



## **HØRINGSNOTAT VEDR. FORSLAG TIL ÆNDRING AF LOV OM SELSKABSLOVEN (OFFENTLIGT UDBUD AF ANPARTER OG NEDSÆTTELSE AF MINIMUMSKRAV TIL ANPARTSSELSKABERS SELSKABSKAPITAL)**

6. november 2024

### **1. Indledning**

Lovforslaget har til formål at gennemføre lovinitiativer i aftale om Iværksætterpakken, der blev indgået den 21. juni 2024 mellem regeringen (Socialdemokratiet, Venstre og Moderaterne) og Danmarksdemokraterne, Liberal Alliance, Det Konservative Folkeparti, Radikale Venstre og Dansk Folkeparti. Forslaget har til formål at gøre det lettere for iværksættere at skaffe kapital til deres virksomhed ved at muliggøre såkaldt equity crowdfunding i anpartsselskaber og at sænke adgangsbarriererne for iværksættere, der ønsker at drive virksomhed i et selskab med begrænset hæftelse, ved at sænke kapitalkravet i anpartsselskaber fra 40.000 kr. til 20.000 kr.

Forslaget har været sendt i høring den 23. august 2024 med høringsfrist den 4. oktober 2024 til i alt 89 myndigheder, organisationer, foreninger, m.v.

Der er modtaget 11 høringssvar med konkrete bemærkninger til udkastet til lovforslag. Der er modtaget høringssvar fra Dansk Crowdfunding Forening, Dansk Erhverv (herefter DE), Dansk Fintech Alliance (herefter DAFINA), Dansk Industri (herefter DI), Danske Advokater, De Samvirkende Købmænd (herefter DSK), Fagbevægelsens Hovedorganisation (herefter FH), Finans Danmark, FSR – Danske Revisorer (herefter FSR), Københavns Universitet v/ Professor Jesper Lau Hansen (herefter KU) og Aalborg Universitet – Forskergruppen CLEAR (herefter AAU).

Aktive Ejere, Centralorganisationernes Fællesudvalg – CFU, Dansk Arbejdsgiverforening, Folketingets Rigsrevision og Forbrugerombudsmanden har meddelt, at de ikke har bemærkninger til lovforslaget.

De generelle bemærkninger til lovforslaget gennemgås nedenfor i afsnit 2. Konkrete bemærkninger til de enkelte emner i lovforslaget gennemgås og kommenteres nedenfor i afsnit 3.

Nogle af de modtagne høringssvar indeholder bemærkninger af redaktionel og teknisk karakter. Disse kommentarer omhandler dog ikke substansen og omtales derfor ikke nærmere i dette notat. Herudover indeholder enkelte høringssvar bemærkninger, som ikke angår lovforslaget, og omtales derfor ikke nærmere i dette notat.

## **2. Generelle bemærkninger**

Dansk Crowdfunding Forening hilser det velkomment, at anpartsselskabers kapitalandele kan udbydes til offentligheden og bemærker, at der bliver en bedre balance til reglerne i flere nabolande. Dansk Crowdfunding Forening anfører desuden, at grænsen på 5 millioner euro anses for afbalanceret, idet udbuddet i en senere periode kan gentages, eller selskabet kan omdannes til et aktieselskab mhp. børsnotering.

DAFINA anfører, at de støtter lovforslaget, herunder den foreslåede lovgivning af investeringscrowdfunding. DAFINA støtter desuden den foreslåede beløbsgrænse og forslaget om at lade større udbud følge betingelserne for prospektfritagelse efter prospektforordningen.

DE anfører, at de overordnet set støtter lovforslaget om nedsættelse af kapitalkravet for anpartsselskaber, samt at forslaget om mulighed for offentligt udbud af anparter vil styrke equity crowdfunding, som kan gavne mindre virksomheder og nystartede iværksættere. DE anfører videre, at lovforslaget vil understøtte, at der kommer flere risikovillige midler lokalt, øget diversitet og forhåbentlig flere virksomheder, men opfordrer samtidig til, at investorbekyttelsesdelen gentænkes.

Danske Advokater hilser lovforslaget velkomment og fremhæver, at lovforslagets initiativer har til formål at sikre danske startups/iværksættere bedre vilkår, her bl.a. gennem muligheden for at rejse kapital via crowdfundingplatforme.

DI anfører, at de generelt støtter udkastet til lovforslag, som ifølge dem indeholder en række hensigtsmæssige smidiggørelser af rammevilkårene for danske iværksættere. Dog foreslås det, at reglerne for at stifte et anpartsselskab med en lavere startkapital gøres mere fleksible til gavn for danske iværksættere og dansk konkurrenceevne set i forhold til øvrige EU-lande.

DSK anfører, at de støtter lovforslagets formål om at lette adgangen til kapital ved equity crowdfunding i anpartsselskaber og at sænke kapitalkravet for anpartsselskaber, hvilket vil sænke adgangsbarriererne for iværksættere, der ønsker at drive virksomhed i selskabsform.

