af en bestemt kvalitet, gøre brug af et agentur til at vurdere og stå inde for kvaliteten, ved at udstede et certifikat. Den grundlæggende tanke er dermed, at en uafhængig og troværdig tredjepart påtager sig omkostningen til at signalere kvaliteten af en given vare, hvilket medvirker til at mindske den asymmetriske information mellem køber og sælger. Eftersom et troværdigt omdømme er afgørende for agenturets forretningsgrundlag, og det dermed er i agenturets egne økonomiske interesser at levere en så ærlig og så præcis vurdering som mulig, vil både købere og sælgere have tillid til dem.²⁹⁸

²⁹⁵ Se herom afsnit 5.1.1.2

²⁹⁶ Che, Katayama, Lee & Shi (2019), s. 26

²⁹⁷ Jin & Kato (2006)

²⁹⁸ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 81

I en equity crowdfunding sammenhæng kunne en sådan uafhængig tredjepartsrolle indtages af platformudbyderen.

Før en projektejer kan iværksætte en crowdfundingkampagne, påhviler det platformudbyderen at kontrollere en række grundlæggende oplysninger om projektejeren og de oplysninger, som skal indgå i kampagnen. Foruden denne grundlæggende kontrol kan platformen tilbyde projektejeren at blive en såkaldt "Verificeret Udbyder", hvorved projektejeren forpligter sig til at fremlægge en række yderligere oplysninger for platformudbyderen, ligesom platformen kan indføre en række løbende kontroller og sikkerhedsforanstaltninger. Herved tillægges platformudbyderen muligheden for at foretage en mere dybdegående kontrol af projektejeren, den hidtidige investorkreds og virksomheden i øvrigt.

Et eksempel på en equity crowdfundingplatform, der har taget en variant af denne tankegang til sig er Seedrs, som har indført "The Seedrs Standard for due dilligence".^{299 300}

I tillæg til den initiale undersøgelse har Seedrs valgt at indføre en række yderligere kontroller og foranstaltninger, der har til formål at øge investorernes tillid til projekterne på platformen. Formålet med den udvidede kontrol er at give projektejerne en form for godkendelsesstempel, hvilket er et signal til investorerne om at projektejere, der benytter sig af platformen, ikke har haft noget at skjule.

Ved at en platformudbyder påtager sig at verificere projektejeren og indestår over for investorerne med sit omdømme, kan platformen derved udgøre et troværdigt mellemlid mellem parterne, hvilket kan medvirke til at øge tilliden og mindske risikoen for markedsfejl.

5.1.4 Kollektive handling-problemer

Foruden udfordringerne relateret til asymmetrisk information vil også kollektive handling-problemer såsom free-riding og irrationel herding-adfærd kunne medføre, at markedet ikke udnyttes optimalt.³⁰¹

Som tidligere beskrevet vil investorerne have et incitament til at free-ride på andre investorers investeringsbeslutning, da deres investeringsniveau er lavt og det derfor vil være forbundet med

²⁹⁹ Seedrs' model bygger dog ikke på en "verificeret ctr. ikke-verificeret" udgave af udbydere, da alle projektejere, der ønsker at udbyde kapitalandele på platformen må gennemgå den udvidede kontrol.

³⁰⁰ Seedrs, "Due diligence: The Seedrs Standard" (2018)

³⁰¹ Se hertil afsnit 3.3.2

betydelige omkostninger, at foretage en dybdegående undersøgelse af projektet inden der investeres. Dette kan i teorien føre til, at alle investorer vil være afventende overfor at investere, da de vil afvente andre investorers nærmere undersøgelse af projektet, som de herefter kan free-ride på.

Omfanget af denne problemstilling kan dog til en vis grad reduceres ved at indføre en såkaldt *provision point*-mekanisme.³⁰² En sådan mekanisme kan i en crowdfunding-sammenhæng bestå i, at platformudbyderen vælger at operere ud fra en All-or-Nothing-model³⁰³. Ved en AON-model modtager projektejereren kun det rejste beløb, såfremt en nærmere defineret minimumsgrænse opnås. Hvis projektejereren ikke formår at rejse dette minimumsbeløb i løbet af kampagnen, får investorerne det investerede beløb retur. Herved tilsikres det, at investoren ikke risikerer at investere i et projekt, som ikke formår at rejse tilstrækkeligt med kapital til at være levedygtigt.³⁰⁴

Foruden free-riding står investorerne desuden overfor udfordringer relateret til herding-adfærd. En undersøgelse af Vismara et al. (2017)³⁰⁵ fandt, at der eksisterede en positiv sammenhæng mellem antallet af tidlige investeringer og muligheden for at opnå det efterspurgte beløb for crowdfundingkampagner på Seedrs. De potentielle investorer anser derfor i høj grad tidligere investeringer som et værdifuldt signal når de skal træffe deres egen investeringsbeslutning.

Da investorerne i øvrigt har et incitament til at free-ride, er det en forudsætning for at investorerne kan drage nytte af wisdom of the crowds, at de tidligste investorer har investeret de nødvendige ressourcer i at foretage en tilstrækkeligt dybdegående undersøgelse af projektet. Samtidig er det dog fastslået i afsnit 3.2.1.2.2, at det typisk er venner og familie, som er de første investorer i projektet. Dette kan give potentielle investorer en forkert opfattelse af projektets kvalitet, hvorved herding-problematikken kan resultere i, at det ikke er projekterne af højest kvalitet som tilsvarende modtager flest investeringer, hvilket vil føre til at markedet befinder sig i en suboptimal ligevægt.

De negative konsekvenser som relaterer sig til problematikken vedrørende kollektive handlinger, kan grundlæggende reduceres ved enten (i) at de involverede parter danner en fælles selvorganisering, der muliggør et samarbejde mellem parterne, (ii) den offentlige adgang til

³⁰² Bagnoli & Lipman (1989)

³⁰³ Herefter: "AON-model"

³⁰⁴ Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014), s. 86

³⁰⁵ Vismara, Benaroyo & Carne (2017)

individuelle aktørers private ressourcer begrænses, eller (iii) gennem lovgivningsmæssige tiltag.³⁰⁶

I det følgende vil det blive undersøgt, hvorvidt det gennem en række lovgivningsmæssige tiltag vil være muligt at i højere grad at udnytte potentialet ved equity crowdfunding, mens de øvrige muligheder ikke vil blive behandlet nærmere.

5.2 Juridiske ændringsforslag

Det blev i den juridiske analyse fastslået, at der ikke eksisterer en decideret lovgivning for equity crowdfunding i Danmark, hvorfor en række forskellige love blev analyseret med henblik på at fastslå de juridiske udfordringer, som er forbundet med udbredelsen af equity crowdfunding. Analysen kom bl.a. frem til at forbuddet om at anpartsselskaber ikke må udbyde anparter til offentligheden, samt at de mange forskellige regler og den begrænsede mulighed for detailkunderne for at bestå hensigtsmæssighedstesten, er medvirkende faktorer til den manglende udbredelse af equity crowdfunding i Danmark. Det vil derfor i det nedenstående undersøges, hvorledes der kan opstilles en række retspolitiske tiltag, således at potentialet for equity crowdfunding i Danmark i højere grad kan udnyttes.

5.2.1 Mere attraktivt for "offentligheden"

En mulighed for at udbrede equity crowdfunding i Danmark er at lovgiver gør det mere attraktivt for investorerne at engagere sig, samt åbner op for muligheden for at flere virksomheder kan tilbyde kapitalandele til offentligheden. Det vil derfor i nedenstående afsnit undersøges, hvordan lovgiver kan indrette lovgivningen, således at det bliver mere attraktivt for investorerne og projekterne at engagere sig i equity crowdfunding.

5.2.1.1 Forbuddet mod anparter til offentligheden

Som det blev fastslået i afsnit 3.1.2 er det typisk iværksættervirksomheder og SMV'er i opstartsfasen, som benytter sig af equity crowdfunding. Disse virksomheder er typisk indrettet som værende anpartsselskaber, hvilket også er den mest udbredte selskabsform i Danmark, hvor ca. 70 pct. af danske virksomheder er registreret som værende et anpartsselskab.³⁰⁷ Det blev dog endvidere fastslået, at anpartsselskaber ikke må udbyde anparter til offentligheden, jf. SL § 1, stk. 3, hvorfor anpartsselskaber ikke kan udbyde sine kapitalandele gennem equity crowdfunding, da det ikke sker til en nærmere defineret gruppe.³⁰⁸

³⁰⁶ The Pennsylvania State University, "Solving Collective Action Problems"

³⁰⁷ Se hertil afsnit 4.1.1

³⁰⁸ Se hertil afsnit 4.1.2

Forbuddet mod anpartsselskabernes mulighed for at udbyde kapitalandele til offentligheden blev vedtaget ved den "nye" selskabslov i 2009, hvor det blev anbefalet at forbuddet burde præciseres i selskabsloven. Det fremgår af betænkningen, at præciseringen skete med hensyn til EU-rettens harmonisering, hvor det fremgår at det 2. selskabsdirektiv kun gælder for aktieselskaber.³⁰⁹ Det gælder endvidere, at anpartsselskaber i en europæisk selskabsretlig teori har været karakteriseret som et selskab med en lukket og kendt ejerkreds.³¹⁰

Der gælder dermed et fælles EU-retligt forbud mod at anparter kan udbydes til offentligheden, da anpartsselskaber er selskaber med en lukket og kendt ejerkreds. Dette bliver endvidere understøttet af den svenske selskabslov, hvor der tilsvarende gælder et forbud mod distribution af aktier i svenske anpartsselskaber (privat aktiebolag).³¹¹

Der gælder dermed, som udgangspunkt samme forbud for anpartsselskaber i Sverige, hvilket i første omgang bekræfter konklusionen i afsnit 4.5. Her blev det fastslået, at det danske forbud de facto ikke har betydning for udbredelsen af equity crowdfunding, da det som tidligere fastslået, er langt mere udbredt i Sverige end i Danmark, hvor der gælder samme forbud for anpartsselskaberne.

Det danske forbud kan dog alligevel have betydning for udbredelsen, da der i Sverige gælder en modifikation til forbuddet, som betyder at svenske anpartsselskaber kan udbyde andele til en kreds på op til 200 personer.³¹² Ordningen betyder, at et svensk anpartsselskab som udgangspunkt højst må henvende sig til 200 personer i forbindelse med et udbud af kapitalandele. Anpartsselskabet må dog gerne henvende sig til mere end 200 personer, hvis de tidligere har udvist interesse i et lignende produkt, hvilket en oprettelse af en profil på en crowdfundingplatform er en tilstrækkelig tilkendegivelse af.³¹³ Det betyder, at svenske anpartsselskaber, vil kunne udbyde højst 200 anparter på en crowdfunding platform, men til en kreds der er større end 200. Dette giver svenske anpartsselskaber mulighed for at udbyde anparter til en lukket kreds af investorer, og samtidig giver begrænsningen på højst 200 anparter mulighed for at værdien vil forhøjes grundet eksklusiviteten.

³⁰⁹ Betænkning nr. 1498 (2008), s. 180-181

³¹⁰ Bunch & Whitt (2018), s. 74

³¹¹ Aktiebolagslag (Sverige), § 6, stk. 2

³¹² Aktiebolagslag (Sverige), § 7

³¹³ Gräsrotsfinansiering (2018), s. 315-318

Den svenske modifikation må derfor formodes at have været medvirkende til udbredelsen af equity crowdfunding i Sverige. For det første fordi det giver de svenske virksomheder mulighed for at udbyde deres andele på en platform, og dermed blive introduceret til equity crowdfunding, hvilket ikke er muligt for danske anpartsselskaber. Derudover giver det de svenske anpartsselskaber en yderligere mulighed for at fremskaffe tilstrækkelig kapital til at der kan ske til en omdannelse af selskabsformen, således det bliver et aktieselskab (public aktiebolag), og dermed kan fortsætte med at udbyde kapitalandele til flere investorer på en crowdfundingplatform.

Det må derfor overvejes af lovgiver, om en mulig modifikation af forbuddet vil kunne medvirke til at equity crowdfunding bliver mere attraktivt i Danmark.

5.2.1.2 Involvering af investorerne

Som det blev fastslået i ovenstående afsnit, vil en ændring af selskabsloven, således at anpartsselskaber gives mulighed for at tilbyde andele til en begrænset kreds af ukendte investorer, kunne medvirke til udbredelsen af equity crowdfunding, da det dermed ville være muligt for projekterne at udbyde kapitalandele på en crowdfundingplatform. I forlængelse hertil vil lovgiver dog være nødsaget til at indrette en række regler, der øger investorernes incitament til at investere via equity crowdfunding, før det kan blive udbredt i Danmark.

Formålet med afhandlingen har ikke været at analysere equity crowdfunding ud fra et skatteretligt perspektiv men derimod at undersøge, hvilke nationale regler der er medvirkende til den manglende udbredelse af equity crowdfunding i Danmark. Det vil derfor være relevant kort at nævne, hvilke muligheder lovgiver har for at motivere de danske investorer til at engagere sig i crowdfunding, og dermed medvirke til udbredelsen af equity crowdfunding herhjemme.

For at equity crowdfunding kan udbredes i Danmark, som det er tilfældet i andre lande såsom Finland, Sverige og England, skal danskernes tankegang vedrørende investeringer for det første ændres. Den typiske holdning blandt danskerne er at man lader sin opsparing stå i banken eller investerer i fast ejendom frem for at investere i værdipapirer,³¹⁴ og hvis man investerer i værdipapirer, sker dette typisk først i en sen alder.³¹⁵ Der skal derfor ske nogle grundlæggende ændringerne i danskernes holdning til investeringer, hvorfor det i nedenstående afsnit vil

³¹⁴ Danske Invest, "*Danskerne kommer sent i gang med at investere*" (2019)

³¹⁵ Danskerne lader deres opsparing stå i banken i stedet for at investere pengene (2019)

undersøges, hvilke ændringer lovgiver kan implementere for at medvirke til større investeringsvillighed blandt danskerne.

DVCA (Danish Venture Capital and Private Equity Association) kom i 2017 med en række forslag, der kunne medvirke til øgede investeringer i danske iværksættere.³¹⁶ Heri nævnes det bl.a. at crowdfunding skal være attraktivt i Danmark, hvilket kun kan ske, hvis der skabes bedre rammevilkår.³¹⁷ Dette kan bl.a. ske gennem investorfradrag, som har medvirket til udbredelsen af equity crowdfunding i Finland, Sverige og England, som i flere år har haft ordninger der giver investorerne en række fradrag ved investeringer i bestemte iværksættervirksomheder.³¹⁸

Som det blev foreslået af DVCA, vedtog Danmark et investorfradrag i januar 2019.³¹⁹ Formålet med investorfradraget var at give fysiske personer mulighed for fradrag ved investeringer i iværksættervirksomheder og SMV'er og dermed styrke iværksætterkulturen i Danmark, samt give små og mellemstore unoterede virksomheder, der befinder sig i en opstarts- eller vækstfase, lettere adgang til risikovillig kapital.³²⁰

Ved indførelsen af investorfradragsordningen i Danmark er rammevilkårene for equity crowdfunding i Danmark på vej i den rigtige retning, da danske investorer gives et større incitament til at engagere sig equity crowdfunding, hvilket vil forventes at medvirke positivt til udbredelsen af markedet herhjemme. Derudover kan yderligere skatteretlige lempelser, herunder en lempelse af beskatningen for aktiegevinster eller frigivelse af pensionsmidler, medvirke til at investeringsvilligheden blandt danskerne bliver forhøjet, hvilket vil skabe bedre rammevilkår og dermed medvirke til udbredelsen af equity crowdfunding i Danmark. Disse forhold vil dog ikke blive behandlet nærmere i denne afhandling.

5.2.2 Investorbeskyttelse

Som det blev fastslået i 4.3.1 bliver danske crowdfundingplatforme karakteriseret som værende en fondsmægler, hvilket kræver tilladelse som værdipapirhandler af Finanstilsynet. Med rollen som værdipapirhandler følger, udover muligheden for at drive en crowdfundingplatform i Danmark, en række løbende krav, som platformen skal overholde. Dette omfatter bl.a. opfyldelse

³¹⁶ Vækstland 2025 (2017)

³¹⁷ Vækstland 2025 (2017), s. 24

³¹⁸ Keystones, *"Sådan fik 7 danske startups over 100 investorer på få uger"* (2020)

³¹⁹ Investorfradragsloven

³²⁰ Skriftlig fremsættelse af 14. november 2018 vedr. Lovforslag nr. L101 (2018)

af investorbeskyttelsesreglerne, som har til formål at beskytte investorerne, således at de kan investere på en oplyst og betryggende baggrund.

Investorbeskyttelsesreglerne bunder i et hensyn fra EU om at skabe de bedste forudsætninger for investorerne. Her er det specielt de særlige hensyn til detailkunderne som vægtes højt, og som giver de mest byrdefulde krav for platformen.³²¹ Investorbeskyttelsesreglerne medvirker dog til at den asymmetriske information mellem aktørerne bliver reduceret, hvorfor det i den juridiske analyse blev konkluderet at de danske regler, som er implementeret med baggrund i MiFID II og MiFIR, er egnet og hensigtsmæssige til at opfylde formålet, som hovedsageligt er at beskytte detailinvestorerne.³²²

I Danmark gælder investorbeskyttelsesreglerne for alle danske værdipapirhandlere, uagtet om investoren investerer store beløb eller blot mindre beløb, som det typisk er tilfældet ved equity crowdfunding. Samtidig gælder der forskellige grader af den beskyttelse, som skal ydes til de forskellige kunder. Som fastslået i afsnit 4.4, er den typiske crowdfunding kunde karakteriseret som en detailkunde, hvilket medfører de mest byrdefulde krav om beskyttelse af investoren for platformen. Samtidig kræves det at investoren består en hensigtsmæssighedstest, og som det tidligere er fastslået kan denne test være betydelig sværere at bestå i Danmark end fx i Finland eller England.

På trods af at det blev konkluderet at hensynet bag investorbeskyttelsesreglerne er legitime, kan den begrænsede udbredelse af equity crowdfunding i Danmark skyldes, at den danske lovgiver har fortolket MiFID II for vidtrækkende, hvorfor en lempelse af reglerne vil kunne medvirke til udbredelsen af equity crowdfunding i Danmark.

En lempelse af investorbeskyttelsesreglerne kunne eksempelvis ske ved at inddele investorerne i kategorier, hvor investorerne inddeles efter størrelsen af deres investeringer. Dermed kan man indrette lovgivningen således, at platformene ikke vil være pålagt at tilse de byrdefulde regler i investorbeskyttelsesbekendtgørelsen i de tilfælde, hvor de håndterer individuelle investeringer op til en størrelse på fx 15.000 kr. Dette ville medføre, at det mulige tab for investorerne ville blive begrænset til højst 15.000 kr., som er det gennemsnitlige beløb, der bliver investeret via crowdfundingplatforme.³²³ Der ville dermed ikke være behov for samme høje beskyttelsesniveau

³²¹ Se hertil afsnit 4.4

³²² Se hertil afsnit 4.5

³²³ Understanding Alternative Finance (2014), s. 52

som følger af investorbeskyttelsesbekendtgørelsen, da investorernes potentielle tab ville være begrænset til højst 15.000 kr.