FH oplyser, at de er meget positive overfor muligheden for equity crowdfunding i anpartsselskaber. FH anfører desuden, at de isoleret set er positive over en nedsættelse af anpartsselskabers kapitalkrav, men foreslår at myndighederne følger området for at overvåge, om nedsættelsen af kapitalkravet vil medføre forhøjet risiko for svig og misbrug, som man så det med iværksætterselskaberne.

AAU anfører, at lovforslaget er vidtgående i forhold til, hvordan man har gjort i andre lande, og foreslår, at en mere simpel og forsigtig muliggørelse af andelscrowdfunding kunne ske ved at betinge, at anpartsselskabernes udbud af deres kapitalandele til offentligheden kun må ske, når crowdfundingforordningen finder anvendelse, samt at niveauet af investorbeskyttelse for særligt private investorer overvejes nøje.

FSR er enige i, at iværksættere bør have gunstige vilkår, herunder mulighed for at drive virksomhed i selskabsform, men kan ikke støtte den foreslåede nedsættelse af selskabskapitalen. Dette begrundes med, at historien har vist, at kapitalkravet ikke bør være "bagatelagtigt". FSR anfører, at en nedsættelse af kapitalkravet kan medføre svækket tillid til selskabsformen og øget tabsrisiko for kreditorerne. FSR bakker op om forslaget om equity crowdfunding, som efter deres opfattelse er en hensigtsmæssig mulighed for anpartsselskaber til at skaffe selskabskapital. FSR fremhæver dog, at man med lovforslaget væsentligt ændrer på de forskelle, der er mellem aktieselskaber og anpartsselskaber og de opfordrer til, at det undersøges, om selskabsloven indeholder en hensigtsmæssig beskyttelse af selskabsdeltagerne i de situationer, hvor deltagerkredsen i anpartsselskaber er bred som følge af de foreslåede regler om equity crowdfunding.

Finans Danmark anfører, at de overordnet støtter initiativer, der skal gøre det lettere for iværksættere i Danmark, men at de ikke kan støtte en nedsættelse af kapitalkravet for anpartsselskaber. De fremfører i den forbindelse, at de allerede finder det nuværende kapitalkrav på 40.000 kr. lavt. En nedsættelse af kapitalkravet vil kunne medføre en øget risiko for økonomisk kriminalitet. Sammenligningerne med andre nordiske/Europæiske

landes kapitalkrav kan ikke stå alene, men bør ses i sammenhæng med de kontrolmuligheder der findes i de pågældende lande.

KU tilslutter sig den målsætning, som ligger bag forslaget, men anfører, at det bør overvejes, om man af konkurrencehensyn bør ophæve kapitalkravet i lighed med de øvrige medlemsstater. I forhold til forslaget om at give anpartsselskaber mulighed for at udbyde anparter til offentligheden anføres det, at det er et godt formål, som vil tilgodese danske anpartsselskaber i konkurrencen med de øvrige medlemsstater i EU.

### **Kommentar**

*Høringen tegner et overordnet billede af, at erhvervsorganisationerne er positive over for de foreslåede tiltag, der skal gøre det lettere for iværksættere at starte en virksomhed i selskabsform, og som skal gøre det lettere for anpartsselskaber at rejse kapital.*

*FSR og Finans Danmark anfører i deres hørings svar, at en nedsættelse af kapitalkravet kan medføre øget risiko for svig i selskabsform og øget risiko for økonomisk kriminalitet, som man så det med de daværende iværksæterselskaber. KU anfører, at kapitalkravet helt bør fjernes, da selskabsloven i forvejen stiller krav om, at direktionen skal sikre et forsvarligt kapitalberedskab.*

*Derudover rejser Dansk Crowdfunding forening, DE, FSR, KU og AAU forskellige opmærksomhedspunkter om investorbekyttelse ved udbydelse af anparter til offentligheden samt forslag til præciseringer.*

*Generelt forventes et kapitalkrav på 20.000 kr. på den side at give iværksættere bedre mulighed for at organisere sig i et anpartsselskaber samtidig med, at hensynet til risiko for svig ikke øges unødigt.*

*Erhvervsministeriet opretholder derfor det foreslåede kapitalkrav for anpartsselskaber på 20.000 kr.*

*For så vidt angår de rejste bekymringer om investorbekyttelse i forbindelse med equity crowdfunding, er Erhvervsministeriet enige i, at der bør indarbejdes yderligere investorbekyttelse for udbud af anparter til offentligheden med en samlet værdi på under 5 mio. euro beregnet over 12 måneder. Erhvervsministeriet finder det mest hensigtsmæssigt at anvende de*

*allerede eksisterende og kendte investorbeskyttelsesregler i hhv. crowdfundingforordningen og prospektforordningen. Der henvises til de konkrete bemærkninger herom i høringsnotatets afsnit 3.2.1.*