En lignende ordning er indført i Finland, som i 2016 indførte en decideret crowdfundinglov³²⁴, som finder anvendelse på bl.a. equity crowdfunding. Af lovens § 10 fremgår det, at formidlere af crowdfunding skal indhente oplysninger om kunderne, hvis investeringen overskrider 2.000 euro. Dermed gælder de byrdefulde investorbeskyttelsesregler kun ved investeringer på over 2.000 euro, hvilket må antages at have bidraget positivt til udbredelsen af equity crowdfunding i Finland.³²⁵

Tilsvarende ordninger finder endvidere anvendelse i andre medlemsstater, hvor platformene ikke skal overholde de strenge investorbeskyttelsesregler i de tilfælde, hvor detailkundernes investeringer holder sig indenfor en bestemt grænse. Eksempelvis gælder der en grænse på 3.000 euro per investering, og højst 10.000 euro samlet om året i Spanien.³²⁶

Finland og de andre medlemsstater har anvendt art. 3 i MiFID II, som giver mulighed for at indrette nationale regler således, at direktivet, og dermed investorbeskyttelsesreglerne, ikke finder anvendelse på nationale forhold under bestemte forhold. Dette giver dermed Danmark mulighed for at indrette lignende regler, som kan medvirke til udbredelsen af equity crowdfunding.

Et andet argument for at den danske fortolkning af investorbeskyttelsen er for vidtrækkende, er at platformen også i fraværet af lovgivningsmæssige krav om investorbeskyttelse vil have et incitament til at undgå bedrageri og svindel på platformen, for dermed at kunne tiltrække så mange succesfulde kampagner som muligt. Platformen vil dermed indrette sig på en sådan måde, at investorerne er beskyttet mod svindel af projektejerer, hvilket skyldes at sådanne tilfælde vil medvirke til et dårligt omdømme for platformen, som vil være imod platformens egne økonomiske interesser. Det må dermed kunne forventes, at platformen fortsat vil vælge at indrette sig således, at investorerne tilsikres en tilstrækkelig grad af beskyttelse, selvom der ikke foreligger et egentligt krav om investorbeskyttelse.³²⁷

En anden mulighed, der kan medvirke til at equity crowdfunding bliver mere udbredt i Danmark, er en lempelse af hensigtsmæssighedstesten. Som det blev fastslået i afsnit 4.4.2.2, kan den

³²⁴ Lag om gräsrotsfinansiering (Finland)

³²⁵ Afsnit om crowdfundingens udbredelse

³²⁶ Crowdfunding in the EU Capital Markets Union (2016), s. 40

³²⁷ Se hertil afsnit 3.2.1.3.1

danske test bestå af op til 25 spørgsmål, hvor ca. 90 pct. dumper testen, hvorimod hensigtsmæssighedstesten kun består af hhv. 4 og 7 spørgsmål på platformene Invesdor og Seedrs.³²⁸ Det har ikke været muligt at finde eksempler på en dansk hensigtsmæssighedstest, hvorfor dette ikke vil blive behandlet yderligere.

5.2.3 Dansk crowdfundinglov

Den juridiske analyse, som bl.a. havde til formål at belyse den danske regulering for equity crowdfunding, viste, at der ikke findes dansk lovgivning, som direkte er målrettet equity crowdfunding.³²⁹ Dette betyder, at reguleringen af equity crowdfunding i Danmark skal findes i flere forskellige love, hvilket besværliggør muligheden for at aktørerne kan engagere sig i equity crowdfunding. Dette er særligt byrdefuldt for platformene, da den danske regulering medvirker til at platformene skal navigere i flere forskellige love, for at kunne være orienteret om de krav, der skal overholdes. Dette må antages at være medvirkende til den begrænsede udbredelse af equity crowdfunding i Danmark.³³⁰ Dette bliver endvidere understøttet af Erhvervs- og Vækstministeriets rapport om crowdfunding fra 2015, hvor den manglende udbredelse bl.a. bliver begrundet i usikkerheden til den danske regulering.³³¹

En mulig løsning, der kunne medvirke til udbredelsen af equity crowdfunding i Danmark, ville være at hente inspiration fra Finland og vedtage en samlet lov, der henvender sig til crowdfunding.³³² Den finske crowdfundinglov finder anvendelse på equity og lånebaseret crowdfunding, og loven indeholder bestemmelser om anskaffelsen, leveringen og den erhvervsmæssige formidling af crowdfunding.³³³

Med loven har de finske aktører således fået en samlet lov, der indeholder de væsentligste bestemmelser om bl.a. hvilke krav der skal opfyldes, hvis en platform ønsker at blive registreret som formidler af crowdfunding.³³⁴ En lignende lov i Danmark ville medvirke til at gøre reglerne for equity crowdfunding mere overskuelige at navigere i, hvilket må antages at gøre det mere enkelt for bl.a. platformene at skabe et overblik over hvilke krav der gælder, når man skal

³²⁸ Se hertil afsnit 4.4.2.2

³²⁹ Se hertil kapitel 4

³³⁰ Se hertil afsnit 4.3

³³¹ Crowdfunding I Danmark (2015), s. 4

³³² Lag om gräsrotsfinansiering (Finland)

³³³ Lag om gräsrotsfinansiering (Finland), § 1

³³⁴ Lag om gräsrotsfinansiering (Finland), kapitel 2

registrere sig som crowdfundingplatform. En samlet lovgivning ville dermed medvirke til udbredelsen af equity crowdfunding, hvilket også var formålet med den finske lov.³³⁵

En dansk crowdfundinglov ville, som det er tilfældet for den finske lov, kun finde anvendelse ved crowdfunding i Danmark, hvorfor investorreglerne kunne indrettes således, at de kun finder anvendelse indenfor bestemte grænser, som foreslået i afsnit 5.2.2. Dette ville give lovgiver en mulighed for at lempe på de nuværende investorbeskyttelsesregler, hvilket dog kan give en bekymring for om den asymmetriske information ville blive forstærket. Det er dog tidligere blevet argumenteret, at det er i platformens egen økonomiske interesse at mindske den asymmetriske information mellem parterne.³³⁶ Det må derfor antages at platformen vil vælge at indrette interne regler til at supplere en dansk crowdfundinglov, hvorfor investorerne fortsat vil være beskyttet mod svindel fra projektejeren.

5.2.4 EU-harmonisering

Der er i det ovenstående afsnit blevet kommenteret på vedtagelsen af en national lov, der fastsætter betingelserne for at formidle equity crowdfunding i Danmark. Dette ville medvirke til udbredelsen af equity crowdfunding, eftersom aktørerne let vil kunne bevare et samlet overblik over den relevante lovgivning, samtidig med at lovgivningen ville være direkte målrettet equity crowdfunding.

Det må dog antages, at en dansk crowdfundinglov ikke alene vil kunne medføre en udbredelse af equity crowdfunding i Danmark. Som tidligere fastslået eksisterer der ikke nogen danske platforme, og de danske projektere må derfor søge til udlandet for at skaffe risikovillig kapital.³³⁷ Endvidere er danskerne ikke den mest aktive nation, hvad angår privates investeringer i værdipapirer, hvilket bl.a. skyldes de strenge danske skatteregler for værdipapirer.^{338 339} Det må derfor formodes at det ville tage et stykke tid, før equity crowdfunding bliver udbredt i Danmark på samme måde, som tilfældet fx er i Finland og Sverige.

En mulig løsning på dette, ville dermed være at foretage en fælles EU-harmonisering for equity crowdfunding. Dette ville medvirke til at det potentielle marked for equity crowdfunding ville

³³⁵ Eurocrowd, *The Finnish Crowdfunding Act*

³³⁶ Se hertil afsnit 3.2.1.3

³³⁷ Økonomisk Ugebrev, *"Dansk Equity Crowdfunding på vej mod sultedød"* (2019)

³³⁸ Danske Invest, *"Danskerne kommer sent i gang med at investere"*, (2019)

³³⁹ De danske skatteregler vil dog ikke blive behandlet yderligere i afhandlingen.

udvide sig til at omfatte hele det indre marked, og dermed ikke kun begrænse sig til Danmark. Dette må formodes at give de danske projektere og platforme et større incitament til at engagere sig i crowdfunding, hvilket kan medvirke til at Danmark i højere grad udnytte potentialet ved equity crowdfunding.

Kommissionen fremlagde i 2018 et forslag til forordning om europæiske crowdfundingtjenesteudbydere for erhvervslivet.³⁴⁰ Forslaget er endnu ikke vedtaget endeligt, men blev godkendt af Parlamentet i slutningen af 2019, hvorfor det nu vil blive viderebehandlet i alle tre institutioner, forinden det til sidst skal godkendes af ECON³⁴¹ og Parlamentet.³⁴² I det nedenstående afsnit vil der derfor kommenteres på forslaget med henblik på forslagets potentiale til at fremme udbredelsen af equity crowdfunding på det indre marked.