### **3. Bemærkninger til de konkrete emner**

Gennemgangen og kommenteringen af de konkrete bemærkninger i høringssvarene foretages med udgangspunkt i følgende opdeling:

- 3.1 Nedsættelse af kapitalkrav for anpartsselskaber*
- 3.2 Mulighed for offentligt udbud af anparter (equity crowdfunding)*
  - 3.2.1 Investorbeskyttelse*
  - 3.2.2 Kapitalejeres adgang til offentligt udbud af anparter*
  - 3.2.3 Udbudsgrænser ved omdannelse til aktieselskab*
  - 3.2.4 Kontakt til potentielle investorer*
  - 3.2.5 Omsættelige værdipapirer*
  - 3.2.6 Grænseoverskridende udbud*
  - 3.2.7 Udbud af warrants og beregning af udbuddets værdi*

#### **3.1. Nedsættelse af kapitalkrav for anpartsselskaber**

FSR og Finans Danmark foreslår, at det eksisterende kapitalkrav fastholdes for anpartsselskaber på 40.000 kr. af hensyn til kreditorsikkerheden, tilliden til selskabsformen, samt risikoen for svig og økonomisk kriminalitet. FSR foreslår endvidere, at den økonomiske risiko for kreditorer og staten ved en nedsættelse af kapitalkravet til 20.000 kr. bør begrænses ved, at der indføres en udbyttebegrænsning og/eller stilles krav om sikkerhedsstillelse for omkostningerne ved selskabets eventuelle tvangsopløsning.

DI foreslår, at kapitalkravet for anpartsselskaber nedsættes til 8.000 kr. i stedet for 20.000 kr., med henvisning til, at der er andre regler i selskabsloven end reglerne om kapitalkrav, der giver investorbeskyttelse. Alternativt, at der i stedet gives samme mulighed i anpartsselskaber, som der er i aktieselskaber for, at kapitalejerne til at starte med kan nøjes med at delvist at indbetale 25 pct. af kapitalen, mens resten er en personlig gældsforpligtelse.

KU foreslår, at kapitalkravet for anpartsselskaber fjernes med henvisning til, at selskabslovens regler om forsvarligt kapitalberedskab allerede er tilstrækkelige, og idet EU-retten alene regulerer kapitalkravet for aktieselskaber. Hvis kapitalkravet fastsættes til 20.000 kr., foreslås det, at anpartsselskaber ligestilles med aktieselskaber ved at afskaffe minimumskravet ved

delvis indbetaling af selskabskapitalen, således at anpartsselskaber kan stiftes med 5.000 kr., hvor restbeløbet udgør en personlig gældsforpligtelse, der skal betales, når selskabets forhold kræver det.

### **Kommentar**

*Minimumskravet til anpartsselskabers selskabskapital, der er fastsat i selskabsloven, er løbende blevet reguleret. Senest blev kapitalkravet for ApS'er nedsat til 40.000 kr. i forbindelse med afskaffelsen af iværksætterselskaberne (IVS) i 2019.*

*Erfaringerne fra iværksætterselskaberne, der tidligere kunne stiftes med ned til 1 kr. i selskabskapital viser, at en lempelse af kapitalkravet vil medføre en øget risiko for svig og gældsopbygning. Der forventes således alt andet lige, at der vil være en øget svigrisiko ved en markant nedsættelse af kapitalkravet. Niveauet for kapitalkravet skal således balancere bekæmpelse af svig og gode iværksættervilkår.*

*Det er Erhvervsministeriets vurdering, at kapitalkravet til anpartsselskaber kan sænkes til 20.000 kr., uden at forringe sikkerheden for anpartsselskabernes kreditorer. Erhvervsministeriet lægger herved vægt på selskabslovens generelle krav om forsvarligt kapitalberedskab, der indebærer, at ledelsen til enhver tid er forpligtet til at sikre, at der er tilstrækkelig likviditet til at opfylde anpartsselskabets nuværende og fremtidige forpligtelser, efterhånden som de forfalder.*

*Der er desuden gennemført en række tiltag for kapitalselskaber inden for de seneste år, der har til formål at modvirke svig i selskabsform og svig på moms- og skatteområdet. Således blev der bl.a. i 2020 vedtaget en kontrolpakke mod svig i selskaber, i juni 2021 blev den politiske aftale om det fremadrettede behov for revision vedtaget og i 2022 blev en ny lov om bogføring vedtaget, der bl.a. indebærer regler om digital bogføring og bogføringskontrol. Tiltag der alle er med til at styrke myndighedernes kontrol med bl.a. selskaber.*