Forslaget til den nye forordning giver platformudbyderen mulighed for at få en tilladelse fra Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA), som giver adgang til at operere i hele EU. Forordningen skal dermed medvirke til at skabe en europæisk kapitalmarkedsunion, ved at give iværksætterselskaber og SMV'er adgang til finansiering i deres opstartsfasen.³⁴³

Kommissionen har foreslået at vedtage en forordning som dermed, som udgangspunkt, vil bidrage til at skabe ensartede regler i hele EU, og aktørerne vil dermed ikke skulle orientere sig i 27 forskellige nationale regler, hvis de ønsker at udbyde deres platform i andre medlemsstater. Idet harmoniseringen sker ved en forordning, undgår man problematikken som blev fremhævet i afsnit 4.2.2.5, hvor det blev fastslået, at de forskellige prospektregler i EU kan udgøre en potentiel hindring for udbredelsen. Dette skyldes, at aktørerne skal holde sig orienteret om mange forskellige nationale grænser for, hvornår projektøren skal offentliggøre et prospekt. Det må antages, at projektere og platformene er mere afholdende med at søge udover nationale grænser, da det alt andet lige vil være forbundet med flere omkostninger at skulle holde sig opdateret om lovgivningen i flere lande, frem for blot i sit hjemland. Forordningen giver dermed platformudbyderne mulighed for at ansøge om en samlet EU-tilladelse, således de kan udøve virksomhed i overensstemmelse med de ensartede krav i hele Unionen. Dog vil EU-tilladelsen

³⁴⁰ Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets Forordning (2018)

³⁴¹ Committee on Economic and Monetary Affairs

³⁴² Europa-Parlamentet, *“EU rules to boost European crowdfunding platforms agreed”* (2019)

³⁴³ Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets Forordning (2018), præambel 2

være valgfri, hvorfor de nationale krav fortsat vil være gældende, såfremt en platformudbyder alene ønsker at udbyde på nationalt plan.³⁴⁴

Dette må dog forventes at kunne skabe udfordringer for udbredelsen af equity crowdfunding i hele EU, idet dette kan medføre at udbyderne ikke vil anvende den foreslåede EU-tilladelse men blot udvælge sig den medlemsstat, hvor kravene til at opnå tilladelse til at operere som crowdfundingplatform er mindst restriktive, og derefter vælge kun at udbyde på nationalt plan. Det anbefales derfor, at forordningen i stedet skal være gælde direkte for alle medlemsstater, og dermed træde i stedet for de nationale regler, hvilket ville medvirke til, at EU får et fælles crowdfundingmarked. Dermed undgår man risikoen for forum shopping³⁴⁵, hvor platformudbyderne udvælger de lempeligste nationale regler, og blot opererer på nationalt plan på disse markeder. I sin nuværende form vil den frivillige ordning kunne medvirke til en potentiel skævvridning af crowdfundingmarkedet, og dermed modvirke hensigten om at skabe en fælleseuropæisk kapitalmarkedsunion, som ellers er selve formålet med forordningen.

5.3 Forslag til retspolitiske ændringer

I det ovenstående er en række forslag af økonomisk og juridisk karakter blevet identificeret, som har til formål at reducere omfanget af den asymmetriske information mellem parterne, og samtidig medvirke til en øget udbredelse af equity crowdfunding i Danmark.

De økonomiske og juridiske forslag vil i det følgende blive behandlet og vurderet med henblik på at opstille en række retspolitiske tiltag, som kan være egnet til at gøre equity crowdfunding mere attraktivt og samtidigt tilsikre, at potentialet udnyttes optimalt.

5.3.1 Nationale ændringer

Som det tidligere er blevet fastslået eksisterer der ikke en samlet dansk lov, som regulerer forholdene ved crowdfunding. Danmark har valgt at regulere equity crowdfunding under de fælles EU-regler i MiFID II, hvilket ifølge dansk lovgiver er medvirkende til en stor ensartethed.³⁴⁶ Det er dog samtidigt blevet fastslået, at fraværet af en egentlig dansk crowdfundinglov kan tænkes at have været medvirkende til den manglende udbredelse af equity crowdfunding i Danmark. På denne baggrund blev det i afsnit 5.2.3 overvejet, om en decideret dansk

³⁴⁴ Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets Forordning (2018), præambel 14

³⁴⁵ Forum shopping omhandler overvejelser, som har til formål at finde de mest fordelagtige regler. Forum shopping anvendes typisk i forbindelse med lovvalg, hvor man "går på indkøb" efter den bedste domstol

³⁴⁶ Grund- og Nærhedsnotat (2018), s. 9

crowdfundinglov ville være egnet til at sikre iværksættervirksomheder og SMV'er i opstartsfasen en bedre adgang til at anvende equity crowdfunding, som en alternativ mulighed for at skaffe risikovillig kapital. En samling af den relevante regulering i en selvstændig lov ville medføre, at de danske regler for equity crowdfunding ville være mere målrettet crowdfunding samt lettere at navigere rundt i for aktørerne. Det blev dog endvidere fastslået, at en implementering af en dansk crowdfundinglov ikke uden yderligere tiltag vil kunne tilsikre, at potentialet ved equity crowdfunding udnyttes optimalt, da det danske marked ikke er stort nok, hvilket også er en del af hensigten med at vedtage en fælles EU-regulering.³⁴⁷ Afhandlingen vil derfor ikke stille forslag til en decideret dansk crowdfundinglov, da det vurderes at en fælles harmonisering af reglerne på EU-plan vil være mere egnet til at sikre, at markedet for equity crowdfunding kan udbredes og at potentialet kan udnyttes optimalt i Danmark og EU. Dermed vil der i det følgende afsnit alene blive gennemgået et forslag til en ændring af den danske selskabslov, hvorefter analysen vil gå videre med Kommissionens forslag til forordning for europæiske crowdfundingtjenesteudbydere³⁴⁸, hvortil det vil være muligt at foretage en udvidelse med en række af de juridiske og økonomiske forslag, der er opstillet tidligere i analysen.

5.3.1.1 Anparter til "offentligheden"

Som det blev fastslået i afsnit 4.1.2 har selskabsloven § 1, stk. 3 en indflydelse på equity crowdfunding's mulighed for at blive udbredt til den danske befolkning. Bestemmelsen giver et forbud for anpartsselskaber mod at udbyde kapitalandele til offentligheden, hvilket betyder at de fleste iværksættervirksomheder og SMV'er i opstartsfasen ikke kan benytte sig af equity crowdfunding til at rejse kapital, da disse typisk er dannet som et anpartsselskab.

Med henvisning til afsnit 5.2.1.1 anbefales det hermed at ændre selskabsloven, således at det vil være muligt for anpartsselskaber at udbyde anparter til dele af offentligheden. Med inspiration fra den svenske selskabslov³⁴⁹, anbefales den danske selskabslovs § 1, stk. 3 dermed ændret til at åbne op for dele af offentligheden. Dette vil medføre, at et anpartsselskab har mulighed for at tilbyde op til 200 kapitalandele til en personkreds på op til 200 personer, eller flere end 200 personer, hvis de tidligere har tilkendegivet interesse i lignende produkter, hvilket oprettelsen af en bruger på en crowdfundingplatform vil være en tilstrækkelig tilkendegivelse af.

³⁴⁷ Grund- og Nærhedsnotat (2018), s. 3

³⁴⁸ Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets Forordning (2018)

³⁴⁹ Aktiebolagslag (Sverige)

Ovenstående lovændring vil betyde, at danske iværksætterselskaber, som typisk er stiftet som et anpartsselskab, gives bedre mulighed for at anvende equity crowdfunding til at fremskaffe risikovillig kapital i opstartsfasen. Selvom anpartsselskaber fortsat ikke ville have mulighed for at tilbyde et ubegrænset antal af sine andele til offentligheden, vil lovændringen gøre det muligt at udbyde op til 200 kapitalandele på en crowdfundingplatform. Dette vil endvidere betyde til, at anpartsselskabet vil kunne anvende den rejste kapital til en eventuel omdannelse af virksomhedsformen til et aktieselskab, således at man efterfølgende vil have mulighed for at udbyde yderligere kapitalandele på crowdfundingplatformen. Det må derfor formodes, at en sådan lovændring, der giver anpartsselskaber mulighed for at tilbyde et begrænset antal andele på en crowdfundingplatform, vil medvirke til at iværksættervirksomheder, som ikke har mulighed for at fremskaffe anden finansiering, vil være mere tilbøjelige til at engagere sig i equity crowdfunding. Den foreslåede lovændring er dermed medvirkende til at skabe bedre rammevilkår for iværksættervirksomheder, hvilket også var blandt DVCA's anbefalinger.³⁵⁰

5.3.2 Fælles europæiske regler

Som det er fastlagt ovenfor vil det ikke være hensigtsmæssigt, at den danske lovgiver arbejder hen imod at vedtage en særegen dansk crowdfundinglovgivning. Derimod vil en harmonisering af de lovgivningsmæssige rettigheder og forpligtelser på EU-plan være mere egnet til at medvirke til udbredelsen af equity crowdfunding i Danmark og i EU.

Som beskrevet i afsnit 5.2.4 har Kommissionen tilbage i 2018 fremsat et forslag til en forordning om europæiske crowdfundingtjenesteudbydere, hvorved platformudbyderne gives mulighed for at ansøge om at få en samlet EU-tilladelse, således de kan udøve virksomhed i overensstemmelse med de ensartede krav i hele unionen. EU-tilladelsen vil dog som bekendt være en valgfri ordning, hvorfor de nationale krav fortsat vil være gældende, såfremt en platformudbyder alene ønsker at udbyde på nationalt plan.

Kommissionens forslag til en forordning der skal give platformudbyderen mulighed for at opnå en EU-tilladelse og derved kunne udbyde i hele Unionen indeholder en række gode initiativer, som særligt vil kunne medvirke til udbredelsen af equity crowdfunding i de medlemsstater, der på grund af sin relativt lille befolkning ikke giver adgang til et stort antal personer og hvorfor det

³⁵⁰ Se hertil afsnit 5.2.1.2

selvstændige, nationale crowdfundingmarked i disse medlemsstater ikke er attraktivt for platformudbyderen at operere på.

Kommissionens forslag kunne dog passende suppleres med en række yderligere tiltag, som vil kunne medvirke til at potentialet ved equity crowdfunding udnyttes mere optimalt.

For det første kunne kravene til at opnå EU-tilladelsen udvides med et krav om, at platformudbyderen, for at opnå EU-tilladelsen, skal tilbyde projektejerne muligheden for at tilvælge en garantiordning i form af en premium-udgave, som nærmere beskrevet i afsnit 5.1.1.2. Platformen påtager sig således en risiko ved at stille en garanti om at kompensere x pct. af investorernes tab, såfremt projektet, de har investeret i, går konkurs inden for en tidshorisont på eksempelvis 1 eller 3 år, men bliver kompenseret for dette af projektejeren, gennem højere gebyrbetalinger fra projektejeren. Dette vil medvirke til at mindske investorernes oplevede risiko ved at investere i projektet, og vil kompensere projektejeren for den højere gebyrbetaling idet investorerne vil være villige til at betale en højere pris for virksomhedens kapitalandele.

For det andet kunne forordningen indeholde en lempelse af investorbeskyttelsesreglerne i form af en undtagelse, som har til formål at inddele investorerne i forskellige kategorier afhængig af størrelsen på deres investeringer, hvilket er nærmere beskrevet i afsnit 5.2.2. Herved foretages en lempelse af investorbeskyttelsesreglerne, idet der vil gælde mindre restriktive krav til investorbeskyttelse for individuelle investeringer op til eksempelvis 2.000 euro, hvilket vil lette byrden for platformudbyderen, ved disse små transaktioner og samtidig give investorerne en lettere adgang til crowdfundingmarkedet. Hertil bemærkes det, at platformudbyderen også i fraværet af lovgivningsmæssige krav om investorbeskyttelse, vil have et incitament til at undgå eksempelvis bedrageri og svindel på platformen, idet dette vil være i platformens egne økonomiske interesser. Det vil derfor kunne forventes, at platformen også ved en lempelse af kravene til investorbeskyttelse for investeringer af relativt beskeden størrelse vil vælge at indrette sig således, at investorerne tilsikres en tilstrækkelig grad af beskyttelse.

For det tredje, kunne kravene til at opnå EU-tilladelsen udvides med et krav om, at platformudbydere forpligtes til at operere efter en All-or-Nothing-model, som nærmere beskrevet i afsnit 5.1.4. I fraværet af en mekanisme, som eksempelvis implementeringen af All-or-Nothing-modellen, vil free-riding-problematikken ifølge teorien i yderste konsekvens føre til, at ingen projekter finansieres, da investorerne vil være afventende med at investere i nye

projekter førend de kan observere de andre investorers investeringsbeslutning, og som de herefter kan free-ride på. Som eksempel på en sådan ordning, har man i USA som en del af The JOBS Act³⁵¹ indført en bestemmelse om at platformene skal tilsikre, at det rejste beløb kun udbetales til projektejer, såfremt det samlede beløb der rejses i løbet af crowdfundingkampagnen som minimum svarer til et mindstebeløb, ligesom investorerne skal have mulighed for at fortryde deres beslutning om at investere indenfor kampagnens udløb.³⁵² Ved at indføre et krav om denne model tilsikres det, at projektejer modtager det rejste beløb, såfremt en nærmere defineret minimumsgrænse opnås. Hvis projektejer ikke formår at rejse dette minimumsbeløb i løbet af kampagnen, får investorerne det investerede beløb retur. Dette tilsikrer, at investoren ikke risikerer at investere i et projekt, som ikke formår at rejse tilstrækkeligt med kapital til at være levedygtig. Herved mindskes investorernes incitament til at forholde sig afventende på markedet, da de er sikret en form for sikkerhedsnet i form af den minimumsgrænse for investeringer, der er fastsat for projektet. Dette vil endvidere følge samme princip, som kendes ved traditionel finansiering, hvor selskaber der ikke opnår det fastsatte mindstebeløb for kapitalforhøjelsen, skal tilbagebetale det indbetalte beløb hurtigst muligt, jf. SL § 164, stk. 1, 1. pkt.³⁵³

Det anbefales derfor at Kommissionen udvider forslaget til forordningen med ovenstående tiltag, som det må antages, vil medvirke til at den asymmetriske information mellem projektejer og investorerne mindskes, ligesom en sådan udvidelse vil kunne medvirke til at reducere de negative følger, som relaterer sig til free-riding-problematikken.

5.3.3 Interne retningslinjer

Udover de foreslåede nationale og europæiske lovændringer, vil det i det følgende kort blive belyst, hvilke tiltag platformen kan indføre, for at medvirke til at reducere den asymmetriske information mellem parterne, og dermed reducere risikoen for at der opstår markedsfejl.

Som beskrevet i afsnit 3.2.1.3 er platformens primære incitament til at engagere sig i equity crowdfunding, at opnå den størst mulige profit. Dette kan ske ved at platformen bliver anerkendt i markedet, som værende en troværdig platform med et stort antal succesfulde kampagner. For at platformen kan tilegne et positivt omdømme blandt investorerne og projektejerne er det

³⁵¹ The JOBS Act er en forkortelse for The Jumpstart Our Business Startup Act

³⁵² The JOBS Act, section 4A (7)

³⁵³ Kure (2008), s. 199-200

nødvendigt, at platformen er indrettet på en sådan måde, at der bliver taget hensyn til både investorerne og projektejerer, hvilket kan ske ved via forskellige interne tiltag på platformen.

Det anbefales derfor at platformen designes på en måde, der giver investorerne mulighed for at give feedback til projektejerne på baggrund af tidligere gennemførte kampagner på platformen. Som beskrevet i afsnit 5.1.2 vil dette medføre, at investorerne har mulighed for at bedømme projektejerne på baggrund af tidligere investeringer, og dermed kunne adskille højkvalitets og lavkvalitets-kampagner fra hinanden. Ved at platformudbyderen implementerer et feedback-system på platformen, medvirker platformudbyderen til at reducere den asymmetriske information mellem projektejerer og investoren, hvilket må antages at medvirke til at equity crowdfunding bliver mere attraktivt blandt investorerne, da de på baggrund af bedømmelserne kan danne sig et bedre billede af kvaliteten af de forskellige kampagner.

Samtidig med dette kan projektejerer dog også selv medvirke til at reducere graden af asymmetrisk information og derved forbedre sine chancer for at gennemføre en succesfuld crowdfundingkampagne. Som det er beskrevet i afsnit 5.1.1.1 er har afgivelsen af løbende opdateringer fra projektejerer generelt en positiv indvirkning på antallet af investeringer og det samlede beløb, som rejses i løbet af crowdfundingkampagnen. Idet projektejerer som regel vil have mulighed for frivilligt at offentliggøre yderligere oplysninger om projektejerens personlige forhold og tidligere bedrifter, samt løbende opdateringer om eksempelvis nylige tiltag i relation til forretningsudvikling – og dette endvidere er bevist at have en betydelig, positiv indvirkning på kampagnens mulighed for at opnå succes – anbefales det derfor, at projektejerer frivilligt vælger at benytte sig af muligheden for at orientere investorerne om sådanne forhold, i det omfang det er muligt, også selvom om dette ikke er et krav i henhold til lovgivningen eller platformens interne retningslinjer. På denne måde medvirker projektejerer til at reducere den asymmetriske information, hvilket vil øge investorernes villighed til at investere i projektet og derved forbedre projektejerens chancer for at kunne gennemføre en succesfuld kampagne.

5.4 Integreret konklusion

På baggrund af de ovenstående retspolitiske forslag kan det fastslås, at der findes en række forskellige tiltag, som kan medvirke til at gøre crowdfunding mere attraktivt for de involverede parter og samtidigt tilsikre, at potentialet ved equity crowdfunding udnyttes mere optimalt.

Først og fremmest anbefales en ændring af den danske selskabslovs § 1, stk. 3 således, at også anpartsselskaber gives mulighed for at udbyde sine anparter til offentligheden. Med inspiration fra den svenske selskabslov anbefales det, at der gives mulighed for at tilbyde op til 200 kapitalandele til en personkreds på op til 200 personer, eller flere end 200 personer, hvis disse tidligere har tilkendegivet interesse i lignende produkter, hvilket vil betyde at anpartsselskabet kan tilbyde en del af sine anparter på en crowdfundingplatform. Det anbefales dog ikke, at lovgiver arbejder hen imod implementeringen af en decideret national crowdfundinglov, da det vurderes, at en sådan national løsning ikke uden yderligere tiltag vil kunne tilsikre, at potentialet ved equity crowdfunding udnyttes optimalt, da det danske marked ikke er stort nok til dette.

Derimod anbefales en harmonisering af reguleringen på EU-plan, da et sådant tiltag vil være mere egnet til at opnå de ovenstående mål. Det vurderes at det nuværende forslag til forordning vil kunne bidrage positivt til udbredelsen af crowdfunding i Danmark og i EU, dog anbefales en række yderligere tilføjelser til forslaget, som det vurderes vil kunne medvirke til udbredelsen af equity crowdfunding.

Disse tilføjelser omfatter et krav om, at platformudbyderen, for at opnå EU-tilladelsen, skal tilbyde projekterne muligheden for at tilvælge en garantiordning i form af en premium-udgave på platformen. Desuden anbefales en undtagelse til investorbeskyttelsesreglerne, hvorefter omfanget af investorbeskyttelsesregler, som pålægges platformudbyderen at tilse, gøres afhængig af størrelsen på investorernes investeringer, således at investeringer op til maksimalt 2.000 euro ikke vil være omfattet af de byrdefulde investorbeskyttelsesregler i MiFID II. Endeligt anbefales en udvidelse af kravene til EU-tilladelsen, således at platformudbyderen pålægges at operere efter en All-or-Nothing-model, hvorved det ikke vil være muligt at operere efter en Keep-it-All-model.

Det vurderes at ovenstående retspolitiske tiltag vil være egnet til at gøre equity crowdfunding mere attraktivt og samtidig reducere den asymmetriske information, hvilket vil medvirke til at potentialet for equity crowdfunding vil kunne udnyttes mere optimalt i Danmark.

6 Konklusion

Afhandlingen havde til formål at undersøge baggrunden for, hvorfor equity crowdfunding endnu ikke er udbredt i Danmark, og hvad man kan gøre for i højere grad at udnytte potentialet. Dette blev gjort gennem en klarlægning af gældende dansk ret og en analyse af de økonomiske fordele og ulemper ved equity crowdfunding, samt de dertilhørende udfordringer, som den asymmetriske information mellem parterne giver anledning til.