*Samtidig vil et kapitalkrav for anpartsselskaber på 20.000 kr. være mere på niveau med kapitalkravet i de andre lande i Norden. Erhvervsministeriet lægger i forbindelse med fastsættelsen af kapitalkravet for anpartsselskaber vægt på, at det skal være nemt at starte virksomhed i Danmark, og at danske virksomheder skal have de bedst mulige rammer for at konkurrere*

*på lige vilkår med udenlandske virksomheder samtidig med, at hensynet til risiko for svig ikke øges unødigt.*

*Ud fra ovenstående hensyn er det Erhvervsministeriet vurdering, at fastsættelsen af minimumskravet for anpartsselskabers selskabskapital til 20.000 kr. udgør en passende balance imellem hensynene til kreditorer, risikoen for svig og gældsopbyggelse og hensynene til gode iværksætter- og konkurrencevilkår.*

## **3.2. Mulighed for offentligt udbud af anparter (equity crowdfunding)**

### **3.2.1. Investorbekyttelse**

DE foreslår, at der også ved udbud under 5 mio. euro indtænkes investorbekyttelsesregler, f.eks. ved at forlange, at udbud til offentligheden skal ske gennem en crowdfunding platform eller ved at stille krav om, at nøgleoplysningsdokumenterne er klare, præcise og informative, og at der udpeges en tilsynsmyndighed.

AAU og KU foreslår ligeledes, at adgangen til udbud af anparter til offentligheden begrænses til at angå udbud omfattet af crowdfundingforordningen eller betingelserne for fritagelse for prospektpligten, således at anpartselskaber ikke frit kan udbyde egne anparter selv.

FSR opfordrer til en gennemgang af selskabsloven og overvejelser om, hvorvidt der er en hensigtsmæssig beskyttelse af selskabsdeltagerne i de situationer, hvor deltagerkredsen er bred som følge af de foreslåede regler om equity crowdfunding.

Dansk Crowdfunding Forening foreslår, at der indføres revisionspligt for anpartsselskaber, som ønsker at gennemføre et offentlig udbud enten gennem en crowdfunding platform eller varetaget af selskabet selv. Begrunnelserne er, at en godkendt revisor giver sikkerhed for, at en kompetent, uvildig redegørelse af virksomhedens finansielle status forud for et udbud sat de budgetter, ligger til grund for udbuddet. Det begrundes også med, at de fleste virksomheder i forvejen vil benytte en godkendt revisor til at udarbejde materialet, og at ændringen derfor ikke vil være en væsentlig omkostning eller administrativ byrde.

Dansk Crowdfunding Forening foreslår desuden, at der indføres pligt til at have en bestyrelse i anpartsselskaber, som vælger at udbyde anparter offentligt. Dette begrundes med, at der med ønsket om vækstkapital følger en professionalisering af virksomheden og at ansvaret overfor kapitalejere og tredjemand etableres på et brede grundlag end det nuværende minimumskrav med blot en direktør. Det foreslås i den forbindelse, at sanktioner ved bødestraf ikke er tilstrækkelige og at Erhvervsstyrelsen får samme bemyndigelse, som Finanstilsynet har i forhold til alternative investeringsfonde, og ultimativt bør have adgang til at annullere et udbud i sin helhed.

### **Kommentar**

*På baggrund af de modtagne hørings svar vurderer Erhvervsministeriet, at det skal overvejes, om der skal indarbejdes yderligere investorbeskyttelse i lovforslaget.*

*Erhvervsministeriet har i forbindelse med vurderingen af, om der skal indføres yderligere investorbeskyttelse overvejet, om der skal være parallelitet mellem reglerne for anpartsselskabers mulighed for udbud af anparter til offentligheden ift. aktieselskabers selvsamme mulighed. Aktieselskaber har efter gældende ret mulighed for frit at udbyde egne kapitalandele op til prospektforordningens grænseværdi, uden at der gælder særlige investorbeskyttelsesregler i den anledning. Erhvervsministeriet finder dog ikke, at anpartsselskaber kan sidestilles med aktieselskaber i denne sammenhæng, da aktieselskaber er underlagt strengere regulatoriske krav om eksempelvis stiftelse, kapital, drift og regnskab. Erhvervsministeriet bemærker endvidere, at aktieselskabers frie adgang til udbud af egne kapitalandele til offentligheden følger af EU-retten, men at der ikke gælder tilsvarende krav for anpartsselskabers adgang til udbud af kapitalandele til offentligheden.*

*For så vidt angår forslaget fra Dansk Crowdfunding Forening om at indføre revisionspligt er det Erhvervsministeriets forståelse af hørings svaret, at der stilles forslag om både revisionspligt i forhold til udarbejdelse af årsregnskab såvel som revisionspligt for de budgetter m.v., der udarbejdes i forbindelse med et udbud. Det er Erhvervsministeriets vurdering, at det vil være en uforholdsmæssig stor byrde at pålægge alle anpartsselskaber, der udbyder anparter offentligt, at de skal være underlagt revisionspligt, og at byrderne forbundet hermed vil overstige eventuelle fordele. Erhvervsministeriet finder på den baggrund ikke grundlag for at ændre lovforslaget.*