Afhandlingen konkluderer, at det som udgangspunkt er muligt at anvende og formidle equity crowdfunding i Danmark inden for rammerne af den eksisterende lovgivning, hvilket også er i aktørernes økonomiske interesse. Det konkluderes dog endvidere, at det vil være nødvendigt at foretage en række retspolitiske tiltag, der kan medvirke til at reducere graden af asymmetrisk information, for derved at tilsikre, at risikoen for markedsfejl begrænses. Dette vil medvirke til, at potentialet ved equity crowdfunding vil kunne udnyttes mere optimalt.

Det blev fastslået, at der eksisterer en udfordring for iværksættervirksomheder og SMV'er i opstartsfasen med at skaffe risikovillig kapital. Virksomhedernes fortrukne finansieringskilde i opstartsfasen er lånefinansiering, men den begrænsede mulighed for sikkerhedsstilling og en stramning af kreditvilkår på baggrund af finanskrisen resulterer i, at der opstår et finansieringshul for disse virksomheder. Afhandlingen konkluderer desuden, at equity crowdfunding kan være en mulig løsning på finansieringshullet.

Afhandlingen identificerede en række væsentlige fordele af både økonomisk og ikke-økonomisk karakter, som equity crowdfunding bidrager med for projektejeren, investorerne og platformudbyderen. De mest betydningsfulde er virksomhedernes mulighed for at rejse risikovillig kapital, samt muligheden for økonomisk afkast og profit for investoren og platformen. Det blev dog konkluderet, at der tilsvarende eksisterer en række ulemper, som aktørerne må være opmærksomme på. Dette drejer sig eksempelvis om risikoen for offentlig udnyttelse og bedrageri, hvilket afhandlingen fastslog bl.a. skyldes den betydelige grad af asymmetrisk information, der eksisterer mellem projektejeren og de potentielle investorer.

Den asymmetriske information blev således fundet at være medvirkende til at markedet for equity crowdfunding ikke bliver udnyttet optimalt, og der dermed eksisterer en risiko for at der opstår markedsfejl. Dette skyldes, at investorerne typisk vil være mindre villige til at investere i crowdfundingprojekter samtidig med, at projektejeren vil have et incitament til at

egenoptimere, da det formodes at aktørerne handler rationelt. Dette blev sammen med investorernes tendens til free-riding og urationel herding-adfærd, konkluderet som værende en medvirkende årsag til at markedet fejler, og potentialet derved ikke udnyttes optimalt.

Afhandlingen bemærker, at der ikke eksisterer én samlet lov, der regulerer forholdende omkring equity crowdfunding i Danmark. Det konkluderes dog, at den nationale regulering ikke udgør en væsentlig hindring for udbredelsen af equity crowdfunding i Danmark, og det derfor som udgangspunkt er muligt at anvende og formidle equity crowdfunding inden for den eksisterende regulering.

En virksomhed, der ønsker at anvende equity crowdfunding, må etablere sig som et aktieselskab med en selskabskapital på minimum 400.000 kr., ligesom en række formelle selskabsretlige regler i øvrigt skal iagttages. Equity crowdfunding kan således som udgangspunkt ikke benyttes af anpartsselskaber, som ellers er den typiske selskabsform for iværksætterselskaber og SMV'er i opstartsfasen. Selskabsloven giver dog anpartsselskaber mulighed for at omdanne sig til et aktieselskab, ved blot at indbetale 25 pct. af den forlangte selskabskapital på 400.000 kr., ligesom det som udgangspunkt er muligt at crowdfunde sig til den påkrævede minimumskapital. Det konkluderes dermed, at det selskabsretlige krav om at projektejerer skal være et aktieselskab de facto ikke udgør en hindring for udbredelsen af equity crowdfunding i Danmark.

I forbindelse med implementeringen af den nye prospektforordning i 2017 valgte Danmark at udnytte forordningens undtagelsesmulighed for prospektpligt fuldt ud, således at der først indtræder en prospektpligt ved offentlige udbud til en værdi af mere end 8 mio. euro, hvorfor det blev konkluderet, at de danske prospektregler i KML ikke er relevante i relation til equity crowdfunding, da udbuddet sjældent vil have en værdi på over 8 mio. euro.

Det følger af FIL at en udbyder af en platform for equity crowdfunding, er at betragte som en værdipapirhandler, der skal have tilladelse som fondsmæglerselskab af Finanstilsynet. Disse selskaber er underlagt op til fire forskellige kapitalkrav, som dog blev konkluderet ikke at være en hindring for oprettelsen af en dansk platform for equity crowdfunding, da crowdfundingplatformen typisk ikke opererer på et reguleret marked. Platformen skal udover en række organisatoriske krav overholde en række regler om investorbeskyttelse, som hovedsageligt har til formål at beskytte detailinvestoren, som også er den typiske investor i en crowdfundingkampagne.

Afhandlingen konkluderede, at selvom overholdelsen af disse kan være byrdefulde for platformen, vurderes det dog at bekendtgørelsen er egnet til at beskytte investoren, og samtidig ikke i sig selv begrænser platformen fra at etablere sig på det danske marked. Det bliver dog argumenteret for, at investorbeskyttelsesreglerne er for vidtgående i forhold til andre europæiske lande, hvor særligt den danske hensigtsmæssighedstest blev anset for værende ganske omfattende sammenlignet med eksempelvis den finske og engelske udgave.

Endeligt konkluderer afhandlingen på baggrund af den økonomiske og juridiske analyse at det vil være muligt at implementere en række retspolitiske tiltag, som kan medvirke til at tilsikre at potentialet ved equity crowdfunding udnyttes optimalt.

Der foreslås en ændring af SL § 1, stk. 3 således, at også anpartsselskaber gives mulighed for at udbyde sine anparter til offentligheden, hvilket vil kunne medvirke til at gøre equity crowdfunding mere attraktivt for virksomhederne. Foruden denne tilpasning af selskabslovgivningen anbefales det dog ikke, at der arbejdes hen imod implementeringen af en decideret dansk crowdfundinglov, da det danske marked ikke er stort nok til at en sådan national løsning uden yderligere tiltag vil kunne tilsikre, at potentialet ved equity crowdfunding udnyttes optimalt. Det anbefales derimod, at der sker en EU-harmonisering på området, da et sådant tiltag vil være mere egnet til at opnå de ovenstående mål. Kommissionens forslag til en forordning er et skridt den rigtige vej. Dog anbefales en række tilføjelser, eksempelvis i form af en garantiordning samt en grænse for investorbeskyttelsesreglernes anvendelse, hvilket vil kunne medvirke til at gøre equity crowdfunding mere attraktivt og samtidig reducere den asymmetriske information. Dette konkluderes at ville medvirke til, at potentialet for equity crowdfunding vil kunne udnyttes mere optimalt i Danmark.

7 Litteraturliste

Bøger

Andersen, Clausen & Hansen (2019)

Andersen, Paul Krüger & Clausen, Nis Jul & Hansen, Jesper Lau (2019), *Børsretten*. Jurist- og Økonomiforbundets Forlag, 6. udgave.

Baird, Gertner & Picker (1998)

Baird, Douglas G., Gertner, Robert H. & Picker, Randal C. (1998), *Game Theory and the Law*. Harvard University Press.

Brüntje og Gajda (2015)

Brüntje, Dennis & Gajda, Oliver (2015), *Crowdfunding in Europe: State of the Art in Theory and Practice*. Springer, 1. udgave.

Bunch & Whitt (2018)

Bunch, Lars & Whitt, Søren C. (2018), *Selskabsloven – med Kommentarer*. Karnov Group, 3. udgave.

Eide & Stavang (2008)

Eide, Erling & Stavang, Endre (2008) *Rettsøkonomi*. Cappelen Akademisk Forlag, 5. oplag.

Hansen & Krenchel (2019)

Hansen, Søren Friis & Krenchel, Jens Valdemar (2019), *Dansk Selskabsret 2 – Kapitalselskaber*. Karnov Group, 5. udgave.

Knudsen (1994)

Knudsen, Christian (1994) *Økonomisk metodologi Bind 1: Videnskabsteori & Forklaringstyper*. Jurist- og Økonomiforbundets Forlag, 2. udgave, 5. oplag.

Kure (2008)

Kure, Henrik (2018), *Finansieringsret*. Karnov Group, 2. udgave.

Moalem, Moalem, Schaumburg-Müller & Werlauff (2018)

Moalem, Dan & Moalem, David & Schaumburg-Müller, Peer & Werlauff, Erik (2018), *Kapitalmarkedsloven med kommentarer*. Gjellerup/Gads Forlag, 1. udgave.

Schaumburg-Müller & Werlauff (2019)

Schaumburg-Müller, Peer & Werlauff, Erik (2019), *Børs- og Kapitalmarkedsret*. Jurist- og Økonomiforbundets Forlag, 6. udgave.

Surowiecki (2005)

Surowiecki, James (2005), *The Wisdom of Crowds*. Knopf Doubleday Publishing Group.

Tvarnø & Denta (2015)

Tvarnø, Christina D. & Denta, Sarah M. (2015), *Få styr på metoden. Introduktion til juridisk metode og samfundsvidenskabelig projektmetode*. Ex Tuto, 1. udgave.

Tvarnø og Nielsen (2017)

Tvarnø, Christina D. & Nielsen, Ruth (2017), *Retskilder og Retsteorier*. Jurist- og Økonomiforbundets Forlag, 5. udgave.

Love, bekendtgørelser, forarbejder mv.

Bekendtgørelse om de organisatoriske krav til værdipapirhandlere

Bekendtgørelse 2017-06-26 nr. 921 om de organisatoriske krav til værdipapirhandlere (Gældende).

Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel

Bekendtgørelse 2018-12-17 nr. 1580 om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel (Gældende).