*Vedrørende Dansk Crowdfunding Forenings forslag om bestyrelsespligt bemærker Erhvervsministeriet, at det enkelte anpartsselskab selv bør kunne vurdere, hvilken ledelsesstruktur der er mest hensigtsmæssig. I anpartsselskaber uden en bestyrelse er direktionen iht. selskabslovens § 117, stk. 2, forpligtet til at varetage såvel den overordnede og strategiske ledelse som den daglige ledelse, ligesom direktionen er forpligtet til at sikre en forsvarlig organisation af anpartsselskabets virksomhed. Erhvervsministeriet finder ikke, at anpartsselskabers udbud af anparter til offentligheden bør betinges af, at selskabet har en bestyrelse.*

*Erhvervsministeriet finder det derfor mest hensigtsmæssigt at anvende de allerede eksisterende og kendte investorbeskyttelsesregler i hhv. crowdfundingforordningen og prospektforordningen, således at der fastsættes krav om, at adgangen til udbud af anparter til offentligheden begrænses til at angå udbud omfattet af crowdfundingforordningen eller betingelserne for fritagelse for prospektpligten. Det vil medføre, at forslaget begrænses, så anpartsselskaber ikke får fri adgang til at udbyde egne anparter til offentligheden, f.eks. via selskabets egen hjemmeside eller via sociale medier som TikTok, LinkedIn og Instagram, men at anpartsselskaber skal anvende en crowdfundingplatform udbudt af en godkendt crowdfundingtjenesteudbyder. De fire muligheder for udbud i den foreslåede § 1, stk. 3, nr. 1-4, der er baseret på betingelserne for fritagelse for prospektpligten, bevares dog uændret i forslaget, da de angår udbud rettet mod professionelle aktører, som ikke har behov for investorbeskyttelse.*

*På baggrund af ovennævnte vil lovforslaget blive tilrettet, således at udbud af anparter til offentligheden forudsætter anvendelsen af en crowdfundingplatform, eller at udbuddet opfylder en af de fire betingelser for fritagelse for prospektpligt i forslaget til § 1, stk. 3, nr. 1-4.*

### **3.2.2. Kapitalejeres adgang til offentligt udbud af anparter**

FSR foreslår, at det i forslaget til ny § 1, stk. 3, i selskabsloven præciseres, hvem der kan udbyde anparter til offentligheden. FSR anfører, at hvis anparter som en konsekvens af lovforslaget fremover anses for at være omsættelige værdipapirer, må den nuværende formulering i lovforslaget forstås således, at alle personer kan foretage offentlige udbud af anparter, og at det kun er ved anpartsselskabets udbud af anparter, at der fastsættes betingelser for udbuddet i modsætning til fx anpartsselskabets ejeres udbud af anparter.

### **Kommentar**

*Den foreslåede model for mulighed for udbud af anparter til offentligheden (Equity crowdfunding) er en finansieringsform, hvor selskaber rejser kapital ved at sælge ejerandele til offentligheden. Et anpartsselskab, der ønsker at rejse kapital via equity crowdfunding, vil efter det tilrettede forslag skulle oprette et udbud på en crowdfunding-plattform. Her præsenterer anpartsselskabets ledelse forretningsmodellen, og hvor meget kapital der søges. Der vil være tale om en kapitalforhøjelse i selskabet. Det er som udgangspunkt generalforsamlingen, dvs. ejerne, der træffer beslutning om forhøjelse af selskabskapitalen. Beslutningen træffes med det stemmefler-tal, der i selskabet kræves til vedtægtsændring. Men generalforsamlingen kan også bemyndige ledelsen til at beslutte kapitalforhøjelsen. Når målet for kapitalforhøjelsen er nået, modtager anpartsselskabet pengene, registrerer kapitalforhøjelsen, og investorerne får tildelt deres respektive anparter.*

*Den foreslåede bestemmelse gælder således alene for anpartsselskabets udbud af selskabets anparter. Øvrige personer, fx anpartsselskabets ejere, vil ikke kunne udbyde anparter til offentligheden uden om de oplistede betingelser.*

### **3.2.3. Udbudsgrænser ved omdannelse til aktieselskab**

FSR foreslår, at udbudsgrænsen på 5 mio. euro ikke skal gælde, hvis der er tale om et udbud af kapitalandele i forbindelse en påtænkt omdannelse af et anpartsselskab til et aktieselskab, da der i så fald ikke er tale om udbud af anparter, men derimod aktier i det aktieselskab, anpartsselskabet skal omdannes til. Dette bør sidestilles med udbud af aktier i et aktieselskab under stiftelse, hvor der gælder prospektpligt ved udbud på over 8 mio. euro.

### **Kommentar**

*Den foreslåede model for mulighed for udbud af anparter til offentligheden (Equity crowdfunding) finder ikke anvendelse i omdannelsessituationer fra anpartsselskab til aktieselskab, da der er tale om udbud af anparter. Anparterne bliver først til aktier, når omdannelsen er registreret i Erhvervsstyrelsens it-system.*

### **3.2.4. Kontakt til potentielle investorer**

DI foreslår en ændring af lovbemærkningerne til § 1, nr. 1, for så vidt angår formuleringen om kontakten til potentielle investorer via brev eller e-mail,

så det tydeliggøres, at en sådan kontakt potentielt kan udgøre en overtrædelse af markedsføringslovens § 10 om direkte markedsføring.

### **Kommentar**

*Lovforslaget har ikke til hensigt at opfordre til bestemte måder, hvorpå virksomheder kan rette henvendelse til potentielle investorer, og henvendelserne skal ske i overensstemmelse med gældende lovgivning. Forslaget tages til følge og lovbemærkningerne præciseres.*

*Det bemærkes, at da forslaget foreslås ændret jf. ovenstående, så anpartsselskaber ikke får fri adgang til at udbyde egne anparter til offentligheden, f.eks. via selskabets egen hjemmeside eller via sociale medier som TikTok, LinkedIn og Instagram, men at anpartsselskaber skal anvende en crowdfundingplatform udbudt af en godkendt crowdfundingtjenesteudbyder, er chancen for at denne anførte problemstilling opstår blevet betydeligt begrænset.*

### **3.2.5. Omsættelige værdipapirer**

DAFINA støtter den foreslåede afgrænsning og den nærmere beløbsgrænse, de enkelte betingelser mv. i forhold til offentligt udbud af anparter, herunder at lade betingelserne for større udbud følge betingelserne for prospektfritagelse efter prospektforordningen.

DAFINA bemærker, at det i udkast til lovforslaget pkt. 3.1.3 i de almindelige bemærkninger om den foreslåede ordning) anføres bl.a., at "(...) For at anpartsselskaber fremadrettet kan få mulighed for at benytte equity crowdfunding vil det nødvendiggøre en ændring af selskabsloven, for at anparter kan udbydes til offentligheden. **Det vil samtidig betyde at anparter vil blive anset som omsættelige værdipapirer.** Dette indebærer, at anpartsselskaber - ligesom aktieselskaber - vil kunne rette henvendelse til investorer med henblik på at rejse kapital gennem et offentligt udbud af kapitalandele. (...)." [DAFINAS fremhævning]

DAFINA er umiddelbart ikke enige i, at den selskabsretlige lovændring (automatisk) vil betyde, at anparter efter den finansielle regulering vil blive anset eller skal anses som omsættelige værdipapirer (eller i øvrigt som (finansielle) instrumenter i regulatorisk forstand). Den selskabsretlige lovliggørelse af investeringscrowdfunding for anpartsselskaber og dermed af of-

fentligt udbud af anparter bør ikke i sig selv indebære (som et ganske principielt nybrud), at anparter efter den finansielle regulering (MiFID mv.) altid fremover betragtes som omsættelige værdipapirer.

Med andre ord bør selskabslovgivningen ikke præjudicere eller intervenere i så henseende, men i stedet som hidtil overlade denne vigtige finansregulatoriske vurdering til den finansielle regulering. Dette især fordi der herhjemme kendes flere eksempler på, at visse papirer/instrumenter, som kan udbydes til offentligheden og faktisk udbydes til offentligheden, *ikke* betragtes som omsættelige værdipapirer i den finansielle regulerings forstand (fx garantbeviser i sparekasser og andelsbeviser i andelskasser – i modsætning til aktier i banker – netop fordi sådanne garantbeviser og andelsbeviser trods muligheden for at udbyde disse til offentligheden ikke som sådan handles på kapitalmarkedet i reguleringens forstand).

DAFINA opfordrer til, at det i lovbemærkningerne præciseres, at der med lovforslaget ikke tages stilling til, hvorvidt anparter skal anses som omsættelige værdipapirer. Alternativt opfordrer DAFINA til, at den pågældende sætning (jf. markeringen/fremhævelsen ovenfor) blot udgår af lovbemærkningerne, og at lovforslaget i stedet forholder sig tavs til denne problemstilling (netop fordi det ikke tilkommer selskabslovgivningen, så at sige, at foretage denne finansregulatoriske vurdering, herunder vurderingen af, hvornår et papir/instrument kan siges at blive handlet på kapitalmarkedet).

DAFINA er indforstået med, at en konkret vurdering i en konkret situation i forhold til en konkret anpart udbudt til offentligheden i medfør af de kommende regler vil kunne føre til, at den pågældende anpart skal anses som et omsætteligt værdipapir / et (finansielt) instrument i reguleringens forstand. Men denne vurdering skal/bør ikke være givet eller foretaget på forhånd, så at sige, som en automatisk konsekvens af udbuddet af anparten til offentligheden som følge af lovbemærkningerne i selskabsloven. Spørgsmålet om omsætteligt værdipapir i finansregulatorisk forstand må naturligvis ikke forveksles med spørgsmålet om fri omsættelighed i selskabsretlig forstand.