Betænkning nr. 1498 (2008)

Modernisering af selskabsretten, Betænkning 1498, Økonomi- og Erhvervsministeriet, 2008.

Forslag til lov om kapitalmarkeder

Lovforslag L 155, Forslag til Lov om Kapitalmarkeder, vedtaget den 30. maj 2017.

Grund- og Nærhedsnotat (2018)

Kommissionens forslag til forordning for europæiske udbydere af crowdfunding, KOM (2018)113 samt KOM (2018)99, Grund- og Nærhedsnotat til Folketingets Europaudvalg, Erhvervsministeriet, 2018.

Investorfradragsloven

Lovbekendtgørelse 2018-12-27 nr. 1707 – Investorfradragsloven (Gældende).

Kapitalmarkedsloven

Lovbekendtgørelse 2020-04-02 nr. 377 om kapitalmarkeder (Gældende).

Lov nr. 1549 af 13-12-2016

Lov om ændring af lov om finansiell virksomhed, lov om investeringsforeninger m.v., lov om værdipapirhandel m.v. og forskellige andre love (Historisk).

Lov om Finansiell virksomhed

Lovbekendtgørelse 2019-09-06 nr. 937 om finansiell virksomhed (Gældende).

Lov om værdipapirhandel

Lov om værdipapirhandel m.v., jf. lovbekendtgørelse nr. 1229 af 7. september 2016, med de ændringer, der følger af § 1, nr. 1, i lov nr. 632 af 8. juni 2016 og § 3 i lov nr. 1549 af 13. december 2016 (Historisk).

Selskabsloven

Lovbekendtgørelse 2019-07-23 nr. 763 om aktie- og anpartsselskaber (Gældende).

Skriftlig fremsættelse af 14. november 2018 vedr. Lovforslag nr. L101 (2018)

Skriftlig fremsættelse af 14. november 2018 vedr. Lovforslag nr. L101, Forslag til lov om Investorfradrag, Karsten Lauritzen, 2018.

Vejledning om investorbeskyttelse

Vejledning nr. 55 af 18 juni 2011 til bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel.

Værdipapirhandelsloven

Lovbekendtgørelse 2017-03-21 nr. 251 - lov om værdipapirhandel (Historisk).

Udenlandske love

Aktiebolagslag (Sverige)

Aktiebolagslag (2005:551), Justitiedepartementet.

Gräsrotsfinansiering (2018)

Gräsrotsfinansiering, Betänkande av Utredningen om gräsrotsfinansiering, Statens Offentliga Utredningar, 2018.

Lag om gräsrotsfinansiering (Finland)

Lag om gräsrotsfinansiering, 734/2016.

The JOBS Act

The Jumpstart Our Business Startups Act, Public Law 112-106 – APR. 5, 2012.

Domme og afgørelser

Finanstilsynets påtale af 8. juli 2009

Finanstilsynets påtale over for Hedgeforeningen Jyske Invest af 8. juli 2009.

Sag C-6/64 - Costa mod ENEL

Costa Enel, sag C-6/64, Flaminio Costa mod Ente Nazionale Energia Elettrica, impresa gia della Edison Volta, Domstolens dom af 15. juli 1964.

EU-retskilder og dokumenter mv.

CRD IV (Direktiv 2013/36/EU)

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2013/36/EU af 26. juni 2013 om adgang til at udøve virksomhed som kreditinstitut og om tilsyn med kreditinstitutter og investeringsselskaber.

Crowdfunding in the EU – Exploring the added value of potential EU action (2013)

Crowdfunding in the EU – Exploring the added value of potential EU action, Consultation Document, European Commission, 2013.

CRR (Forordning (EU) No. 575/2013)

Europa-Parlamentets og Rådets forordning nr. 575/2013 af 26. juni 2013 om tilsynsmæssige krav til kreditinstitutter og investeringsselskaber.

EP/Rdir 2003/71

Europa-Parlamentets og Rådet direktiv 2003/71/EF af 4. november 2003 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, og om ændring af direktiv 2001/34/EF (Prospektdirektivet).

EP/Rdir 2004/39

Europa-Parlamentets og Rådet direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF, og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF (MiFID I).

EP/Rdir 2014/65

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 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 (MiFID II).

EP/R forordning 2014/600

Europa-Parlamentets og Rådet forordning (EU) Nr. 600/2014 af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 (MiFIR).

EP/R forordning 2017/1129

Europa-Parlamentets og Rådet 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 (Prospektforordningen).

ESMA (2020)

National threshold below which the obligation to publish a prospectus does not reply, European Securities and Markets Authority (ESMA), 2020.

Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets Forordning (2015)

Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel”, Bruxelles den 30. november 2015, 2015/0268 (COD).

Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets Forordning (2017)

Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets Forordning om tilsynsmæssige krav til investeringsselskaber og om ændring af forordning (EU) nr. 575/2013, (EU) nr. 600/2014 og (EU) nr. 1093/2010, Bruxelles den 20. december 2017, 2017/0359 (COD).

Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets Forordning (2018)

Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets Forordning om Europæiske crowdfundingtjenesteudbydere for erhvervslivet, Europa-Kommissionen, 2018.

Gabison (2015)

Gabison, Gary (2015), Understanding Crowdfunding and its Regulations – How can Crowdfunding help ICT Innovation?, Joint Research Centre Institute for Prospective Technological Studie, European Commission.

Kort om crowdfunding (2015)

Kort om crowdfunding – En guide til små og mellemstore virksomheder, Europa-Kommissionen, 2015.

Udnyttelse af potentialet ved crowdfunding i Den Europæiske Union (2014)

”Udnyttelse af potentialet ved crowdfunding i Den Europæiske Union”, Meddelelse fra Kommissionen til Europa-Parlamentet, Rådet, Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg og Regionsudvalg, Marts 2014.

Artikler**Agrawal, Catalini & Goldfarb (2011)**

Agrawal, A & Catalini, C & Goldfarb, A (2011), *The Geography of Crowdfunding*. NBER Working Paper No. 16820.

Agrawal, Catalini & Goldfarb (2014)

Agrawal, A & Catalini, C & Goldfarb, A (2014), *Some simple economics of Crowdfunding*. University of Chicago Press, Innovation Policy and the Economy, Volume 14, p. 63-97.

Ahlers, Cumming, Günther & Schweizer (2015)

Ahlers, G. K. C. & Cumming, D. & Günther, C., & Schweizer, D. (2015), *Signaling in Equity Crowdfunding*. Entrepreneurship Theory and Practice, 39(4), 955–980.

Akerlof (1970)

Akerlof, G.A. (1970), *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3, pp. 488-500, The MIT Press.

Bagnoli & Lipman (1989)

Bagnoli, M. & Lipman, B. L. (1989), *Provision of Public Goods: Fully Implementing the Core through Private Contributions*. The Review of Economic Studies, Vol. 56, No. 4, pp. 583-601, Oxford University Press.

Block, Hornuf & Moritz (2017)

Block, J. & Hornuf, L. & Moritz, A. (2017), *Which Updates During an Equity Crowdfunding Campaign Increase Crowd Participation?*. Small Business Economics.

Che, Katayama, Lee & Shi (2019)

Che, X. & Katayama, H. & Lee, P. & Shi, N. (2019), *Warranty, Seller Reputation, and Buyer Experience*. The Journal of Industrial Economics.

De Buysere, Gajda, Kleverlaan, Marom (2012)

De Buysere, K. & Gajda, O. & Kleverlaan, R. & Marom, D. (2012), *A Framework for European Crowdfunding*. 1st ed. European Crowdfunding Network (ECN).

Dellarocas (2005)

Dellarocas, C. (2005), *Reputation Mechanisms*. R. H. Smith School of Business, University of Maryland.

Furnari (2016)

Furnari, S. L. (2016), *Equity-Based Crowdfunding: The Issuer's Perspective*. University of Rome Tor Vergata.

Jin & Kato (2006)

Jin, G. & Kato, A. (2006), *Price, Quality, and Reputation: Evidence from an Online Field Experiment*. The RAND Journal of Economics, Vol. 37, No. 4, pp. 983-1004.

Kahneman & Tversky (1979)

Kahneman, D. & Tversky, A. (1979), *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*. The Econometric Society, Econometrica, Vol. 47, No. 2, pp. 263-291.

Roed Nielsen (2019)

Nielsen, K. R. (2019), *Crowdfunding i Danmark - Fra niche til mainstream finansiering*. Økonomi og Politik, Vol. 92, No. 4, 2019, p. 80-99.

Schwienbacher & Larralde (2010)

Schwienbacher, A. & Larralde, B. (2010), *Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures*. Handbook of Entrepreneurial Finance, Oxford University Press, Forthcoming.

Valanciene & Jegeleviciute (2013)

Valanciene, L. & Jegeleviciute, S. (2013), *Valuation of Crowdfunding: Benefits and Drawbacks*. Economics and Management, vol. 18, No 1.

Vismara, Benarolio & Carne (2017)

Vismara, S., Benarolio, D. & Carne, F. (2017), *Gender in Entrepreneurial Finance: Matching Investors and Entrepreneurs in Equity Crowdfunding*. Gender and Entrepreneurial Activity (s. 271-288), ed. Link, A. Edward Elgar Publishing.

Rapporter og undersøgelser**Beauhurst, The UK crowdfunding landscape in 2019 so far (2019)**

<https://about.beauhurst.com/blog/uk-crowd-funding-landscape-2019/>. Tilgået 15/04–2020.

Business angel survey (2017)

Business angel survey 2017, Vækstfonden, Keystones & Danish Business Angels, November 2017.

Crowdfunding i Danmark (2015)

Crowdfunding i Danmark, Erhvervs- og Vækstministeriet, 2015.

Det danske crowdfunding marked anno 2018 (2018)

Det danske crowdfunding marked anno 2018, Vækstfonden og Dansk Crowdfunding Forening, 2018.