KU bemærker, at det i forslaget (s. 15 f.) nævnes, at anparter som konsekvens af ændringen af selskabslovens § 1, stk. 3, må anses for »omsættelige værdipapirer«. Formuleringen er uheldig og kan udgå, da den ikke synes nødvendig i sammenhængen.

Definitionen af »omsættelige værdipapirer« i lov om kapitalmarkeder § 4 omfatter kun aktier og ikke anparter, og er en tekstnær gennemførelse af samme begreb i MiFID2, artikel 4, nr. 44. Det er ikke klart, hvorfor en ændring af selskabsloven § 1, stk. 3, uden en tilsvarende ændring af enten MiFID eller lov om kapitalmarkeder, skulle medføre, at anparter bliver omfattet af det kapitalmarkedsretlige begreb omsættelige værdipapirer. Denne uklarhed taler for, at bemærkningen bør udgå af forslaget.

### **Kommentar**

*Erhvervsministeriet vurderer, at den foreslåede model, hvor anpartsselskaber gives mulighed for at udbyde anparter til offentligheden, medfører, at anparter som udgangspunkt vil blive anset som et omsætteligt værdipapir, jf. § 4, stk. 1, nr. 1, i lov om kapitalmarkeder, og et værdipapir efter artikel 1, stk. 1, nr. 44, i direktiv om 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). Når der er tale om et udgangspunkt skyldes det, at konkrete omstændigheder kan føre til, at anparterne ikke anses som omfattet af § 4, stk. 1, nr. 1, i lov om kapitalmarkeder. Det kan f.eks. være tilfældet, hvis anpartsselskabets vedtægter indeholder begrænsninger i anparternes omsættelighed.*

*Bilag 1, afsnit C, i MiFID indeholder en liste over finansielle instrumenter. Det fremgår heraf af nr. 1, at et værdipapir er et finansielt instrument. Definitionen på et værdipapir følger af artikel 4, stk. 1, nr. 44, som er implementeret i § 4, stk. 1, nr. 1, i lov om kapitalmarkeder.*

*Finansielle instrumenter er bl.a. omsættelige værdipapirer bortset fra betalingsinstrumenter, der kan handles på kapitalmarkedet, herunder aktier i selskaber og andre værdipapirer, der kan sidestilles med aktier i selskaber, partnerskaber og andre foretagender, samt depotbeviser vedrørende aktier, jf. § 4, stk. 1, nr. 1, litra a, i lov om kapitalmarkeder.*

*Det fremgår af bemærkningerne til bestemmelsen (Folketingstidende 2016-17, tillæg A, L 155 som fremsat) at for, at et værdipapir er omfattet af begrebet omsættelige værdipapirer, forudsætter det efter Finanstilsynets praksis, at udstedelsen af instrumenterne primært har et finansielt sigte, at instrumenterne er omsættelige, og at de handles på kapitalmarkedet. Vurderingen af, om disse betingelser er opfyldt, vil bero på en konkret vurdering. Som udgangspunkt anses kommanditanparter og interessentskabsandele i selskaber med mere end 10 deltagere for at være omfattet af begrebet*

*omsættelige værdipapirer, idet der er tale om standardiserede instrumenter, der efterfølgende kan omsættes på kapitalmarkedet.*

*I lovforslaget fjernes forbuddet mod at udbyde anparter til offentligheden og anparter vil som følge heraf som udgangspunkt være at betragte som et omsætteligt værdipapir, jf. lovbemærkningerne til lov om kapitalmarkeder § 4, stk. 1, nr. 1, litra a. Mulighed for udbud til offentligheden af anparter betyder, at anparter som udgangspunkt kan sidestilles med aktier i selskaber ligesom kommanditanparter og interessentskabsandele, idet anparter ligesom aktier er en ejerandel i et selskab.*

*Da præcisering af, hvilke instrumenter, der betragtes som omsættelige værdipapirer i lov om kapitalmarkeder forstand, retteligt hører til i bemærkningerne til lov om kapitalmarkeder, vil omtale heraf dog udgå af det foreliggende lovforslag. Det vil i stedet blive præciseret ved først kommende lejlighed i lov om kapitalmarkeder.*

### **3.2.6. Grænseoverskridende udbud**

FSR bemærker, at hvis der er tale om et grænseoverskridende udbud, kan der være krav om at udarbejde et prospekt i et eller flere af de lande, hvor udbuddet foretages. Hvis der for eksempel foretages et udbud af aktier i Danmark og Sverige til en værdi af 4 mio. euro, vil undtagelsen til prospektpligten ikke finde anvendelse, da udbud over 2,5 mio. euro er omfattet af prospektpligten i Sverige.

Idet anparter med forslaget anses for at være omsættelige værdipapirer, finder prospektforordningen anvendelse. FSR mener, at det derfor bør præciseres i lovbemærkningerne, at udbyder af anparter skal være opmærksom på prospektpligten ved grænseoverskridende udbud af anparter.

### **Kommentar**

*Erhvervsministeriet vurderer ikke, at der er behov for at tilføje til lovforslaget, at andre medlemslande kan have fastsat nationale regler for udbud under 8 mio. euro, idet det vurderes at være et spørgsmål af begrænset praktisk betydning, og at selskaber ved udbud i andre medlemsstater må forventes at gøre sig bekendt med det pågældende lands regler.*

### **3.2.7. Udbud af warrants og beregning af udbuddets værdi**

FSR bemærker, at der ikke i lovtæksten eller i lovbemærkningerne er nævnt muligheden for at udbyde afledte værdipapirer til offentligheden, herunder

warrants. Hvis det er hensigten, at betingelserne for offentlige udbud af anparter også skal gælde for afledte omsættelige værdipapirer, der er knyttet op på anparter, bør dette præciseres.

### **Kommentar**

*Erhvervsministeriet vurderer, at afsnittet i de specielle bemærkninger vedrørende udbud af warrants og beregning af udbuddets værdi bør slettes, idet der herved undgås at skabe tvivl om lovforslagets rækkevidde.*

### **4. Oversigt over hørte myndigheder og organisationer m.v.**

Advokatsamfundet/Advokatrådet, Akademikerne, Arbejderbevægelsens Erhvervsråd, ATP – Arbejdsmarkedets Tillægs Pension, Bryggeriforeningen, Centralorganisationens Fællesudvalg, CEPOS – Center for Politiske Studier, Computershare, Copenhagen Business School, Danish Business Angels (DanBAN), Danish Venture Capital and Private Equity Association, Danmarks Nationalbank, Danmarks Skibskredit A/S, Danmarks Statistik, Dansk Aktionærforening, Dansk Arbejdsgiverforening, Dansk Crowdfunding Forening, Dansk Ejendomsmæglerforening, Dansk Erhverv, Dansk Industri, Dansk Iværksætterforening, Dansk Metal, Dansk Standard, Danske Advokater, Danske Annoncører og Markedsførere, Danske Forsikringsfunktionærers Landsforening, Danske Maritime, Danske Rederier, Danske Regioner, Datatilsynet, Den Danske Aktuarforening, Den Danske Dommerforening, Den Danske Finansanalytikerforening, Den Danske Fondsmæglerforening, Det Økonomiske Råds Sekretariat, Digitaliseringsstyrelsen, DIRF – Dansk Investor Relations Forening, Domstolsstyrelsen, DSK – De Samvirkende Købmænd, Effektivt Landbrug, Erhvervsstyrelsens Område for Bedre Regulering, FH – Fagbevægelsens Hovedorganisation, Finans Danmark, Finansforbundet, Finansiell Stabilitet, Finansektorens Arbejdsgiverforening, First North, Forbrugerombudsmanden, Foreningen Danske Revisorer, Forhandlingsfællesskabet, Forsikring & Pension, FSR – Danske Revisorer, GRAKOM, HK, Ingeniørforeningen i Danmark, Intertrust (Denmark), IT-Branchen, KL, Komiteen for god Selskabsledelse, Kommunekredit, Kristelig Arbejdsgiverforening, Kristelig Fagbevægelse, Kuratorforeningen, Københavns Universitet, Landbrug & Fødevarer, Landdistrikternes Fællesråd, Landsdækkende Banker, Ledernes Hovedorganisation, Lokale Pengeinstitutter, Lønmodtagernes Dyrtidsfond, Managementrådgiverne, NASDAQ OMX Copenhagen A/S, OXFAM IBIS – International Bistand, International Solidaritet Oxfam, Penneo, Rigsadvokaten, Rigsrevisionen, Roskilde Universitet Center (RUC), SEGES, Skatteministeriet, SMV Danmark, Statsadvokaturen for Særlig Økonomisk

og International Kriminalitet, Syddansk Universitet, VP Securities og værdipapircentralen, XBRL Danmark, Aalborg Universitet, Aarhus BSS og Århus Universitet.

**Følgende organisationer, myndigheder m.v. har haft bemærkninger til lovforslaget:**

Dansk Crowdfunding Forening, Dansk Erhverv, Dansk Fintech Alliance, Dansk Industri, Danske Advokater, De Samvirkende Købmænd, Domstolsstyrelsen, Fagbevægelsens Hovedorganisation, Finans Danmark, FSR – Danske Revisorer, Københavns Universitet v/ Professor Jesper Lau Hansen og Aalborg Universitet v/ Forskergruppen CLEAR.