Finans Danmark

Danskerne lader deres opsparing stå i banken i stedet for at investere pengene, Finans Danmark, 2019. <http://finansdanmark.dk/media/38650/danskerne-lader-deres-opsparing-staa-i-banken-i-stedet-for-at-investere-pengene.pdf>. Tilgået 27/04–2020.

Finansiering hos SMV'er (2019)

Finansiering hos SMV'er – Adgangen til finansieringen og betydning en af den aktuelle finansieringssituation, FSR Survey, 2019.

<https://www.fsr.dk/Nyheder%20og%20presse/Analyser/FSR-survey>. Tilgået 11/04–2020.

Finanstilsynets præsentation "Den nye prospektforordning"

Finanstilsynets præsentation af den nye prospektforordning.

<https://www.finanstilsynet.dk/~media/Tilsyn/Prospekter/Nye-prospektforordning-offentlig-pdf.pdf?la=da>. Tilgået 13/05–2020.

Iværksættere går glip af muligheder for investeringscrowdfunding (2019)

Iværksættere går glip af muligheder for investeringscrowdfunding, Dansk Erhverv, 2019.

Iværksætterundersøgelsen (2017)

Iværksætterundersøgelsen – Undersøgelse om iværksættervilkår i Danmark, Dansk Crowdfunding Forening, 2018.

Opinion – Investment-based crowdfunding (2014)

Opinion – Investment-based crowdfunding, European Securities and Markets Authority (ESMA), 2014.

PWC (2019)

Prospektforordningen – Nye regler for prospekter, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked, PricewaterhouseCoopers Statsautoriseret Revisionspartnerselskab (PWC), 2019.

Understanding Alternative Finance (2014)

Understanding Alternative Finance – The UK Alternative Finance Industry Report 2014, Baeck, P. & Collins, L. & Zhang, B., Nesta & University of Cambridge, 2014.

Små og mellemstore virksomheders adgang til finansiering (2018)

Små og mellemstore virksomheders adgang til finansiering 2018, NYT fra Danmarks Statistik, nr. 399, 2019.

Status på venturemarkedet i Danmark 2018 (2019)

Status på venturemarkedet i Danmark 2018, Vækstfonden, 2019. <https://vf.dk/media/1967/status-paa-venturemarkedet-i-danmark-2019.pdf>. Tilgået 28/03–2020.

Venturekapital i Danmark (2017)

Venturekapital i Danmark – Hvor går jeg hen?, Danish Venture Capital and Private Equity Association (DVCA), 2017.

Vækstland 2025 (2017)

Vækstland 2025 – 12 forslag til at øge ventureinvesteringerne i danske vækstiværksættere, DVCA's ventureudvalg, Danish Venture Capital and Private Equity Association, 2017.

Hjemmesider

Crowdcube, What is overfunding

<https://help.crowdcube.com/hc/en-us/articles/206709910-What-is-overfunding>. Tilgået 18/04–2020.

Crowdfund Insider, "Seedrs Secondary Market is Now Open to All Investors" (2018)

<https://www.crowdfundinsider.com/2018/02/127980-seedrs-secondary-market-now-open-investors/>. Tilgået 10/02–20.

Danske Invest, "Danskerne kommer sent i gang med at investere", (2019)

<https://www.danskeinvest.dk/articles/danskerne-kommer-sent-i-gang-med-at-investere>. Tilgået 27/04–2020.

Drop Studio, Crowdfunding Valuation – How Do You Value a Company?

<https://drop.studio/article/crowdfunding-valuation>. Tilgået 18/04–2020.

EBA, "EBA issues Opinion on the design of a new prudential framework for investment firms" (2017)

<https://eba.europa.eu/eba-issues-opinion-on-the-design-of-a-new-prudential-framework-for-investment-firms>. Tilgået 27/03–2020.

eBay, FAQ: Seller ratings

<https://www.ebay.com/help/buying/resolving-issues-sellers/seller-ratings?id=4023>. Tilgået 30/04–2020.

Eurocrowd, The Finnish Crowdfunding Act

<https://eurocrowd.org/2016/12/23/the-finnish-crowdfunding-act/>. Tilgået 07/05–2020.

Europa-Parlamentet, "EU rules to boost European crowdfunding platforms agreed" (2019)

<https://www.europarl.europa.eu/news/da/press-room/20191218IPR69306/eu-rules-to-boost-european-crowdfunding-platforms-agreed>. Tilgået 03/05–2020.

Enventys Partners, "The history of crowdfunding" (2018)

<https://enventyspartners.com/blog/the-history-of-crowdfunding/>. Tilgået 02/02–2020.

Eurostat, Business demography statistics (2020)

https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Business_demography_statistics.

Tilgået 18/04–2020.

Financial Times, "Crowdfunding in search of the next Apple or Facebook" (2019)

<https://www.ft.com/content/f8942cae-35e0-11e9-bd3a-8b2a211d90d5>. Tilgået 17/04–2020.

Finanstilsynet, "Orientering om crowdfunding" (2018)

<https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Information-om-udvalgte-tilsynsomraader/Fintech/Crowdfunding>. Tilgået 10/02–2020.

Forbes, "\$2B Facebook Acquisition Raises Question: Is Equity Crowdfunding Better?" (2014)

<https://www.forbes.com/sites/chancebarnett/2014/05/01/2-billion-facebook-acquisition-raises-question-is-equity-crowdfunding-better/#35901c6e11e4>. Tilgået 11/05–2020.

Funderbeam, Fee schedule

<https://www.funderbeam.com/fee-schedule>. Tilgået 16/04–2020.

Funderbeam, What are the costs to use funderbeam?

<https://www.funderbeam.com/help/what-are-the-costs-to-use-funderbeam/>. Tilgået 16/04–2020.

Information, "Aktie-crowdfunding kan blive det nye årtusindes andelsbevægelse" (2014)

<https://www.information.dk/indland/2014/02/aktie-crowdfunding-kan-nye-aartusindes-andelsbevaegelse>. Tilgået 09/05–20.

Investopedia, "Market failure"

<https://www.investopedia.com/terms/m/marketfailure.asp>. Tilgået 17/04–2020.

Investopedia, "Wisdom of crowds"

<https://www.investopedia.com/terms/w/wisdom-crowds.asp>. Tilgået 17/04–2020.

Keystones, Sådan fik 7 danske startups over 100 investorer på få uger (2020).

<https://keystones.dk/saadan-fik-7-danske-startups-over-100-investorer-paa-faa-uger/>. Tilgået 05/05–2020.

Kickstarter, Oculus Rift-kampagne

<https://www.kickstarter.com/projects/1523379957/oculus-rift-step-into-the-game/description>.

Tilgået 17/04–2020.

Kommissionen, "Crowdfunding explained"

https://ec.europa.eu/growth/tools-databases/crowdfunding-guide/what-is/explained_en. Tilgået 08/02–2020.

Kommissionen, "Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area" (2018)
https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/ecb.safe201811.en.html#toc7. Tilgået 11/04–2020.

Kromann Reumert, "Kapitalkrav for fondsmæglerselskaber lempes", (2016)
<https://www.kromannreumert.com/Nyheder/2016/12/Kapitalkrav-for-fondsmæglerselskaber-lempes>. Tilgået 10/02–2020.

Seedrs, Due Diligence – The Seedrs Standard
<https://www.seedrs.com/learn/blog/due-diligence-the-seedrs-standard>. Tilgået 03/05–2020.

Seedrs, FAQ: Can investors lose more than they invested?
<https://www.seedrs.com/learn/help/can-investors-lose-more-than-they-invested>. Tilgået 14/04–2020.

Seedrs, FAQ: Does the Secondary Market reduce the risks associated with investing?
<https://www.seedrs.com/learn/help/secondary-market-reduce-risks>. Tilgået 18/04–2020.

Seedrs, FAQ: How can I contact a company I am considering investing in?
<https://www.seedrs.com/learn/help/how-can-i-contact-a-company-i%C2%92m-considering-investing-in>. Tilgået 18/04–2020.

Seedrs, LuggageHero-kampagne
<https://www.seedrs.com/luggagehero>. Tilgået 09/05–2020.

Seedrs, Risk warnings
<https://www.seedrs.com/pages/risk-warnings>. Tilgået 14/04–2020.

Seedrs, "Seedrs Secondary Market: Latest Update" (2019)
<https://www.seedrs.com/learn/blog/seedrs-secondary-market-latest-update>. Tilgået 18/04–2020.

Seedrs, What happens when a campaign reaches its target?
<https://www.seedrs.com/learn/help/what-happens-when-a-campaign-reaches-its-target>. Tilgået 18/04–2020.

Seedrs, "What is the Seedrs Secondary Market?" (2018)
<https://www.seedrs.com/learn/blog/investing/what-is-the-seedrs-secondary-market>. Tilgået 18/04–2020.

The Guardian, "Facebook closes its \$2bn Oculus Rift acquisition. Whats next?" (2014)
<https://www.theguardian.com/technology/2014/jul/22/facebook-oculus-rift-acquisition-virtual-reality>. Tilgået 17/04–2020.

The Pennsylvania State University, "Solving Collective Action Problems"
<https://www.e-education.psu.edu/geog30/node/344>. Tilgået 02/05–2020.

Vækstfonden, "Finansiering"
<https://vf.dk/finansiering/>. Tilgået 13/04–2020.

Vækstfonden, "Find en investor"
<https://vf.dk/find-en-investor/>. Tilgået 13/04–2020.

Økonomisk Ugebrev, "Dansk Equity Crowdfunding på vej mod sultedød" (2019)

<https://ugebrev-dk.esc-web.lib.cbs.dk:8443/finans/dansk-equity-crowdfunding-paa-vej-mod-sultedoed/>. Tilgået 30/04-2020.